

SIGLO Timeout Nr. 105 – Aschenputtel des Kreditmarktes?

Inhalt

Die Tiefzinspolitik der Notenbanken hat die Kreditmärkte "überflutet". Viele Investoren halten verzweifelt Ausschau nach Plätzen, wo sie ihre Füsse trocken halten können, um den sinkenden Margen entgegenzutreten, und haben in der Folge sukzessive ihr Risikoprofil und den Anteil an Non-Investment Grade-Investitionen erhöht. Investment Grade-Tranchen von Collateralized Loan Obligations (kurz CLOs) offerieren teilweise höhere Verfallsrenditen als Non-IG-Anleihen, finden aber nur zögerlich ihren Weg in Investorendepots. Handelt es sich bei CLOs um ein unentdecktes "Aschenputtel" oder doch eher um eine als "Froschkönig" verkleidete Kröte?

Ausgangslage

Im Januar 2020 lag der Spread neuemittierter CLO AAA-Tranchen rund 1.3% über dem USD-Libor, was einer Rendite von 3.1% entspricht. Im Vergleich dazu stand der Spread für IG Single-A Bonds bei gut 0.8%, was in einer Rendite von 2.6% resultiert und damit rund 0.5% tiefer liegt. Die Markteffizienzthese sagt, dass Instrumente mit gleichem Risiko auch identische Renditeerwartungen rechtfertigen. Es kann zwar kurzfristig zu Differenzen kommen, die aber von aktiven Marktteilnehmern ausgenutzt und wieder ins Gleichgewicht gebracht werden.

Verkehrte Welt oder Ausreisser?

High Yield-Anleihen und Syndicated Loans offerieren für ähnliche Kreditqualität in etwa ähnliche Spreads. Unterschiede zwischen den beiden Kreditmärkten sind oft erklärbar durch (kurzfristig) höhere Nachfrage nach festverzinslichen (HY-)Anlagen oder Floatern, was zu Abweichungen der durchschnittlichen Spreads und Verfallsrenditen führen kann. Die Differenzen bewegen sich üblicherweise aber in überschaubaren Bandbreiten und tendieren langfristig zur Mean-Reversion.

Spreads von CLO-Tranchen weichen heute solchen einfachen Faustregeln ab. Spread-Differenzen zwischen äquivalent gerateten CLO-Tranchen und IG-Anleihen, Syndicated Loans resp. HY-Bonds per Ende Februar 2020 starten bei rund 0.5% für AAA-Ratings und gehen bis zu 6% für B-Ratings. Dass es sich nicht um einmalige Ausreisser handelt, verrät ein Blick in die Vergangenheit. Erhöhte Spreads für CLO-Tranchen gegenüber Loans und Bonds sind persistent und signifikant, wenn auch nicht stetig auf gleichem Niveau.

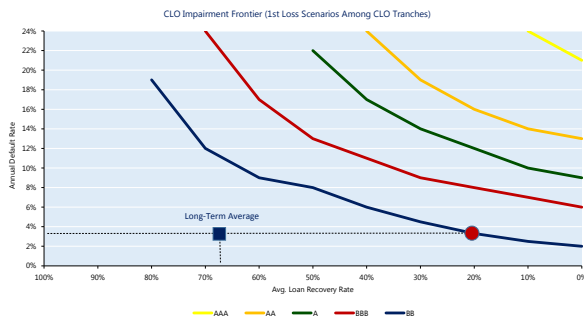
Dieser Aufschlag auf die Risikoprämie wird von HY-, Loans- sowie auch CLO-Managern bestätigt. Nach den Gründen gefragt, blickt man aber oft in ratlose Gesichter. Versuche von Erklärungen liegen in der "Komplexität" von CLOs und den strukturierten Krediten generell, in der empirisch bestätigten Angst vor erhöhter Volatilität sowie in Zweifeln über Validität und Aussagekraft von CLO-Ratings.

Komplexität

Die Vergleiche von CLOs mit ABS und der Subprime-Krise (beides Abkürzungen für strukturierte Kreditinstrumente, aber damit hat es sich bereits mit den Gemeinsamkeiten) sind Ausdruck von lückenhaftem Wissen und teilweise mangelnder Bereitschaft, sich vertieft mit den CLOs auseinanderzusetzen. Evtl. liegt effektiv gerade darin einer der Gründe für die signifikant höheren CLO-Spreads. Das Thema "Komplexität" liesse sich einfach aus der Welt schaffen, da es massenhaft Literatur zur Funktionsweise von CLOs gibt, und auch wir mit den Timeouts Nr. 49 und Nr. 84 kleine Aufklärungsbeiträge zu leisten versuchten. Wichtig scheint uns festzustellen, dass es sich bei CLOs um ein Portfolio von gerateten Loans handelt (vergleichbar mit einem Loan Fonds), mit dem Unterschied, dass die Zins- und Kreditrückzahlungen in klar geregelten Reihenfolgen (Wasserfall-Struktur) an die verschiedenen CLO-Tranchen erfolgen. Der Anleger muss sich daher einzig eine Meinung darüber bilden, wie hoch die erwarteten Ausfall- und Recovery Rates der im CLO enthaltenen Loan-Titel sein wird.

Anhand der folgenden schematischen Darstellung eines CLOs lässt sich illustrieren, wie stark die Ausfallraten ansteigen resp. die

Recovery Rates fallen müssten, damit sich Verluste auf den gehaltenen Loans auch in effektive Verluste für die verschiedenen CLO-Tranchen ummünzen würden. Beispielsweise würde es für eine BB-Tranche bedeuten, dass die Recovery Rate von historisch knapp 70% auf rund 20% sinken müsste (falls die historische Ausfallrate bei 3% bleibt). Und die BBB-Tranche würde erst Verluste erleiden, wenn die Ausfallrate auf 8% ansteigen und gleichzeitig die Recovery Rate auf diese 20% sinken würde. So wird klar, weshalb selbst in der Krise 2008 kaum eine CLO-Tranche mit IG-Rating ausfiel und man als Buy-and-Hold-Anleger kaum damit Geld verlieren konnte.



Erhöhte Volatilität

Wie erwähnt beeinflussen Veränderungen in erwarteten Default und Recovery Rates die Wahrscheinlichkeit von Verlusten mit CLOs. Während für höher geratete CLO-Tranchen selbst eine Vervierfachung der Ausfallraten und eine Halbierung der Recovery Rates vom historischen Durchschnitt kaum ausreichen, damit sich die Verluste auf den Loans in diese Tranchen "hineinfressen" würden, ist der Spielraum bei tiefer gerateten CLO-Tranchen kleiner, weshalb diese auch viel sensitiver auf

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

Änderungen im Marktsentiment reagieren. Dies erklärt die kurzfristig heftigen Einbrüche auf Non-IG-CLO-Tranchen wie z.B. in der Energiekrise Ende 2014. Trotz der erhöhten Volatilität zeigt die Erfahrung auch, dass es, unabhängig vom Rating, zu keinem einzigen Ausfall einer CLO-Tranche kam, welche in den letzten 10 Jahren emittiert worden ist.

Falsches Rating

Die Verlockung ist gross, das von Agenturen vergebene Rating anzuzweifeln und als zu hoch anzusehen. Verfechter argumentieren, dass der Markt das Risiko besser einschätze als eine Ratingagentur und eine dem wahren Risiko entsprechende Prämie fordere. Naja, wie gesagt, die Empirie beweist bisher, dass die Ratingagenturen diesmal richtig lagen. Zudem lässt die hohe Transparenz auf dem unterliegenden Loan-Portfolio kaum Interpretationsspielraum zu, ausser man hinterfragt das gesamte Ratingsystem inkl. der Ratings für Loans und Bonds. Zusätzlich lassen sich Risiken und Loss-Rate-Wahrscheinlichkeiten verschiedener CLO-Tranchen selber prüfen und mit historischen Daten Stress-testen.

Aschenputtel im Dornröschenschlaf

Komplexität und Volatilität erachten wir nicht als hinreichende Erklärungen für (zu) hohe, aber damit auch attraktive Spreads der CLOs gegenüber anderen Kreditinstrumenten mit gleichem Rating. Um bei unserer Symbolik zu bleiben, sehen wir keine verkleidete Kröte, sondern ein zugegebenermassen nur schwer erkennbares Aschenputtel, das im Tiefschlaf darauf wartet, (trotz Corona) von uns sanft geweckt und langfristig gehalten zu werden.

