

## European Perspectives

März 2009

### Der Faktor Politik in der Selektion von Unternehmensanleihen

Von Luke Spajic

Aus den Kreisen der Haute Couture heißt es, dass in diesem Sommer "Rot das neue Schwarz" ist. Genau wie in der Welt der Mode waren bereits 2008 auf dem Laufsteg der Unternehmensanleihen einige außergewöhnliche neue Kreationen zu bewundern. So gilt ein Preis von 85 Cent je Dollar als das neue „zu Par“: 85 Cent ist derzeit der Durchschnittspreis für Bonds mit einer Bonität im Bereich Investment Grade. Der Kurseinbruch am Kreditmarkt hat für Aufregung gesorgt – und für Magenschmerzen. Auch die 2009er-Kreationen dürften uns noch einige Male in Staunen versetzen. Besonders auffällig ist der neue Trend, dass der Staat und die Zentralbanken am Markt für Unternehmensanleihen eine Schlüsselrolle spielen. Angesichts dieser neuen Moden in der Welt der Corporate Bonds sollten wir unsere Kriterien in der Anleihenselektion überprüfen.

### Das neue Paradigma am Markt für Unternehmensanleihen

Wie sollten Investoren nach dem neuen globalen Paradigma im Corporate-Bond-Markt Wertpapiere auswählen? Die klassische Kreditanalyse konzentriert sich auf die Frage, ob ein Schuldner in der Lage ist, seinen Verbindlichkeiten nachzukommen. Zunächst wird gewöhnlich die Qualität eines Emittenten vor dem Hintergrund der Gesamtwirtschaft sowie der Branche bestimmt. Danach schätzen Analysten auf Grundlage der Kompetenz des Managements sowie dem Interessenausgleich von Aktionären und Fremdkapital-Gläubigern die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls ab. Die wichtigsten Kriterien sind die Ertragslage, die Schuldendeckungsquote, der Gesamt-Verschuldungsgrad und die Liquidität. Eine Reihe von Finanz-Kennzahlen entwickelte sich zu "Daumenregeln", und je nachdem, in welchem Bereich sie liegen, erhalten Unternehmensanleihen entweder eine Note im Bereich Investment Grade oder High Yield. Kurz gesagt: Die herkömmliche Kreditanalyse betont vor allem kleinste Details. Sie geht beinahe kriminaltechnisch vor.

Warum reicht das klassische Credit Research nicht mehr aus? Zunächst funktionieren die traditionellen geldpolitischen Werkzeuge zur Stabilisierung der Kreditmärkte nicht mehr. Wir erleben eine globale Kreditkrise historischen Ausmaßes, und die aufkommende Überhitzung am Kreditmarkt hat sich zu einer Eiszeit abgekühlt. In der Folge ist das Wachstum weltweit synchron eingebrochen. Die keynesianische Reaktion auf geringeres Wachstum – ob tatsächliches oder erwartetes – wäre ein expansiver fiskalpolitischer Impuls. In Kombination mit einer lockeren Geldpolitik würde dies die Basis für neues Wachstum legen. Das Problem ist derzeit aber, dass die Mechanismen, welche die politischen Impulse auf die Wirtschaft übertragen, versagen.

Zweitens sind die geldpolitischen Instanzen – also Regierungen und Zentralbanken – in die Rolle sowohl des Gläubigers als auch des Eigenkapital-Gebers gerutscht. Die Banken fallen als Kreditgeber weitgehend aus, da sie selbst überschuldet sind. Da sie unbedingt Kapital benötigten, machten sie sich 2008 mit Hochdruck an die Beschaffung

## European Perspectives

März 2009

von Geld. Zunächst stellte der private Sektor einen großen Teil des benötigten Kapitals, bis sich der Einbruch an den Märkten für sämtliche Vermögensklassen fortsetzte. Schließlich sprangen Regierungen und Zentralbanken in die Bresche, sprachen staatliche Garantien für vorrangige Verbindlichkeiten der Banken aus und schossen Kapital ein, oft beides zur gleichen Zeit. Einige Finanzinstitute sind inzwischen teilweise oder sogar komplett verstaatlicht, andere zusammengebrochen.

Drittens steigt auch in Branchen außerhalb des Finanzsektors das Kreditrisiko – und die Politik stellt sich auf dieses Problem ein. So betreffen die Rettungsaktionen längst nicht mehr nur die Banken, sondern auch andere Branchen. Dabei reagieren Geldpolitik und Gesetzgeber unterschiedlich schnell. Die USA haben ihrer angeschlagenen Automobilbranche bereits Darlehen gewährt, die Staaten Europas sind dabei, sich auf einen gemeinsamen Kurs zu einigen. In den USA hat die Regierung gewechselt, und in Deutschland, Großbritannien und anderen europäischen Ländern sind die nächsten Wahlen nicht mehr allzu fern.

Die Rechtfertigung für staatliches Handeln (und Nichthandeln) sowie die Stimmung der Öffentlichkeit und die Haltung in verschiedenen Ländern zur Rettung diverser Branchen werden noch für geraume Zeit ein Thema für die Titelseiten bleiben. Derzeit fungieren Regierungen und Zentralbanken auf der ganzen Welt als Investoren, und zwar über die gesamte Kapitalstruktur und ein breites Branchenspektrum hinweg. Die Bewertung von Emittenten und Unternehmensanleihen muss diese zusätzliche Komplexitätsebene einbeziehen.

### **Auswahl von Unternehmensanleihen und Stock Picking**

Die oben skizzierten Entwicklungen komplizieren den Prozess der Auswahl von Corporate-Bond-Anlagen. Im Folgenden sind einige wichtige Eigenheiten des neuen Paradigmas genannt:

- **Neue Merkmale des Kreditmarkts:** Die Banken haben einen großen Teil ihrer Marktmacht als Kreditvermittler verloren. Für die absehbare Zukunft und im Vergleich zu vergangenen Kreditzyklen ist also eine geringere Liquidität zu erwarten – was die Preisfeststellung erschwert –, mehr Unternehmensinsolvenzen und -restrukturierungen sowie niedrigere Verwertungsraten bei einem Zahlungsausfall. Mit Verwertungsquoten von 40 Prozent wie in der Vergangenheit können Anleiheninvestoren nicht mehr rechnen.
- **Rettungsmaßnahmen für Banken im Wandel:** Die Strategien zur Rettung des internationalen Finanzsystems entwickeln sich weiter. Regierungen haben in Aktien und nachrangige Verbindlichkeiten investiert und staatliche Garantien für vorrangige Schulden geleistet. Einige Banken sind zusammengebrochen, andere verstaatlicht. Einige Länder erwägen das Modell einer "Bad Bank", andere favorisieren Eigenkapitalhilfen. Noch gibt es bei den Hilfsmaßnahmen für Banken kein klares Bild.

## European Perspectives

März 2009

- Strategien für Nicht-Finanz-Unternehmen im Entstehen: Auch bei den Hilfen, die nicht auf Banken abzielen, muss die Politik noch eine eindeutige Strategie entwerfen. Einige Maßnahmen erscheinen fast beabsichtigt vage – insbesondere, was die Umsetzung angeht. Die politische Linie dürfte sich hier von einem Fall zum nächsten herausbilden, von der Schuldenkrise eines Unternehmens zur nächsten. Dabei werden die jeweiligen Rettungsmaßnahmen voraussichtlich eher von politischen Umständen als von ökonomischen Argumenten abhängen.
- Wettlauf der Politik: Wenn Land A seine Autobranche rettet, wird sich Land B wahrscheinlich gezwungen sehen, dasselbe zu tun. Dabei ist davon auszugehen, dass eine solche Argumentation immer öfter zu hören sein wird.
- Zunehmende Regulierung: Künftig werden häufiger Politiker unternehmerische Entscheidungen treffen, die Aufsicht über die Wirtschaft dürfte – insbesondere in der Bank- und Finanzbranche – strenger werden. Sehr wahrscheinlich wird wirtschaftlicher Einfluss vom privaten auf den öffentlichen Sektor übergehen.
- Vermögens- und Value-Transfers: Die Politik handelt im Auftrag ihrer Wähler und im Rahmen der öffentlichen Finanzen. Sehr wahrscheinlich werden künftige Kapitalspritzen von Seiten der Politik einige Investoren benachteiligen und andere möglicherweise bevorzugen. Um das Risiko zu senken, sollten sich Investoren in den vorrangigen Teilen der Kapitalstruktur engagieren.
- Grenzen der politischen Möglichkeiten: All die neuen staatlichen Maßnahmen werden an den Märkten genau beobachtet. Zwei Schlüsselindikatoren sind die Rendite-Spreads bei Staatsanleihen und die Wechselkurse. Wenn die Politik zu weit geht, dürften die Risikoprämien auf beiden Märkten steigen – was dem Engagement des Staates eine Grenze setzen könnte.

Wie beeinflusst der staatliche Kurs die Wahl des Sektors, des Emittenten, der Position in der Kapitalstruktur, der Laufzeit usw.? Ist die Garantie der Politik glaubwürdig? Selbst wenn man davon ausgeht, dass dies der Fall ist: Liegt dann ein vernünftiges Chance-Risiko-Verhältnis vor? Kurz gesagt, die guten alten Bewertungsmaßstäbe gelten nach wie vor. Vielleicht läuft alles auf eine einzige simple Frage hinaus: Steht das Investment unter dem staatlichen Schutzschirm? Denn bei jeder Argumentation geht es am Ende darum, ob ein Unternehmen so groß ist, dass ein Zusammenbruch politisch nicht tragbar erscheint. Dies wirft auch Fragen für Unternehmensanleihen auf, die nicht unter den staatlichen Schutzschirm fallen: Wie kann ein komplett privatwirtschaftliches Unternehmen mit einem teilweise im Staatsbesitz liegenden und mit staatlichen Mitteln ausgestatteten Konkurrenten mithalten? Aus Sicht von PIMCO ergeben sich für die Auswahl von Corporate Bonds unter dem neuen Paradigma wichtige Konsequenzen:

## European Perspectives

März 2009

1. Windschatten-Effekt: Investoren sollten die Politik beobachten und versuchen, als Co-Investor des Staates zu handeln. Es ist verlockend, bei Investments politische Entscheidungen vorwegzunehmen, aber bei den aktuellen Verwerfungen an den Märkten und dem großen Bedarf der Politik für private Co-Investitionen wird der Primärmarkt Investoren voraussichtlich die Chance geben, jede Gelegenheit ausreichend zu bewerten.
2. Schutzschirm: Besonders attraktiv scheinen Unternehmensanleihen, die unter dem Schutz der Politik stehen. Solche Investments wird es sehr wahrscheinlich in Sektoren mit zahlreichen Beschäftigten – und damit Wählern – geben: in regulierten Branchen wie Versorger und Telekom sowie in Bereichen, in denen andere Regierungen bereits eingreifen. Ein Beispiel hierfür ist die US-Autobranche, die Signalwirkung auch für Europa haben dürfte. Unternehmensanleihen, die nicht unter den Schutz des Staates fallen, werden voraussichtlich volatiler sein und dem Risiko einer häufigeren Neubewertung unterliegen.
3. Kapitalstruktur: Das aktuelle Umfeld erfordert, dass nicht nur das emittierende Unternehmen, sondern auch der jeweilige Bond unter dem Schutzschirm des Staates steht. Es ist durchaus möglich, dass der Emittent geschützt ist, bestimmte Teile der Kapitalstruktur jedoch am Ende schlecht wegkommen. So könnte eine staatliche Rettung zur Folge haben, dass Nachranganleihen gegenüber Vorranganleihen benachteiligt werden. Der Rang des Investments im Insolvenzfall muss also mit großer Sorgfalt gewählt werden.

### Der Laufsteg der Unternehmensanleihen: 2009 und danach

Als Corporate-Bond-Investoren haben wir bei PIMCO – unterstützt durch unser Team aus 29 Credit-Analysten - die mikroskopischen Details der einzelnen Positionen fest im Blick. Dennoch haben wir auch sehr viel Zeit darauf verwendet zu prüfen, wie die Maßnahmen der Politik das Credit-Paradigma verändern. Der Investment-Erfolg in diesem Jahr und darüber hinaus wird in hohem Maße davon abhängen, wie sich die Analyse und Auswahl von Unternehmensanleihen unter dem Schutzschirm der Politik und Notenbanken entwickeln.

Ganz wie in dieser Saison "Rot das neue Schwarz" ist, ist in nächster Zeit auf dem Kredit-Laufsteg mit zwei wichtigen neuen Modetrends zu rechnen. Erstens werden dort künftig Politik und Zentralbanken den Ton angeben. Die Bonität des Staates als Bürge unterliegt allerdings derselben gründlichen Kontrolle wie die anderer Emittenten. Die staatlichen Entscheider mögen den Willen und (vielleicht) auch die Mittel haben, aber die Märkte sind wachsam. Zweitens sind Unternehmensanleihen die neuen Aktien. Sie werden derzeit gemessen an den Risiko-Prämien im Bereich von Aktien gehandelt, und das bei viel geringerer Volatilität<sup>1</sup>. Auch die Dividenden sollten beachtet werden: Während Unternehmen versuchen, durch Dividendenkürzungen ihre Barmittel zu bewahren, verschiebt sich der Wert von Eigen- zu Fremdkapital. Dieser Trend lässt

## European Perspectives

März 2009

vermuten, dass neue Investoren an den Märkten für Unternehmensanleihen auftauchen und die neue Mode in Augenschein nehmen werden.

1) Mark Kiesel, US Credit Perspectives: "Credit Now, Equities Later" (December 2008), <http://europe.pimco.com/LeftNav/Global+Markets/US+Credit+Perspectives/2008/US+Credit+Now+Equities+Later+Kiesel+Dec+2008.htm>

**Vergangene Performance ist keine Garantie oder ein zuverlässiger Indikator für zukünftige Performanceentwicklung.** Äußerungen, die Trends der Finanzmärkte betreffen, werden aufgrund der aktuellen Marktsituation getroffen, die aber einem ständigen Wandel unterworfen sind. Es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien bei allen Marktgegebenheiten funktionieren und jeder Investor sollte möglichst langfristig investieren, vor allem während Marktabschwächungsphasen. Prognosen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

Jeder Sektor des Anleihenmarkts ist risikobehaftet. Kommunalobligationen können zeitweise Gewinne realisieren und Steuerverbindlichkeiten eingehen. Garantien auf Schatzbriefe, Inflationsanleihen und Staatsanleihen beziehen sich auf die fristgemäße Zahlung von Zinsen und Rückzahlungen, Anteile von in derartige Anleihen investierende Fonds fallen nicht unter diese Garantie. Mortgage Backed Securities (hypothekarisch besicherte Anleihen) sind sowohl einem Vorauszahlungsrisiko als auch einem Zinsrisiko unterworfen. Bei steigendem Zinsniveau fällt im Allgemeinen der Wert der MBS. Für Unternehmensanleihen besteht keine Garantie, dass die Emittenten der Anleihen ihre Verpflichtungen erfüllen. High-Yield Securities ("Junk Bonds", "Schrottanleihen") beinhalten generell ein höheres Ausfallrisiko als Investitionen in Anleihen höherer Bonitätsstufen. Investitionen in nicht Euro-basierten Anleihen beinhalten ein von der Europäischen Währungsunion abgekoppeltes Risiko betreffs der ökonomischen und politischen Entwicklung in den Zielmärkten, welches im Falle einer Investition in Emerging Markets oder Schwellenländer oder -regionen gesteigert sein kann.

Diese Veröffentlichung gibt die Meinung des Managers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung wieder, aber nicht unbedingt die der PIMCO Gruppe. Die vom Manager geäußerten Ansichten können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Sie stellen keine Empfehlung für eine bestimmte Wertpapierstrategie oder ein bestimmtes Anlageprodukt dar und es wird keine Garantie dafür gegeben, dass die oben genannten Szenarien definitiv eintreten werden. Diese Veröffentlichung dient ausschließlich zu Informationszwecken und sollte nicht als Anlageberatung oder als ein Angebot zum Verkauf eines Wertpapiers verstanden werden. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Veröffentlichung in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. © 2009, PIMCO.