

Länger niedrig. Aber wohl nicht noch niedriger.

Die Zinsen dürften noch länger niedrig bleiben. Einen weiteren deutlichen Abwärtsschub dürfte es nur bei einer Rezession geben.

- Die Zinsen dürften länger niedrig bleiben. Die Zentralbanken haben die Richtung vorgegeben. Dementsprechend rechnen wir bei den meisten Anleihen vorerst nur mit einem geringen Zinserholungspotential.
- Sollten die Rezessionsorgen wieder zunehmen, könnten die Renditen sogar weiter fallen.
- Die Suche nach Anleihen mit positiven Renditen erschwert sich damit weiter. Unternehmens- und Schwellenländeranleihen bleiben unsere Favoriten.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

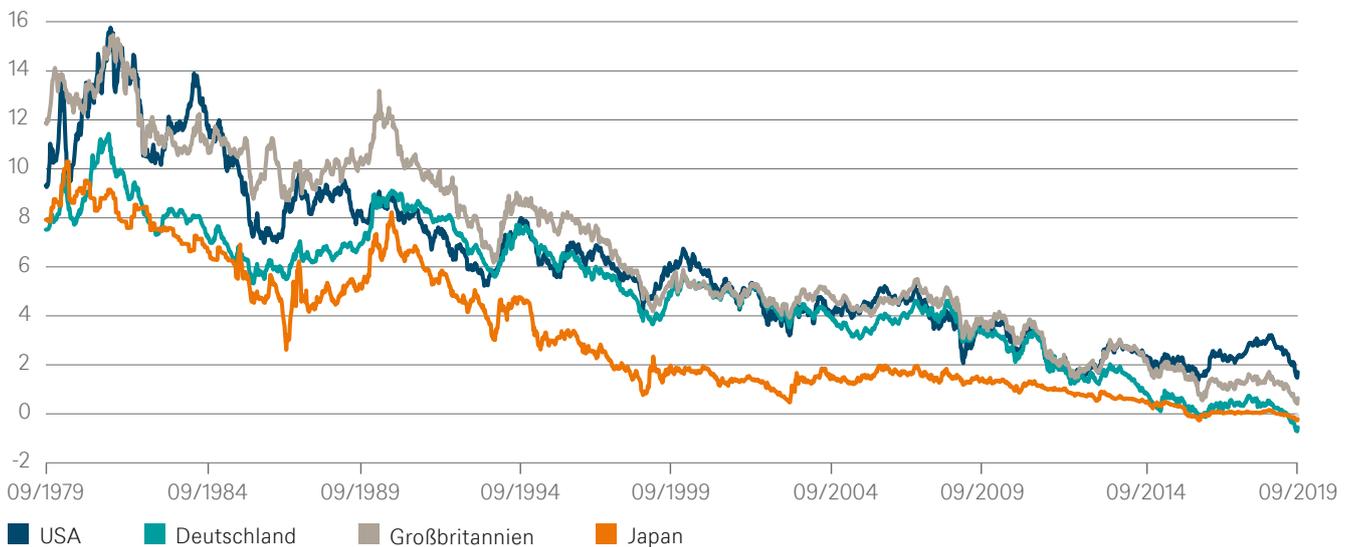
Im vergangenen Jahr bahnte sich an, was viele nicht mehr für möglich gehalten hatten: Eine veritable Zinswende. Also ein Ausbruch aus dem jahrzehntelangen Abwärtskanal, in welchem sich die Zinsen der meisten Industrieländer befinden. Ein auslösender Moment war sicherlich die US Federal Reserve, die im Laufe des Jahres 2018 den Leitzins vier Mal erhöhte, sodass die mittlere Fed Funds Rate von 1,4 auf 2,4 Prozent stieg. Die 10-jährigen Treasury-Renditen kletterten im Oktober sogar auf 3,26 Prozent, so hoch standen sie seit sieben Jahren nicht mehr. Den 2-jährigen Renditen glückte sogar ein 10-Jahreshoch. Dies alles erfolgte vor dem Hintergrund einer brummenden US-Wirtschaft und eines robusten Arbeitsmarktes. Doch statt sich über den Aufschwung zu freuen, gerieten die Anleger aufgrund der so rasant gestiegenen Zinsen in helle Aufregung - der S&P 500 stürzte um fast ein Fünftel. Zinswende schön und gut, aber doch bitte in Maßen. Unbegründet war die Nervosität der Anleger nicht, schließlich sackte noch in jedem Zinserhöhungszyklus der Fed seit dem Zweiten Weltkrieg die Auftragskomponente des Einkaufsmanagerindex unter die so gefürchtete Kontraktionsschwelle von 50.

Ein weiterer Grund für Nervosität hätte zudem die Furcht vor dem Ende dieses jahrzehntelangen Trends, dieses Rückenwinds aus immer weiter fallenden Zinsen, sein können. Schaut man heute, bald ein Jahr später, auf den Verlauf etwa der 10- und 30-jährigen Treasury-Renditen, so scheint alles wieder im Lot zu sein. Zumindest aus Sicht eines Anleihebesitzers. Die Renditen haben den Weg zurück in ihren langfristigen Abwärtskanal gefunden. Aber wohin kann die Reise jetzt noch gehen? Ginge es weiter wie bisher, wäre die Konsequenz ein Abtauchen der Treasury-Renditen ins negative Terrain. Die Stimmen, die so etwas vorhersagen, werden zahlreicher.

BODENBILDUNG ODER TRENDFORTSETZUNG?

Die Renditen 10-jähriger Anleihen verschiedener Staaten zeigen einen erstaunlichen Gleichlauf. Der langjährige Abwärtstrend scheint intakt, nur in den USA deutet sich eine Bodenbildung an.

10-jährige Staatsanleihen in %



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 11.09.2019

Bevor man solche Prognosen ins Reich des Absurden verbannt, ein paar Hinweise: Die 2-jährigen US-Renditen kamen im Herbst 2011 mit 0,14 Prozent der Nulllinie schon sehr nahe. Die Realrenditen in den USA rutschen ohnehin schon seit bald sieben Jahren immer wieder ins Minus. 30-jährige Staatsanleihen rentieren erstmals in der Geschichte unter 2 Prozent und die US-Zinskurve (von 2- und 10-jährigen Staatsanleihen) invertierte erstmals seit 2007 wieder. Die richtigen Absurditäten, oder nennen wir es neutraler „historische Marken“, des Rentenmarktes fand man diesen Sommer jedoch außerhalb der USA: Ebenfalls unter die 2 Prozent rutschte auch die Rendite 30-jähriger italienischer Staatsanleihen, dort notierten zudem die 10-Jährigen erstmals unter einem Prozent. In Deutschland haben 10-jährige Bundesanleihen mit -0,71 Prozent so tief geschlossen wie nie zuvor, zudem tauchten erstmals in der Geschichte 30-jährige Anleihen ins negative Renditeterrain. Damit gab es einige Wochen vom deutschen Staat keine positiv rentierenden Anleihen mehr zu kaufen. Wer jedoch noch im März die 100-jährige Anleihe eines großen deutschen Bundeslandes kaufte, lag damit im August zwischenzeitlich 80 Prozent vorne. Weltweit notierten im Spätsommer Anleihen im Wert von 17 Billionen Dollar negativ.

Kurzum, eine Fortführung des jahrzehntelangen Trends, und damit auch ein Abrutschen der 10-jährigen US-Renditen, sollte man nicht leichtfertig als unmöglich abtun. Erst recht, wenn die Rezessionsorgen wieder an Fahrt gewinnen, auch wenn sie zuletzt an selbiger verloren haben. Wir rechnen jedoch, zumindest für unseren strategischen Ausblick für die kommenden zwölf Monate, nicht mit einer Fortsetzung dieses Abwärtstrends. Wir rechnen vielmehr damit, dass ein Großteil der Renditen in dieser Periode seitwärts handeln wird, mit einer leichten Tendenz nach oben. Das wäre in normalen Zeiten kein schlechtes Umfeld für Renten. Doch in diesen Zeiten bedeutet das, allein schon für die oben genannten negativ rentierenden Anleihen im Volumen von fast 17 Billionen Dollar, einen negativen Ertrag auf 12-Monatszeit (wie man teilweise aus negativen Zinsen noch einen positiven Ertrag erwirtschaften könnte, steht in unserem COTW vom 2. August 2019 „Rolling down the Yield curve“, dies setzt jedoch eine gewisse Steilheit der Zinskurve voraus).

IMMER MEHR GELD KOSTET GELD

Die Null ist für immer mehr Anleiherenditen keine natürliche Grenze mehr. Über ein Viertel aller Anleihen weltweit rentieren negativ. Die meisten davon stammen aus Japan.

in Billionen Dollar



■ Negativ verzinslicher Schulmarktwert*

*Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value
Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 11.09.2019

Unterm Strich bleibt aber die wenig überraschende Erkenntnis, dass negative Zinsen kein vielversprechendes Fundament für auskömmliche Erträge sind. Im Herbst 2019 stehen die Zeichen zunächst auf eine weitere geldpolitische Lockerung aller großen Zentralbanken. Von der Fed erwarten wir auf Sicht von zwölf Monaten noch zwei Zinssenkungen, die erste davon noch im September. Die Europäische Zentralbank hat wie erwartet am 12. September ihren großen Werkzeugkasten ausgepackt und den Anlegern sogar noch etwas mehr gegeben, als sie seit einiger Zeit erwartet hatten: eine Senkung des Depositenatzes von -0,4 auf -0,5 Prozent, die Wiederaufnahme des Anleihekaufprogramms in Höhe von jetzt 20 Milliarden Euro je Monat, sowie die Einführung eines Freibetrags für Barreserven, um die Banken wenigstens teilweise zu entlasten. Insbesondere das offen gehaltene zeitliche Ende des Gesamtpakets überraschte in seiner expansiven Ausrichtung. Auch andere Zentralbanken, etwa in China, Japan oder Großbritannien, bewegen sich Richtung Lockerung. Dass die Rentenmärkte nicht erst auf die Umsetzung, sondern bereits auf die Ankündigung, oder sogar nur auf die Erwartung einer Ankündigung hin reagieren, zeigen die bereits seit Monaten wieder rückläufigen Renditen eindrücklich.

Was heißt das alles im Einzelnen für unsere Rentenstrategie? Zinsen bleiben weiter niedrig. Europäische Anleger müssen sich auf der Suche nach positiven Renditen außerhalb der Staatsanleihen von Kerneuropa umschauen. Unsere Präferenzen liegen bei Euro-Unternehmensanleihen, sowohl im Investmentgrade- als auch, selektiv, im Hochzinsbereich. Bei letzteren bevorzugen wir Emittenten mit einem „B“-Rating. Wer auf Staatsanleihen setzen möchte, muss weiterhin in die Peripherie. Wir haben unsere Prognose für 10-jährige Bundesanleihen auf -0,5 Prozent gesenkt, was auf zusätzliche Käufe von Staatsanleihen durch die EZB und eine anhaltende Nachfrage seitens institutioneller Investoren zurückzuführen ist. Die erwarteten Käufe seitens der EZB (über das neue Anleiheprogramm und im Rahmen der Reinvestitionen auslaufender Anleihen) sprechen auch weiter für Staatstitel aus Spanien und Portugal. Hier verbessern sich zudem die volkswirtschaftlichen Daten weiter. In Italien hat sich die politische Lage etwas entspannt, was die dortigen Anleihen allerdings bereits sehr großzügig eingepreist haben, wie sich am halbierten Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen zeigt. Wir glauben, dass sich nach so vielen Vorschusslorbeeren das Risiko für Enttäuschungen, also steigende Renditen italienischer Staatsanleihen, wieder etwas erhöht hat.

Für institutionelle Investoren, die in Euro investieren wollen, könnte unseres Erachtens noch eine weitere Anlageklasse interessant sein, die noch mit positiven Renditen aufwarten kann: illiquide Papiere. Wer nicht auf eine kontinuierliche Handelbarkeit angewiesen ist und über einen längeren Anlagehorizont verfügt, könnte hier noch eine Prämie gegenüber Staatstiteln einstreichen. Einen besonderen Blick verdienen hier unserer Meinung nach etwa Kreditverbriefungen, die mittlerweile auch in Europa einen auskömmlich großen Markt darstellen.

Außerhalb des Euroraums entdeckt man, sofern man sich nicht nach Japan begibt, noch überwiegend positive Renditen. In den USA erwarten wir binnen zwölf Monaten für Kurzläufer (2-jährige Staatsanleihen) eine Rendite in Höhe von 1,6 Prozent, für 10-jährige Staatsanleihen eine Rendite in Höhe von 1,75 Prozent. Mit einer nachhaltig invertierten Zinskurve rechnen wir nicht. Wir mögen ausgesuchte Schwellenländeranleihen in Hartwährung. Allerdings haben die Risiken aufgrund des Handelsstreits sicherlich zugenommen. So machen uns etwa die Auswirkungen der Wachstumsverlangsamung auf exportorientierte Länder mit hoher Abhängigkeit vom verarbeitenden Gewerbe Sorgen. Wir haben daher unsere Spread-Prognosen etwas angepasst. Aber die attraktive

Bewertung, niedrigere US-Zinsen, ein stabiler US-Dollar und ein vergleichsweise niedriger Schuldenstand unterstützen die Staatsanleihen der Schwellenländer. Insgesamt bevorzugen wir Länder mit Investment-Grade-Rating sowie ausgewählte High-Yield-Möglichkeiten. In Bezug auf türkische Staatsanleihen sind wir angesichts der relativ niedrigen Verschuldung moderat konstruktiv. Sowohl bei den Schwellenländer- als auch den US-Anleihen tragen europäische Investoren allerdings ein Wechselkursrisiko.

Trotz der nunmehr über einjährigen Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar halten wir an unserer 12-Monatsprognose fest, in der wir den Euro bei 1,15 Dollar sehen. Dafür ist kein einzelner Grund verantwortlich, vielmehr sehen wir die Stärken und Schwächen der beiden Währungen im Bezug zueinander weitgehend ausgeglichen. Nach den Entscheidungen der Fed und der EZB vom September rechnen wir damit, dass der Markt einer weiteren Lockerung der Fed eine höhere Wahrscheinlichkeit beimisst, als weiteren Maßnahmen der EZB unter der Führung von Christine Lagarde. Den Yen sehen wir insbesondere gegenüber dem Euro weiterhin als Währung an, in die Anleger in Phasen höherer Risikoaversion flüchten dürften.

GLOSSAR

Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value – Der Bloomberg Barclays Global Agg Neg Yielding Debt Market Value Index berechnet täglich den Marktwert aller ausstehender Anleihen weltweit, die eine negative Rendite aufweisen.

Bunds – Häufig verwendete Bezeichnung für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

Hartwährung – Währung, die als wertbeständig gilt und frei konvertierbar ist

Hochzinsanleihen (High Yield) – Werden von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert und bieten in der Regel eine vergleichsweise hohe Verzinsung

Inversion der Zinskurve – findet statt, wenn die Zinsen für kurzfristige Anlagen höher werden als die für längerfristige Anlagen

Investmentgrade-Anleihen – Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH. 18. September 2019

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 070483 (09/2019)

Japanischer Yen (JPY) – Japanische Währung

Peripherie – Länder der Eurozone, die in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung den Ländern Kerneuropas (wie Deutschland oder die Niederlande) hinterherhinken. Neben Irland und Portugal sind dies ans Mittelmeer grenzende Länder wie Griechenland, Italien und Spanien

Rating – Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen; die drei größten Ratingagenturen sind Moody's (Ratings von Aaa über Baa1 bis zu C, das beste bis zum schlechtesten Rating), S&P (AAA über BBB+)

Realrendite – Die Realrendite errechnet sich, indem man von den Nominalrenditen die Inflation abzieht.

Schwellenländer – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Spread – Renditedifferenz als Indikator für das erhöhte Risiko eines Investments im Vergleich zu Anlagen bester Bonität

Zinskurve – Grafische Darstellung der annualisierten Verzinsungen von Rentenpapieren über verschiedene Laufzeiten