

Entschädigung schlechter Schuldnerqualität

Wie hoch sind Kreditrisikoprämien?

Eine Analyse der Kreditrisikoprämien nach Rating zeigt deutliche Unterschiede und Herausforderungen auf. Des Weiteren spielen Konjunkturzyklen eine wesentliche Rolle.

Bei einer Investition in Nominalwerte stellt sich die Frage, inwiefern Kreditrisiken entschädigt werden. Um diese zu beantworten, gilt es zwischen der Ex-ante- und der Ex-post-Sicht auf Kreditrisikoprämien zu unterscheiden.

Ex-ante ist die Sache klar: Anleger verlangen beim Kauf schlechterer Ratings tiefere Preise. Diese stellen eine Ex-ante-Entschädigung für die höheren Ausfallrisiken infolge schlechterer Schuldnerqualität dar.

Aus Anlegerperspektive deutlich relevanter ist jedoch die Ex-post-Sicht: Wie hoch sind die realisierten Renditen aufgeteilt nach Schuldnerqualität?

Ein komplexes Bild

Unsere Analyse fokussiert sich auf den US-Dollar-Anleihenmarkt (USD), da dieses Segment das grösste Gewicht globaler Indizes ausmacht und lange Zeitreihen bietet. Die erste Grafik zeigt die annualisierten USD-Renditen der letzten 40 Jahre. So selbstverständlich Ex-ante-Kreditrisikoprämien auch sind, so zeigt sich hier Ex-post doch ein komplexeres Bild.

Mit einer Investition in Investment-Grade-Unternehmensanleihen liess sich eine zusätzliche Rendite gegenüber Staatsanleihen erzielen. Auch der Übergang in den High-Yield-Bereich von BBB zu BB wurde belohnt. Die zusätzliche annualisierte Rendite gegenüber Staatsanleihen erhöhte sich von 1.5 auf 2.9%. Mit ihrer Positionierung gleich unterhalb von Investment-Grade fällt bei BB-Anleihen ein Teil der Nachfrage aufgrund regulatorischer Rahmenbedingungen weg. Dies mag ein Grund sein, warum dieses Segment attraktiv entschädigt wurde.



Cédric Müller
Senior Consultant,
c-alm AG

Interessanterweise waren die von den Indizes ausgewiesenen Renditen innerhalb des High-Yield-Bereichs für schlechtere Schuldnerqualität teilweise deutlich tiefer. Dabei ist aber zu berücksichtigen, dass Anleihen im Falle von Credit Events zeitnah aus den Indizes ausgebucht und allfällige Rückzahlungen (Recovery) bei Abwicklung des Konkursverfahrens nicht angemessen berücksichtigt werden.

Deutliche Ausschläge über die Jahre

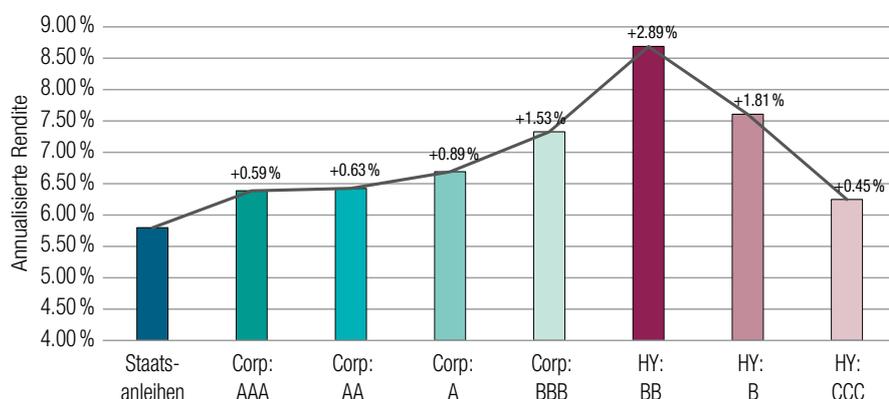
Die zweite Darstellung veranschaulicht für eine Auswahl an Ratings die zeitliche Dynamik hinter den Renditen, die in der ersten Grafik dargestellt sind.

Der Verlauf der indexierten Renditen ist eng mit Konjunkturzyklen verknüpft. Im Umfeld von Rezessionen manifestieren sich Risiken in Form von Rating-Herabstufungen und Ausfällen. Besonders die CCC-Anleihen verloren in der Ölkrise, im Zeitraum um das Platzen der Dot-Com-Blase und in der Finanzkrise massiv an Wert. Während der Finanzkrise verloren sogar sämtliche Indizes ihren bis dahin erzielten Vorsprung gegenüber den Staatsanleihen.

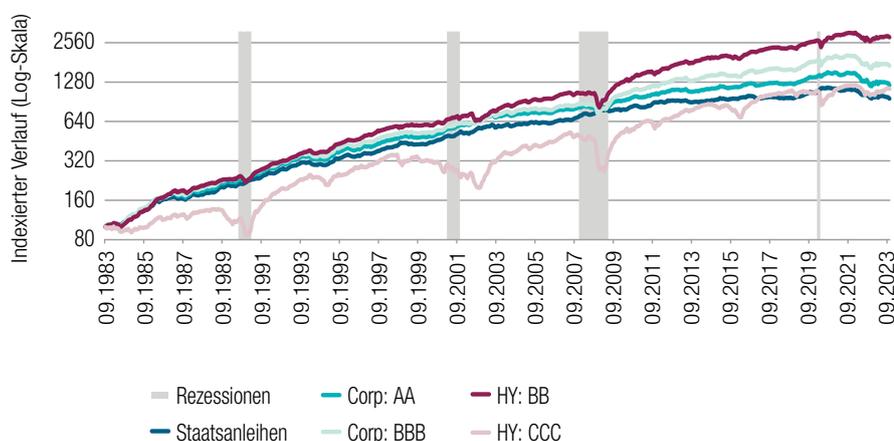
In solchen Marktphasen fallen die Ex-post-Kreditrisikoprämien deutlich negativ aus. Gleichzeitig findet jedoch eine Neukalibrierung der Ex-ante-Kreditrisikoprämien statt.

Die dritte Grafik zeigt für eine Auswahl an Ratings den historischen Verlauf der Yield-Differenzen gegenüber Staatsanleihen. Die vom Markt Ex-ante geforderten Kreditrisikoprämien steigen in Krisenzeiten aufgrund wegbrechender Nachfrage und Neubewertungen von Risiken massiv an. Besonders im High-

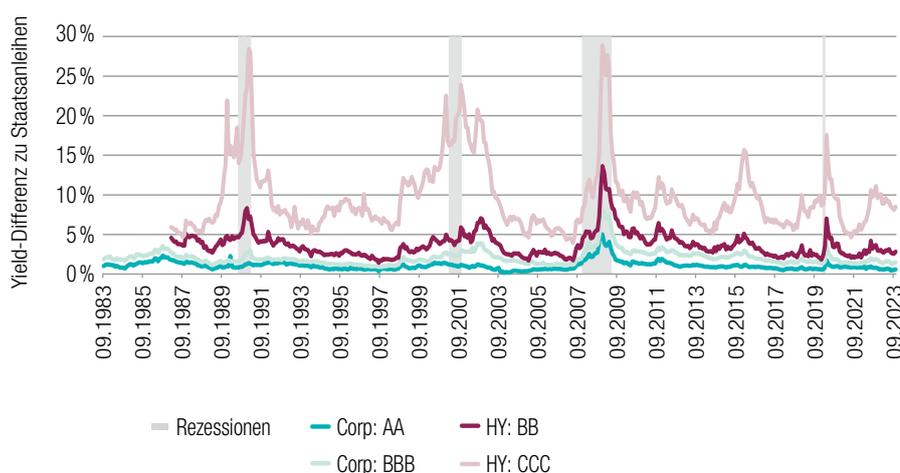
Durchschnittliche Rendite



Historischer Verlauf



Yield-Differenz



Quellen: Bloomberg und National Bureau of Economic Research

TAKE AWAYS

- Bei der Analyse von Kreditrisikoprämien gilt es zwischen der Ex-ante- und der Ex-post-Sicht zu unterscheiden.
- Der Bereich von AAA- bis BB-Anleihen bot positive Ex-post-Kreditrisikoprämien, während die Prämien für B- und CCC-Anleihen historisch tiefer waren, aber wohl auch stark vom Vorgehen bei Ausfällen abhängen.
- Rezessionen führten zu deutlich negativen Ex-post-Kreditrisikoprämien, einem beträchtlichen Anstieg in Ex-ante-Prämien und nachfolgend positiven Ex-post-Prämien.

Yield-Bereich waren die Prämien phasenweise sehr hoch.

Betrachten wir nochmals die zweite Darstellung, so sehen wir, dass die CCC-Anleihen nach der Finanzkrise eine Aufholjagd starteten. Generell konnte mit der Aufnahme von Kreditrisiken wieder ein Vorsprung gegenüber Staatsanleihen aufgebaut werden. Die höheren Ex-ante-Kreditrisikoprämien schlagen sich nach Krisenzeiten in höheren Ex-post-Prämien nieder.

Schlussfolgerungen für Pensionskassen

Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Bereich boten gegenüber Staatsanleihen Ex-ante-Kreditrisikoprämien, die im Schnitt auch zu Ex-post-Prämien führten. Im High-Yield-Bereich gilt es zu unterscheiden. Die beste Schuldnerqualität war attraktiv, sollte aufgrund der Risiken aber auch mit Aktien verglichen werden.

Ein Exposure gegenüber den schlechtesten Schuldnerqualitäten bedingt eine Auseinandersetzung mit Ausfällen: Die Grenze zur Anlageklasse der notleidenden Kredite (Distressed Debt) ist fließend und in diesem Anlagesegment gehört es auch zum erforderlichen Handwerkszeug, Kreditausfälle unter Wahrung aller Interessen abzuwickeln. **I**