

## Themendienst

4. April 2014

### Europäische Unternehmensanleihen in einigen Sektoren noch fair bewertet

Interview mit Rosemarie I. Baumann, Senior Analyst Corporate Bonds und Portfoliomanagerin des Anleihemanagers BANTLEON

Auf der Suche nach Rendite haben sicherheitsorientierte Anleger es derzeit schwer, weil die Zinsen für Top-Staatsanleihen niedrig sind. Interessante Alternativen finden sich bei Unternehmensanleihen der Bonität »Investment Grade«. Historisch tiefe Ausfallraten, das günstige wirtschaftliche Umfeld und die solide Kapitalausstattung der Unternehmen sprechen für ein Investment. »Trotz der unerwartet starken Einengung in den vergangenen Monaten können die Risikoprämien von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bis ins 2. Quartal hinein noch um 5% bis 10% sinken. Vor diesem Hintergrund gehen wir für diese Anleihen mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 5 Jahren bis zum Herbst dieses Jahres von einem Gesamtertrag im unteren einstelligen Prozentbereich aus«, erklärt Rosemarie I. Baumann, Senior Analyst Corporate Bonds und Portfoliomanagerin des Anleihemanagers BANTLEON. Derzeit empfiehlt sie eine Übergewichtung von Unternehmensanleihen mit Rating »BBB« im mittleren Laufzeitensegment und sieht vereinzelt Anlagechancen in der Versorger- und Telekommunikationsbranche. Gleichzeitig aber auch in zyklischen Sektoren wie dem Baugewerbe, den zyklischen Konsumgütern, der Industrie und partiell auch bei den Grundstoffen.

*Frau Baumann, wie sieht derzeit das technische Umfeld für Unternehmensanleihen aus?*

**Rosemarie Baumann:** Die relativ niedrigen Risikoprämien spiegeln eine starke Nachfrage nach rentierenden Anlagen, was wiederum die Emissionstätigkeit anregt. Dieser Trend dürfte sich 2014 fortsetzen: Einerseits refinanzieren sich die Unternehmen lieber über den günstigeren Kapitalmarkt als über die Banken. Andererseits sind die Mittelzuflüsse in Investmentfonds groß, weshalb die Neuemissionen oft deutlich überzeichnet sind. Fast alle Emissionen werden am unteren Ende der anfänglichen Preisspanne emittiert. Während 2013 Laufzeiten von 5 bis 7 Jahren den Großteil der Neuemissionen ausmachten, ist 2014 der Trend zu längeren Laufzeiten unübersehbar. Letztere werden insbesondere von Versicherungen und Pensionskassen überdurchschnittlich nachgefragt. Auf Jahressicht rechnen wir in Europa mit einem Gesamtemissionsvolumen von etwa 230 Mrd. Euro, was marginal unter dem von 2013 liegt, als Unternehmensanleihen für rund 240 Mrd. Euro emittiert wurden.

*Wie entwickeln sich die Ausfallraten?*

**Baumann:** Die Ratingagentur Moody's sieht die Ausfallrate für europäische High-Yield-Unternehmensanleihen derzeit bei rund 4,1% – vor einem Jahr betrug die Rate 2,1%. Bis Ende 2014 sollte sie sich Moody's zufolge in Europa wieder bei 1,6% einpendeln. Für die USA erwartet die Ratingagentur einen leichten Anstieg von derzeit 1,8% auf 2,3% bis zum Jahresende. Die Ausfallrate für Junk Bonds liegt damit deutlich unter dem Durchschnitt von 4,7%, der seit 1983 gemessen wurde. Das Spitzenniveau wurde Ende 2009 mit 14% gemessen. Die durchschnittlichen Ausfallraten für Unternehmensanleihen der Bonität »Investment Grade« sind ohnehin mit rund 0,5% markant tiefer als für High Yields. Ebenso liegen die vom Kapitalmarkt implizierten Ausfallraten noch über den historischen Höchstständen und bieten ausreichend Kompensation für künftige Ausfallrisiken.

*Wie beurteilen Sie das wirtschaftliche Umfeld?*

**Baumann:** Das wirtschaftliche Umfeld ist grundsätzlich konstruktiv, sodass Unternehmensanleihen fundamental wie auch technisch gut unterstützt bleiben. Für die kommenden Wochen erwarten wir – vorbehaltlich der Entwicklung in der Ukraine –, dass der übergeordnete konjunkturelle Aufwärtstrend wieder aufgenommen wird. Dieser konjunkturelle Rückenwind sollte sich stützend auf die Ertragsitu-

ation europäischer Unternehmen auswirken. Auch das günstige geldpolitische Umfeld bleibt erhalten. Angesichts des weiterhin sehr schwachen Kreditvergabe Volumens der Banken, der geringen Kapazitätsauslastung und der tiefen Inflationsraten dürfte die EZB den geldpolitischen Kurs unvermindert fortsetzen. Insofern werden die Refinanzierungskosten für europäische Unternehmen noch geraume Zeit auf historisch tiefem Niveau bleiben. Zudem sollten die Unternehmen der Peripheriestaaten von der Entspannung der Staatsschuldenproblematik und von den verbesserten Ratings der Länder mittelfristig profitieren können, in denen sie ihren Sitz haben. Zugleich könnten aber geopolitische Event-Risiken die Märkte belasten. Während die Eurokrise immer weniger als Drohkulisse wahrgenommen wird, bleiben neben den Sanktionen gegen Russland und deren potentiell wachstumsbremsenden Wirkungen die Skepsis gegenüber den Schwellenländern und die Sorgen um China als schwer einschätzbare Risikofaktoren.

*Und wie beurteilen Sie den Zustand der Unternehmen?*

**Baumann:** Viele Unternehmen der Eurozone sind in einer guten Verfassung. **Erstens** sind ihre Bilanzen solide, auch wenn die Dynamik des Gewinnwachstums schwach ist. Jüngste Studien zeigen, dass sich die Gewinne europäischer Unternehmen aktuell rund 25% unterhalb des Rekordniveaus von 2007 befinden und eine nur sehr zögerliche Stabilisierung erkennen lassen. Der dadurch verursachte außergewöhnliche Rückstand macht ein stärkeres Profitwachstum 2014 überfällig – auch im Vergleich zu den USA. In diesem Jahr sollen die Gewinne der Unternehmen aus dem Eurostoxx600 Konsensschätzungen zufolge mit Steigerungsraten von rund 11% zulegen, nicht zuletzt dank weiterer Restrukturierungen und höherer Kapazitätsauslastungen. **Zweitens** verfolgen die meisten europäischen Unternehmen nach wie vor eine defensive Geschäftspolitik, obwohl die üppigen Barbestände eine aggressivere Unternehmenspolitik erlauben würden. Die besseren finanziellen Bedingungen und die höhere Auslandsnachfrage sollten jedoch dazu führen, dass Unternehmen in den nächsten Jahren mehr investieren als zuvor. **Drittens** sind die europäischen Firmen im Kreditzyklus weniger weit vorangeschritten als amerikanische Unternehmen. Das heißt, dass ihre Kreditqualität noch zunimmt, auch wenn aus Bewertungssicht bereits einige gute Nachrichten in den Risikoprämien eingepreist sind. Und **Viertens** sollten die Ausfallraten, wie bereits erläutert, zunächst tief bleiben.

*Wie sind angesichts dieser Rahmenbedingungen die Perspektiven für die nächsten sechs Monate?*

**Baumann:** Die relative Bewertung der Investment-Grade-Unternehmensanleihen aus europäischen Industrieländern ist unseres Erachtens noch fair. Allerdings sind die Performance-Chancen wegen der niedrigen Risikoprämien und der tiefen Kupons begrenzt. Gleichwohl bieten Unternehmensanleihen in dem renditeschwachen Umfeld zunächst noch günstige Voraussetzungen, um die strukturelle Nachfrage der Anleger nach Rendite aufzufangen: Solange die wirtschaftliche Erholung noch moderat ist, bleiben die Finanzpolitik der Unternehmen konservativ, die Bilanzen solide und der Refinanzierungsbedarf gering, weshalb die niedrigen Ausfallprognosen vorerst weiter gerechtfertigt sind. An den Finanzmärkten dürfte die Kombination aus konjunkturellem Rückenwind, moderater Reflationierung und zusätzlichen geldpolitischen Stimuli das positive Gesamtbild für Unternehmensanleihen weiter verbessern. Auch sollten Unternehmensanleihen weiterhin in hohem Maß von der großen Nachfrage profitieren.

*Was bedeutet das konkret für die Performance?*

**Baumann:** Trotz der unerwartet starken Einengung in den vergangenen Monaten können die Risikoprämien von Investment-Grade-Unternehmensanleihen bis in das 2. Quartal hinein noch um 5% bis 10% sinken. Je nach Stand im Kreditzyklus erwarten wir dann leichte Spreadausweitungen. Vor diesem Hintergrund gehen wir für Unternehmensanleihen der Bonität »Investment Grade« mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 5 Jahren bis zum Herbst dieses Jahres von einem Gesamtertrag im unteren einstelligen Prozentbereich aus, der damit nochmals deutlich unter dem Vorjahresniveau liegt. Dennoch sollten Investment-Grade-Unternehmensanleihen in den nächsten Monaten höhere Renditen als erstklassige Staatsanleihen bieten. Zugleich sollten Unternehmensanleihen geringerer Bonität mit Rating »BBB« sich besser entwickeln als Anleihen mit höherer Bonität und sehr niedrigen Kupons. Bei den

Laufzeiten konzentrieren wir uns derzeit auf 3- bis 6-Jährige Unternehmensanleihen. Um beispielsweise innerhalb der Investment-Grade-Unternehmensanleihen eine Rendite von über 3% zu erzielen, muss auf die »BBB«-Ratingkategorie mit Laufzeiten zwischen 7 und 10 Jahren zurückgegriffen werden. Um gar die magische 4%-Rendite zu erreichen, bleiben als Alternativen nur High Yields, Nachranganleihen oder Hybride übrig.

*Welche Sektoren halten Sie derzeit für attraktiv?*

**Baumann:** Aufgrund ihrer attraktiveren Bewertungen und soliden Bonitätsentwicklung gewichten wir zurzeit vor allem Unternehmensanleihen der Versorger- und Telekommunikationsbranche über. Dabei bevorzugen wir auf selektiver Basis Emittenten aus Peripherieländern, die international auf Wachstumsmärkte ausgerichtet sind. Gleichzeitig sehen wir vereinzelt Anlagechancen in zyklischen Sektoren wie dem Baugewerbe, den zyklischen Konsumgütern und partiell auch bei den Grundstoffen. Die Sektoren Industrie und Versicherungen, REITs sind zwar bereits fair bewertet, haben aber dennoch weiteres Renditepotential, weshalb wir sie ebenfalls zur Beimischung heranziehen. Von vorrangig unbesicherten Bankanleihen raten wir bis auf wenige Ausnahmen aus Peripheriestaaten ab, weil sich die erwarteten Entwicklungen nicht angemessen in den Risikoprämien spiegeln.

**Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon +49.511.288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

**Über BANTLEON:**

Der Anleihemanager BANTLEON, im Dezember 1991 von Jörg Bantleon in Hannover gegründet, ist ein Spezialist für sicherheitsorientierte Kapitalanlagen. Dazu gehören Investment-Grade-Anleihenfonds, Absolute-Return-Fonds und vermögensverwaltende Fonds für institutionelle und private Anleger sowie Spezialfonds und Outsourcing-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit mehr als 30 Mitarbeitern über 10 Milliarden Euro für Kunden in Deutschland, Österreich, Spanien, Italien, Belgien, Luxemburg und der Schweiz. Zu den über 150 institutionellen Kunden gehören Banken und Sparkassen, Hypothekenbanken und Bausparkassen, Erst- und Rückversicherungen, Altersversorgungswerke, Pensionskassen, DAX-Industrieunternehmen, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager. Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.bantleon.com](http://www.bantleon.com).

**Rechtlicher Hinweis:**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.