

Wer Rendite sucht, muss ins Risiko gehen

Wir erwarten wenig Bewegung bei Anleihen. Im Niedrigzinsumfeld schauen wir erneut auf Unternehmen und Schwellenländer.

- Wir erwarten weder von Fed noch EZB Zinsschritte im kommenden Jahr.
- Euro-Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen bieten aus unserer Sicht ein gutes Risiko-Rendite-Profil.
- Auch bei Währungen sehen wir nur wenig Bewegung. Wir erwarten keine Auferstehung des Euros.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

Aus Sicht eines Rentenanlegers verlief das Jahr 2019 aufregender als gedacht. Vor genau einem Jahr sind wir noch davon ausgegangen, dass die US Federal Reserve (Fed) weitere zwei Zinserhöhungen durchführen würde und die zweijährigen Treasuries per Jahresende 2019 bei 2,75 Prozent rentieren würden. Wir hatten weder eine inverse Zinsstrukturkurve noch eine Rezession in unserem Hauptszenario. In Europa rechneten wir mit einer Erhöhung des Einlagezinssatzes seitens der EZB um 15 Basispunkte.

Es kam bekanntlich vieles anders, nicht nur zu unserer Überraschung. Der entscheidende Richtungswechsel war sicherlich die Kehrtwende der Fed und ein Ende der Eskalationen im US-chinesischen Handelsstreit. Im Hinblick auf die Fed lagen wir mit unseren zwei Zinsschritten für 2019 unter den Markterwartungen. Nicht nur ließ Fed-Chef Jerome Powell diese aus, sondern er senkte die Zinsen gleich dreimal. Es lässt sich trefflich darüber debattieren, was die Fed letztlich dazu getrieben hat. Fiel ihre Entscheidung unter dem Eindruck des um beinahe 20 Prozent kollabierten Aktienmarktes im vierten Quartal 2018? Ließ sie sich in ihrem Handeln in irgendeiner Weise von den Verbalattacken des US-Präsidenten leiten, ob im Einklang mit oder in Opposition zu ihm? War sie über die Maßen vorausschauend und wollte angesichts der Gefahren, die aus dem Handelsstreit mit China erwachsen, der Wirtschaft unter die Arme greifen? Eventuell auch über eine Dollarabschwächung?

Oder hatte sich ihr eigener wirtschaftlicher Ausblick binnen kurzem dermaßen verschlechtert?

Schaut man jedoch auf die Entwicklung der Wachstumsprojektionen der Fed, so lässt sich zunächst festhalten, dass sich ihre eigenen Prognosen zwischen Dezember 2018 und heute kaum verändert haben, weshalb die wirtschaftliche Entwicklung als Erklärung für die Zinssenkungen nicht wirklich taugt. Ein Blick auf die – wieder einmal – unter den Erwartungen gebliebenen Zinserwartungen des Marktes hilft da vielleicht schon etwas weiter. Doch der beste Erklärungsansatz ist wohl der eines „insurance cuts“, also einer vorsorglichen Zinssenkung, mit der auch die Fed selbst ihren Schritt begründete.

Damit ist sie, was sie wiederum selber auch nicht müde wird zu betonen, mit ihren Zinsschritten ein großes Stück in Vorleistung gegangen. Weshalb sie nun wieder verstärkt datenabhängig agieren will.¹ Für uns bedeutet dies, dass wir vorerst von keinem weiteren Zinsschritt im kommenden Jahr ausgehen. Gleichzeitig wollen wir aber auch nicht ausschließen, dass Entwicklungen eintreten könnten, die eine Zinserhöhung oder aber weitere Zinssenkungen zur Folge haben könnten. Ersteres wäre bei einem deutlichen Inflations Schub, wie ihn etwa auch (höhere) Zölle auf chinesische Importe erzeugen könnten, denkbar. Letzteres wiederum würden wir erwarten, wenn sich die maue Stimmung der

¹ Siehe dazu auch: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpressconf20191030.htm>

Unternehmenslenker, insbesondere bezüglich Investitionen, sowie der weiter nachlassende fiskalische Impuls negativ aufs Wachstum auswirken. Darauf, dass die Fed in diesem Fall nicht reagieren würde, da sie in einem Wahljahr nicht den Eindruck der Einmischung geben möchte, würden wir nicht setzen. Sie hat, entgegen oft verbreiteter Meinung, dies auch in der Vergangenheit bereits öfter getan. Eine Reaktion der Fed auf entsprechend veränderte Rahmendaten wäre auch kein Problem. Ein Problem, oder besser gesagt ein Anlass für größere Marktschwankungen könnte jedoch der Wahlkampf selber sein. Vor allem in finanznahen US-Kreisen dürfte die Aussicht einer erfolgreichen Kandidatur der Demokratin Elizabeth Warren für eine gewisse Skepsis sorgen.

Auf dieser Basis rechnen wir damit, dass die Niedrigzinsphase andauern wird, mit signifikanten Zinsänderungen rechnen wir nicht. Allerdings rechnen wir auch nicht damit, dass die Zinsen, insbesondere der Staatsanleihen, noch einmal zu ihren Tiefständen von 2019 zurückkehren. Denn wir erwarten andererseits auch keine Rezession und weiterhin niedrige Inflations-

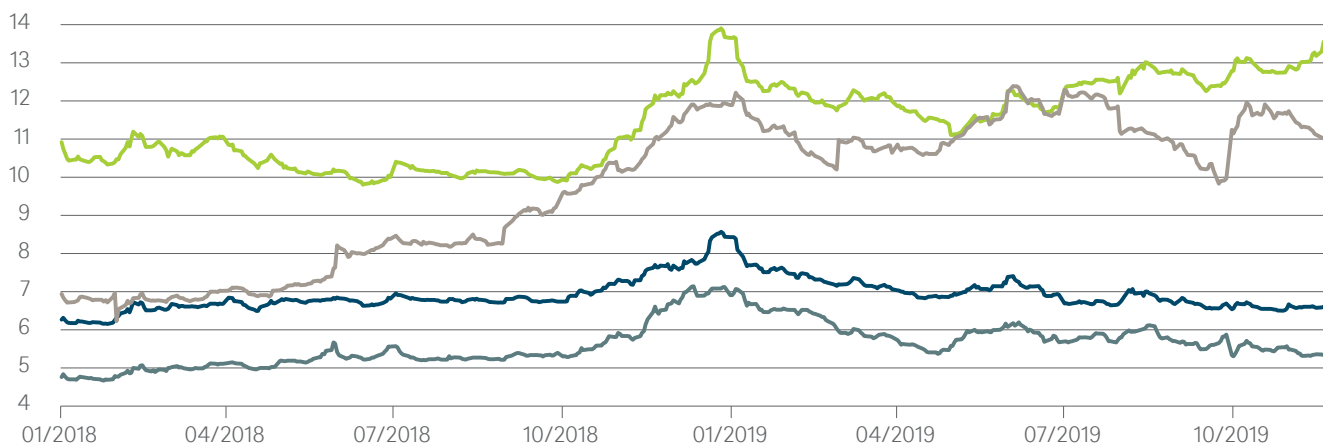
raten. Beim Handelsstreit und beim Brexit rechnen wir zumindest mit keiner weiteren Eskalation. Auch wenn von den Leit-zinsen keine ähnlichen Impulse wie 2019 ausgehen dürften, so bleiben die Zentralbanken durch ihre erneuten Wertpapierkäufe weiterhin unterstützend. Doch wer 2020 Rendite erzielen möchte, muss bereit sein, dafür ins Risiko zu gehen.

Was heißt das konkret für die einzelnen Regionen und Anleihearten? Von Staatsanleihen erwarten wir wenig. In Europa und Japan rechnen wir mit Gesamtrenditen nahe Null – mit Kurssteigerungen wie 2019 sollte man nicht mehr rechnen. Auch US Treasuries sind aus unserer Sicht eigentlich nur für Dollar-Investoren noch attraktiv. Interessanter wird es in den Schwellenländern, wo wir auch bei Staatsanleihen mit Gesamtrenditen oberhalb von fünf Prozent rechnen, allerdings wieder in Dollar. Sie profitieren von den niedrigeren US-Zinsen sowie der Aussicht eines nicht weiter erstarkenden Dollars. Zudem haben die Zentralbanken nach wie vor Spielraum, um den Wirtschaften gegebenenfalls unter die Arme zu greifen.

TOTE HOSE IM GUTEN HAUSE, WÄHREND ES BEI DEN RAMSCHANLEIHEN HOCH HER GEHT

Euro- und US-Unternehmensanleihen mit Investmentgrade-Status haben sich sehr ähnlich bewegt – kaum. Im Hochzinssegment hingegen tat sich einiges, hier wird genauer sortiert.

Rendite in %



■ US-Unternehmensanleihen mit B-Rating ■ US-Unternehmensanleihen mit CCC-Rating
■ Euro-Unternehmensanleihen mit B-Rating ■ Euro-Unternehmensanleihen mit CCC-Rating

Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 25.11.2019

Bei Unternehmensanleihen stimmen die Rahmenbedingungen insofern, als moderates Wirtschaftswachstum und geringe Inflation ihnen grundsätzlich zuträglich sind. Hinzu kommen noch zwei anlagepsychologische Phänomene, die gern mit TINA² und FOMO³ abgekürzt werden: der Umstand, dass es, innerhalb des Rentenuniversums, keine Alternative zu Unternehmensanleihen angesichts niedriger oder gar negativer Staatsanleiherenditen gibt. Und dazu die Angst, dass man zu spät zur Party kommt, und die Jahresendralley ohne einen abläuft. Risikoadjustiert halten wir derzeit vor allem Euro-Unternehmensanleihen von Emittenten mit Investment-Grade-Bonität für attraktiv. Darüber hinaus sehen wir aber auch in den anderen Teilsegmenten noch Chancen, also im Euro-Hochzinssegment, sowie in den Regionen USA und den Schwellenländern. Die Eurozone wird dabei erneut durch die Käufe der EZB gestützt, während sich in den USA die früheren Bedenken bezüglich der Anzahl von Unternehmen mit schwachen Bilanzen nicht erhärtet haben. Ein breites Abrutschen von BBB-Anleihen in das Hochzinssegment war jedenfalls nicht zu beobachten.

Was wir jedoch sehen, ist eine seit Sommer aufgehende Schere zwischen Hochzinsanleihen mit schlechterem Rating, (CCC, siehe Grafik Seite 2) und denen mit besserem Rating. Das liegt nicht nur an den dort überproportional repräsentierten Energiewerten im US-High-Yield-Segment, sondern insgesamt an einer höheren Spreizung der Anlegerpräferenzen. Anleihen von Unternehmen aus schwierigen Sektoren, oder mit einem schwierigen Geschäftsmodell (etwa der klassische Einzelhan-

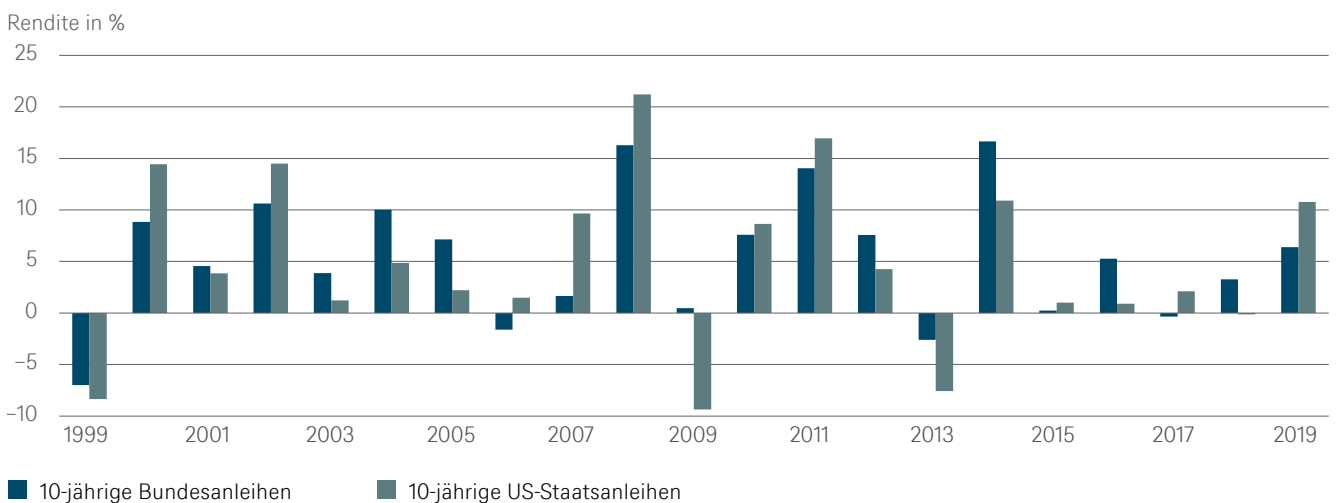
del) werden stärker gemieden als in der Vergangenheit. Wir gehen davon aus, dass die Streuung zwischen den einzelnen Emittenten noch zunehmen wird. Bei Asiens Unternehmensanleihen sind wir zuletzt wieder positiver geworden. Die Risiken des Handelsstreits waren hier unserer Meinung nach zwischenzeitlich zu stark eingepreist worden. Zudem sind wir weiter von der Bilanzqualität dortiger Unternehmen überzeugt.

Bei Währungen behalten wir unsere Prognosen großteils bei. Sie haben sich 2019 weitgehend bewährt. Damit bleibt es bei 1,15 Dollar je Euro. Wir sehen das Währungspaar grundsätzlich ausgeglichen, auch wenn das Momentum langsam in Richtung Euro rutscht. Allerdings halten wir es für verfrüht, nun bereits auf eine nachhaltige und substantielle Erholung des Euro zu setzen. Den Yen sehen wir weiter als gutes Absicherungsinstrument für turbulenterer Tage.

Wir sind uns bewusst, dass unsere reinen Renditeprognosen wenig aufregend klingen. Doch sie entsprechen unserem heutigen Ausblick auf Wirtschaft und Politik im Jahr 2020. Dass es im Jahr der US-Präsidentenwahl, des Brexit, oder aber auch politischer Krisenherde wie Iran oder Hongkong genügend Gründe für ein Verlassen unserer Kernszenarios gibt, ist uns bewusst. Immerhin aber zeigt die Grafik unten, dass es lediglich in Zeiten von restriktiver Geldpolitik oder stark ansteigenden Inflationserwartungen zu negativen Renditen bei US-Staatsanleihen gekommen ist. Beides erwarten wir nicht.

NORMALE JAHRE SIND AUCH BEI FESTVERZINSLICHEN SELTEN

Bei den Jahresgesamtrenditen für deutsche und US-amerikanische Staatsanleihen geht es selten so langweilig zu, wie man es von Festverzinslichen vermuten könnte.



Quellen: Refinitiv, DWS Investment GmbH; Stand: 25.11.2019

² There is no alternative; ³ Fear of missing out

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 Investment GmbH; Stand: 28.11.2019

GLOSSAR

Basispunkt – Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent

Brexit - Kunstwort bestehend aus „Britain“ und „Exit“ zur Beschreibung des Ausscheidens Großbritanniens aus der EU

Einlagenzinssatz - Zu diesem Zinssatz können Banken überschüssiges Zentralbankguthaben bis zum nächsten Geschäftstag im Eurosystem anlegen.

Europäische Zentralbank (EZB) - Zentralbank der Eurozone

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

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

Inflation – Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

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

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

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 und CCC bis D, das beste bis zum schlechtesten Rating) und Fitch (AAA über BBB+ bis D, das beste bis zum schlechtesten Rating)

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

Schwellenländer – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

US Federal Reserve (Fed) – Zentralbank der USA

US Treasuries – US-amerikanische Staatsanleihen

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

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 2019

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

CRC 072305 (12/2019)