22. September 2020

Werbemitteilung

Was können wir von turbulenten Märkten lernen?

Nach dem Konjunktureinbruch dürfte die übergroße Liquidität weiterhin Chancen eröffnen, nicht zuletzt bei Unternehmensanleihen und im höher rentierlichen Anleihensegment.

- Die Zinsen dürften wesentlich länger niedrig bleiben, als die meisten dachten.
- Dadurch werden die realen Renditen sehr niedrig oder sogar negativ, wovon wiederum Aktien und Unternehmensanleihen profitieren.
- Bei Unternehmensanleihen ist eine sorgfältige Auswahl jetzt noch wichtiger als vor der Krise. Diese turbulenten Zeiten könnten jedoch lohnenswert sein.

Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

Wir leben in turbulenten Zeiten. Für Beobachter der globalen Wirtschaft oder Politik mag diese Aussage sowohl auf der Hand liegen als auch nach leichter Untertreibung klingen. An den Anleihemärkten verlief der Sommer aber keineswegs turbulent, nachdem die Panik in den ersten Monaten des Jahres abgeflaut war. Deshalb sollten wir uns kurz die zuerst einmal stürmischen Entwicklungen ins Gedächtnis rufen – bevor wir erklären, wie es zu dieser aktuellen Phase der Ruhe gekommen ist, wie lange diese dauern könnte und welche Vorteile Anleger aus ihr ziehen könnten.

Als Reaktion auf den durch die Covid-19-Pandemie verursachten wirtschaftlichen Einbruch wurden überall auf der Welt fiskalische Rettungspakete geschnürt. Vor einigen Monaten, beinahe ein Jahrzehnt nach der langwierigen Schuldenkrise in der Eurozone, überraschten Deutschland und Frankreich die Märkte mit einer gemeinsamen Initiative zu einem Wiederaufbaufonds der Europäischen Union (EU), der parallel zum Mehrjährigen Finanzrahmen der EU bis 2027 vorgeschlagen wurde. Diesen Vorlagen müssen noch das Europäische Parlament sowie verschiedene nationale Parlamente zustimmen. Aber schon allein die Ankündigung kennzeichnet einen deutlichen Umbruch, wie Investoren Eurozonen-Risiken sehen – die europäischen Kapitalmärkte könnten sich permanent verändern.[1] Der neue EU-Wiederaufbaufonds hat bereits hoch verschuldeten Ländern wie Italien stark unter die Arme gegriffen. Ratingagenturen berücksichtigen diese neue Hilfe, sodass eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit ehemaliger Krisenländer weniger wahrscheinlich geworden ist.

Zusätzlich zu den Hilfsprogrammen in der Eurozone und in anderen Ländern legten alle großen Zentralbanken Anleihekaufprogramme auf und verfolgen weiterhin eine extrem lockere Geldpolitik. Zur Bekämpfung der Auswirkungen der Pandemie und der in ihrer Folge so stark wie nie zuvor eingebrochenen Produktivität wurde eine ganze Reihe zusätzlicher monetärer Impulse gesetzt. Die Stützungsmaßnahmen der Zentralbanken in Form massiver Ankäufe von Vermögenswerten (Quantitative Easing) haben sich als allseits akzeptiertes geldpolitisches Instrument etabliert. Die Zinsen dürften wesentlich länger, als die meisten vor noch nicht allzu langer Zeit gedacht hatten, niedrig bleiben. Die hohe und weiter steigende Verschuldung des öffentlichen und privaten Sektors würde es für Zentralbanken sehr schwer und auch riskant machen, diesen Konjunkturimpuls abzuschwächen.

[1] https://www.euromoney.com/article/27fxvgfz9a9gjdskza2v4/capital-markets/the-eu-recovery-fund-may-transform-european-bond-markets

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den bevorstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; Stand: 14.09.2020

Die US-Federal Reserve (Fed) hat bereits angedeutet, dass es wahrscheinlich bis Ende 2023 dauern wird, bevor sie überhaupt über eine Anhebung der kurzfristigen Zinsen nachdenkt. Ihr neuer geldpolitischer Rahmen, der zum Teil auf der jährlichen Konferenz der US-Notenbank in Jackson Hole vorgestellt wurde, gleicht eher einer natürlichen Evolution als einem klaren Bruch zu ihrem traditionellen Rahmenwerk. Hinter dem jetzt neuen mehrjährigen Durchschnittsziel für die Inflationsrate steht der Gedanke, der Fed ein flexibleres Vorgehen zu ermöglichen, um das Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen. So erhält die Fed im aktuellen Umfeld mehr Spielraum, die Zinsen niedrig zu halten – und unterstützt somit unsere These „niedrig für länger". In den letzten zehn Jahren bestand das größere geldpolitische Problem der Fed und anderer Zentralbanken darin, die Inflation dauerhaft auf 2 Prozent anzuheben, und es ist keinesfalls klar, ob dies nach dem Ende der Pandemie leichter wird. In der Realität hat die Fed kaum noch Munition in der Hinterhand und muss doch die Illusion der Allmacht aufrechterhalten.

Durch die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken handeln immer mehr Staatsanleihen aus Industrieländern wie die japanischen Staatsanleihen. Sogar für lange Laufzeiten sind die nominalen Zinssätze größtenteils nahe bei Null – und die realen Renditen negativ. Am auffälligsten ist diese Veränderung in den Vereinigten Staaten. Seit Mitte März handeln die Renditen auf 10-jährige US-Treasuries, die derzeit bei 0,7 Prozent handeln, auf oder nahe an ihrem historischen Tief. Zumindest in den nächsten Monaten könnte wohl nur ein sehr dramatisches Ereignis die US-Zinsen, und mit ihnen einen Großteil des restlichen globalen Finanzsystems, verändern.

Ein derartiger Katalysator wäre die Einigung im US-Kongress auf ein weiteres umfangreiches Hilfspaket. Die Aussichten dafür haben sich allerdings verschlechtert. Erneute, flächendeckende Lockdowns sind weitere Risiken, ebenso wie die US-Präsidentschaftswahlen im November. Weder der weitere Verlauf der Pandemie noch der US-Politik lässt sich vorhersagen, aber Marktteilnehmer dürfen deshalb nicht die Augen vor möglichen Risiken verschließen. Besonders die Wahlen bergen ein sehr reales Potenzial für tiefgreifende wirtschaftspolitische Änderungen, einschließlich höherer Steuern auf Unternehmensgewinne und Kapitalerträge, die die Märkte in Unruhe versetzen könnten. Auch die andauernde Schlacht um die technologische Führungsrolle zwischen den Vereinigten Staaten und China birgt weiter geopolitische und wirtschaftliche Risiken.

In der Gesamtbetrachtung dürften reale Renditen sehr niedrig bleiben und somit Aktien und auch Anleihen unterstützen. Neben den Ankäufen von Staatsanleihen dürften völlig neue Ankaufprogramme der Zentralbanken für Unternehmensanleihen und strukturierte Finanzprodukte die jeweilige Assetklasse stützen. Sollten diese Programme nicht ausreichen, so haben die Zentralbanken ihren Willen gezeigt, noch mehr zu tun. Optimistisch bleiben wir auch für Anleihen – sowohl Staats- als auch Unternehmensanleihen – aus Asien und den Schwellenländern. Daneben sehen wir in einigen spezifischen Nischen starkes Aufwärtspotenzial, zum Beispiel bei US-Kommunalanleihen, obwohl natürlich emittentenspezifische Risiken genau zu beobachten sind.

Hieraus ergibt sich eine letzte, allgemeinere Botschaft. Angesichts der turbulenten Zeiten, verursacht durch die wirtschaftlichen Realitäten, wäre es wirklich überraschend, wenn nicht gelegentlich Phasen erhöhter Marktvolatilität auftreten. Wie der bisherige Jahresverlauf gezeigt hat, führen derartige Phasen in der Regel zu einer weit höheren Streuung der Renditen innerhalb einzelner Anleihesegmente. Das bedeutet wiederum, dass bei Anleihen eine sorgfältige Auswahl jetzt noch wichtiger ist als vor der Krise. Dazu zum Ende dieses Beitrags ein konkretes Bespiel: In einer Rezession werden mehr Unternehmensanleihen als üblich, die bei Emission als „Investment-Grade" eingestuft wurden, als „Hochzinsanleihe" heruntergestuft. Das Diagramm zeigt, dass der Anteil dieser „Fallen Angels" in den letzten Monaten bereits steigt, obwohl er historisch weiterhin relativ niedrig ist. Für Anleger, die derartige Anleihen in Krisenzeiten kaufen können und wollen, kann es natürlich Chancen eröffnen, wenn andere diese aufgrund regulatorischer Anforderungen verkaufen müssen.[2] Natürlich erfordert dies im Vorfeld gründliche Analysen – wie der Kreditrisiken einzelner Unternehmen im US-Energiesektor, deren Anleihen im Frühjahr herabgestuft wurden. Wer sich diese Bottom-Up-Analyse leisten kann, für den kann eine aktive Auswahl die turbulenten Zeiten durchaus lohnenswert machen.

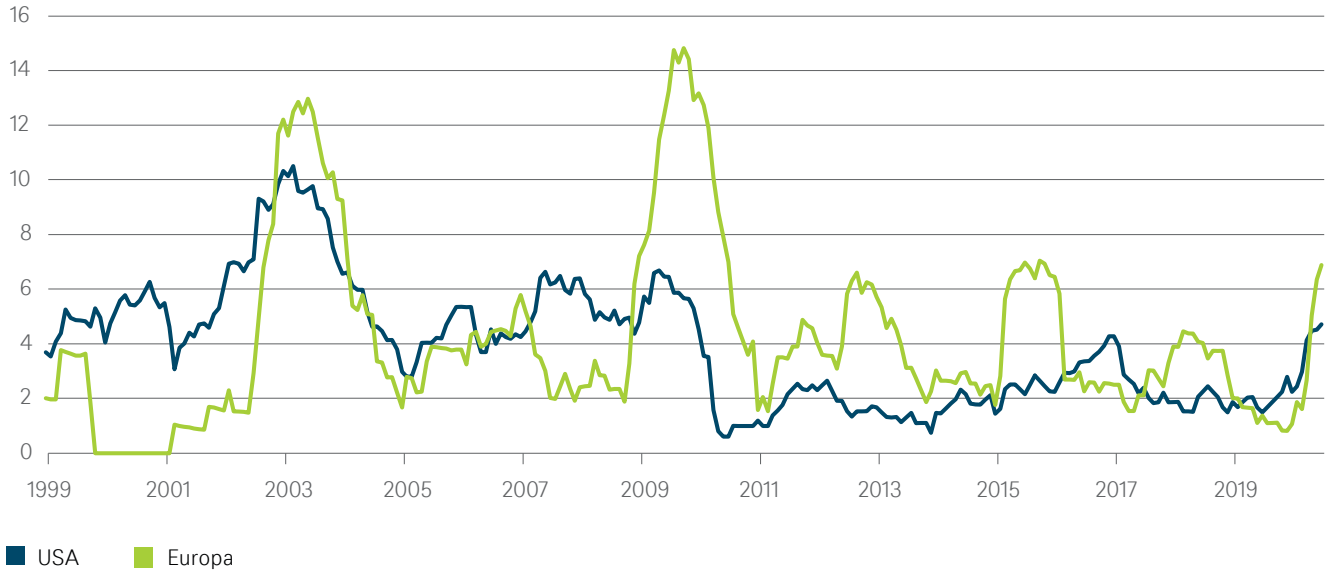
[2] Ellul, A., Jotikasthira, C. and Lundblad, C. „Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market" (28. Februar 2011). Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 101, No. 3, 2011, unter SSRN: https://ssrn.com/abstract=1362190; Weitere Informationen zu den jüngsten Entwicklungen in diesem Segment: https://www.morningstar.com/articles/986638/what-fallen-angels-have-to-offer

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den bevorstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; Stand: 14.09.2020

DER TIEFE FALL

Der Anteil von „Fallen Angels" – Unternehmensanleihen, die ihr „Investment-Grade"-Rating verlieren – steigt, ist aber deutlich niedriger als in früheren Krisen.

Bonitätsherabstufung auf „BBB" in vorherigen 12 Monaten in %



Quelle: Standard & Poor's Financial Services LLC; Stand: 30.06.2020

Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. DWS hat nicht die Absicht, bei den bevorstehenden Wahlen für ein bestimmtes Ergebnis zu werben. DWS Investment GmbH; Stand: 14.09.2020

GLOSSAR

Europäische Union (EU) – Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 28 Mitgliedsstaaten

Euroraum (Eurozone) – Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

Fiskalpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Geldpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

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

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

Kongress der Vereinigten Staaten – Das Gesetzgebungsorgan der Vereinigten Staaten, das aus dem Senat und dem Repräsentantenhaus besteht

Nominal – ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe

Quantitative Easing/ Lockerungsmaßnahmen (QE) – Lockerung der Geldpolitik durch den breiten Ankauf von Wertpapieren, wodurch die Zentralbankbilanz ausgedehnt wird. Dabei kann die Zentralbank sowohl Staatsanleihen als auch andere Wertpapiere wie etwa Anleihen privater Emittenten aufkaufen

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Staatsanleihen – Eine Staatsanleihe, Staatsschuldverschreibung oder Staatsobligation ist eine Öffentliche Anleihe, bei der ein Staat als Schuldner fungiert.

Unternehmensanleihe – Ist eine Anleihe eines emissionsfähigen Unternehmens. Diese Schuldverschreibungen sind eine Alternative zur herkömmlichen Kreditaufnahme bei Banken und stellen den Zugang zu Liquidität sicher.

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

US Treasuries – US-amerikanische Staatsanleihen

Volatilität – Statistisches Schwankungsmaß, welches, auf Indizes angewendet, häufig herangezogen wird, um das in Kapitalmärkten inhärente oder angenommene Risiko zu quantifizieren

Zentralbank – Eine Zentralbank ist eine nationale oder übernationale Institution, die meist und in unterschiedlichem Maße unabhängig geld- und währungspolitische Aufgaben erfüllt. Sie verfügt dabei meist über das Monopolrecht, Münzen und Banknoten auszugeben.

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 2020

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

CRC 078472 (09/2020)