

SIGLO Timeout Nr. 65 - Size Matters

Einführung

Wir gehen diesmal dem vielzitierten aber selten bewiesenen Sprichwort "Size Matters" nach. Dabei werden wir feststellen, dass auch im Fixed Income Bereich Eigen- und Fremdwahrnehmungen ausserordentlich weit auseinander liegen können. Weshalb dies heute von Bedeutung sein müsste und weswegen es gerade in den unterschiedlichen Fixed Income und Kredit-Segmenten wichtig ist, erörtern wir im Timeout. Dabei geht es uns nicht um Propaganda für Non-Investment-Grade-Anlagen, sondern lediglich um Transparenz und Konsistenz bei der Beurteilung verschiedener Anlageklassen.

Vorurteile zuerst

Staatsanleihen sind jederzeit liquide, auch in der Schweiz mit den sogenannten "Eidgenossen", d.h. den Staatsanleihen des Bundes. Firmenanleihen, insbesondere High Yield Bonds (kurz HY) sowie deren alternatives Pendant, die Bank oder auch Senior Secured Loans genannt (abgekürzt SSL), sind es hingegen nicht.

Wenn also einige institutionelle Anleger neu in SSL einsteigen würden, müsste sich deren Preis aufgrund der gestiegenen Nachfrage rasch auf ein sehr unattraktives Niveau erhöhen. Da die aktuellen Spreads von SSL heute enger sind als noch vor wenigen Monaten wird ersichtlich, dass genau dies bereits eingetreten ist und man den Einstiegszeitpunkt also schon verpasst hat.

Globale Märkte für Senior Secured Loans und für HY-Anleihen sind rund doppelt so gross wie der gesamte SBI-Index und gut 10x grösser als der Eidgenossenmarkt.

Fakten zur Marktgrösse

Das gesamte emittierte Eidgenossen-Volumen beläuft sich auf unter CHF 100 Mrd. an Parwert und wird am Markt zu leicht höherem Preis gehandelt. Im Swiss Bond Index (SBI) sind total knapp CHF 450 Mrd. vertreten. Zählt man die unterjährigen Anleihen dazu, obwohl sie nicht im Index sind, landen wir bei rund CHF 500 Mrd.. Wir vermuten, dass wir mit diesen Schätzungen praktisch alle ausstehenden CHF-Anleihen berücksichtigen und somit den Markt für CHF-Anleihen ziemlich korrekt darstellen. Ein hohes Marktwachstum erscheint zudem unrealistisch.

Gemäss einem etablierten und globalen Index der CS liegt das emittierte Volumen an SSL-Titeln über CHF 1'000 Mrd. und handelt aktuell zu Marktpreisen um gut CHF 940 Mrd.. Darin

sind über 1'550 Titel enthalten. Den globalen HY-Markt schätzen wir gemäss Schätzungen etablierter Manager mindestens gleich gross ein. Leider fehlen uns hierzu präzisere Daten. Die Wachstumstendenz ist hingegen kaum zu negieren (Stichwort Banken-Disintermediation).

Ob solche SSL- und HY-Indizes den Gesamtmarkt umfassend abbilden, können wir nicht mit Sicherheit sagen. Manager weisen uns jedoch darauf hin, dass die effektiv handelbare Anzahl SSL- und auch HY-Titel deutlich höher ist, weil kaum ein Index alle Emissionen erfasst. Z.B. weil minimale Emissionsvolumina erforderlich sind oder nur bestimmte Emissionswährungen berücksichtigt werden. Wir überschätzten also die Marktgrösse gemäss Indizes mit jeweils rund CHF 1'000 Mrd. für HY und SSL sicher nicht. Damit wird klar, dass sowohl der globale SSL- als auch der globale HY-Anleihen-Markt mindestens doppelt so gross sind wie der gesamte SBI und rund zehn Mal so gross wie das ausstehende Universum an Eidgenossen.

Fakten zu Anlagevolumen

In der Schweiz verwalten Versicherungen und Pensionskassen zusammen einige tausend Mrd. Franken an Anlagevolumen. Von den rund CHF 900 Mrd. an PK-Geldern sind gemäss letzter Swisscanto Studie gut 24% in CHF-Anleihen investiert. Das entspricht in etwa CHF 225 Mrd. oder rund 45% des gesamten SBI-Universums. Für Versicherungen liegen uns keine präzisen Zahlen vor, doch erfahrungsgemäss ist die Anleihenquote deutlich höher als bei PKs aber dafür wohl auch der Homebias etwas geringer. Fest steht jedoch, dass auch Versicherer eine Menge Geld im engen SBI-Markt platzieren.

Sämtliche privaten und ausländischen Anleger sowie Banken haben wir noch nicht erwähnt. Da ein signifikanter Teil aller SBI-Titel auch in den globalen Anleihenindizes wie z.B. dem Barclays Global Agg enthalten sind und der andauernde

Passivierungswahn auch im Ausland weiterhin zu beobachten ist, dürften wohl tausende von Milliarden an Nachfragevolumen dazu kommen.

Was die Allokationen institutioneller Anleger in SSL- und HY-Anlagen angeht, fehlen wiederum präzise Daten. Doch lässt sich kaum bestreiten, dass Schweizer PKs im Schnitt kaum mehr als 1-2% allokierten und auch Versicherungen nur geringe Expositionen halten. Da HY- und SSL-Titel zudem von praktisch allen Anleihenindizes ausgeschlossen werden, besteht auch von den passiven Investoren kaum eine Nachfrage nach entsprechenden HY- oder SSL-Titeln.

Angebot, Nachfrage und der Preis

Wenn wir davon ausgehen, dass Preise an den Finanzmärkten das Ergebnis von Angebot und Nachfrage darstellen, drängen sich mit diesen Fakten folgende Schlussfolgerungen auf:

- Die Nachfrage nach Eidgenossen ist um ein Vielfaches höher als das Angebot. Die hohen Strategieallokationen von Anlegern bestätigen, dass mehr Geld in den SBI und in die Eidgenossen investiert werden will als der Markt hergibt. Unter diesen Umständen erstaunt es nur noch bedingt, dass die gesamte CHF-Zinskurve im Bereich negativer Renditen-auf-Verfall liegt.
- Selbst wenn sich viele Schweizer PKs für Investitionen in globale SSL- oder HY-Märkte entscheiden, bleibt deren Marktanteil verschwindend klein. Die Angst einiger Anleger, mit einem Einstieg gleich den ganzen SSL- oder HY-Markt zu bewegen, wirkt für uns daher übertrieben.

Buy-and-Hold

Es lässt sich in der Tat kaum abstreiten, dass die Liquidität in SSL- und HY-Titeln während Krisenzeiten stark abnimmt. 2008 lieferte besten Anschauungsunterricht. Wir teilen ebenfalls die Meinung, dass der Markt für Eidgenossen in solchen Krisen wohl weniger stark austrocknet und preislich sicher deutlich stabiler sein wird. Aber diese Argumente sollten einen Buy-and-Hold Investor in SSL oder HY nicht tangieren. Wichtiger erscheint die Feststellung, dass heftige Verluste wie z.B. im Jahr 2008 mit rund 30% bereits in den ersten neun Monaten des Folgejahres wieder vollständig aufgeholt waren. Wer nicht zu Zwangsverkäufen verdonnert war und nicht in der Panik die Nerven verlor, erlitt vielleicht ein paar unangenehme Momente in Diskussionen aber kaum spürbare Wertverluste.

Es fehlen zum Glück (oder leider) empirische Daten zu umfangreichen und zeitgleichen Verkäufen von SBI-Titeln und Eidgenossen. Wir rechnen ehrlich gesagt auch nicht mit einem solchen Szenario. Wir sind jedoch überzeugt, dass es ein ähnliches Preis-Blutbad anrichten könnte wie bei den SSL- und HY-Titeln, weil im Markt die Tiefe und die Liquidität fehlen.

Wer nicht gezwungen ist, kurzfristig alle Anlagen zu veräussern, dürfte unter einer allenfalls beschränkten Liquidität von SSL und HY sowie Eidgenossen kaum leiden. Wer hingegen dieses Risiko einkalkulieren muss, sollte konsequenterweise auch die Finger von Eidgenossen lassen. Entsprechend schwach wirkt das Argument, aus Liquiditätsgründen nicht in SSL oder HY zu investieren aber gleichzeitig umfangreiche Quoten in Eidgenossen und SBI-Titeln zu halten.

SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlage-
produkten und Managern, bei der Portfolio-
konstruktion und bei der Überwachung,
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit
konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine
Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

