

SIGLO Timeout Nr. 33

Liquiditätsrisiken bei Unternehmensanleihen

Einführung

Notenpressen der Zentralbanken laufen wie geschmiert und die globale Wirtschaft scheint im Geld zu schwimmen. Bilanzen einer Vielzahl von Unternehmen wirken so robust wie selten zuvor und Finanzierungen sind langfristig gesichert. Die letzte Kommunikation des US FED, wonach der Geldfluss auch weiterhin ungebremst weiter gehen soll, unterstreicht dieses Bild und drängt Anleger in Unternehmens- und höher verzinsliche Anleihen. Wer in diesem Umfeld Liquiditätsrisiken ortet, ist wohl von allen guten Geistern verlassen. Welche Gedanken bei uns umher geistern und uns trotz allem zur Vorsicht mahnen, erläutern wir in diesem Timeout.

Ausgangslage

Wir können und wollen obgenannte Fakten keineswegs bestreiten. Heutige Geldpolitik ist effektiv enorm expansiv und die meisten Bilanzen sind im Schnitt gesund. Wesentlich skeptischer begegnen wir der Frage, ob dies effektiv auch eine hohe Liquidität am Markt für Unternehmensanleihen impliziert. Wir zögern, denn Anleihenmarktliquidität hängt im Wesentlichen von der Markttiefe ab. Tiefe steht für das handelbare Volumen, das den Anlegern eine rasche und preisneutrale Abwicklung von Aufträgen erlaubt. Einen wesentlichen Anteil daran stellen die sogenannten Market Makers bereit. Deren Job besteht darin, im Markt laufend als Käufer und Verkäufer zu agieren und so genügend Liquidität für sämtliche Transaktionen von Anlegern zur Verfügung zu stellen. Bevor wir nun der drohenden Liquiditäts-Gefahr auf den Grund gehen, listen wir zuerst ein paar Fakten zum globalen Anleihenmarkt auf.

Fakten zu globalen Anleihen

Der globale IG Anleihenmarkt umfasst nach dem Barclay Global Aggregated Index rund 42'000 Mrd. USD. Davon sind rund zwei Drittel Staatsanleihen oder quasistaatlich und je ein Sechstel Unternehmensanleihen respektive verbrieft (US) Anleihen. Zählt man globale High Yields dazu, kommen rund 2'000 Mrd. dazu, wobei der Grossteil jener auch von Unternehmen emittiert wird. Somit entspricht das Gesamtvolumen von Unternehmensanleihen gut 9'000 Mrd. USD.

Die aktuellen Renditen auf Verfall für Staats- und Quasi-Staatsanleihen liegen im entsprechenden Sub-Index von Barclays heute

bei 1.6% p.a. Diejenigen der Unternehmens- und verbrieften Anleihen bei rund 3% bzw. 2.8% p.a. Bei HY liegen sie bei rund 6.75%. Der Kreditaufschlag von Investment Grade Unternehmensanleihen gegenüber (nominell) risikolosen Staatsanleihen liegt damit bei weniger als 1.5% p.a., was historisch tief ist.

Höhere Emissionsvolumina in Unternehmensanleihen steigern nicht unbedingt deren Liquidität im Markt

Die Gretchenfrage ist nun, ob diese Prämie alle damit verbundenen Risiken ausreichend entschädigt. Einerseits kann man sich auf die erwähnte Liquiditätsschwemme der Zentralbanken stützen und argumentieren, dass 1.5% p.a. für geringe Ausfallrisiken immer noch attraktiv sind, insbesondere weil dies bei absoluter Betrachtung die erwartete Rendite fast verdoppelt. Des Weiteren zeigt die Performance der Unternehmensanleihen der letzten Jahre stets nach oben, womit jedes rückwärts-gerichtete Risikomodelle helle Freude in Form hoher Allokationen ausspuckt und weitere Zukäufe nahe legt. Auf der anderen Seite schlummert neben den zweifelsfrei nach wie vor eher geringen Ausfallrisiken evtl. auch ein Liquiditätsrisiko. Wie üblich bleibt es aber unter dem Radar, um sich genau im dümmsten Moment aber dafür in voller Härte bemerkbar zu machen.

Globale Liquidität von Anleihen

Wie in einem kürzlich publizierten Artikel der FT erwähnt, ist das von der Statistikbehörde sifma (Securities Industry and Financial Markets Association; www.sifma.org)

berechnete tägliche Handelsvolumen in US Unternehmensanleihen im Verhältnis zum emittierten Volumen gering. Während das Handelsvolumen der US Treasuries (über 550 Mrd täglich) und von Agency MBS (über 240 Mrd) mit steigenden Emissionen der letzten Jahre wuchs, verharrt es für Unternehmensanleihen seit über 12 Jahren im Schnitt unter 20 Mrd. pro Tag. Die verfügbare Liquidität in Unternehmensanleihen beträgt somit nur ein Bruchteil der Liquidität in Staats- oder der verbrieften Anleihen.

***Das Verhältnis des Gesamtmarkts von Unternehmensanleihen und dessen täglichem Handelsvolumen ist rund 9'000 Mrd / 20 Mrd USD
Bei Staatsanleihen liegt das Verhältnis heute bei rund 25'000 Mrd. / 550 Mrd.***

Kritische Leser werden nun zurecht fragen, wie es mit der Liquidität ausserhalb der USA steht. Diese Frage ist zwar hochinteressant aber leider im Timeout nicht abzuhandeln, da uns Daten fehlen. Allerdings deutet viel darauf hin, dass diese Märkte illiquider sind.

Regulation und Kapitalanforderungen

Eine Erklärung für das geringere Verhältnis von Handels- zu Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen oder Agency MBS sehen Anleihenmanager in höheren regulatorischen Anforderungen an Market Maker bzw. an die Banken. Konkret geht es um Vorschriften zur Kapitalunterlegung, welche die in der Vergangenheit leider häufig ausufernden Bankbilanzen im Zaum halten und Handelsaktivitäten begrenzen sollen. Wir möchten den Rahmen des Timeouts nicht sprengen und verzichten hier auf tiefere Diskussionen. Notieren wir deshalb lediglich die Tatsache, dass bei den Market Makers weniger Kapital zur Verfügung steht. Gemäss dem New York FED rund fünf Mal weniger als in 2007 bei doppelt so hohem Emissionsvolumen, d.h. zehnmal weniger, was sich negativ auf die Unternehmensanleihen-Markt tiefe auswirkt.

Herding und Indexing

Gleichzeitig beobachten wir unter den institutionellen Anlegern eine nach wie vor stark

verankerte Popularität indexierter Anleihen-Portfolios, die in aller Regel mit einer IG Buy-and-Hold Strategie umgesetzt werden. Entsprechend hoch ist die Nachfrage am Primärmarkt nach allen IG Firmen-Titeln, die in gängigen Indizes von Barclays, Citigroup oder JPM enthalten sind. Aus diesem Blickwinkel entziehen folglich nicht nur die regulatorischen Vorschriften für die Market Makers, sondern auch der Appetit der Investoren nach Buy-and-Hold Investment Grade Corporate Bonds dem Markt Liquidität.

Bei dieser Gelegenheit sei bemerkt, dass die Replikation von Anleihenindizes unter den aktuellen Umständen wirklich kein Kinderspiel ist (bzw. nie war und heute erst recht nicht mehr). So sind Emissionen populärer Titel x-fach überzeichnet, was bei fast allen Managern zu tieferen Zuteilungen führt und die Bildung von Indexportfolios erschwert. Gleichzeitig verhindert die geringe Liquidität im Sekundärmarkt, dass sich ein passiver Manager mit allen gewünschten Titeln eindecken kann, weil vielfach gar keine solchen Titel (zu vernünftigen Preisen) im Markt verfügbar sind (sie liegen alle in einem anderen institutionellen Portfolio). Deshalb sind auch passive Ansätze bei Unternehmensanleihen (analog zu EM Debt und HY) zu einer Reihe aktiver Entscheide verurteilt, womit das Ziel gewisser Anleger nach umfassender Passivität von Anfang an zur Farce wird.

Der Krug geht solange zum Brunnen...

Solange die globale Anlegerschaft auch die zukünftigen Emissionen der meisten Unternehmen zu (im historischen Vergleich) tiefen Risikoaufschlägen zeichnet, entsteht keine Gefahr. Besonders Buy-and-Hold-Ansätze erfordern im Prinzip gar keine Liquidität am Markt, da man die Titel einfach kauft und bis zur Maturität im Portfolio hält, um bei Rückzahlung eine andere verfügbare Anleihe zu kaufen. Unternehmen können sich so weiterhin günstig refinanzieren und Anleger erhalten eine im Vergleich zu Staatsanleihen akzeptable (wir schreiben bewusst nicht attraktive) Rendite, die den Renditedruck auf andere Anlagen wie Aktien entschärft. Und ganz ernsthaft liebe Leser: Wir wünschen uns solch ein Szenario, da es unser aller Leben angenehmer und sorgenfreier macht und uns in der Nacht nicht den Schlaf raubt.

Schwieriger wird die Sache aber leider, wenn sich plötzlich grosse oder noch schlimmer viele Anleger von Unternehmensanleihen aus irgendwelchen Gründen trennen wollen und ihnen kein direktes Kaufinteresse von anderen finanzstarken Investoren gegenüber steht. In dieser Lage sind die Market Maker möglicherweise nicht mehr in der Lage oder evtl. nicht willens, diese Verkaufsaufträge zum aktuellen Marktpreis auf ihre Bücher zu nehmen. Sie werden dann wohl die Geld-Brief-Spanne verbreitern bzw. tiefere Kurse offerieren und somit auch die Bewertung der Anleihen am Markt verringern. So bleibt den Verkäufern nur noch die Hoffnung, dass sie früher als ihre Kollegen agieren und noch zu akzeptablen Konditionen aussteigen können. Alle Anleger, die das 2. Semester 2008 noch nicht ganz aus der Erinnerung gestrichen haben, wissen was in solch einem Umfeld folgen bzw. drohen könnte...

...bis er bricht

Genau. Der Krug, der Damm, der Preis und irgendwann auch die Geduld und das Nervenkostüm brechen und alle Investoren rennen gleichzeitig zur Tür. Wir haben leider keine Ahnung, ob und in welchem Masse solch ein Schock heute schon vor der Tür steht oder vielleicht erst in ein paar Jahren aktuell wird. Klar ist nur, dass ein Cocktail mit konstant steigenden Emissionsvolumina, ungebremst hoher Nachfrage nach Unternehmensanleihen bei gleichzeitig fallender Liquidität nicht unbedingt geniessbar ist und das Vertrauen in diese Anlageklasse hemmt.

An Gründen, weshalb die Corporate Bond Party ein jähes Ende finden könnte, mangelt heute ja nicht. Dabei muss man die Welt gar nicht schwärzer malen als nötig und auch keinen globalen Systemkollaps vorhersehen. Ein wenig steigende Zinsen, gepaart mit latenten Währungsunsicherheiten, enttäuschenden Quartalszahlen und einige ungeschickte Kommentare von den Zentralbankern und Politikern reichen aus, um üble Stürme auszulösen. Und gerade weil eben die Liquidität im Markt für Unternehmensanleihen dünn ist, braucht es nicht einmal überzeugende fundamentale Einflüsse, um das Gros der Anleger-Herde in Bewegung zu setzen und einen Preissturz auszulösen.

Fazit

Wer in solch einer turbulenten Situation die Ruhe bewahrt, keine panischen Verkäufe tätigt und evtl. sogar mit Bedacht bei sich bietenden Kaufgelegenheiten zuschlagen kann, dürfte auch einen solchen Orkan gut überstehen. Leider zeigt die Erfahrung, dass nur wenige Anleger in der Lage sind, dies in der Praxis effektiv umzusetzen, auch wenn sie als Institution einen langfristigen Anlagehorizont hätten. Daher empfehlen wir heute, die Chancen und Risiken von Anlagen in Unternehmensanleihen kritisch zu prüfen, um nicht plötzlich als "Forced Seller" auf einem illiquiden Markt dazustehen. Dies ist keine Empfehlung für überhastete Verkäufe, sondern eine Warnung, dass die Liquidität evtl. versiegen könnte und man sich besser im Voraus dagegen wappnen sollte.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

