



Unternehmensanleihen in Europa

Wo stehen wir und wohin geht die Reise?

11. März 2013

Autoren

Orcun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@db.com

Thomas Meyer
+49 69 910-46830
thomas-d.meyer@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Deutsche Bank AG
DB Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

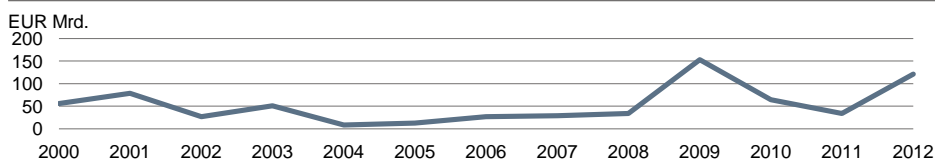
Der Markt für Unternehmensanleihen in Europa erfährt gegenwärtig mehr Aufmerksamkeit. In der Folge der Finanzkrise haben die europäischen Unternehmen begonnen, sich stärker direkt über die Kapitalmärkte zu finanzieren: Das Emissionsvolumen von Unternehmensanleihen ist gestiegen, und die Renditen sind gesunken. Während diese Entwicklung den europäischen Unternehmen derzeit kostengünstige externe Finanzierungsmöglichkeiten bietet, stellt sie für die Anleger auch eine Herausforderung dar.

Das beachtliche Wachstum der Anleihemärkte deutet auf strukturelle Veränderungen in der Unternehmensfinanzierung in Europa hin. Die noch immer spürbaren Auswirkungen der Finanzkrise und neue regulatorische Anforderungen schränken in einigen Ländern die Verfügbarkeit von Bankkrediten ein. Daher wenden sich die Unternehmen verstärkt den Anleihemärkten zu. Dabei bestehen allerdings erhebliche Unterschiede zwischen den Kernstaaten und der Peripherie des Euro-Währungsraums.

Hohe Nachfrage von Seiten der Anleger treibt das Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen in die Höhe. Während die Tatsache, dass Banken für ihre Refinanzierung nahezu dieselben oder sogar höhere Zinsen als ihre Kunden aufbringen müssen, dem Markt für Unternehmensanleihen zweifellos Impulse verliehen hat, scheint der wichtigste Treiber der hohen Emissionsvolumen die Suche der Anleger nach höherer Rendite in einem Niedrigzinsumfeld zu sein. Da als sicher geltende Staatsanleihen ein im historischen Vergleich extrem niedriges Renditeniveau bieten, haben sich Unternehmensanleihen im derzeitigen Marktumfeld zu einer bedeutenden Investitionsalternative entwickelt.

In einer Zeit Knight'scher Unsicherheit und hoher Liquidität lässt das kräftige Wachstum bei Unternehmensanleihen eine genauere Untersuchung der Überhitzungsrisiken geboten erscheinen. Da die Renditen über sämtliche Ratingklassen hinweg sinken, erscheinen vielen Beobachtern gerade hochverzinsliche Anleihen als immer teurer. Sollte sich die starke Nachfrage aufgrund einer Rezession oder steigender Renditen für Staatsanleihen abschwächen, könnten insbesondere risikoreichere Unternehmen mit einem dann wieder begrenzten Zugang zu Finanzmitteln zu kämpfen haben und die Ausfallquoten und Ausfallwahrscheinlichkeiten steigen.

Nettoanleihemissionen europäischer Unternehmen im langen Laufzeitsegment



Quellen: EZB, DB Research





1. Einführung

Der Markt für Unternehmensanleihen in Europa erfährt in jüngster Zeit verstärktes Interesse. Die Gründe hierfür sind durchaus nachvollziehbar: Die in Unternehmensanleihen¹ investierten Mittel steigen stetig, die Renditen sinken und die Emissionsvolumen nehmen zu. Nach einem Emissionsvolumen auf Rekordniveau im Jahr 2009 verzeichneten europäische Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating (IG) 2012 die zweithöchsten Emissionen mit einem Volumen von insgesamt USD 483 Mrd. bei 981 Transaktionen (Dealogic). Angesichts der niedrigsten Anleiherenditen seit rund 10 Jahren nutzen europäische Unternehmen die Chance, durch die Begebung von Anleihen in großem Umfang Mittel aufzunehmen und damit häufig andere Finanzierungsquellen abzulösen, insbesondere Bankkredite.

So scheint die Finanz- und Wirtschaftskrise in Europa durch die radikalen Veränderungen der Marktbedingungen für die Entwicklungen am Markt für Unternehmensanleihen verantwortlich zu sein. In der Tat scheint die zunehmende Bedeutung von Unternehmensanleihen für die Finanzierung europäischer Firmen in einer Reihe von Faktoren begründet zu sein:

- Zahlreiche Banken in Europa sehen sich gezwungen, aufgrund höherer Eigenkapitalanforderungen und anderer regulatorischer Veränderungen sowie einer Kapitalverknappung ihr Kreditbuch zu reduzieren (Deleveraging).
- Die Renditeabstände (Spreads) zwischen Unternehmens- und Bankanleihen haben sich verringert und sich in einigen Marktsegmenten sogar zugunsten der Unternehmen verschoben.
- Die Anlegernachfrage nach Unternehmensanleihen hat aufgrund folgender Faktoren zugenommen:
 - niedriges Renditeniveau bei als sicher geltenden Staatsanleihen
 - Verschiebung der Anlegerpräferenzen weg von Finanzanleihen hin zu IG-Unternehmensanleihen
- Unternehmen und Management stehen kapitalmarktbasierteren Finanzierungsmöglichkeiten heute offener gegenüber.

Angesichts all dieser Faktoren kann das hohe Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen kaum überraschen. Der Boom am Markt für Unternehmensanleihen wirft allerdings auch die Frage auf, ob die jüngste Entwicklung tragfähig ist oder ob sich Risiken anhäufen. Genauer gesagt, erscheint der Markt nach Ansicht zahlreicher Beobachter aufgrund der sinkenden Renditen zunehmend teuer. Die Märkte sind anfällig für einen plötzlichen Anstieg der Anleiherenditen ebenso wie für eine schwere Rezession.

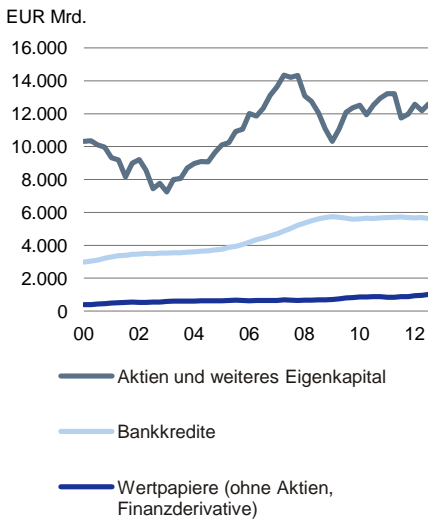
Vor diesem Hintergrund soll diese Studie die den jüngsten Entwicklungen zugrunde liegenden Trends am Markt für Unternehmensanleihen in Europa genauer untersuchen. Zwar besteht allgemeine Übereinstimmung darüber, dass der Markt für Unternehmensanleihen derzeit boomt; diese Annahme wollen wir jedoch zunächst hinterfragen. Hierbei nehmen wir eine länderübergreifende Analyse vor und untersuchen das ungewöhnlich kräftige Wachstum der Emissionen in Ländern, in denen Banken mit Problemen kämpfen bzw. die Kreditvergabe der Banken eingeschränkt ist. Im Anschluss werden die zugrunde liegenden Faktoren, die diesen Boom ausgelöst haben könnten, im Detail analysiert. Insbesondere richten wir unser Augenmerk auf die Kosten von Bankkrediten und die ungewöhnlich hohe Anlegernachfrage, die zu höheren Anleiheemissionsvolumen führen könnten. In der Folge untersuchen wir, ob der Aufwärtstrend der Anleihekurse bereits eine Blasenbildung am Markt für Unterneh-

¹ Als Unternehmensanleihen gelten in dieser Studie nur solche Anleihen, die von Unternehmen emittiert werden, die nicht dem Finanzsektor angehören.



Unternehmensanleihen in Europa

Verbindlichkeiten der Unternehmen 1



Quellen: EZB, DB Research

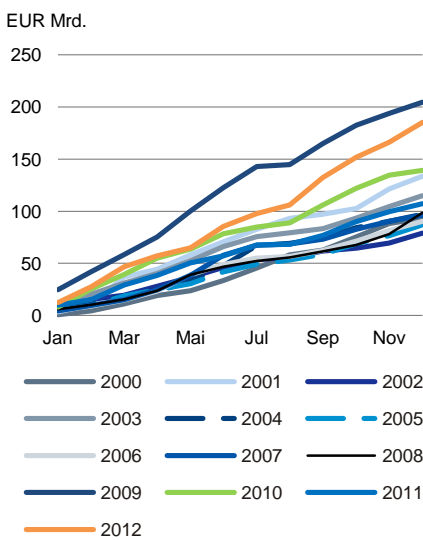
mensenanleihen darstellt. Hierfür konzentrieren wir uns auf die Renditeentwicklung bei Unternehmensanleihen und stellen die Frage, ob diese im Verhältnis zu den hohen Emissionszahlen überproportional stark gesunken sind. Schließlich verfolgen wir einen komplementären Ansatz auf Basis verschiedener Szenarien, um potentielle Marktwertverluste zu schätzen.

Die Studie ist wie folgt untergliedert: In Kapitel 2 werden die Finanzierungsstrukturen europäischer Unternehmen sowie gegenwärtige Trends am Markt für Unternehmensanleihen dargestellt. In Kapitel 3 werden die Triebkräfte steigender Emissionsvolumen wie die Kosten von Bankkrediten sowie die "Suche nach Rendite" seitens der Anleger näher beleuchtet. In Kapitel 4 werden Hinweise auf eine Überhitzung der Märkte sowie die potentiellen Nachteile und Konsequenzen diskutiert. In Kapitel 5 erfolgt die Analyse der Übertragungskanäle, die die Richtung von Renditeentwicklungen beeinflussen, sowie eine Sensitivitätsanalyse zur Beurteilung der Größenordnung potentieller Verluste bei Unternehmensanleihen. Kapitel 6 enthält die Schlussfolgerungen.

2. Trends bei Emissionen von Unternehmensanleihen

a) Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Europa

Bruttoemissionen langfristiger Anleihen 2



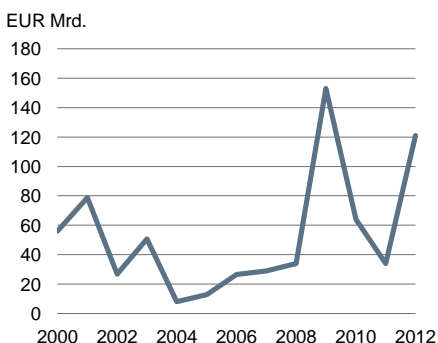
Quellen: EZB, DB Research

Die Struktur der Unternehmensfinanzierung ist abhängig von der Verfügbarkeit von Alternativen zu Unternehmensanleihen, wie etwa Bankkrediten und Aktienmarktinstrumenten. Eine Analyse der Märkte für Unternehmensanleihen muss daher die Entwicklung dieser alternativen Finanzierungsquellen mit einbeziehen.

Vor dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise nutzten die Unternehmen in der Eurozone zur Refinanzierung den leichteren Zugang zu Bankkrediten und Aktienmärkten. Als Konsequenz daraus haben sie Finanzierungsquellen vor allem jenseits der Anleihenmärkte in Anspruch genommen. Bei den Finanzierungsquellen für europäische Unternehmen machen Bankkredite und Aktienmärkte EUR 5.624 Mrd. bzw. EUR 12.597 Mrd. aus, wohingegen sich Unternehmensanleihen und andere ausstehende Schuldtitel in den Bilanzen auf lediglich EUR 1.017 Mrd. belaufen.²

Ungeachtet der großen Differenz bei den ausstehenden Instrumenten richtet sich die Aufmerksamkeit verstärkt auf (potentielle) Veränderungen des Finanzierungsverhaltens. Tatsächlich könnte ein ausschließlicher Fokus auf den großen Bestand an in der Vergangenheit angehäuften Finanzierungsinstrumenten – der sich offensichtlich nicht rasch ändern kann – den Blick für bedeutende Veränderungen in der Gegenwart trüben. Daher stellt sich die Frage nach empirischen Belegen dafür, dass diese neuen Trends tatsächlich eine dauerhafte Veränderung der Strukturen an den europäischen Unternehmensanleihenmärkten darstellen.

Nettoemissionen langfristiger Anleihen europäischer Unternehmen 3



Quellen: EZB, DB Research

Auf den ersten Blick scheinen die Anleihenmärkte in Europa tatsächlich auf einem Wachstumspfad zu sein. Im Jahresvergleich ergibt sich aus dem kumulierten Emissionsvolumen, dass 2012 das Jahr mit den zweithöchsten Anleiheemissionen seit Beginn dieses Jahrtausends war. Nach den Rekordemissionsvolumen des Jahres 2009 waren die Emissionen 2011 deutlich rückläufig, was auf die allgemein negative Marktstimmung zurückzuführen war. Als das Risiko der Staatenanleihen in den europäischen Peripherieländern stieg, erholten sich die Emissionsvolumen der Unternehmensanleihen von den 2011 erreichten Tiefstwerten und wiesen seit 2012 einen Aufwärtstrend auf. Tatsächlich erreichten

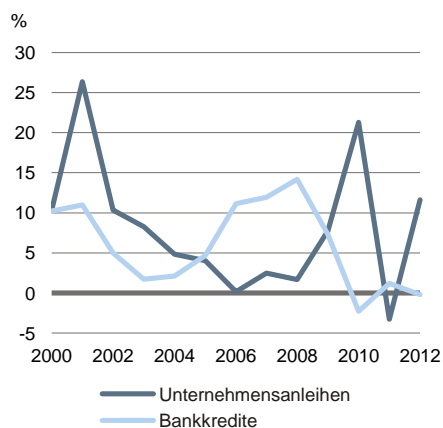
² Länder des Euro-Währungsraums.



Unternehmensanleihen in Europa

Jährliche Wachstumsraten

4



Quellen: EZB, DB Research

die monatlichen Nettoemissionsvolumen im September 2012 das höchste Niveau seit ca. 10 Jahren (Graphik 2 und 3).³

Der Trend zeigt sich noch deutlicher bei der mittelfristigen Entwicklung des Wachstums bei Unternehmensanleihen (Graphik 4). Abgesehen von dem Rückgang im Jahr 2011 konnte die Emissionstätigkeit in den letzten Jahren einen stetigen Aufwärtstrend verzeichnen. Insgesamt wurde vom ersten Quartal 2009 bis zum Schlussquartal 2011 eine kumulierte Wachstumsrate der ausstehenden Beträge von nahezu 11% erreicht. Im Gegensatz zu dieser Expansion stiegen die Volumina der Bankkredite nur geringfügig an und waren 2010 und 2012 sogar rückläufig.

Alles in allem scheinen die Unternehmen seit 2009 ihrer Abhängigkeit von Bankkrediten zu reduzieren und stattdessen Schuldtitel zu begeben. Auf den ersten Blick scheint dies auf eine strukturelle Verschiebung zugunsten der Anleihemärkte hinzudeuten – eine These, die aufgrund der eingeschränkten Fähigkeit der Banken, dem Rest der Volkswirtschaft Mittel zur Verfügung zu stellen, plausibel erscheint – und darauf, dass diese Einschränkung vorerst bestehen bleiben wird. Allerdings ist dies keineswegs das erste Mal, dass sich in diesen Märkten eine strukturelle Veränderung zu manifestieren scheint: Bereits 2001 wurde bei Schuldtiteln mit längerer Laufzeit ein Zuwachs von 26% verzeichnet; dies ging mit einem schwachen Wachstum der Kreditvergabe der Banken zwischen 2002 und 2004 einher. Zudem befinden sich derzeit – zum ersten Mal seit Jahrzehnten – die Dividendenrenditen einiger Unternehmen auf gleichem Niveau wie die Renditen ihrer Unternehmensanleihen. Dementsprechend gibt es bereits erste Anzeichen dafür, dass die Anleger an die Aktienmärkte zurückkehren.

Vor diesem Hintergrund sind weiterführende Analysen der Entwicklungen bei der Unternehmensfinanzierung erforderlich. Hierbei nutzen wir übliche statistische Methoden zur Überprüfung von Hypothesen. Als Wendepunkt dient der Zusammenbruch von Lehman Brothers; für sämtliche Finanzierungsquellen – d.h. Bankkredite, Aktien- und Anleihemärkte – testen wir zwei Hypothesen:⁴

- H1) Die Beträge sind sowohl vor als auch nach der Krise im Durchschnitt etwa gleich.
- H2) Die Beträge sind in der Nachkrisenperiode im Durchschnitt höher als in der Vorkrisenperiode.

Tabelle 6 zeigt die Ergebnisse für die beiden Hypothesen. Die Analyse berücksichtigt dabei, dass die Volatilitäten der beiden Perioden sich bei allen drei Finanzierungskanälen stark unterscheiden. Gelänge es nicht, die erste Hypothese für ein Finanzierungsinstrument zu verwerfen, würde dies statistisch eine nur unwesentliche Veränderung der Mittelaufnahme über den Zeitablauf implizieren. Beide Hypothesen sollten indes zusammen betrachtet werden. Die gleichzeitige Ablehnung beider Hypothesen würde eine rückläufige Nutzung der jeweiligen Finanzierungsinstrumente bedeuten, wohingegen die Verwerfung der ersten, aber nicht der zweiten Hypothese darauf hindeuten würde, dass der jeweilige Finanzierungskanal im Schnitt stärker genutzt würde.

Der Testwert der ersten Hypothese in Bezug auf den Aktienmarkt deutet darauf hin, dass sich die Emissionsvolumen bei Aktien während der untersuchten Periode im statistischen Durchschnitt nicht verändert haben. Die Inanspruchnahme von Bankkrediten und die Nutzung von Schuldtiteln hingegen fallen in den Vor- und Nachkrisenphasen unterschiedlich aus. Die Hypothese, dass die Abhängigkeit von der Kreditvergabe der Banken in den Nachkrisenperioden höher ist,

³ Die März-Daten sind nahezu identisch.

⁴ Dabei werden Monatsdaten für die Emissionsvolumen zwischen Januar 2002 und Dezember 2012 verwendet. Insgesamt sind dies 131 Beobachtungen für jede Zeitreihe. Die Testergebnisse basieren auf 1%-Signifikanzniveaus.

Emissionen von Unternehmensanleihen: Große und kleine Firmen

5

Im Prinzip sollte jede Analyse des Markts für Unternehmensanleihen zwischen großen und kleinen Firmen differenzieren, da zwischen den beiden Gruppen im Hinblick auf Zugang und Nutzung der Märkte deutliche Unterschiede bestehen. Der erstmalige Zutritt zum Markt für Unternehmensanleihen verursacht Fixkosten, die von großen Unternehmen besser absorbiert werden können. Sind diese Fixkosten einmal beglichen, sinken die durchschnittlichen Emissionskosten. Zudem sind die absoluten Emissionsvolumen bei großen Unternehmen offensichtlich höher – in aggregierten Statistiken können daher mögliche abweichende Trends in der Gruppe kleinerer Emittenten leicht verborgen bleiben.

Die unterschiedlichen Unternehmensgrößen sind auch bei einer länderübergreifenden Betrachtung wichtig, da sich die Unternehmensstrukturen innerhalb Europas unterscheiden. So ist zum Beispiel in Italien und Spanien ein Großteil der Erwerbsbevölkerung bei kleinen Firmen mit weniger als 40 Angestellten beschäftigt, während in Deutschland und Großbritannien große Unternehmen eine bedeutendere Rolle spielen.

Leider wird in der Statistik zu Bankkrediten und Unternehmensanleihen nicht nach Unternehmensgröße differenziert, so dass eine detailliertere Analyse hier nicht möglich ist.



Unternehmensanleihen in Europa

wird ebenfalls verworfen. Dies korrespondiert mit der Beobachtung, dass die Nutzung von Bankkrediten in der Nachkrisenphase rückläufig war. In Bezug auf den Anleihemarkt kann die zweite Hypothese allerdings nicht verworfen werden. Dies lässt darauf schließen, dass – im Gegensatz zu Bankkrediten – die Nutzung des Anleihemarkts im Durchschnitt in der Nachkrisenperiode zunimmt. Insgesamt gibt es Belege dafür, dass sich Unternehmensanleihen auf längere Sicht zu einer ernst zu nehmenden Alternative zu Bankkrediten entwickeln. Unserer Einschätzung nach sind die Regulierung des Bankensektors, das allgemeine Zinsumfeld sowie die Marktliquidität die entscheidenden Faktoren für die Nachhaltigkeit einer zunehmenden Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen.

Tabelle

6

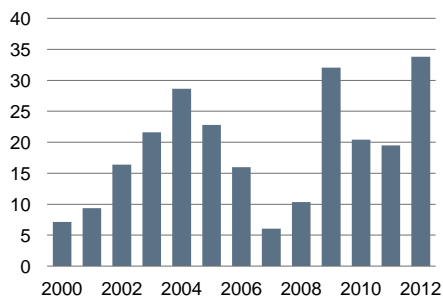
| Hypothese | Aktien | Bankkredite | Anleihen |
|--|-----------------|-------------|-----------------|
| Der eingesetzte Betrag ist in den Vor- und Nachkrisenphasen gleich | Nicht verworfen | Verworfen | Verworfen |
| Der eingesetzte Betrag ist in den Vor- und Nachkrisenphasen höher als in den Vorkrisenperioden | Verworfen | Verworfen | Nicht verworfen |

b) Starke Abweichungen in der Kreditvergabe der Banken in unterschiedlichen Ländern

Deutschland: Bruttoemissionsvolumen Unternehmensanleihen

7

EUR Mrd.



Quellen: EZB, DB Research

Durchschnittswerte für ganz Europa könnten jedoch die zugrunde liegende Dynamik verschleiern, da die europäischen Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren deutliche Unterschiede in ihrer wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklung aufwiesen. Aufgrund dieser Heterogenität ist eine länderspezifische Analyse der Emissionsvolumen sinnvoll.

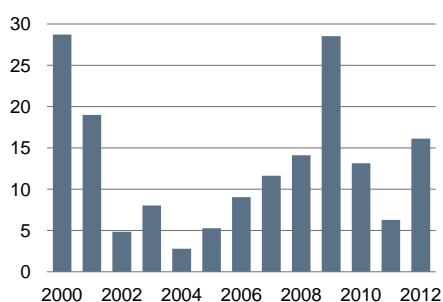
Die Graphiken 7 bis 10 zeigen die Entwicklung der Bruttoemissionsvolumen bei langfristigen Schuldtiteln in den Kern- und Peripherieländern des Euro-Währungsraums. Beginnend mit den Kernländern zeigt sich, dass Deutschland von 2001 bis 2004 eine Phase hoher Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen (auf dem Niveau von 2009) erlebte. In diesem Zeitraum überstiegen die Emissionsvolumen sogar noch die Werte der Jahre 2010 und 2011. Diese Entwicklung spiegelt die Schwierigkeiten des deutschen Bankensektors zu diesem Zeitpunkt wider und deutet darauf hin, dass Bankkredite durch die Emission von Unternehmensanleihen substituiert wurden; dies kehrte sich in der Folge wieder um, als sich die Kreditvergabe der Banken erholte. 2007 erreichten die Emissionsvolumen das bislang niedrigste Niveau in diesem Jahrtausend; danach erfolgte ein rasanter Anstieg. Nach Überschreiten des Höhepunkts in 2009 sanken die Emissionen und stabilisierten sich nahezu wieder auf Vorkrisenniveau. Deutschland verzeichnete das höchste Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen im Jahr 2012. Ein weiteres Kernland des Euro-Währungsraums, die Niederlande, weist ein ähnliches Muster auf; auch hier wurde das höchste Emissionsvolumen 2009 erreicht. Der Aufwärtstrend in den Niederlanden begann 2004 und dauerte bis 2009 an. Nach 2009 kehrte sich dieser Trend um, und die Emissionsvolumen fielen zurück auf das vor der Krise herrschende Niveau.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Emissionen von Unternehmensanleihen in den Kernstaaten der EWU nach dem Spitzenniveau 2009 zunächst rückläufig waren und sich 2012 erholten. Dies wiederum lässt vermuten, dass der massive Anstieg der Emissionen an diesen Märkten im Jahr 2009 primär durch die temporären Unsicherheiten hinsichtlich der Stabilität des Bankensektors getrieben war. Nach Abklingen dieser Ängste in den Kernländern hat jedoch noch keine fundamentale und dauerhafte Verschiebung weg von der Bankkreditvergabe und hin zu Unternehmensanleihen stattgefunden.

Niederlande: Bruttoemissionsvolumen Unternehmensanleihen

8

EUR Mrd.



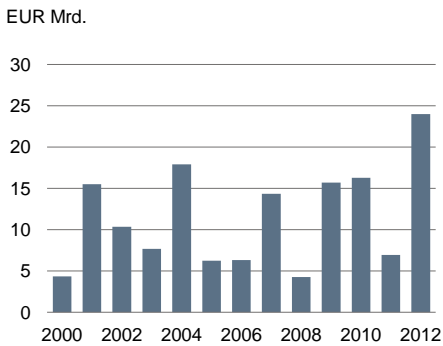
Quellen: EZB, DB Research



Unternehmensanleihen in Europa

Italien: Bruttoemissionsvolumen
Unternehmensanleihen

9



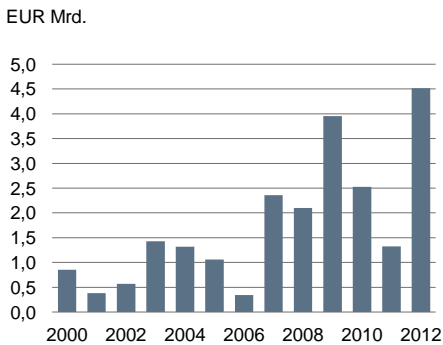
Quellen: EZB, DB Research

Die Begebung von Unternehmensanleihen in Ländern der Peripherie wie Italien und Spanien hingegen weist eine leicht abweichende Struktur auf. Während die Emissionsvolumen dieser Märkte auf Jahresbasis insgesamt einer größeren Volatilität unterworfen sind, lagen die Emissionsvolumen seit 2009 auf höherem Niveau und erreichten in Italien und Spanien 2012 ihren Höchststand.

Diese abweichende Entwicklung lässt sich leicht durch einen Blick auf die zur Verfügung stehenden Bankkredite erklären. In Deutschland ist im Jahr 2009 ein leichter Rückgang zu erkennen und nach der Finanzkrise setzt die Kreditvergabe der Banken nun die 2010 begonnene Erholung fort. Die Niederlande weisen einen ähnlichen Trend wie Deutschland auf (Graphik 13). In Spanien hingegen hält die Verknappung der Bankkredite, die 2009 einsetzte, nach wie vor an. In Italien nahm die Kreditvergabe nach einer schwachen Erholung in den Jahren 2009 bis 2012 im vergangenen Jahr ebenso drastisch ab wie in der Krisenphase 2008/2009. Bei sinkender Kreditvergabe der Banken ist anzunehmen, dass in den Ländern der Peripherie Unternehmensanleihen substituierend eingesetzt werden.

Spanien: Bruttoemissionsvolumen
Unternehmensanleihen

10

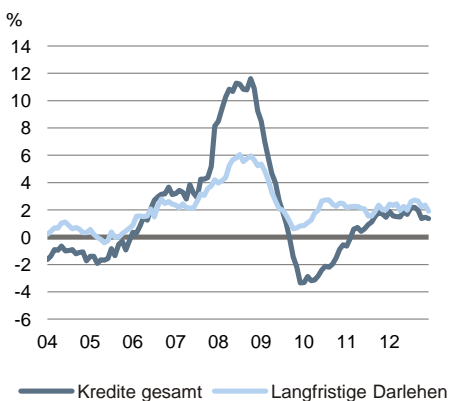


Quellen: EZB, DB Research

Vermutlich würden sich diese Trends noch deutlicher abzeichnen, wäre da nicht das Paradoxon, dass Unternehmen, für die eine Substituierung der von den geschwächten Banken ihres Heimatlandes ausgereichten Kredite durch Anleiheemissionen naheliegender wäre, zumeist ausgerechnet in Ländern mit getrübbten makroökonomischen Aussichten beheimatet sind. Anders ausgedrückt: Zwar sind die meisten europäischen Unternehmen, die Anleihemärkte nutzen, vermutlich multinational aufgestellt; dennoch werden sie durch ihren Heimatmarkt geprägt und sind somit stark der wirtschaftlichen Entwicklung dieser Volkswirtschaft unterworfen. Firmen mit Hauptsitz in Ländern der Peripherie, die die Kreditaufnahme durch die Begebung von Anleihen ablösen möchten, wird dies entsprechend schwieriger gelingen als Unternehmen der Kernländer, die – wie oben beschrieben – allerdings eine geringere Notwendigkeit für Alternativen zu Bankfinanzierungen sehen. Daher dürften die Emittenten von Unternehmensanleihen unterschiedliche Motive haben: Für Firmen in den Kernstaaten der EWU dürften sie primär eine gute Gelegenheit darstellen, ihre Finanzierungskosten insgesamt zu senken, da die Anleiherenditen absolut betrachtet niedrig sind (siehe unten), wohingegen Firmen der Peripherie-Staaten wohl stärker durch die Suche einer Alternative zu Bankkrediten motiviert werden.

Wachstum der Bankkreditvergabe an
Unternehmen in Deutschland

11



Quelle: EZB

Alles in allem scheinen die Unterschiede bei der Emission von Unternehmensanleihen in den Kern- und Peripheriestaaten in direktem Zusammenhang mit der Verfügbarkeit von Bankkrediten in den jeweiligen Ländern zu stehen. Die Probleme der Banken in den Ländern der Peripherie treiben die Unternehmen dazu, sich alternative Finanzierungskanäle zu eröffnen.



Unternehmensanleihen in Europa

Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten

12

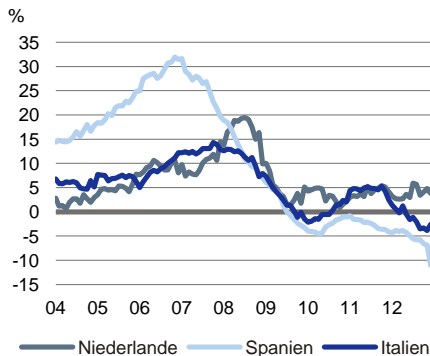
Bei einer Analyse der Kreditvergabe der Banken sollte zusätzlich auch die Nachfrage nach Bankkrediten betrachtet werden. Umfragen zum Zugang der Unternehmen zu Finanzmitteln könnten dem Beobachter helfen, diese Nachfrage auf mikroökonomischer Ebene zu verstehen. So führt zum Beispiel die EZB eine halbjährliche Umfrage unter einer großen Zahl von Klein- bis Großunternehmen durch, um deren Zugang zur Mittelaufnahme zu beleuchten. Laut der EZB-Statistik haben in der zweiten Hälfte des Jahres 2012 20% (netto) aller Unternehmensführer eine Verschlechterung der Verfügbarkeit von Bankdarlehen beobachtet. Dabei wurde die Verfügbarkeit in Peripherieländern wie Spanien und Italien am negativsten beurteilt; hier meldeten 30% (netto) der Befragten eine rückläufige Verfügbarkeit von Bankausleihungen. In Deutschland hingegen wurde von 4% (netto) der Befragten eine verbesserte Verfügbarkeit von Bankkrediten vermerkt. Unterschiede bestehen zwischen den Kernstaaten und den Ländern der Peripherie nicht nur in Bezug auf die Verfügbarkeit von Krediten, sondern auch hinsichtlich der Bereitschaft der Banken, Mittel zur Verfügung zu stellen. Laut den Umfrageteilnehmern stieg die Bereitschaft zur Kreditvergabe in Deutschland um 7% (netto) an, während in Spanien und Italien eine Verschlechterung um 51% bzw. 39% verzeichnet wurde.

Ein Vergleich der Kreditvergabedaten der Jahre 2012 und 2009 zeigt nach wie vor eine verbesserte Wahrnehmung der Mittelvergabe. Die empfundene Verschlechterung der Verfügbarkeit von Bankkrediten betrug 2012 ca. 22% (Nettoprozensatz der Befragten), im Vergleich zu 31% in 2009.

Umfragen auf Länderebene wie die ifo Kredithürde in Deutschland zeigen einen ähnlichen Trend über die Verfügbarkeit von Krediten in den Kernstaaten. Nach der trendmäßigen Verschlechterung der Verfügbarkeit von Finanzmitteln zwischen 2008 und 2010 ist nun eine Tendenz zu leichter verfügbaren Krediten zu erkennen, die 2010 einsetzte.

Wachstum der Bankkreditvergabe an Unternehmen

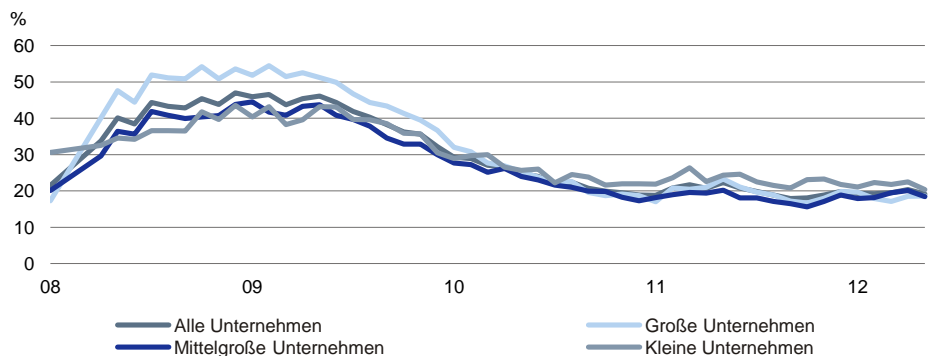
13



Quelle: EZB

Unternehmen, die Schwierigkeiten hatten, Bankkredite zu erhalten

14



Quelle: ifo

3. Mögliche Triebkräfte für die Emission von Unternehmensanleihen

a) Kosten für Bankkredite

Wie bereits in der Einführung erwähnt, würde man theoretisch annehmen, dass die Bereitschaft eines Unternehmens, Anleihen zu emittieren, in negativem Zusammenhang zu den relativen Kosten alternativer Finanzierungsquellen, und insbesondere von Bankkrediten, steht. Da die Refinanzierungskosten der Banken im Nachgang zur Finanzkrise sowie als Folge regulatorischer Veränderungen gestiegen sind, und einige Banken aufgrund von Regulierung und Kapitalbeschränkungen ihr Kreditbuch einschränken müssen, könnte man annehmen, dass Unternehmensanleihen künftig eine bedeutendere Rolle spielen werden.

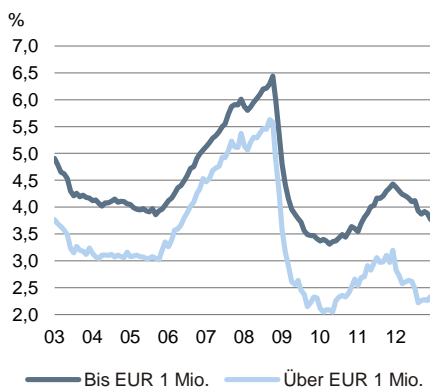
Die Kosten von Bankkrediten können u.a. der MFI-Zinsstatistik der EZB für das Neugeschäft bei Unternehmenskrediten im Euro-Währungsraum entnommen



Unternehmensanleihen in Europa

MFI-Zinssatz für Nettokredite an Unternehmen

15

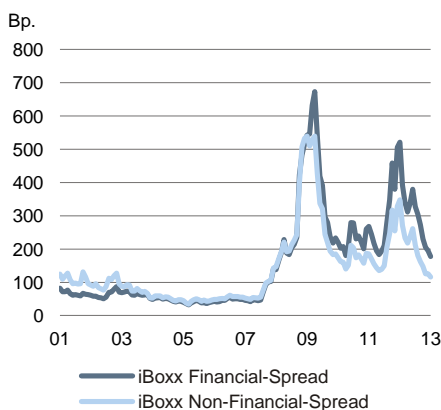


Ausleihungen ohne revolvingende Kredite und Überziehungskredite sowie echte und unechte Kreditkartenanforderungen

Quellen: EZB, DB Research

Spreads von Finanz- und Unternehmensanleihen

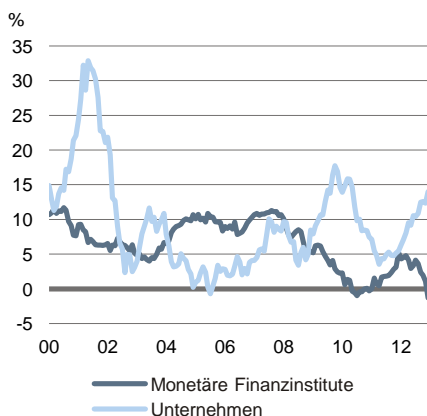
16



Quellen: Markt, DB Research

Wachstumsrate bei Wertpapieremissionen (ohne Aktien)

17



Quellen: EZB, DB Research

werden (Graphik 15).⁵ Auf den ersten Blick scheint diese Zeitreihe keinen Anstieg der Kosten bei Bankkrediten an EWU-Unternehmen zu zeigen; vielmehr zeigen die Daten für die letzten Quartale einen spürbaren Rückgang der für Unternehmenskredite erhobenen Zinssätze. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass der Rückgang der Kreditzinsen hauptsächlich auf die sehr expansive Geldpolitik der EZB zurückgeht.

Einen besseren Einblick in die relativen Kosten von Bankkrediten bietet daher die Analyse der Refinanzierungskosten der Banken selbst, die offensichtlich die Zinsuntergrenze für an Unternehmen auszureichende Kredite darstellen. In diesem Zusammenhang sind die Renditen auf Bankanleihen aufschlussreich. Graphik 16 zeigt die Renditeabstände (Spreads) zwischen dem europäischen Index für IG-Finanzanleihen (iBoxx) und dem relevanten Benchmark-Index – typischerweise sind das Staatsanleihen mit ansonsten vergleichbaren Merkmalen. Vor der Krise lagen die Renditen für Bankanleihen weitgehend stabil mit ca. 50 Basispunkten über dem Benchmark. Nach Ausbruch der Finanzkrise waren die Spreads jedoch Schwankungen unterworfen und erreichten im April 2009 ein Rekordniveau von 673 Bp. Nach einer Erholung in den Jahren 2010 und 2011 weiteten sich die Spreads 2011 erneut aus und standen im Januar 2013 bei 177,3 Bp. über dem Benchmark. Dies deutet darauf hin, dass die Kosten einer Finanzierung über Anleihen seit 2008 deutlich angestiegen sind, was die Finanzierungskosten der Banken in die Höhe treibt. Graphik 16 zeigt zudem den Renditeabstand des Index für IG-Unternehmensanleihen (mit A-Rating) gegenüber dem Benchmark-Index. Die Werte für diesen Index lagen in der Vergangenheit üblicherweise über oder in etwa auf dem gleichen Niveau wie die Spreads aus dem Finanzsektor. Seit 2011 haben sich die durchschnittlichen Kosten für Banktitel jedoch drastisch erhöht und liegen nun über den Renditen, die IG-Unternehmen am Kapitalmarkt zahlen. Im Januar 2013 betrug der Abstand zwischen ihnen ca. 61 Bp., was darauf hindeutet, dass Banken Mittel zu deutlich höheren Kosten aufnehmen als ihre Kunden. Sollte sich dieser Trend verfestigen, würde dies offensichtlich die traditionelle Rolle der Banken als Intermediäre in Frage stellen.

Die Auswirkungen der gestiegenen Finanzierungskosten der Banken im Vergleich zu den Unternehmen manifestieren sich auch in der Entwicklung der Wachstumsraten bei Unternehmensanleihen im Vergleich zu Banktiteln. Bis September 2008 wuchsen Schuldtitel von Monetary Financial Institutions (MFI, d.h. Kreditinstitute, die vom Publikum Einlagen entgegennehmen und diese in Form von Krediten wieder anbieten) stärker als diejenigen von anderen Unternehmen. Mit Beginn der Krise kehrte sich dieser Trend jedoch um und Unternehmensanleihen verzeichneten ein rascheres Wachstum als MFI-Titel.

b) Anlegernachfrage

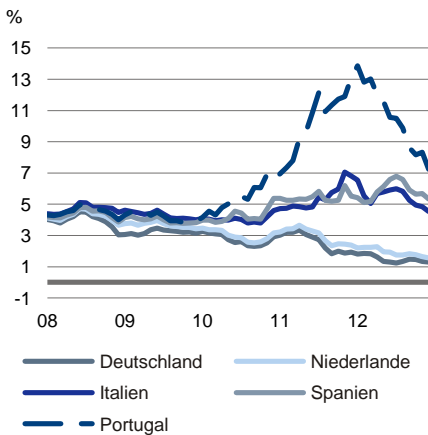
Ein weiterer Treiber der Entwicklung der Anleihemärkte ist die Nachfrage von Seiten der Anleger. Hierbei stellt sicherlich die Suche nach höherer Rendite in einem Umfeld niedriger Zinsen den wichtigsten Auslöser dar. Seit Beginn der Staatsschuldenkrise liegen die Renditen auf Staatsanleihen von Ländern, die als sicherer Hafen ("safe haven") gelten, auf historisch niedrigem Niveau. Dabei bieten deutsche und niederländische Staatsanleihen mit AAA-Rating die niedrigsten Renditen seit mehr als zehn Jahren. Die Länder der EWU-Peripherie hingegen bieten zwar offensichtlich höhere Renditen auf ihre Staatsanleihen, werden jedoch von vielen Investoren nicht mehr als sichere Anlage angesehen. In der Tat wurde einigen Peripherieländern nach jüngsten Herabstufungen der Investment-Grade-Status für ihre Anleihen entzogen. Zahlreichen institutionellen

⁵ Ausleihungen ohne revolvingende Kredite und Überziehungskredite sowie echte und unechte Kreditkartenanforderungen.



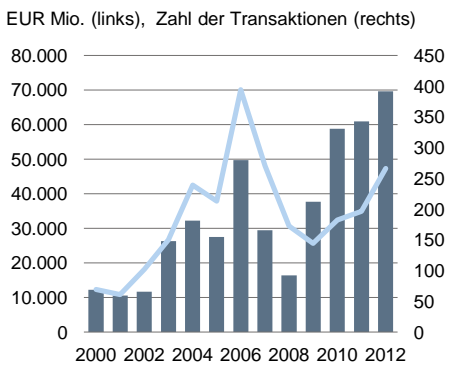
Unternehmensanleihen in Europa

Renditen für Staatsanleihen in Europa 18



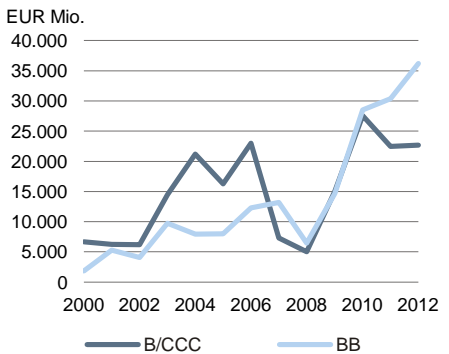
Quellen: EZB, DB Research

Bruttoemissionen europäischer Hochzinsanleihen von Unternehmen 19



Quellen: Dealogic, DB Research

Hochzinsvolumen nach Rating 20



Quellen: Dealogic, DB Research

Investoren ist es deshalb gemäß ihrer Statuten oder rechtlicher Einschränkungen nicht länger erlaubt, in diese Papiere zu investieren.

Anleger auf der Suche nach höheren Renditen bei geringem zusätzlichem Risiko sehen Unternehmensanleihen mit IG-Rating als attraktive Alternative. Die Anlegernachfrage wird nicht nur durch das niedrige Renditeniveau bei Staatsanleihen aus EWU-Kernländern beeinflusst, sondern auch durch getrübbte Einschätzung in Bezug auf Staatsanleihen und Finanzinstitute der Peripheriestaaten. Unternehmen mit IG-Einstufung machen sich diese Nachfrage zunutze, indem sie am Anleihemarkt Mittel zu geringen Kosten aufnehmen.

Infolge der kräftigen Anlegernachfrage haben sich die Spreads bei IG-Unternehmensanleihen seit 2012 deutlich verringert. In der höchsten Ratingkategorie liegen die Spreads bei nahezu null. So betrug zum Beispiel der Renditeabstand zwischen Unternehmensanleihen mit AAA-Rating und deutschen Bundesanleihen im Dezember lediglich 0,02%, verglichen mit 1,1% im Januar 2012.

4. Überhitzung am Anleihemarkt

Angesichts des anhaltenden Booms am Anleihemarkt stellt sich die Frage, ob für dieses Marktsegment das Risiko einer Überhitzung besteht. Theoretisch würde ein unverhältnismäßiger Anstieg der Emissionsvolumen bei Anleihen mit niedrigerem Rating in Verbindung mit einem anhaltenden Rückgang der Renditen auf diese Papiere auf ein solches Überhitzungsrisiko hindeuten.

Die Analyse der Daten zeigt, dass europäische Unternehmen mit Hochzinsanleihen (Anleihen, deren Rating unterhalb von Investment Grade liegt und deshalb höhere Renditen bieten) seit dem 2. Quartal 2010 große Anleihevolumen platzieren konnten. In der Tat wurden nie zuvor derartig hohe Emissionsvolumen erreicht wie 2012 (Graphik 19). Dank der allgemeinen Suche nach höherer Rendite konnten Unternehmen auch mit niedrigem Kreditrating in den letzten drei Jahren Anleihevolumen in Rekordhöhe begeben. Hierin spiegelt sich zweifellos ein struktureller Trend wider, da das Hochzinssegment im Vergleich mit den USA noch unterentwickelt ist und insofern ein großes Aufholpotential aufweist. Allerdings resultiert der Anstieg der Emissionsvolumen mit Sicherheit auch aus dem derzeitigen Marktumfeld. Hier haben sich nicht nur die Volumina, sondern auch der relative Anteil der Hochzinsanleihen am gesamten Anleihemarkt erhöht (Graphik 21). Seit 2010 verzeichnen die relativen Anteile der Hochzinsanleihen einen Aufwärtstrend. Mit anderen Worten: Die europäischen Kapitalmarktemissionen bewegen sich auf der Rating-Kurve langsam nach unten. Obwohl der Anteil der Hochzinsanleihen am Anleihemarkt in Europa insgesamt gestiegen ist, sind die Zahlen im Vergleich zu den USA, wo nach Zahlen von Dealogic mit USD 352 Mrd. das höchste Emissionsvolumen im Hochzinssegment verzeichnet wird, noch immer gering.

Für Anleger, die in Hochzinsanleihen investieren wollen, ist ein Renditevergleich wie auch eine Risikoabwägung sehr wichtig. In einem Umfeld, in dem die Risiken, die mit Anleihen von Unternehmen ohne Investment-Grade-Rating verbunden sind, nicht mehr durch eine höhere Ausfallrisikoprämie ausgeglichen werden, sehen sich die Anleger möglichen Verlusten gegenüber. Vor diesem Hintergrund ist festzustellen, dass in jüngster Zeit ein höheres Emissionsvolumen mit Renditerückgängen einherging (Graphik 22). Nach den Höchstwerten, die in der Folge der Lehman-Pleite erzielt wurden, haben sich die Spreads bei Unternehmensanleihen relativ stetig verringert, bis im Frühjahr 2011 die Staatsschuldenkrise ausbrach. Nach einer zwischenzeitlichen Ausweitung der Spreads waren diese erneut rückläufig.

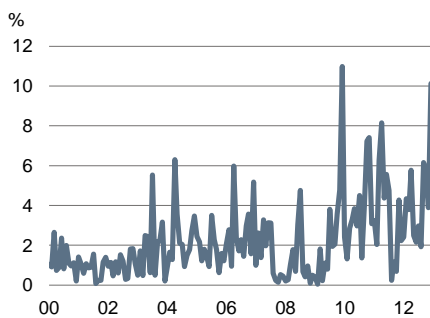
Aufschlussreich in diesem Kontext ist ein Vergleich der Spread-Entwicklung vor der Krise mit der der letzten Quartale. Zwar waren die Spreads in beiden Phasen eher gering, insbesondere im Vergleich zur Krisenphase; die Renditerück-



Unternehmensanleihen in Europa

Anteil der Hochzinsanleihen am gesamten europäischen Anleihemarkt

21



Quellen: Dealogic, DB Research

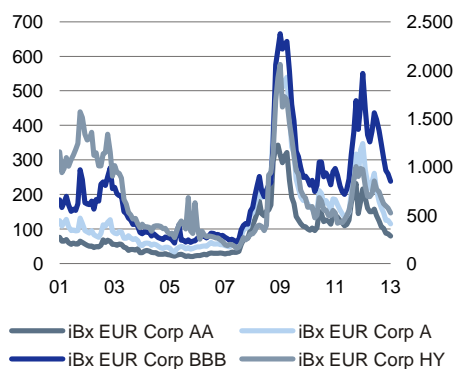
gänge waren jedoch in der Zeit von 2005-2008 über alle Ratingkategorien hinweg ausgeprägter als heute. So betrug zum Beispiel der Renditeabstand zwischen Unternehmensanleihen mit AA und solchen mit BBB-Rating im Januar 2007 49 Basispunkte; heute beläuft er sich auf 158 Bp. Dies lässt vermuten, dass die Anleger – trotz der Suche nach höherer Rendite – gleichwohl stärker zwischen den Risikoklassen diskriminieren.

Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass diese Tatsache allein noch kein ausreichendes Risikobewusstsein belegt: Infolge der wachsenden Unsicherheiten an den globalen Märkten und der jüngsten extremen Ereignisse wie der Staatsschuldenkrise in Europa oder dem Zusammenbruch von Lehman Brothers sehen sich die Anleger einem Marktumfeld gegenüber, das als durch Knight'sche Unsicherheit gekennzeichnet bezeichnet werden kann. Im Gegensatz zu einer Situation, die mit den üblichen Risiken behaftet ist und in der die Wahrscheinlichkeiten verschiedener zukünftiger Szenarien bekannt sind, herrscht in einer Knight'schen Unsicherheit große Unklarheit über die künftigen Entwicklungen, und es ist nahezu unmöglich, unterschiedlichen Szenarien Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen. In einem solchen Umfeld sollte eine stärkere Risikodifferenzierung zwischen den verschiedenen Ratingkategorien betrieben werden als vorher.

Spread gg. Benchmark Index iboxx

22

Bp. IG (rechts), Bp. HY (links)



Quellen: Markt, DB Research

Die Verwendung von Einkünften aus Anleiheemissionen könnte ebenfalls zu mehr Klarheit über ein mögliches Überhitzungsrisiko in diesen Märkten beitragen. Wenn die Unternehmen die Emissionserlöse nicht zur Stärkung ihres zugrundeliegenden Geschäfts nutzen, ist eine Schwächung ihrer Kapitalstruktur nicht auszuschließen. In dieser Hinsicht sind die Ertragsperspektiven der Unternehmen von besonderer Bedeutung. Eine traditionelle Messgröße für die Tragfähigkeit von Verschuldung ist die Verschuldungsquote im Verhältnis zum Unternehmereinkommen. Die Belastung der europäischen Volkswirtschaften durch die Krise ließ die Quote, hauptsächlich infolge der geringen Unternehmenserträge, auf das höchste Niveau der letzten Jahre steigen – und dies bemerkenswerterweise bei einem Zinsniveau auf Rekordtiefstand. Nach einem Rückgang im Jahr 2010 stieg die Quote 2011 wieder an, was einige Besorgnis hinsichtlich der Tragfähigkeit der Verschuldung der Unternehmen auslöste.

Schulden-Einkommensquote der Unternehmen

23



Quellen: Eurostat, DB Research

In den Theorien zur Unternehmensfinanzierung wird auch dahingehend argumentiert, dass bei einem Anstieg der Rentabilität eines Unternehmens (als Indikator dient dabei das Nettoergebnis, d.h. das Nettoundernehmereinkommen dividiert durch die Nettowertschöpfung) die Anleiherenditen für dieses Unternehmen parallel sinken sollten. Anders ausgedrückt sollte ein Rückgang der Renditen auf Unternehmensanleihen durch eine steigende Rentabilität der Unternehmen gestützt sein. Mit Ausbruch der Krise brach die Rentabilität der Unternehmen in Europa drastisch ein, wohingegen die Anleiherenditen als Reaktion auf die Flucht der Anleger aus Risikosegmenten in die Höhe schnellten. Trotz der 2010 einsetzenden Erholungsphase sank die Rentabilität der Unternehmen des Nicht-Finanzsektors 2012 weiter. In dieser Hinsicht ging der Renditerückgang auch nicht mit einer höheren Rentabilität der Unternehmen einher.

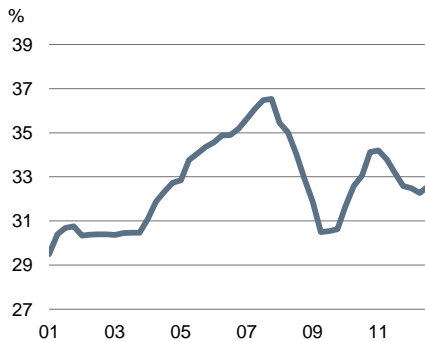
Alles in allem deuten die vorliegenden Daten darauf hin, dass – obwohl keine unmittelbare Gefahr einer Überhitzung des Marktes für Unternehmensanleihen zu bestehen scheint – die Risiken einer Blasenbildung hauptsächlich aufgrund der Jagd nach höherer Rendite gestiegen sind. Das größte Risiko besteht im Hochzinssegment: Sollte die kräftige Nachfrage nach Unternehmenstiteln infolge einer Rezession nachlassen, würden sich die Unternehmen im Hochzinssegment schwer tun, Finanzierungen zu erschließen, wodurch insbesondere angesichts kaum zur Verfügung stehender Alternativen wie Bankkredite, die Ausfallwahrscheinlichkeiten und Ausfallzahlen steigen dürften.



Unternehmensanleihen in Europa

Nettoeinkommensquote der Unternehmen im Eurowährungsraum

24



Quellen: EZB, Eurostat, DB Research

5. Steigende Renditen erhöhen Risiko für Wertverluste auf Anleihebestand

Wie bereits ausgeführt, hat der jüngste Boom bei der Emission von Unternehmensanleihen in Europa in Verbindung mit der starken Anlegernachfrage und sinkenden Renditen zu Verwundbarkeiten geführt. Sollten die Renditen wieder steigen, würden die bisherigen Investoren mit Verlusten konfrontiert, da ihre alten Bonds mit niedrigerer Rendite angesichts höherer Marktzinsen an Wert verlieren würden. In der Tat hätte ein Zinsanstieg wohl deutlich größere Auswirkungen auf den Marktwert als Veränderungen der Kreditrisiken.⁶

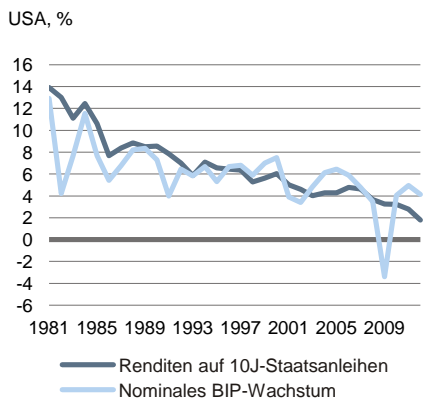
Das Problem dabei ist, dass die Renditen steigen könnten, wenn sich die Situation verschlechtert, und auch, wenn sie sich verbessert. Falls die Euro-Staatschuldenkrise erneut eskalierte oder keine konstruktive Lösung für die haushaltspolitischen Probleme in den USA gefunden würde, könnte die Risikoaversion der Anleger erneut steigen, was eine Flucht in sichere Häfen und somit einen massiven Anstieg der Renditen auf Unternehmensanleihen auslösen dürfte. Gleichermäßen würde eine allmähliche Erholung in Europa, die sich nach den derzeitigen Erwartungen zahlreicher Beobachter bis Mitte 2013 verfestigen dürfte, von einer Normalisierung bei den Renditen für Staatsanleihen und möglicherweise auch bei den Notenbankzinsen begleitet sein. Dies würden auch die Renditen für Unternehmensanleihen nach oben treiben. In beiden Fällen endet die gegenwärtige Situation.

Das tatsächliche Ausmaß und die Richtung der Renditeentwicklung ist letztlich von drei Variablen abhängig: (a) der Veränderung der Renditen auf Benchmark-Staatsanleihen, (b) der Veränderung des Renditeabstands (Spread) zwischen Staats- und Unternehmensanleihen, und (c) einer möglichen Ratingmigration. Im Szenario einer gesamtwirtschaftlichen Erholung würden die Renditen auf Staatsanleihen steigen (Normalisierung), die Spreads würden sich weiter annähern (Yield Compression) und die Chancen auf Rating-Upgrades steigen. Sollte sich die Krise dagegen verschärfen, würden sich die Komponenten in die entgegengesetzte Richtung entwickeln; das Ergebnis allerdings wäre in beiden Fällen ein Nettoanstieg. Im Folgenden werden die einzelnen Komponenten einzeln betrachtet.

a) Benchmark-Staatsanleihen: Auf dem Weg zur Normalisierung

Langfristige risikofreie Anleiherenditen entsprechen in etwa dem nominalen BIP-Wachstum

25



Quellen: IHS Global Insight, DB Research

Aus der ökonomischen Theorie weiß man, dass eine risikofreie Verzinsung in etwa auf dem Niveau des nominalen BIP-Wachstums liegen dürfte. Diese einfache Regel beschreibt den Trend z.B. von US-Anleihen recht gut – bis zum Beginn der Großen Rezession (Graphik 25). Seitdem lagen die Anleiherenditen deutlich unter dem nominalen BIP-Wachstum, was auf die überaus expansive Geldpolitik und die Flucht in sichere Werte zurückzuführen ist. Bei vergleichbaren Anleihen wie deutschen Bundesanleihen bietet sich ein ähnliches Bild.

Eine Normalisierung der Zinsen bedeutet, dass die Anleiherenditen wieder auf ein Niveau steigen, das den ökonomischen Fundamentaldaten entspricht. In Deutschland könnte sich das nominale BIP-Wachstum (NGDP) im Trend auf ca. 3,5% belaufen (ca. 1,5% Trendwachstum + 2% Inflation). Das nominale Wachstum dürfte diesen Wert sogar überschreiten, wenn die Wirtschaft sich nach einer schweren Rezession wieder erholt. Für die Renditen auf Bundesanleihen würde dies einen massiven Anstieg von den derzeit erzielten 1,5% (Januar 2013) bedeuten. Der Prozess der Normalisierung würde sich aber vermutlich über mehrere Jahre hinziehen, da die Erholung nur langsam Fuß fasst, weiterhin erhebliche Abwärtsrisiken bestehen und die Geldpolitik auch im Verlauf von

⁶ Vgl. z.B. Fitch Ratings (2012). The "Bond Bubble": Risks and Mitigants. Macro Credit Research. Dezember 2012.



Unternehmensanleihen in Europa

2014 noch expansiv bleiben dürfte. Unsere derzeitigen Prognosen sehen einen Anstieg der Renditen für 10J-Bundesanleihen bis Ende 2013 auf 2,25%, sowie eine weitere Erhöhung auf etwa 4% in den folgenden Jahren vor.

Sollte die Krise jedoch erneut eskalieren, dürften wir wiederum eine Flucht in sichere Werte beobachten und die Renditen auf Staatsanleihen der Kernländer könnten wohl um rund 50 Bp. von ihrem derzeitigen Niveau sinken. Freilich dürfte die gleiche Flucht in sichere Anlagen, welche die Renditen für Staatsanleihen senkt, auch dafür sorgen, dass die Spreads für Unternehmensanleihen steigen.

b) Risikoappetit bestimmt Spreads

In Phasen hoher Risikobereitschaft wie in den Boomjahren 2003-2007 kommt es häufig zu einer starken Kompression der Spreads, wobei die Renditen für Anlagen mit großem Risiko kaum höher sind als die auf sichere Titel. Die Anleger tendieren dabei zu einer Unterbewertung der Risiken. So wurde zum Beispiel in den Boomjahren bei europäischen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating ein Spread von 110 Bp. gegenüber Benchmark-Staatsanleihen verzeichnet. Seitdem betragen die Renditeabstände im Durchschnitt 360 Bp., was eine deutlich zunehmende Risikoaversion belegt. Die sich abzeichnende Stabilisierung in der Staatsschuldenkrise im Euro-Währungsraum hat wieder einmal zu einer Konvergenz der Anleiherenditen in den unterschiedlichen Ratingklassen geführt.

Da die gegenwärtige Spreadverengung noch deutlich schwächer ist als vor der Finanzkrise, kann von einer weiteren Reduzierung der Spreads ausgegangen werden, sollte die Erholung greifen und der Risikoappetit steigen. Eine Prognose darüber, wo sich Spreads in einer Post-Krisenwelt einpendeln werden, ist freilich schwierig. Als Orientierung dient eine grobe Regressionsanalyse. Sie deutet an, dass ein Anstieg der Renditen auf Bundesanleihen um 75 Bp. (wie in unserem Baseline-Szenario für Ende 2013 angenommen) mit einem Rückgang der iBoxx-AA-Spreads um 13 Bp. und der iBoxx-AAA-Spreads um 30 Bp. einherginge. Hierbei ist zu beachten, dass die geringeren Spreads den Anstieg der Benchmark-Renditen nicht aufwiegen können, so dass die Renditen insgesamt steigen dürften.

In einem Krisenszenario könnten die Spreads rasch wieder auf die in jüngster Zeit beobachteten Niveaus zurückkehren. Ein Anstieg um 100 Bp. für Anleihen mit AA-Rating und um 200 Bp. für Papiere mit BBB-Rating wäre durchaus im Rahmen der jüngsten Erfahrungen. Man beachte, dass in einem solchen Szenario die Ausweitung der Spreads größer ausfallen würde als der Rückgang der Benchmark-Renditen.

c) Ratingmigration hat wohl nur schwachen Einfluss

Durch eine einsetzende gesamtwirtschaftliche Erholung würden sich auch die finanziellen Rahmenbedingungen der Unternehmen aufhellen, was letztlich zu einem verbesserten Rating führen könnte. Anleger, die während der Krise z.B. Anleihen von Unternehmen mit BBB-Rating kauften, könnten von einem Upgrade dieses Unternehmens infolge der verbesserten Geschäftsaussichten profitieren. Ein solches Upgrade würde niedrigere Renditen bedeuten (und somit einen Kursanstieg der Anleihe), was die Auswirkungen steigender Marktzinsen abfedern könnte.

Die Rating-Agentur Moody's zum Beispiel rechnet noch im laufenden Jahr mit einer verbesserten globalen Ratingdrift. Zwar rechnet Moody's nach wie vor damit, dass Downgrades um ein oder mehr Ratingklassen (sogar bis hin zum Ausfall) die Upgrades im Rating zahlenmäßig übersteigen werden; das Verhält-

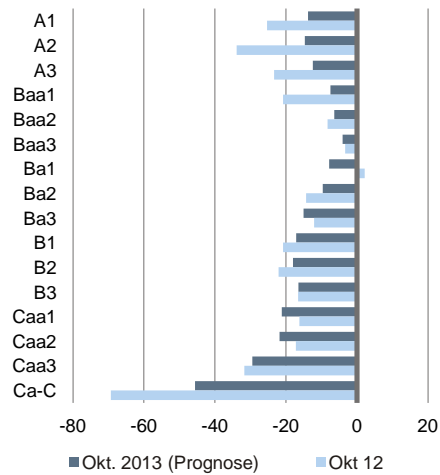


Unternehmensanleihen in Europa

Weniger Nettodowngrades erwartet

26

Saldo der Ugrades (+) und Downgrades (-) für Unternehmen weltweit während der vergangenen 12 Monate, nach ursprünglicher Ratingklasse



Quellen: Moody's, DB Research

nis zwischen Downgrades und Upgrades hingegen schätzt die Agentur weniger negativ ein als im vorangegangenen Jahr (Graphik 26).

Natürlich preisen Anleger die erwartete Migration zwischen den Ratingklassen beim Kauf von Unternehmensanleihen üblicherweise mit ein. In diesem Fall würden lediglich positive oder negative Überraschungen die Kalkulation beeinflussen. Doch selbst dann wären die Auswirkungen auf die Renditen vermutlich relativ gering. Läge zum Beispiel die tatsächliche Wahrscheinlichkeit eines Netto-Upgrades um eine Ratingstufe 10 Prozentpunkte höher als erwartet, hätte dies wohl nur Auswirkungen in einer Größenordnung von wenigen Basispunkten für ein Anleiheportfolio.

Der Wechsel zwischen den Ratingklassen (Ratingmigration) könnte daher den Renditeanstieg in einem Krisenszenario geringfügig verstärken und in einem Erholungsszenario leicht abmildern.

d) Was bedeutet dies für den Marktwert von Unternehmensanleihen?

Um die Größenordnung potentieller Verluste bei Unternehmensanleihen einschätzen zu können, führen wir eine Sensitivitätsanalyse dreier unterschiedlicher Szenarien für Anleiheportfolios mit AA und BBB-Ratings durch. Zwischen diese beiden Ratingklassen liegen üblicherweise die meisten der weltweit emittierten Unternehmensanleihen.

1. Beginnende Erholung: Die Renditen der Benchmark-Anleihen bewegen sich allmählich in Richtung einer Normalisierung; die Spreads auf Unternehmensanleihen sind weiterhin rückläufig, und es kommt zu einigen unerwarteten Upgrades im Rating. Dieses Szenario kommt unserer derzeitigen Baseline-Prognose am nächsten.
2. Vollständige Erholung: Die Renditen der Benchmark-Anleihen normalisieren sich vollständig, die Spreads sinken nahezu wieder auf historisches Niveau, und es kommt zu einer weiteren Zahl von Upgrades.
3. Krisenmodus: Die Risikoaversion steigt erneut deutlich an, die Renditen auf Benchmark-Staatsanleihen sinken infolge der Flucht in sichere Häfen, wobei sich jedoch die Spreads gegenüber Unternehmensanleihen spürbar ausweiten. Es gibt unerwartete Rating-Downgrades.

Die Sensitivitätsanalyse ergibt ein erhebliches Verlustpotential von 3-13% auf den Marktwert der Unternehmensanleihen vom Januar 2013. Für die als AA eingestuft Portfolios erscheint das Verlustpotenzial gegenüber einer vollständigen Erholung am größten, da in dieser Ratingklasse nur noch wenig Raum für weiter sinkende Spreads ist. Portfolios mit BBB-Rating könnten am stärksten unter einem Rückfall in den Krisenmodus leiden, da ein weiterer Rückgang der Benchmark-Renditen kaum ausreichen dürfte, um die Spread-Ausweitung abzufedern.



Sensitivitätsanalyse

Anleiheportfolio mit AA-Rating

| | Beginnende Erholung | Vollständige Erholung | Krise |
|---|---------------------|-----------------------|-------|
| Benchmark-Renditen (Veränderung in Bp.) | 75 | 250 | -50 |
| Spreads (Veränderung in Bp.) | -13 | -42 | 100 |
| Ratingmigration (Veränderung in Bp.) | -2 | -5 | 10 |
| Nettoeffekt (Veränderung in Bp.) | 60 | 203 | 60 |
| Marktwertverlust, % gg. Jan. 2013 | -4.6 | -13.4 | -4.6 |

Anleiheportfolio mit BBB-Rating

| | Beginnende Erholung | Vollständige Erholung | Krise |
|---|---------------------|-----------------------|-------|
| Benchmark-Renditen (Veränderung in Bp.) | 75 | 250 | -50 |
| Spreadeinengung (Veränderung in Bp.) | -30 | -100 | 200 |
| Ratingmigration (Veränderung in Bp.) | -2 | -5 | 10 |
| Nettoeffekt (Veränderung in Bp.) | 43 | 145 | 160 |
| Marktwertverlust, % gg. Jan. 2013 | -3.1 | -9.2 | -11.1 |

Das Szenario einer beginnenden Erholung könnte Marktwertverlusten zwischen 4,6% (AA) und 3,1% (BBB) zur Folge haben. Wie bereits in der Einführung erwähnt, haben europäische Unternehmen im Jahr 2012 IG-Unternehmensanleihen im Wert von ca. USD 480 Mrd. emittiert. Die gesamten Marktwertverluste (gegenüber Januar 2013) auf diese Emissionen könnten sich daher auf mehr als USD 17 Mrd. belaufen.

Es existieren freilich eine Reihe von Faktoren, durch die diese Verluste abgefedert werden. Erstens würden Anleger, die eine "buy-and-hold"-Strategie verfolgen, die Marktverluste nicht realisieren (dabei jedoch auf höhere Renditen verzichten). Zweitens haben viele Anleger, die ihre Anleihen zu einem früheren Zeitpunkt kauften, bereits einen Wertzuwachs verzeichnen können. Diese Zuwächse würden dazu beitragen, potentielle künftige Marktverluste auszugleichen. Drittens wären Anleger mit ähnlich strukturierten Verbindlichkeiten, bzw. solche, die eine geringere Rendite an Kunden weitergeben können (z.B. Pensionskassen), in geringerem Maße betroffen. Viertens können die Anleger offensichtlich Marktwertverluste zumindest zum Teil durch Kuponzahlungen ausgleichen, insbesondere wenn sich der Renditeanstieg über einen längeren Zeitraum erstreckt.

Unangenehm ist die Situation für Anleger, die eine "mark-to-market"-Bewertung vornehmen müssen (z.B. Banken, die Unternehmensanleihen in ihrem Handelsbuch halten) oder aus Liquiditätsgründen Anleihen verkaufen müssen. Sie wären gezwungen, (zumindest buchhalterisch) Verluste zu realisieren. Allerdings beschreiben die Erholungsszenarien einen recht langsamen Anstieg der Benchmark-Rendite, so dass ausreichend Gelegenheit bestehen sollte, Positionen abzubauen oder abzusichern (z.B. durch Hedging).

6. Fazit

Die vorliegende Studie analysiert Trends bei der Emission von Unternehmensanleihen in Europa; hier wurden in den zurückliegenden Quartalen eine spürbarere Belebung der Emissionstätigkeit sowie sinkende Renditen verzeichnet. Die vorliegenden Daten lassen darauf schließen, dass sich die europäischen Unternehmen aus der Abhängigkeit von den Banken lösen und dass sich Unternehmensanleihen zu einer ernsthaften Alternative zu Bankkrediten entwickeln. Zweifellos sind die Regulierung des Bankensektors, das allgemeine Zinsumfeld sowie die Marktliquidität die entscheidenden Faktoren für die Nachhaltigkeit einer zunehmenden Emissionstätigkeit bei Unternehmensanleihen.



Unternehmensanleihen in Europa

Dabei zeigt eine differenziertere Betrachtung, dass zwischen den Kernländern und der Peripherie des Euro-Raums Unterschiede bestehen. Es bestehen Hinweise auf eine gewisse Heterogenität in der Kreditvergabe der Banken und darauf, dass die steigende Emissionstätigkeit bei Anleihen in der Peripherie zum Teil auf die Kreditverknappung in diesen Ländern zurückzuführen ist. Allgemeiner ausgedrückt sorgt die Staatsschuldenkrise in Verbindung mit steigenden Eigenkapitalanforderungen von Seiten der Regulierungsbehörden für eine geringere Bereitschaft und Fähigkeit der Banken in den Peripheriestaaten, Unternehmen mit Krediten zu versorgen.

Der Anstieg der Anleiheemissionen ist unserer Einschätzung nach weitgehend auf die Anlegernachfrage zurückzuführen. Investoren, die aufgrund historisch niedriger Renditen bei Staatsanleihen auf der Suche nach höherer Rendite sind, werden im derzeitigen Marktumfeld Unternehmensanleihen bevorzugen. Die Suche nach höherer Rendite hat den Risikoappetit der Anleger verändert, worauf besonderes Augenmerk gerichtet werden sollte. Es besteht hohe Nachfrage nach hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Anleger auf der Suche nach höherer Rendite könnten das Ausfallrisiko dieser Papiere in einer Zeit Knight'scher Unsicherheit unterschätzen.

Alles in allem besteht zwar offenbar kein unmittelbares Risiko einer Überhitzung am Markt für Unternehmensanleihen, das Risiko einer Blasenbildung ist jedoch deutlich gestiegen. Die Anfälligkeit wächst, auch weil die durchschnittlichen Ratings bei Anleiheemissionen schlechter werden, während die Spreads komprimiert sind. Eine grobe Analyse unterschiedlicher Szenarien deutet darauf hin, dass die Anleger bei wieder steigenden Renditen auf Unternehmensanleihen Marktverluste in Höhe von 3-13% erleiden könnten.

Orcun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg