

Schroders Talking Point



Investment-Grade- Unternehmensanleihen: 2010 sind erneut Mehrerträge gegenüber Staatsanleihen zu erwarten

Jamie Stuttard, Head of Pan-European Fixed Income

Im Jahr 2009 haben Investment-Grade-Unternehmensanleihen mit 17,5 Prozent den größten Mehrertrag gegenüber Staatsanleihen seit 77 Jahren erreicht. Derart spektakuläre Überschussrenditen werden sich 2010 wohl kaum wiederholen. Die nominalen Gesamterträge des letzten Jahres dürften für mindestens zehn Jahre einzigartig bleiben. Dennoch gibt es auch in den Jahren 2010 und 2011 eine Reihe wichtiger fundamentaler und die Bewertungen stützender Faktoren für die Investment-Grade-Kreditmärkte. Diese Anlageklasse dürfte deshalb im Vergleich zu Staatsanleihen in diesem Jahr immerhin noch die zweit- oder dritthöchste Mehrrendite der vergangenen zwölf Jahre erzielen können.

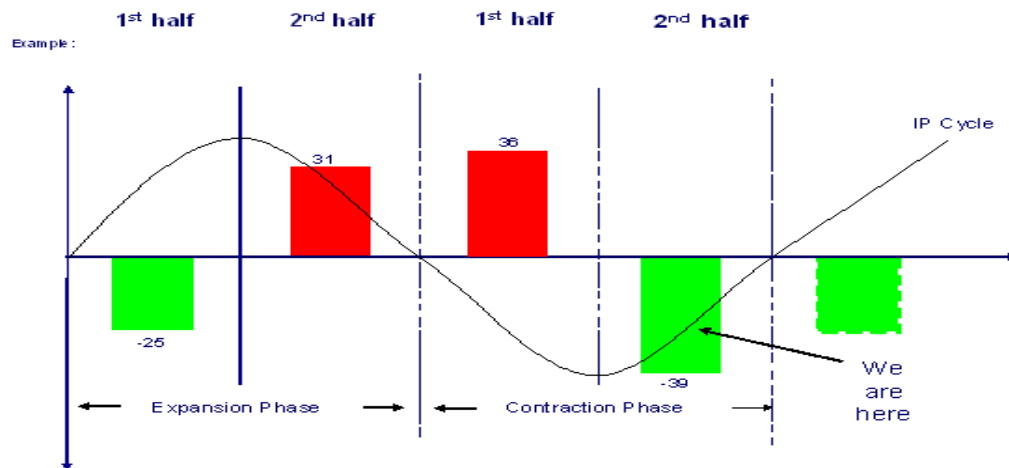
Risikoprämien zum Jahresauftakt sprechen für Mehrerträge

Daten der letzten 14 Jahre legen nahe, dass es eine Verbindung zwischen dem Niveau der Risikoprämie von Unternehmensanleihen zum Beginn eines Jahres und ihrer Mehrrendite im Jahresverlauf gibt. Lagen die Risikoprämien gegenüber Staatsanleihen am Jahresanfang über 90 Basispunkten, fielen im Gesamtjahr durchschnittlich Mehrerträge von 0,81 Prozent an. Umgekehrt gab es im Schnitt Mindererträge von 0,95 Prozent, wenn die Risikoprämien zu Beginn eines Jahres unterhalb von 90 Basispunkten lagen. Bullenmärkte im Kreditsektor beginnen mit hohen Risikoprämien, wenn die Panik einen Höhepunkt erreicht und Politiker die Wirtschaft zu unterstützen beginnen. Die Rekordmehrerträge von 2009 etwa folgten auf eine in der Nachkriegsgeschichte einmalige Risikoprämie von 500 Basispunkten zum Jahresbeginn. Investment-Grade-Unternehmensanleihen starteten mit einer Risikoprämie von 170 Basispunkten oder 1,7 Prozent ins Jahr 2010. Dies spricht für weitere Mehrrenditen gegenüber Staatsanleihen, wenn die Risikoprämien im Jahresverlauf sinken. Meist geschieht dies, wenn Volkswirtschaften aus der Rezession in die erste Hälfte einer Aufschwungsphase übergehen. Wie die Abbildung zeigt, stehen wir kurz vor diesem Übergang.



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft



Beispielphasen:	1933-1935 1992-1996	1973-1974 2005-2008	1970-1971 1930-1931	2008- 2009 1981- 1983
-----------------	------------------------	------------------------	------------------------	--------------------------

US-Industrieproduktionszyklen und Risikoprämien am Kreditmarkt, Quelle: Federal Reserve, Bloomberg, Schroders

Bilanzpolitik macht Unternehmensanleihen sicherer, Fusionsrisiken sind überschaubar

An den Märkten herrscht zum Teil Angst vor einem konjunkturellen Rückschlag, der die Erholung zyklischer Investments im Jahr 2009 wieder zunichte macht. Historisch spricht zwar wenig für ein solches Szenario, aber die makroökonomischen Unsicherheiten sind nicht wegzudiskutieren, vor allem mit Blick auf die hohen Schuldenstände der öffentlichen und privaten Haushalte in den meisten westlichen Ländern. Die Wachstumsrisiken sind also hoch. Doch selbst wenn sich die Wirtschaftsleistung negativ entwickeln sollte haben Investment-Grade-Unternehmensanleihen den Vorteil, innerhalb der Kapitalstruktur von Unternehmen an einer sehr günstigen Position zu stehen. Wer in Aktien investiert, muss beispielsweise Verwässerungen durch Bezugsrechtsemissionen erleiden, er verliert im Konkursfall als erster sein Geld und ist von Restrukturierungen am stärksten betroffen.

Abgesehen von diesem strukturellen Vorteil profitieren Anleihen noch von einer weiteren Entwicklung. Momentan verwenden Unternehmen ihre Überschüsse meist im Sinne ihrer Bonitätsstärkung. Zinskupons sind derzeit sicherer als Dividenden, denn die Unternehmen kürzen die Ausschüttungen an ihre Aktionäre, um ihre Kreditrankings zu verbessern. Und die gefährden sie auch nicht durch riskante Übernahmen und hohe Schulden. Sinkende Risikoaufschläge und billigere Finanzierungsmöglichkeiten könnten zwar wieder zu höherer Fremdfinanzierung führen, um Zukäufe oder Fusionen zu finanzieren. Hier dürften aber zunächst nur wenige bilanzstarke Unternehmen aktiv werden. Strengere Vergaberichtlinien und die Kreditzurückhaltung der Banken werden dafür sorgen, dass Fusionen insgesamt nicht ausufern. Kaufen Firmen mit starken Ratings schwächer eingestufte Firmen, steigt oft sogar das Rating der erworbenen Firma, was deren Anleihen zugute kommt. Auch deshalb hat Schroders Firmen mit „AAA“- oder „AA“-Ratings in globalen Kreditportfolios untergewichtet, „BBB“- und Hochzinstitel aber übergewichtet.

Mehrenditen gegenüber Baranlagen sorgen für Zuflüsse

Auch wenn die absoluten Renditen der Unternehmensanleihen auf historischen Tiefständen rangieren, so liegen ihre Mehrenditen gegenüber Baranlagen doch weit über dem historischen Durchschnitt. Dies liegt daran, dass Baranlagen nahezu Nullrenditen bringen, die Risikoprämien hoch sind und die Renditekurve so steil ist wie selten zuvor. Der Renditevorsprung der Unternehmensanleihen gegenüber Baranlagen dürfte den Sektor im Jahr 2010 stark unterstützen, weil noch mehr Baranlagen in „BBB“-Anleihen umgeschichtet werden. Dies und die Verbreiterung

des Unternehmensanleihemarktes, vor allem durch Emittenten aus dem Euroraum und den Schwellenländern, dürfte auch die Liquidität wieder verbessern.

Probleme bei vermeintlich sicheren Staatsanleihen sind das Schlüsselrisiko

Das vielleicht größte Risiko für die Gesamterträge von Unternehmensanleihen liegt in größeren Verwerfungen an den traditionell als sicher geltenden Staatsanleihemärkten. Wie Aktien oder Hochzinstitel schneiden auch Unternehmensanleihen besser ab, wenn sich die Volatilität in Grenzen hält oder zurückgeht. Steigt sie aber, tendieren Unternehmensanleihen zu einer schlechteren Performance. Sollten größere Probleme etwa in Japan, den Ländern am Rand der Eurozone, Großbritannien oder sogar den USA auftreten, würde die Volatilität stark steigen. Was dann passiert, zeigte sich im Jahr 2009 bereits während der Dubai-Krise oder nach der Herabstufung der Länderbonität Griechenlands: Die Kurse aller riskanteren Anlageklassen fielen oder liefen seitwärts.

Ein weiteres Risiko für Unternehmensanleihen besteht im Zufluss „heißen“ Geldes. In den letzten Jahren kam es in einer Reihe von Anlageklassen, etwa bei Rohstoffen oder Schwellenländeraktien, durch Zu- und Abflüsse spekulativen Geldes zu Blasenbildungen und Preisstürzen. Allerdings kamen die Zuflüsse in den Unternehmensanleihemarkt in diesem Zyklus bisher von einer breiten Investorenbasis. Hedgefonds etwa hatten an Investment-Grade-Neuemissionen nur einen Anteil von ein bis zwei Prozent. Privatanleger waren stärker vertreten, doch selbst wenn diese Anlegergruppe Mittel abzieht, dürfte dieser Einfluss temporär sein und durch die Aktivitäten institutioneller Anleger gemildert werden.

Fazit

Das niedrige Anfangsniveau der Renditen wird die Gesamterträge begrenzen, doch angesichts der Beinahe-Nullzinsen für Baranlagen dürften Unternehmensanleihen bei einem Rückgang ihrer Risikoprämien auch im Jahr 2010 Mehrerträge liefern. Diese Überrenditen werden nicht so hoch sein wie 2009, aber mindestens so gut wie 2003, dem besten Jahr des letzten Bullenmarktes im Kreditsektor. Damals betrug die Risikoprämie gegenüber Staatsanleihen zum Jahresbeginn 136 Basispunkte, zum Anfang dieses Jahres lag sie bei mehr als 170 Basispunkten. Auch weil die Unternehmen ihre Bilanzen in Ordnung bringen und die Vorrangigkeit innerhalb der Kapitalstruktur Unternehmensanleihen Sicherheit verleiht, dürften Investment-Grade-Titel besser abschneiden als Staatsanleihen. Auf Gesamterträge achtende Investoren sollten aber die Risiken der Staatsanleihen im Auge behalten und Risiken aktiver absichern, um die noch immer vorhandenen, guten Chancen an den Kreditmärkten im Jahr 2010 optimal zu nutzen.

Schroder ISF EURO Corporate Bond, A, EUR, thes.	ISIN LU0113257694
Schroder ISF Global Corporate Bond, A, USD, thes.	ISIN LU0106258311

Wichtiger Hinweis:

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen stammen von Jamie Stuttard, Head of Pan-European Fixed Income bei Schroders, und stellen nicht notwendigerweise die Ansicht von Schroder Investment Management dar.

Nur für professionelle Anleger und Berater. Dieses Dokument ist nicht für Privatkunden geeignet.

Dieses Dokument dient nur Informationszwecken und ist keinesfalls als Werbematerial gedacht. Das Material ist nicht als Angebot oder Werbung für ein Angebot gedacht, Wertpapiere oder andere in diesem Dokument beschriebene verbundene Instrumente zu kaufen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die hier enthaltenen Informationen werden als zuverlässig angesehen, aber Schroders Investment Management Ltd (SIM) gewährleistet nicht deren Vollständigkeit oder Richtigkeit. Dies ist kein Ausschluss und keine Beschränkung der Verpflichtung oder Haftung, die SIM gemäß dem Financial Services Markets Act 2000 (in seiner gültigen Fassung) oder einer anderen Gesetzgebung gegenüber seinen Kunden hat. Individuelle Investitions- und/oder Strategieentscheidungen sollten nicht auf Basis der Ansichten und Informationen in diesem Dokument erfolgen.

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority.