

Der «behäbige» Obligationenmarkt wird kräftig durchgeschüttelt

Boom der Staatsanleihen in der zweiten Jahreshälfte – Unternehmensanleihen brechen ein

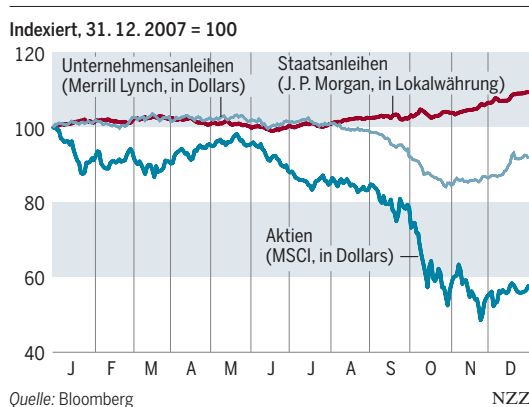
Für die Obligationäre war 2008 ein zweigeteiltes Jahr: Bis im Juni sanken die Kurse der Staatsanleihen, ab Mitte Jahr legten sie dann ein starkes Rally hin. Dies spiegelte vor allem die Flucht der Anleger in sichere Papiere, aber auch den Einbruch der Konjunktur. Unternehmensanleihen wurden im «schwarzen Herbst» der Finanzkrise arg gebeutelt.

mb. Die Obligationäre blicken auf ein Jahr zurück, in dem der sonst eher «behäbige» Anleihenmarkt von der Finanzkrise kräftig durchgeschüttelt wurde. Die Turbulenzen im Finanzsektor führten auch bei den Obligationen zu heftigen Kurs- und Renditeauschlägen, wie sie sonst selten gesehen werden. Das Jahr war dabei von sehr gegensätzlichen Trends geprägt. Bis Mitte Jahr standen die Besitzer von Obligationen – vor allem von Staatsanleihen – eher auf der Verliererseite. Die Renditen von Staatspapieren legten in den meisten Industrieländern bis im Frühsommer zu, und die Kurse fielen spiegelbildlich. Die Entwicklung war vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Finanzkrise temporär beruhigt hatte, dass die konjunkturellen Aussichten noch relativ optimistisch eingeschätzt wurden und dass viele Investoren einen Renditeaufschlag für die damals stark gestiegene Inflation verlangten. Die Rendite der zehnjährigen «Eidgenossen» beispielsweise erhöhte sich von 3,05% Anfang Jahr bis auf 3,41% Mitte Juni, jene der entsprechenden deutschen Staatspapiere avancierte von 4,31% auf 4,68% und jene der zehnjährigen amerikanischen Treasuries von 4,02% auf 4,27%.

Trendumkehr nach Lehman-Konkurs

Ab Mitte Jahr – und vor allem im «schwarzen Herbst» der Finanzkrise nach dem Kollaps von Lehman Brothers – drehte die Lage aber komplett. Wer in Staatsanleihen investiert hatte, stand

Aktien und Obligationen im Vergleich 2008



plötzlich auf der Gewinnerseite. Die Renditen und Kurse der Government Bonds vollführten vor allem Mitte Oktober heftige Sprünge: Die Rendite der zehnjährigen «Eidgenossen» brach beispielsweise innert zwei Tagen um fast 40 Basispunkte ein. Der Rückgang der Renditen hat insgesamt ein bemerkenswertes Niveau angenommen; in der Schweiz lagen sie Ende Dezember für die zehnjährigen «Eidgenossen» mit 2,06% um 99 Basispunkte tiefer als am Jahresanfang, in Deutschland beträgt die Reduktion 139 Basispunkte (auf 2,92%) und in den USA 184 Punkte (auf 2,18%). Dies hat sich umgekehrt in kräftigen Kursavancen ausgewirkt: Obligationäre erwirtschafteten mit globalen Staatsanleihen aufs ganze Jahr gesehen einen Ertrag von 9,2%.

Flucht in die Qualität

Die Trendumkehr hatte vor allem mit vier Faktoren zu tun. Zum Ersten löste die Verschärfung der Finanzkrise im Herbst eine «Flucht in Qualität» aus. Die als sicher geltenden Staatsanleihen waren bei den Anlegern so gesucht, dass diese fast jeden Preis dafür zu zahlen bereit waren. Als Folge davon fiel die Rendite kurzfristiger Staats-

papiere erstmals seit den 1970er Jahren wieder unter 0%. Zweitens spiegelte der Renditerückgang den scharfen Einbruch der Konjunktur; eine möglicherweise lang anhaltende Rezession wird zu deutlich tieferen Erträgen auf dem eingesetzten Kapital führen. Drittens senkten alle führenden Notenbanken der Welt die Leitzinsen in drastischem Umfang, um die Finanz- und Wirtschaftskrise zu bekämpfen. Und viertens verschwand das Inflationsgespenst im Herbst schnell von der Bildfläche, nachdem es zuvor die Diskussionen um die «richtige» Geldpolitik beherrschte. Die Investoren sahen deshalb weniger Grund, als Kompensation für die Teuerung höhere Nominalzinsen zu fordern.

Extreme Marktlage bei Firmenanleihen

Ganz anders präsentierte sich die Situation bei den Unternehmensanleihen. Viele Investoren flohen im Herbst fast panikartig aus ihren Engagements, was die Kurse von Firmenobligationen einbrechen liess. Umgekehrt explodierten die Risikoaufschläge und die Renditen im September förmlich. In der Schweiz werfen nun selbst Firmenanleihen mit guter Bonität («A» bis «BBB-») eine Rendite von 4% bis 7% ab. Noch extremer präsentiert sich die Situation im Markt für «spekulative» Unternehmensanleihen (Rating niedriger als «BBB-», Nicht-Investment-Grade). Im amerikanischen Markt für High-Yield-Firmenanleihen beispielsweise stiegen die Risikoaufschläge (Spreads) im Herbst auf über 17 Prozentpunkte, und sie bewegten sich auch gegenwärtig noch auf sehr hohem Niveau. Die Spreads liegen damit rund doppelt so hoch wie in den letzten beiden Rezessionen Anfang der 1990er Jahre und Anfang des Jahrtausends. Zudem signalisieren die hohen Risikoaufschläge die Erwartung der Marktteilnehmer, dass in den kommenden zwölf Monaten rund ein Fünftel der Firmenanleihen nicht mehr bedient werden können.

Momentan bleiben die Ausfallquoten aber noch weit hinter den Erwartungen der Marktteil-

nehmer zurück. Nach Angaben der Rating-Agentur Moody's stiegen sie jüngst für spekulative Firmenanleihen auf über 4% in den USA. Für 2009 wird jedoch damit gerechnet, dass über 11% der amerikanischen High-Yield-Anleihen in den «default» geraten, in Europa wird die Ausfallquote auf knapp 10% geschätzt. Da diese Ausfallquoten bis anhin weit niedriger sind als die Markterwartungen, halten viele Beobachter Firmenanleihen gegenwärtig für eine attraktive Anlageoption.

Reges Emissionsgeschäft

Trotz der Finanzkrise konnten sich die Emissionsbanken im abgelaufenen Jahr nicht über mangelnde Arbeit beklagen. Am Schweizer Obligationenmarkt wurden bis Mitte Dezember Anleihen im Nominalwert von 70,3 Mrd. Fr. begeben, das Emissionsvolumen lag damit lediglich rund 14% unter dem Vorjahreswert von 81,4 Mrd. Fr. Auf das quellensteuerbefreite Auslandsegment entfielen 48,1 Mrd. Fr. (gut 70% des Emissionsvolumens), auf das Inlandsegment 22,2 Mrd. Fr. (30%). Bei der Art, dem Umfang und den Emittenten der Anleihen gab es hingegen grosse Verschiebungen zum Vorjahr. Die unmittelbarste Auswirkung der Finanzkrise war, dass Finanzunternehmen sehr viel weniger Geld am Kapitalmarkt aufnehmen konnten. Im Auslandsegment machten sie etwa nur noch rund 30% des Emissionsvolumens aus, gegenüber 48% im Vorjahr.

Finanzinstitute vermochten zudem nur Anleihen zu placieren, wenn sie den Investoren hohe Renditeaufschläge offerierte hatten. Die Spreads erreichten im Herbst exorbitante Werte von mehr als 250 Basispunkten über den Benchmark-Swap-Sätzen. Als weiterer Trend kristallisierte sich heraus, dass vor allem kleinere Anleihen und solche mit kurzen Laufzeiten (unter fünf Jahren) bei den Investoren gefragt waren. Noch gibt es am Obligationenmarkt keine Anzeichen dafür, dass sich diese Entwicklungen, welche die Spuren der Finanzkrise deutlich zeigen, in den kommenden Monaten umkehren werden.



BILDER KAI PFAFFENBACH / REUTERS

Der Dollar erstarkt in der Krise

Der Yen als Hauptprofiteur der gestiegenen Risikoaversion

Obwohl die Finanzkrise die USA besonders hart trifft, ist die Nachfrage nach Dollar-Liquidität nach wie vor hoch. Das stützt den «Greenback». Die Verschuldung der USA birgt jedoch Risiken.

cae. Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat auch an den Devisenmärkten tiefe Spuren hinterlassen. Durch den abrupten Anstieg der Risikoaversion der Investoren sind die Wechsel-

kursrelationen durcheinandergeraten. Obwohl die USA und ihre ins Strudeln geratenen Hypotheken milderer Bonität die Ursache der gegenwärtigen Turbulenzen sind, hat der Dollar gegenüber den Währungen der meisten wichtigen Handelspartner bisher eher zugelegt. Die internationalen Investoren reagierten stereotypisch, wenn Unsicherheit und Angst herrschen, und flüchteten in den sicheren Hafen des «Greenback». Die Dollar-Nachfrage blieb während der gesamten Eskalation der Krise robust. Nur im September

erlebte die amerikanische Währung vorübergehend einen Einbruch – der Ausfall von Lehman Brothers brachte den Glauben an die amerikanische Widerstandskraft gegenüber börslichen und konjunkturellen Dellen zeitweise ins Wanken. Danach erholte sich die Nachfrage nach Dollars aber deutlich, und der handelsgewichtete Kurs der amerikanischen Devisen erreichte den höchsten Stand seit Mitte 2005.

Kapriolen bei den Zinsdifferenzen

Die verunsicherten Anleger flüchteten in den Dollar, weil er trotz der hohen Verschuldung der USA immer noch als sicherer Wert gilt. Die Tatsache, dass rund zwei Drittel der offiziellen internationalen Devisenreserven in Dollars gehalten werden, half in dieser Situation. Zwar machen die Engagements der Zentralbanken und der Regierungen nur einen Bruchteil der Dollar-Anlagen der privaten Investoren aus, doch haben sie dennoch eine grosse Signalwirkung. Wenn die Zentralbanken in diesen turbulenten Zeiten noch an ihren Investitionen in die amerikanische Währung festhalten, kann es um den Dollar nicht allzu schlecht stehen, mag so manch ein verängstigter Investor in den vergangenen Monaten gedacht haben.

Die enorme Zunahme der Volatilität – auch der Wechselkursvolatilität – hat zudem zur Auflösung von sehr grossen Zinsdifferenzgeschäften geführt. Bei diesen sogenannten Carry-Trades verschulden sich die Anleger in der Währung eines Tiefzinslandes und legen das Geld in einem Hochzinsland an. Wenn die Zinsdifferenz zwischen zwei Währungsräumen stabil bleibt und sich an den Wechselkursrelationen nicht allzu viel ändert, kann mit dieser Strategie viel Geld verdient werden. Doch als sich wegen des enormen Anstiegs der Wechselkursschwankungen und wegen der grossen Bewegungen bei den Leitzinsen in vielen wichtigen Währungsräumen diese Art von Devisenspekulationen plötzlich als hochriskant erwies, lösten die Investoren viele Positionen auf. Entsprechend flossen Mittel in die traditionellen Finanzierungswährungen wie Yen und Franken zurück. Der Dollar, lange Zeit eine typi-

sche Anlagewährung in diesem Geschäft, war, seitdem die US-Notenbank die Leitzinsen mehrmals stark gesenkt hatte, zu einer Währung geworden, in der die Carry-Traders Geld aufnehmen. So profitierte der «Greenback» auch von der Repatriierung dieser Gelder, als die Risikoaversion Devisenhändler zur Auflösung dieser Positionen zwang.

Die Zinsdifferenzen, lange Zeit weltweit recht stabil, haben durch die Krise tiefgreifende Veränderungen erlebt. Die Notenbanken weltweit lockerten die geldpolitischen Zügel, um der Misere Herr zu werden, doch nicht alle Währungshüter gingen gleich aggressiv vor. Vorreiter der Zinssenkungsrunde war sowohl hinsichtlich Tempo als auch bezüglich des Ausmasses die amerikanische Fed. Die Bank of England reagierte später, aber nicht minder heftig, während die Europäische Zentralbank – relativ gesehen – eher zurückhaltend war. Von der Zinssenkungsrunde weltweit profitierte wiederum der Yen, denn die Zinsdifferenz zwischen den wichtigen Währungsräumen und Japan reduzierte sich massgeblich.

Abwärtsrisiken für den Dollar

Viele Beobachter rechnen damit, dass der Dollar mittelfristig stark bleiben wird. Erstens dürfte sich die Angst der Investoren nicht von heute auf morgen legen, weil die Finanz- und Wirtschaftskrise alles andere als ausgestanden ist. Zudem gibt es etliche Experten, die damit rechnen, dass die USA früher und schneller aus der Talsohle finden werden. Nicht nur die historischen Erfahrungen stützen diese These, sondern auch der Umstand, dass wegen des massiven Einschreitens der amerikanischen Behörden, sowohl mittels Geld- wie auch mittels Fiskalpolitik, die amerikanische Konjunktur eventuell schneller wieder in Schwung kommen könnte als jene anderer Wirtschaftsräume, in denen das staatliche Eingreifen zögerlicher war. Dennoch sprechen die hohe Verschuldung sowie das beachtliche Leistungsbilanzdefizit Amerikas nicht für einen starken Dollar. Der Dollar-Absturz zum Jahresende könnte ein Vorbote für diese Risiken sein.

Anzeige

info@bankingemba.com
www.np.bankingemba.com
T +41 44 254 30 80

Zurich New York Singapore

Executive MBA
in Banking and Financial
Institutions Management

Academic Director Prof. Jean-Philippe Bonardi
University of Lausanne and Swiss Finance Institute

The SFI – NYU Stern Executive MBA program provides high-potential candidates with the opportunity to learn from exceptional global faculty in a modular format in three banking and finance centers. Advance your career and contact us to learn more about the program at our information sessions in Zurich (January 27) or Geneva (February 4).

swiss:finance:institute

NEW YORK UNIVERSITY
NYU
STERN
LEONARD N. STERN
SCHOOL OF BUSINESS