

## Debt Is The New Equity

**Debt is the new equity**<sup>1</sup>. Dieser Satz, der leider nicht aus unserer Feder stammt, beschreibt die Opportunitäten, welche das Jahr 2009 auch konservativen Bondanlegern beschert hat, sehr treffend. Nachdem die Kreditprämien<sup>2</sup> anfangs Jahr noch stark auseinanderdrifteten, trat im Verlauf des Jahres eine markante Kompression ein, welche selbst konservativen Anlegern im „investment grade“ Bereich Renditen, also Kursgewinne mit aufgelaufenen Zinsen, in zweistelliger Höhe möglich machte. Anlegern, die sich in die tieferen Niederungen der Kredithierarchien<sup>3</sup> begaben, waren gar Renditen von weit über 20% möglich. In der Tat waren also den sonst so konservativen Bond Investoren Erträge beschert, wie sie sonst Aktienanlegern vorbehalten sind.

Wird 2009 ein Ausnahme-Jahrgang bleiben oder können „Geldverleiher“ auch in Zukunft noch aktienähnliche Renditen abschöpfen? Es ist unwahrscheinlich, dass es in allzu naher Zukunft wieder zu einer derartig breiten Front an Opportunitäten kommt, wie sie sich anfangs 2009 präsentierte. Eine weitere, neue Finanzkrise erwarten wir nicht, ebenso wenig wie wir eine V-förmige Erholung der entwickelten Volkswirtschaften mit paralleler Blasenbildung in den etablierten Finanzmärkten erwarten. Wir sehen aber ganz klar eine Periode vor uns, in der Kreditgeber härter umworben sein werden. Dramatisch ansteigende Emissionsvolumina der westlichen Regierungen werden hier direkt mit Firmenschuldnern in Konkurrenz treten, deren Banken Bilanzsanierung anstelle Kreditgeschäfte betreiben. Dies wird sich nicht zuletzt in den Margen niederschlagen, welche Schuldner nicht über jeden Zweifel erhabener Qualität für ihre Finanzierungen in Kauf nehmen müssen. Dies wird staatliche- wie Firmenemittenten gleichermaßen treffen. Die relativen Kosten gegenüber einer risikofreien Anlage werden sich also erhöhen, was wiederum positiv für die um das Risiko bereinigten Erträge von Bondanlegern ist.

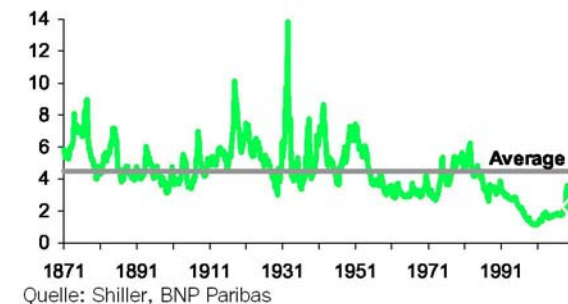
Wie aber sieht es auf der anderen, der Aktienseite unserer Gleichung aus? Auch hier konnten wir nach schwierigem Anfang ein fulminantes Jahr 2009 erleben; Ergebnisse von 20% plus keine Seltenheit, eher die Norm. Im Ergebnis sind die Bewertungen der etablierten Märkte aus dem Tal der Panik anfangs Jahr auf das Plateau der Normali-

tät angestiegen; mit nunmehr entsprechend weniger attraktiven Bewertungen. Wenn unsere Erwartungen stimmen und wir zwar eine stetige Erholung, nicht aber Wachstum über langfristigem Trend erleben werden, wird es schwierig sein, Gewinne bzw. Bewertungen auch in Zukunft weiter vor der tatsächlichen Entwicklung vorauszuweichen. Das Prinzip Hoffnung wird der Nüchternheit der Einschätzung oder der des tatsächlich abgelieferten Ergebnisses weichen. Die V-förmige Erholung der Börsen wird sich der L-förmigen Erholung der Volkswirtschaften anpassen.

Nach all dieser Prosa nun aber doch einige Zahlen, die unseren „case for corporate bonds“ untermauern. Dividenden- gegenüber Renditen von Firmenschuldverschreibungen per Ende November:

	Dividenden- bzw. Verfallsrendite <sup>4</sup>
EUR Firmenschuldverschreibungen	4.39%
Europäische Aktien (DJ Stoxx 600)	3.36%
USD Firmenschuldverschreibungen	5.56%
US-Aktien (S&P 500)	2.25%

Auf dieser Basis sind sowohl auf USD als auch auf EUR lautende Firmenschuldverschreibungen attraktiv gegenüber den vergleichbaren Aktienmärkten. In den USA liegt gar die Dividendenrendite des S&P 500 unter ihrem langfristigen Durchschnitt, wie in nachfolgender Grafik zu erkennen ist. Dies lässt Aktien insgesamt nicht günstig erscheinen. Leider stehen uns für den europäischen Markt keine ähnlich langfristigen Daten zur Verfügung.



<sup>1</sup> Frei übersetzt: Schuldtitel sind die neuen Aktien

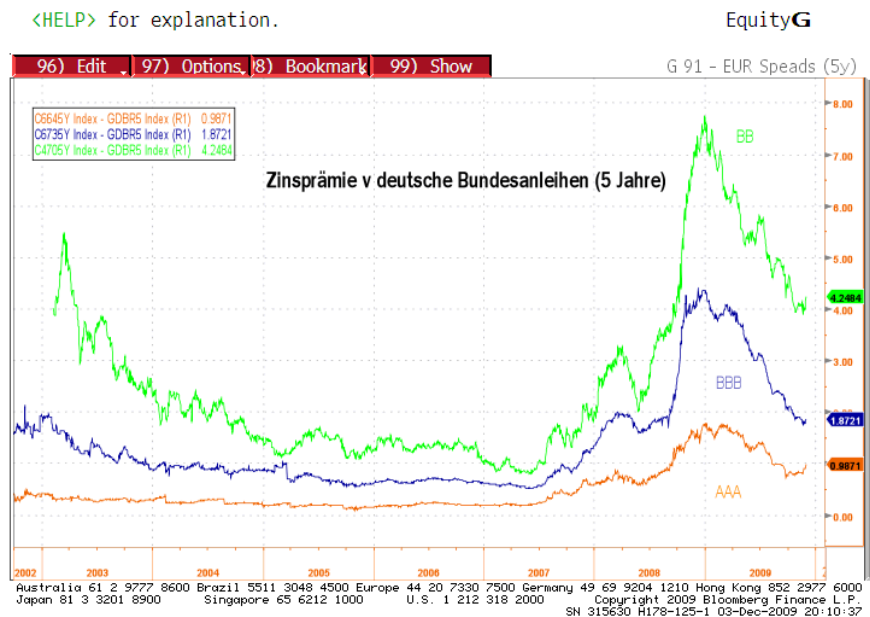
<sup>2</sup> Der Zinsaufschlag, den Schuldner niedriger Qualität gegenüber Schuldnern bester Qualität bei der Geldaufnahme zahlen müssen

<sup>3</sup> Rangordnung der Gläubiger, z. B. besichert durch erste Hypothek gegenüber nachrangiger Hypothek

<sup>4</sup> Quelle: BNP Paribas, iBoxx, Bloomberg

## Debt Is The New Equity

In einem kürzeren Kontext zeigt die nachfolgende Grafik deutlich die trotz der bisherigen Bewegung noch immer bestehende Attraktivität von Firmenschuldverschreibungen, deren Prämie über dem Durchschnitt der letzten 7 Jahre liegt.

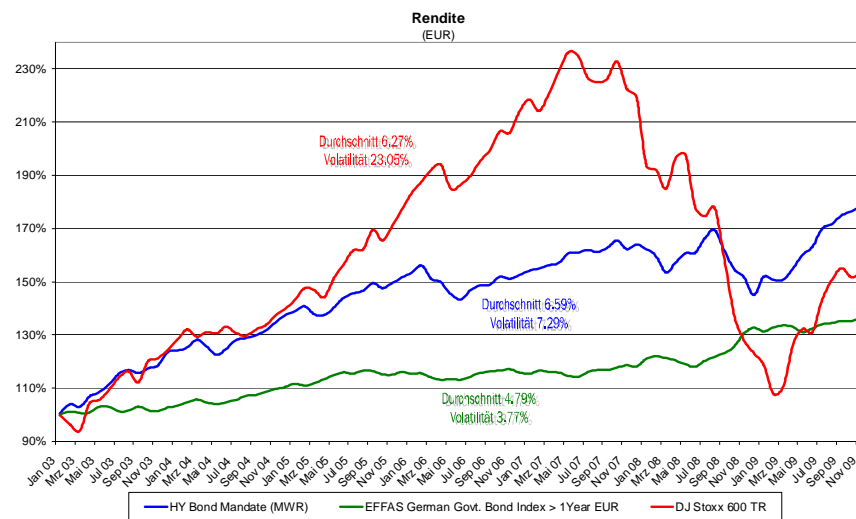


Wird die Inflation einen Strich durch unsere Rechnung machen und die nominalen Renditen in realer Kaufkraft schmälern? Auf die kommenden 3 Jahre können wir diese Gefahr in den USA und Euroland nicht sehen. Einerseits haben wir zwar die massiv angestiegenen Haushaltsdefizite dies- wie jenseits des Atlantik, dem stehen aber hohe wirtschaftliche Kapazitätsreserven und ein besonnener Verbraucher gegenüber, dessen Appetit auf Konsum einer Spardiät gewichen ist. Wenig Anlass also, sich über einen rapiden Anstieg der Inflationsraten Sorgen zu machen.

Kurz zusammengefasst also: Mit einem Engagement in Firmenschuldverschreibungen werden sich aus europäischer Sicht auch in den kommenden Monaten/Jahren noch

wenn nicht aktienähnliche, so doch überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften lassen.

Interessierten Mandanten bietet SIM die Möglichkeit, im Rahmen von Spezialmandaten an dieser Entwicklung zu partizipieren. Die Ergebnisse der vergangenen Jahre können sich, wie wir meinen, sehen lassen. Eine in EUR gemessene durchschnittliche monatliche Jahresrendite von 6.6 % bei einer Volatilität von 7.3% scheint uns im Vergleich zu deutschen Regierungsanleihen mit 4.7% und 3.8% respektabel und ist in nachhinein betrachtet auch attraktiv gegenüber europäischen Aktien mit 6.3% und 23.1% respektive.



Teja von Holzschuher  
Chief Investment Officer

Vaduz/Zürich, 10. Dezember 2009