

Editorial: Obligationen in Euro – eine neue Herausforderung

Die Einführung des Euro wird auf das Management von europäischen Obligationen einen grossen Einfluss haben. Viele Investoren haben bisher bei der Allokation in Europa die Währung als Hauptkriterium gewichtet. Andere Anleger wurden durch gesetzliche Restriktionen mehrheitlich in ihre Heimwährung gedrängt. Ab 1999 wird ein neuer, sehr grosser Obligationenmarkt in Euro entstehen, der an die Anleger neue Anforderungen stellen wird. Nachfolgend wollen wir auf einige Auswirkungen des durch den Euro veränderten Umfelds auf das Verhalten der Portfoliomanager eingehen.

1. Auswirkungen auf die Länderauswahl

Der Euro wird im J. P. Morgan World Government Bond Index einen Anteil von rund 32% ausmachen und nach den USA mit einem Anteil von 38% der zweitgrösste Markt sein. Der Unterschied zu den U.S. Treasuries besteht darin, dass im EWU-Index verschiedene staatliche Schuldner mit unterschiedlichen Bonitäten enthalten sind. Die Gewichtung der einzelnen Euroländer im Index erfolgt nach der Marktkapitalisierung der ausstehenden Obligationen. Dies hat zur Folge, dass Länder wie Italien, Belgien oder Spanien, die aufgrund der Währungsrisiken ihrer Währungen in den meisten Portfolios bisher überhaupt nicht oder nur mit einem geringen

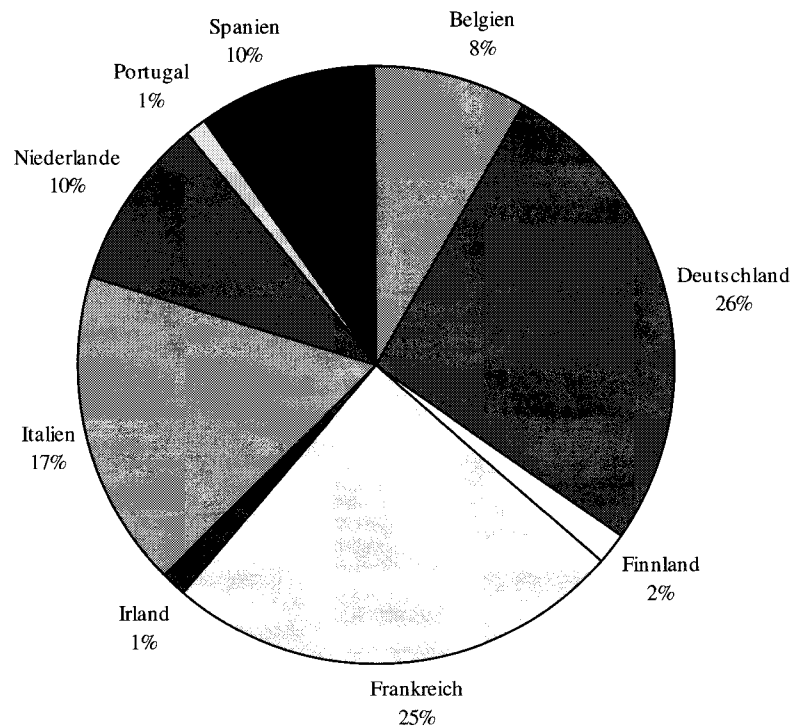
Anteil enthalten waren, zu einem wichtigen Bestandteil des Benchmarks werden. Es zeichnet sich bereits ab, dass viele institutionelle Investoren ihren Portfoliomanagern den EWU-Index als Benchmark vorgeben werden. Diejenigen Portfoliomanager, die ihre Mandate indexorientiert verwalten, werden dadurch gezwungen sein, einen bedeutenden Anteil an Obligationen von Ländern mit einer schwächeren Bonität zu halten.

Interessant wird sein, wie schnell die Portfolioanpassungen durchgeführt werden. Viele Portfoliomanager, vor allem aus den aussereuropäischen Ländern, werden im Vorfeld der Umstellung über den Jahreswechsel 1998/99 die Zahl der Positionen in Euroland noch klein halten, um die technischen Schwierigkeiten bei der Redenomination der Anleihen zu umgehen. Insbesondere werden sie die Anlagen auf wenige Länder konzentrieren. Dadurch erleichtern sie die Umwandlung der Papiere, da das Umstellungsprozedere für die einzelnen Länder unterschiedlich ist.

2. Auswirkungen auf das Anlageverhalten der Portfoliomanager

Bei den Auswirkungen auf das Anlageverhalten muss man unterscheiden, ob der Portfoliomanager bisher ein europäisches Obligationenportfolio mit mehreren Währungen oder ein rein nationales Portfolio in einer bestimmten Währung verwaltet hat.

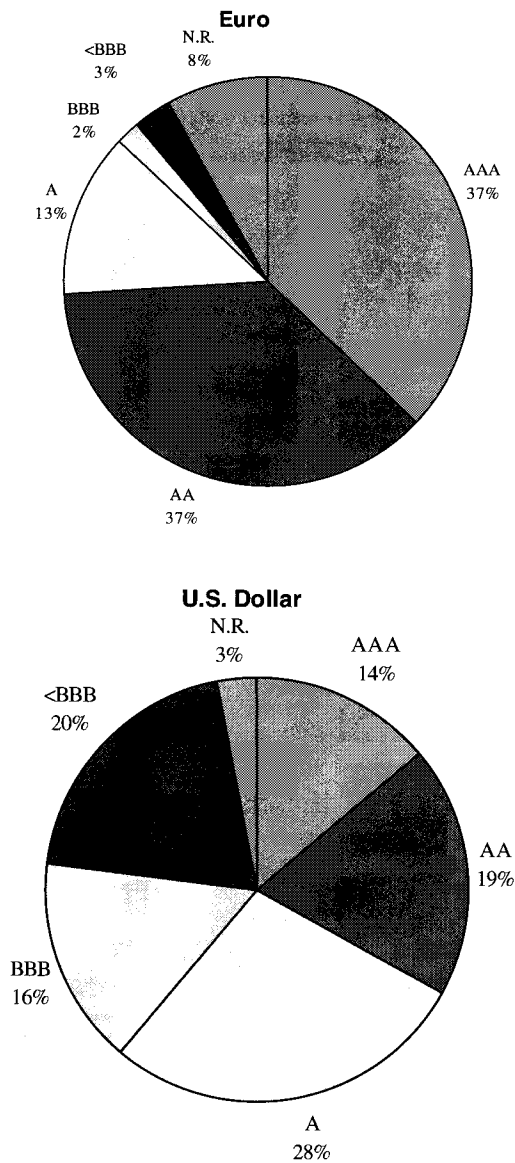
Abb. 1: Gewichtung der einzelnen Länder im J. P. Morgan EWU-Index



Die Zusammensetzung eines europäischen Obligationenportefeuilles wurde in erster Linie durch die Allokation der verschiedenen Währungen definiert, weil bei den Obligationen das Gesamtrisiko eines Portfolios zum weitaus grössten Teil durch die Währungen bestimmt wird.¹ Gleichzeitig ergaben sich durch die Währungsallokation sehr grosse Diversifikationsmöglichkeiten. Da sich die Zinsen in den einzelnen Ländern aufgrund unterschiedlicher Geld- und Fiskalpolitik nicht identisch entwickelten, musste der Portfoliomanager für alle Länder individuelle Zinsszenarien definieren und seine gewünschte Zielduration pro Land davon ableiten. Eine weitere Entscheidungsvariable waren die Spreads zwischen den Zinskurven der verschiedenen Länder. Innerhalb Euroland werden diese Anlagefaktoren praktisch verschwinden, was dazu führt, dass der

Portfoliomanager viele Möglichkeiten für seinen „added value“ und vor allem die bisher dominierenden Diversifikationsmöglichkeiten verlieren wird. Er wird seine Portfolioverwaltung neu orientieren und alternative Rendite- und Diversifikationsmöglichkeiten suchen müssen. Er wird sich in einer Rolle wiederfinden, die einem Manager eines reinen U.S.-Dollar Obligationenportefeuilles entspricht. Die Duration und die Verteilung der Anlagen entlang der Zinskurve werden an Bedeutung gewinnen und zum zentralen Element der Managemententscheidung werden. Daneben werden die Spreads zwischen den verschiedenen Anlagesektoren (Governments, Corporates, MBS, etc.) und den verschiedenen Bonitätsstufen der Schuldner den Anlageerfolg und das Risiko des Portfolios in grösserem Masse mitbestimmen. Da vermehrt Kreditrisiken in Kauf

Abb. 2: Verteilung des Volumens von Corporate-Anleihen auf die Bonitätskategorien



genommen werden, wird auch die eigentliche Titelauswahl an Bedeutung zunehmen. Für diesen Portfoliomanager liegt die Herausforderung darin, dass er seinen persönlichen Anlageprozess umstellen und die für das neue Anlageverhalten notwendigen Fähigkeiten aufbauen kann.

Für den Portfoliomanager, der bisher ein Portfolio in seiner Heimatwährung verwaltet hat, sieht die

Situation anders aus. Er ist bereits gewohnt, dass die Duration und die Laufzeitenverteilung seiner Positionen für einen grossen Teil seiner Performance bestimmend sind. Er ist auch mit den Kreditspreads der einheimischen Unternehmen und Sektoren vertraut. Für diesen Manager besteht die Herausforderung darin, dass sich sein Anlageuniversum massiv vergrössern wird und

dass er plötzlich viel mehr Möglichkeiten hat, sich zu positionieren und sein Portefeuille zu diversifizieren. Für ihn wird es entscheidend sein, dass er seinen Horizont erweitern und sich die notwendigen Marktkenntnisse bezüglich der neuen Anlagemöglichkeiten aneignen kann.

3. Unternehmensanleihen werden in Europa attraktiver

Internationale Anleger, insbesondere aus den USA, haben den europäischen Markt bisher vor allem über die Staatsanleihen abgedeckt, da nur in diesem Segment die für die Verwaltung grosser Portefeuilles notwendige Liquidität des Marktes vorhanden war. Zudem standen, wie im vorhergehenden Abschnitt ausgeführt wurde, die Währungen und die unterschiedlichen Zinskurven der einzelnen Länder im Vordergrund. Die Kredit-spreads der einzelnen Anlagesegmente waren demgegenüber von zweitrangiger Bedeutung. Dies wird sich mit der Einführung des Euro ändern und diese Anleger werden auf der Suche nach zusätzlicher Rendite in den Sektor der „Corporates“ drängen. Während in den USA der Markt für „Corporates“ bereits sehr gross und auch liquide ist, muss sich dieses Segment in

Europa erst noch entwickeln. Der Euro wird dazu einen wichtigen Beitrag liefern.

Nicht nur die Grösse und die Liquidität des Marktes für „Corporates“ unterscheiden sich in Europa von denjenigen in den USA, sondern auch die Bonität der Emittenten, wie aus der Abbildung 2 zu sehen ist. Im Euro dominieren die Schuldner mit einem AAA- oder AA-Rating, während der Anteil der Emittenten mit einem Rating tiefer als A verschwindend klein ist. Demgegenüber wurde bei U.S. Dollar-Anleihen mehr als ein Drittel des Volumens von Schuldnern mit einem Rating unter A herausgegeben. Das Management der Kreditrisiken ist in den USA alltäglicher als in Europa.

Dies hat auch Auswirkungen auf die Rendite-spreads für Kreditrisiken. In der Tabelle 1 haben wir einige Beispiele von Spreads zwischen den Verfallrenditen von „Corporates“ und den Swapzinsen für Anleihen in D-Mark und in U.S. Dollar vom gleichen Schuldner aufgelistet. Diese sind ein Mass dafür, in welchem Ausmass die Investoren für das Kreditrisiko der einzelnen Emittenten entschädigt werden wollen. Dabei fällt auf, dass die Spreads in Europa auch für erstklassige Schuldner und relativ liquide Papiere wesentlich höher sind als in den USA. Institutionelle Gründe wie Steuern, Marktusancen, etc. können die Differenz nicht erklären. Es scheint, dass die

Tabelle 1: Vergleich der Swap-Spreads für Anleihen in D-Mark und in U.S. Dollar (Kurse vom 25.11.98)

Schuldner	Rating Moody's	Obligation	Währung	Yield Obligation	Yield Swap	Swap- Spread
Ford Motor Credit	A1	4 ,75% Aug 02	DEM	4,05	3,68	+37
Ford Motor Credit	A1	6,55% Sep 02	USD	5,59	5,31	+28
General Electric Capital	Aaa	5,25% Dez 03	DEM	3,97	3,87	+10
General Electric Capital	Aaa	6% Feb 04	USD	5,28	5,38	-10
Europ. Investitionsbank EIB	Aaa	4,5% Feb 03	DEM	3,56	3,75	-19
Europ. Investitionsbank EIB	Aaa	5,5% Feb 03	USD	5,10	5,33	-23

Inkaufnahme von Kreditrisiken in Europa besser entschädigt wird als in den USA. Mit dem Ausbau des Marktes für „Corporates“ in Europa werden sich diese Differenzen allmählich ausgleichen. Dies wird jedoch nicht von heute auf morgen geschehen. Für einen Anleger, der sich in Kreditrisiken engagieren will, ist somit zu empfehlen, dass er die Positionen bei AA- und AAA-Schuldern vorwiegend in Europa eingeht. Für Schuldner mit tieferer Bonität stehen aus Liquiditätsgründen dagegen Anlagen in den USA im Vordergrund.

Fussnote

[1] Siehe u.a. STUCKI (1997)

Literatur

J. P. MORGAN SECURITIES Inc. (1998): „The J. P. Morgan EMU Bond Index“, London, 6.3.1998.

STUCKI, T. (1997): „Gedanken zum Management von Obligationenportefeuilles“, Finanzmarkt und Portfolio Management 11, pp. 247–255.