

Das Coronavirus ordnet die Rentenmärkte neu

Die Auswirkungen der Pandemie setzen den Staatsanleihen zu und bescheren Unternehmensanleihen wieder sichtbare laufende Renditen.

- Die Pandemie sowie die Rettungspakete haben deutliche Spuren im Anleihesegment hinterlassen.
- Während Staatsanleihen der am höchsten bewerteten Länder mittelfristig weiterhin geringe bis negative Zinsen abwerfen dürften, haben schwächere Länder mit Renditeausweitungen zu kämpfen.
- Unser Fokus liegt auf Unternehmensanleihen in den USA und Europa. Neben der Attraktivität der laufenden höheren Anfangsrendite rechnen wir auf 12-Monatssicht auch mit einer (preissteigernden) Einengung der Renditen.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

Als Seismograph in Krisenzeiten sind Aktienmarktinizes nach wie vor erste Wahl. Dabei sind es die Anleihemärkte und ihre temporären Dysfunktionalitäten, welche vielen Marktteilnehmern und auch den Zentralbanken die Schweißperlen auf die Stirn treiben. Anders als in der Finanzkrise 2007/08, in welcher die Rentenmärkte nur folgerichtig im Zentrum der teils von ihr ausgegangenen Krise standen, sind sie nun im Einklang mit anderen Anlageklassen Opfer eines externen Schocks geworden. Trotzdem zeigten sie erneut die deutlichsten Stresssymptome, welche letztlich auch die Zentralbanken zu ihren gigantischen Hilfspaketen zwangen.

Rekapitulieren wir kurz, was in den vergangenen Wochen passiert ist. Insbesondere in der letzten Februar- und ersten Märzwoche spitzte sich die Lage zu, nachdem erkennbar wurde, dass das neue Coronavirus SARS-CoV-2 kein auf Asien beschränktes Problem bleiben würde. Am 19. Februar erreichte der S&P 500 sein Rekordhoch und fiel in den darauffolgenden Tagen, während die Renditeausweitung an den mit höherem Risiko behafteten Segmenten des Anleihemarktes mit etwa einer Woche Verzögerung einsetzte.¹ Am Wochenende vom 7./8. März eröffneten die beiden Ölgroßmächte Russland und Saudi Arabien einen Preiskampf, in dessen Folge sich der Ölpreissturz dramatisch beschleunigte (in der

Spitze ging der Preis gegenüber Jahresbeginn um zwei Drittel zurück). Zusammen mit der Verhängung einer landesweiten Quarantäne in Italien am 9. März führte das zu einem weiteren dramatischen Markteinbruch. An diesem Tag rentierten erstmals in der Geschichte US-Staatsanleihen aller Laufzeiten unter einem Prozent. Im weiteren Monatsverlauf sanken die Renditen am kurzen Ende, unterhalb von sechs Monaten, sogar ins Negative.

Die US Federal Reserve (Fed) reagierte schrittweise auf die Zuspitzung der Lage. In einer ersten außerordentlichen Sitzung am 3. März senkte sie den Leitzins erstmals um 50 Basispunkte, und in einer zweiten außerordentlichen Sitzung am 15. März um einen weiteren vollen Prozentpunkt auf das Band von 0,00 bis 0,25 Prozent. Zwischen diesen beiden Sitzungen, sowie im Anschluss an die zweite verkündete sie zudem zahlreiche Maßnahmen zur Sicherstellung der kurzfristigen Liquidität und zur Inzentivierung der Geschäftsbanken zur Kreditvergabe. Ein Großteil der Maßnahmen (insbesondere die Repo-Geschäfte) erhielt früher oder später den Zusatz „unlimitiert“. Auch die nächste Runde Quantitative Easing, also der Staatsanleihekäufe, wuchs von anfänglich 700 Milliarden Dollar auf „unlimitiert“. Um den Dollar-Hunger auch ausländischer Marktteilnehmer zu stillen, wurden unter Einbezug anderer großer Zentralbanken auch für globale Adressen

¹ Siehe etwa die Hochzins-Unternehmensanleiheindizes in Europa und USA, oder asiatische Hochzinsanleihen.

Dollar-Fazilitäten ausgeweitet. Von Anfang März bis zum 6. April hat sich als Folge dessen die Bilanz der Fed um 1,5 Billionen Dollar auf nunmehr fast 6 Billionen Dollar erhöht. Am 9. April kündigte die Fed ein weiteres 2,3-Billionen-Dollar-schweres Kreditpaket für kleinere Unternehmen und Gemeinden an.

Im Vergleich dazu muten die Schritte der Europäischen Zentralbank (EZB) zwar deutlich zurückhaltender an. Das sollte aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch hier die Reaktion deutlich schneller und beherzter erfolgte, als noch 2007/08. Am 12. März kündigte die EZB ein neues LTRO-Programm, bessere Konditionen für das existierende TLTRO III Programm, sowie zusätzliche Anleihekäufe bis Jahresende in Höhe von 120 Milliarden Euro an. Am 18. März legte sie mit einem 750-Milliarden-Euro-schweren Paket nach.² Dies soll sich zwar an den Richtlinien der bisherigen Anleihekaufprogramme orientieren, doch wurde die Flexibilität beim Länderschlüssel deutlich erweitert, wovon vor allem Italien in den ersten Ankaufsrunden profitierte. Eine Entlastung der Eigent-

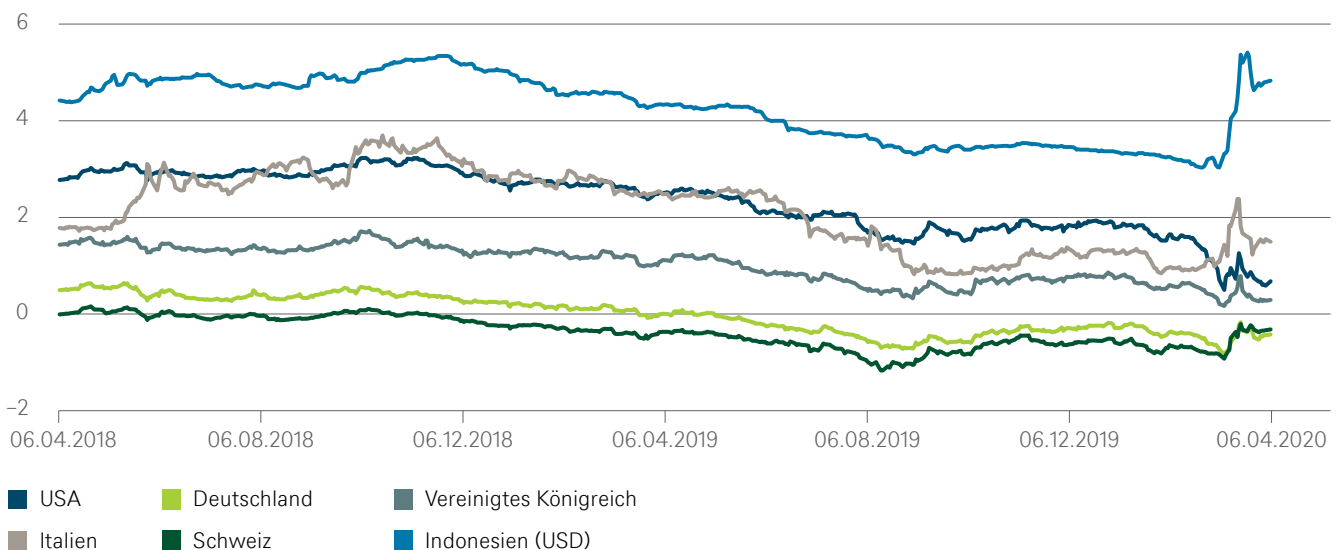
kapitalanforderungen in Höhe von 120 Milliarden Euro soll den Banken den Spielraum geben, bis zu 1,8 Billionen Euro mehr auszuleihen. Auch die Bank of England (BoE) lieferte Historisches ab. Niemals seit Beginn der Aufzeichnungen vor über 300 Jahren wurde der Leitzins auf 0,1 Prozent gesenkt. Zudem kündigte die BoE Anleihekäufe in Höhe von rund 200 Milliarden Pfund an.

Die Programme hinterließen am Tage ihrer Ankündigung teils nur wenig Spuren am Markt, und auch einige Wochen später muss man noch genau hinsehen, um die Folgen zu erkennen. Am deutlichsten wurden sie in der europäischen Peripherie sichtbar – in Italien rentieren die 10-jährigen Staatsanleihen nun wieder mit rund 1,6 Prozent³, nachdem sie am 18. März in der Spitze auf fast drei gestiegen waren. Bei US-Staatsanleihen zeigt sich die Beruhigung, ob dank Fed oder gesunkener Marktsorgen, unter anderem beim Anleihevolatilitätsindex MOVE, der von 160 in der Spitze zurück auf 60 fiel.

AUCH 10-JÄHRIGE STAATSANLEIHERENDITEN WURDEN DURCHGESCHÜTTELT

Kurzfristiger Liquiditätsbedarf ließ selbst deutsche und US-Renditen steigen – kurzfristig. In Italien und Indonesien notieren die Renditen weiterhin oberhalb ihrer Vorkrisenniveaus.

Rendite in %



Quelle: Refinitiv; Stand: 07.04.2020

² Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)

³ Per 9. April

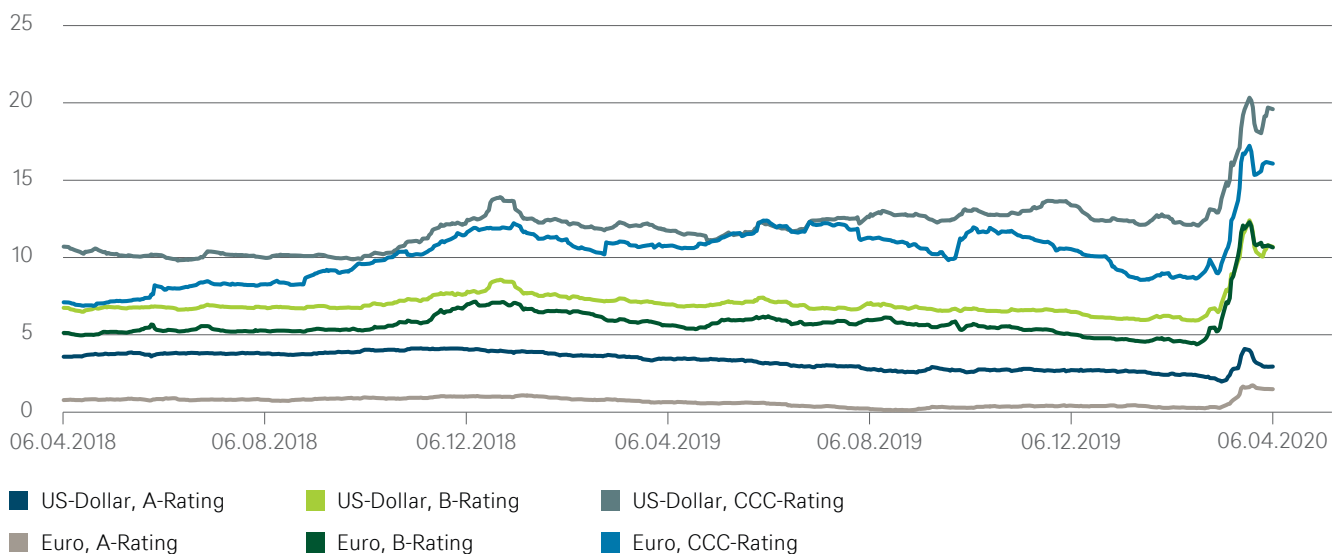
Bei europäischen, wie US-amerikanischen Unternehmensanleihen im High-Yield-Bereich (HY) ist zwar eine Trendumkehr vom vorigen drastischen Renditeanstieg erkennbar, wie die Grafik zeigt, aber sie ist noch nicht stark ausgeprägt. Allerdings zeichnen die Daten auf Indexebene kein vollständiges Bild. Anfang bis Mitte März gab es in vielen Teilen des Anleihehandels sehr geringe Handelsvolumina und sehr weite Geld-Brief-Kurse. Der unmittelbare Liquiditätsbedarf vieler Marktteilnehmer aber auch Unternehmen führte hier zu Spannungen vor allem am kurzen Ende der Zinskurve. Die Interventionen der Zentralbanken und die wiedererlangte Handlungsfähigkeit der Marktteilnehmer haben die Lage deutlich verbessern können.

Von einer nachhaltigen Nachfrageschwäche kann nunmehr keine Rede mehr sein. Der Markt schafft es derzeit recht mühelos, rekordhohe Emissionen des Unternehmenssektors aufzunehmen. Allerdings zeigt sich hier eine Zweiteilung des Marktes. Emissionen finden fast ausschließlich im Investment-grade-Bereich (IG) statt. In der Eurozone und in den USA wird dieser Bereich auch durch die Zentralbanken gestützt. Zudem gibt es eine starke Differenzierung bei den Sektoren. Kritisch werden viele zyklische Sektoren, aber auch vom Virus besonders betroffene Sektoren gesehen: Einzelhandel, Reisen, Tourismus, sowie Autos und Autozulieferer. Hier bleibt auch die Liquidität am geringsten.

PLÖTZLICHES ENDE DER GOLDDILOCK-WELT BEI UNTERNEHMENSANLEIHEN

Schon lange haben Unternehmensanleihen nicht mehr so hohe Renditen abgeworfen wie jetzt. Selbst bereinigt um steigende Insolvenzen sieht das vielversprechend aus.

Rendite in %



Die Grafik zeigt Dollar- und Euro-Unternehmensanleiherenditen unterschiedlicher Ratings.
Quelle: Refinitiv; Stand: 07.04.2020

Ausblick

Die Pandemie wird Spuren hinterlassen, die uns noch Jahre nach Bewältigung der Krise beschäftigen werden. Dazu gehören auch der Anstieg der Staatsverschuldung und die Ausweitung der Zentralbankbilanzen. Um exemplarisch die USA herauszugreifen: hier könnte das Budgetdefizit dieses Jahr zehn Prozent des Bruttoinlandsproduktes deutlich übersteigen, auf die höchsten Werte seit dem zweiten Weltkrieg. Die Fed wiederum dürfte ihre Bilanzsumme noch deutlich über den jetzigen Rekordstand von fast sechs Billionen Dollar erhöhen. Anders als in der Finanzkrise, wo die Bilanzausweitung der Fed in erster Linie eine Umschuldung von privater in öffentliche Hand ermöglicht hat, dient die jetzige Bilanzausweitung indirekt auch der Finanzierung von Konjunkturpaketen. Dies dürfte eines Tages wieder zu steigender Inflation führen, unserer Meinung nach jedoch nicht in den kommenden zwei Jahren.

Damit bleibt unser grundsätzliches Bild vom Rentenmarkt erhalten: Wir rechnen nicht mit einer nachhaltigen und deutlichen Renditeausweitung der Staatsanleihen der Industrieländer. Wir erwarten vielmehr einen Seitwärtsverlauf der Renditen, die vom höheren Angebot einerseits und den geringeren Wachstumserwartungen und Zentralbankkäufen andererseits konträre Impulse erhalten. Aus Sicht europäischer Anleger haben insbesondere US-Treasuries viel von ihrer Attraktivität verloren, da sich einerseits der Renditeaufschlag gegenüber europäischen Staatsanleihen deutlich verringert hat und andererseits der starke Dollar US-Anlagen weniger attraktiv macht. Zudem dürfte das US-Finanzministerium deutlich mehr neue Anleihen emittieren als die Fed aufkaufen wird⁴, während in Europa die EZB-Anleihekäufe das zusätzliche Angebot von Bundesanleihen je nach Einhaltung des Länderschlüssels⁵ zu einem großen Teil kompensieren dürften. Bei Anleihen der europäischen Peripherie hat allein die Ankündigung der Käufe seitens der EZB schon zu solch einer Einengung der Renditeprämien geführt, dass sie nicht mehr in unserem Fokus stehen.

Anders als Unternehmensanleihen. Deren Renditen haben sich gegenüber dem Jahresanfang deutlich ausgeweitet und haben sich bisher nur wenig erholt. Das liegt unter anderem an der enormen Emissionstätigkeit, die wir derzeit sehen. Die Unternehmen pumpen sich auf gut Deutsch gerade mit

Liquidität voll, damit sie auch eine längere Durststrecke gut überstehen können. Für Investoren ist das durchaus interessant: ansehnliche Renditen bei gleichzeitig gestärkten Bilanzen. Mit über sechs Prozent für Hochzinsanleihen und rund zwei Prozent für Investmentgradeanleihen in Euro sind hier die Renditen so ansehnlich wie lange nicht mehr geworden. Vorausgesetzt, wir erleben keinen entsprechend drastischen Anstieg von Insolvenzen, wovon wir aber nicht ausgehen. Auch in den USA, mit Renditen von im Schnitt vier Prozent für IG und fast zehn Prozent für HY wird man für das gestiegene Ausfallrisiko unseres Erachtens mehr als hinreichend kompensiert. Sicherlich gilt es bei der Titelauswahl genau hinzuschauen, nicht zuletzt, da auf diese Anleihekategorie so viele Herabstufungen in so kurzer Zeit wie nie zuvor erfolgen werden oder bereits erfolgt sind. Damit könnte auch die Anzahl der „Fallen Angels“, also der Unternehmen, die ihren Investmentgradestatus verloren haben, auf Rekordhöhen steigen. Ein solcher Wechsel bietet aber auch immer Chancen für flexible Anleger. Wir sind bei den oben genannten Sektoren Tourismus, Einzelhandel und Transport vorsichtig, wie überhaupt bei einigen zyklischen Titeln, die besonders unter den Folgen der Pandemie leiden könnten.

Vorsichtiger sind wir bei Anleihen aus den Schwellenländern geworden. Zwar gibt es hier durchaus einzelne Unternehmen und Länder, die sogar besser durch die Krise kommen könnten als so manche Industrienation, doch denken wir, dass sich einige Probleme erst noch im Laufe des Jahres richtig entfalten könnten. Der Gegenwind bläst aus verschiedenen Richtungen: starker Dollar, niedriger Ölpreis, Einbruch im Tourismus und Einbruch vieler internationaler Lieferketten. Hinzu kommt in vielen Schwellenländern eine Gesundheits- und administrative Infrastruktur, die sich im Kampf gegen das Coronavirus schwer tun könnte (während eine im Vergleich zu den Industrieländern jüngere Bevölkerung vorteilhaft ist).

Währungen

Auch Währungen haben im ersten Quartal nicht an Volatilität gespart. Ihre Bewegungen waren dabei sowohl von der Suche nach sicheren Häfen, als auch von Liquiditätsbedürfnissen geprägt. Dies wird unserer Meinung nach den Dollar noch eine Weile stützen können, doch mittelfristig denken wir, dass der Dollar, vor allem gegenüber dem Euro, an Attraktivität verlieren wird.

⁴ Die Einordnung fällt diesbezüglich derzeit noch schwer, da die Fed ja bekannt gab, notfalls unlimitiert zu kaufen. Ihr Kaufvolumen dürfte entsprechend davon abhängen, ob und wo sie den Zehnjahreszins deckeln möchte.

⁵ Allerdings gehen wir nicht von der Einhaltung des Länderschlüssels aus, sondern erwarten einen überproportional hohen Ankauf italienischer Anleihen.

GLOSSAR

Bank of England (BoE) – Zentralbank des Vereinigten Königreichs mit Sitz in London

Basispunkt – Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent

Bruttoinlandsprodukt (BIP) – Gesamtwert aller Waren und Dienstleistungen, die innerhalb eines Jahres in einer Volkswirtschaft erwirtschaftet werden

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

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

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

Merrill Option Volatility Expectations Index (MOVE) – Index, der die Markterwartung zukünftiger Volatilität der US-Treasury-Renditen abbildet

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

Quantitative and qualitative easing (QQE) – Lockerung der Geldpolitik einer Zentralbank durch Ausdehnung der Zentral-

bankbilanz und Verlängerung der Laufzeiten, die von der Zentralbank gehalten werden

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+ bis D) und Fitch (AAA über BBB+ bis D).

Repo – Repurchase Agreement, ein Rückkaufsgeschäft. Der Anleger verpflichtet sich, das heute verkaufte Wertpapier zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzukaufen. Als Entgelt zahlt er den Repoziins

S&P 500 – Marktkapitalisierungsgewichteter Index, der die 500 führenden börsennotierten Unternehmen der USA abbildet

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) – Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die darauf abzielen, zusätzliche und längerfristige Refinanzierungen für den Finanzsektor bereitzustellen. TLTROs sind dazu gedacht, die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors anzuregen

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

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 2020

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

CRC 075107 (04/2020)