

## Obligationenmärkte

# Bedenkliche Verschiebungen

Seit der Finanzkrise haben sich die Obligationenmärkte grundlegend verändert. Dabei geht es nicht nur um den starken Anstieg der Staatsschulden und damit des Markts für Staatsanleihen. Es geht auch um andere, weniger offensichtliche Entwicklungen.

---

## IN KÜRZE

In den letzten Jahren haben sich Firmen massiv verschuldet, das durchschnittliche Rating verschlechterte sich, die Anleihen haben weniger Schutzklauseln und die Banken halten selber kaum noch Obligationen in ihren Büchern.

---

Die Marktkapitalisierung globaler Staatsanleihen ist seit 2007 von 11 Bio. auf über 26 Bio. Dollar angestiegen. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate von etwa 7.5 Prozent.

Bei Firmenanleihen ergibt sich ein ähnliches Bild: Die Kapitalisierung von Anleihen mit guter Bonität hat von 3.7 Bio. auf etwa 9.3 Bio. Dollar zugenommen (eine jährliche Wachstumsrate von fast 8 Prozent). Hochzinsobligationen weisen heute eine Marktkapitalisierung von 2.3 Bio. Dollar auf, während der Markt 2007 nur gut 1 Bio. Dollar gross war (siehe Grafik zur Entwicklung des Obligationenmarkts).

Aus diesen Zahlen wird ersichtlich, dass die Firmen heute viel stärker verschuldet sind als noch vor zehn Jahren und dass die Verschuldung der Unternehmen mindestens gleich schnell angestiegen ist wie bei Staatsanleihen.<sup>1</sup> Von einer Entschuldung kann man also – mit Ausnahme der privaten Haushalte – nicht sprechen. Im Gegenteil: Noch nie in der Vergangenheit sind die Schulden derart schnell gewachsen.

### Schuldnerstruktur

Es gibt nicht nur viel mehr Unternehmensschulden. Gleichzeitig hat sich auch die Bonität verschlechtert. Im Bereich Investment Grade (Rating AAA bis BBB-) ist heute ziemlich genau die Hälfte in der tiefsten Ratingkategorie (siehe Grafik zum Anteil von BBB-Anleihen).



**Andreas Homberger**  
Hinder Asset  
Management AG

---

<sup>1</sup> Die Daten enthalten nur Industrieländer. Das Land mit dem grössten Anstieg der Firmenschulden ist jedoch China. Dort wuchsen die Unternehmensschulden von 100 Mrd. auf sagenhafte 2 Bio. Dollar an (jährliches Wachstum etwa 40 Prozent).

Solange die Weltwirtschaft rund läuft und die einzelnen Unternehmen nicht in Gefahr geraten, im Rating heruntergestuft zu werden, ist das kein grosses Problem. Wenn aber nun aufgrund einer Schwäche der Weltwirtschaft viele Unternehmen herabgestuft werden müssen, kann ein umfassender Kaskadeneffekt einsetzen: die Obligationen fallen aus den Investment-Grade-Indizes heraus und werden zu Hochzinsanleihen. Das hat zur Folge, dass eine grosse Anzahl an Investoren, die sich gemäss Anlagerichtlinien und Indexwahl auf Schuldner mit guter Bonität konzentrieren, diese Anleihen verkaufen müssen. Dafür existieren aber nicht genug Käufer, weil der High-Yield-Markt viel kleiner ist und von vielen Investoren als zu riskant angesehen wird.

Das Volumen der ausstehenden Obligationen mit Rating BBB- beläuft sich auf etwa 57 Prozent der Grösse des gesamten High-Yield-Markts. Bei einer Herabstufung der Hälfte der Obligationen mit Rating BBB- müsste also der High-Yield-Markt innert kurzer Zeit um fast 30 Prozent oder 700 Mrd. Dollar wachsen. Zum Vergleich: Das entspricht dem Wachstum des High-Yield-Marktes in den Boom-Jahren von 2012 bis 2018.

### Kreditklausel zum Anlegerschutz

Kreditklauseln zum Schutz des Anlegers sind vor allem bei Hochzinsanleihen und Firmenkrediten wichtig. Ein Kredit mit schwacher Besicherung wird als «Covenant Lite» bezeichnet. Typische Covenants sind Einschränkungen bei der Verschuldungsquote, Neuverschuldung oder bei der Verwendung der Cashflows.

Im Jahr 2005 waren Obligationen und Kredite an Firmen ohne derartige Klauseln kaum erhältlich, nur 1 Prozent

des Kreditvolumens wurde so finanziert. 2007 waren es schon 17 Prozent, per Ende 2017 waren es dann beinahe 75 Prozent.

Das bedeutet, dass die kreditnehmende Firma in 75 Prozent der Fälle ziemlich frei über die Kreditsumme verfügen kann, ohne mit den Investoren Rücksprache zu nehmen oder gewisse Bilanzkennziffern einhalten zu müssen. Die Investoren übernehmen so das volle Risiko einer unsachgemässen Verwendung der gesprochenen Mittel. Ohne dass sich die Ratings verändert haben, übernimmt der Investor also auch hier höhere Risiken als in der Vergangenheit.

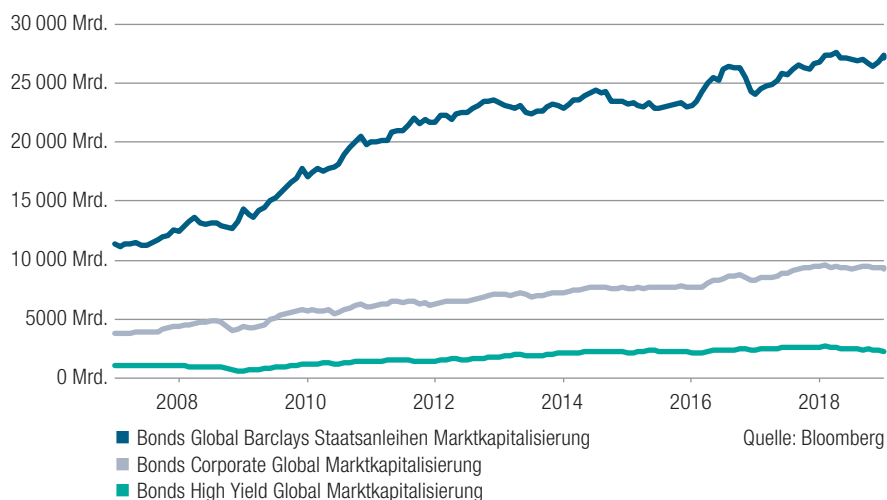
### Liquidität

Die Verschlechterung von Bonität und Besicherung sind an sich schon ein ernstes Problem für den Obligationenmarkt. Wir meinen aber, dass der Effekt der gesunkenen Liquidität in einer Krise noch weitaus schlimmere Konsequenzen haben kann. Denn die gesunkenen Handelsbestände der Banken führen dazu, dass in einer Verkaufswelle wohl kaum eine Gegenpartei gefunden werden kann, mit der man zu einem akzeptablen Preis handeln kann.

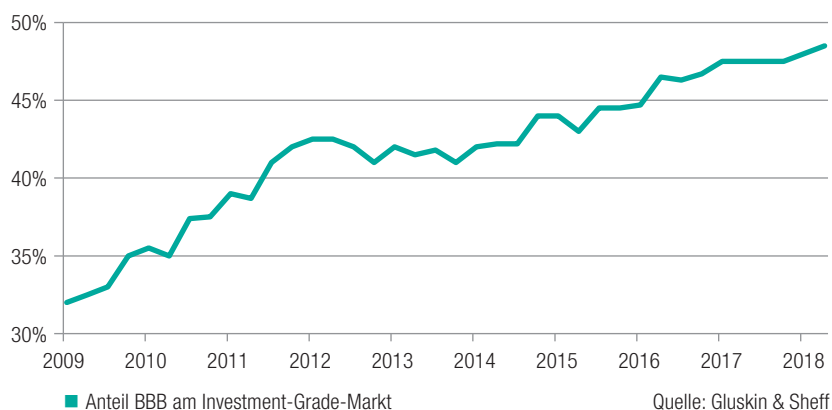
Heute halten die Banken in den USA im Jahresdurchschnitt gerade noch 0.15 Prozent (ca. 11.5 Mrd. Dollar) des Marktvolumens auf ihren Büchern. Vor der Finanzkrise waren es (zu hohe) 4 Prozent (über 200 Mrd. Dollar) und selbst 2001 waren es gut 0.8 Prozent (30 Mrd. Dollar). Während sich die Marktgrösse mehr als verdoppelt hat, betragen die Handelsbestände der Banken gerade noch ein Zwanzigstel des Vorkrisenniveaus (siehe Grafik zum Handelsbestand der Banken).

Die massive Verringerung der Handelsbestände hat ihre Ursache in den veränderten Eigenkapitalvorschriften für Handelsbestände der Banken. Nach der Finanzkrise wurden diese Vorschriften drastisch verschärft. Für die Banken lohnt es sich seitdem kaum noch, dem Obligationenmarkt Liquidität zur Verfügung zu stellen, indem sie Obligationen kaufen und sie zu einem Aufschlag zu einem späteren Zeitpunkt weiterveräussern. In manchen Obligationen hielten die Banken sogar grundsätzlich einen gewissen Anteil als Investment, was sich in der Finanzkrise als grosses Problem

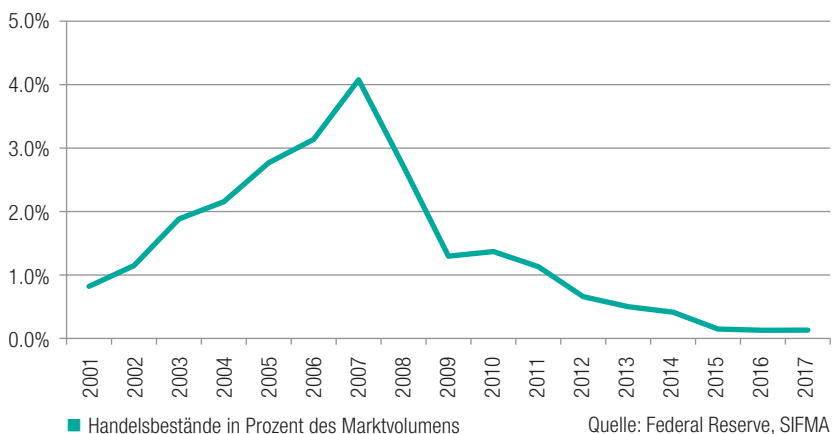
### Entwicklung des globalen Obligationenmarktes seit 2007 (Marktkapitalisierung der Indizes)



### Anteil von BBB-Anleihen am Gesamtmarkt von Investment-Grade-Obligationen



### Handelsbestand der US-Banken relativ zum Marktvolumen von Firmenanleihen



erwies. Heute ist das anders: Die Banken nehmen die Obligationen nicht mehr zeitenweise auf die Bücher, sondern agieren nur noch als Vermittler zwischen zwei Investoren. Auch der Handel von Obligationen zwischen Banken ist praktisch zum Erliegen gekommen.

Solange der Markt boomt, geht das alles gut: Wegen der Zinspolitik der Zentralbanken mussten viele Investoren von Staatsanleihen auf höher rentierende Firmenanleihen und High Yield umsteigen. Dieser Nachfrageschub konnte das zusätzliche Volumen an Firmenanleihen gut auffangen. Die Risiken aus Bonitätsverschlechterung und weniger Covenants haben sich aufgrund der positiven Wirtschaftsentwicklung nicht materialisiert. Die Unternehmen haben die Chance der billigen Refinanzierung genutzt, um zu investieren oder eigene Ak-

tien zurückzukaufen. Der Mangel an Liquidität ist zwar sichtbar, aber bis zu einer grösseren Verkaufswelle kein grosses Problem.

#### Ein gefährlicher Cocktail

Die Märkte für Firmenobligationen guter Bonität und Hochzinsanleihen haben sich seit der Finanzkrise grundlegend gewandelt. Die Schuldnerqualität ist gesunken, die Kreditklauseln zum Schutz der Anleger wurden verwässert und die Marktliquidität ist bei gleichzeitig enormem Volumenwachstum kollabiert.

Ein einstmals ziemlich robuster Markt ist ein «Schönwettermarkt» geworden. In der nächsten Krise können diese Aspekte eine negative Kettenreaktion auslösen. Nicht umsonst gehen grosse Institutionen wie die Bank für

Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und kritische Marktbeobachter davon aus, dass der Obligationenmarkt in der nächsten Krise erneut zum Brennpunkt werden könnte. |