

25.01.2010 12:01

## Attraktive Unternehmensanleihen: «Debt Is The New Equity»



Teja von  
Holzschuher

**Wer 2009 auf Obligationen setzte, wurde mit aktienähnlichen Renditen belohnt. In den kommenden Monaten oder gar Jahren könnten aus europäischer Sicht zumindest Unternehmensanleihen wenn nicht aktienähnliche, so doch überdurchschnittliche Renditen generieren.**

Das verflossene Jahr offerierte nicht nur den risikofreudigeren Aktien-, sondern auch den konservativen Obligationenanlegern wahrhaft schöne Opportunitäten. Nachdem die Kreditprämien Anfang 2009 noch stark auseinandergedriftet waren, trat im Verlauf des Jahres eine markante Verengung ein, die sogar vorsichtigen «Investment-Grade»-Anlegern Renditen in zweistelliger Höhe ermöglichte. In riskanteren Obligationengefeldern fielen gar Renditen von weit über 20 Prozent an. In der Tat wurden Obligationeninvestoren mit Erträgen belohnt, wie sie sonst Aktienanlegern vorbehalten sind.

### Konkurrenz zwischen Staats- und Firmenschuldnern

Gilt auch 2010 die Devise: «Debt Is The New Equity»? Bleiben also Schuldpapiere ähnlich attraktiv wie Aktien? Wir erwarten zwar keine neue Finanzkrise, welche die Basis für die Schuldenhausa von 2009 bildete. Ebenso wenig glauben wir an eine V-förmige Erholung der entwickelten Volkswirtschaften mit parallelen Blasenbildungen in den etablierten Finanzmärkten. Wir sehen aber ganz klar eine Periode vor uns, in der Kreditgeber härter umworben sein werden.

Dramatisch ansteigende Emissionsvolumina der westlichen Regierungen werden direkt mit Firmenschuldnern in Konkurrenz treten. Deren Banken werden Bilanzsanierung statt Kreditgeschäft betreiben. Dies wird sich nicht zuletzt in den hohen Margen niederschlagen, die Schuldner mit nicht über jeden Zweifel erhabener Qualität für ihre Finanzierungen in Kauf nehmen müssen. Dabei werden Regierungs- wie Firmenemittenten gleichermaßen getroffen. Die relativen Kosten gegenüber einer risikofreien Anlage werden sich also erhöhen, was sich positiv auf die um das Risiko bereinigten Erträge von Obligationenanlagen auswirkt.

Unsere Überzeugung für Unternehmensanleihen lässt sich mit Daten untermauern. Angenommen, die Aktienmärkte entwickeln sich 2010 eher seitwärts, reduziert sich das zu erwartete Renditepotenzial auf die Dividende. Diese beträgt bei europäischen Aktien (Basis Dow Jones Stoxx 600 Index) zurzeit 3,3 Prozent und bei US-Aktien 2,1 Prozent (Basis S&P 500). Firmenschuldverschreibungen bringen es aber im Schnitt auf 4,1 Prozent im Euro und gar auf 5,2 Prozent in den USA. In den USA liegt gar die Dividendenrendite des S&P 500 unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Dies lässt Aktien insgesamt nicht günstig erscheinen. Leider stehen uns für den europäischen Markt keine ähnlich langfristigen Daten zur Verfügung.

### Keine Inflation in Sicht

Unternehmensanleihen erscheinen aber gegenüber Aktien nicht nur im Renditevergleich attraktiv, sondern auch bezüglich Kurspotenzial. Denn die Wirtschaftserholung dürfte in einer weiteren Reduktion der Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen resultieren und damit zu entsprechenden Kursgewinnen gegenüber Staatspapieren führen. Dies lässt sich am Beispiel Deutschlands gut veranschaulichen: Hier weisen auf Euro lautende Firmenschulden mit einem BB-Rating gegenüber dem Bund nach wie vor sehr hohe Renditen auf. Diese könnten sich ermässigen und sich dementsprechend in Kursavancen äussern. Selbst die Spreads von AAA-Nicht-Regierungsschuldnern liegen noch über dem langfristigen Durchschnitt und verfügen im Vergleich zu Regierungsanleihen über Kurspotenzial.

Die Inflation wird uns kaum einen Strich durch die Rechnung machen. In den kommenden drei Jahren können wir diese Gefahr in den USA und Euroland nicht sehen. Einerseits haben wir zwar die massiv angestiegenen Haushaltsdefizite dies- wie jenseits des Atlantiks. Dem stehen aber hohe wirtschaftliche Kapazitätsreserven und ein besonnener Verbraucher gegenüber, dessen Appetit auf Konsum einer Spardiat gewichen ist. Wenig Anlass also, sich über einen rapiden Anstieg der Inflationsraten Sorgen zu machen. Mit einem Engagement in Firmenschuldverschreibungen werden sich aus europäischer Sicht auch in den kommenden Monaten oder gar Jahren wenn nicht aktienähnliche, so doch überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften lassen.

Teja von Holzschuher ist Chief Investment Officer bei Salmann Investment Management in Vaduz/Zürich.