

Sehr viel spricht weiterhin für Anleihen

Vieles ist anders. Aber wer unsere Jahresausblicke aus den vergangenen Jahren kennt, dem könnte vieles bekannt vorkommen.

- _ Auf dem Weg ins Jahr 2021 sehen wir bei Unternehmens- und Schwellenländeranleihen außergewöhnlich gute Risiko-/Ertragsprofile.
- _ Die Zinsen für Staatsanleihen sollten durch die Bemühungen der Zentralbanken, die Pandemieschäden einzudämmen, noch lange niedrig bleiben.
- _ Bei den Währungen dürfte es kaum große Veränderungen geben. Noch ist es zu früh, den Dollar anzuzählen.



Jörn Wasmund
Head of Fixed Income/Cash

Was für ein Jahr! Die Volkswirtschaften sind überraschend gut mit dieser hoffentlich einmaligen Jahrhundertpandemie zurechtgekommen. Seit einigen Wochen steigen die Infektionszahlen in den Vereinigten Staaten und Europa erneut an, sodass die Wirtschaft zum Teil wieder heruntergefahren wurde. Auch wenn dies zynisch klingen mag: Für die Anleihepreise scheinen das gute Nachrichten zu sein, da die Zentralbanken so über lange Zeit zur Fortsetzung ihrer Anleihekaufprogramme gezwungen werden. Weitere Unterstützung kommt aus drei Richtungen: 1. Ermutigende (wenn auch vorläufige) Daten der letzten klinischen Studienphase mehrerer Impfstoffe. 2. Das voraussichtliche Ergebnis der US-Präsidentschaftswahl – die Wahrscheinlichkeit, dass die neue US-Regierung unter Joe Biden die Unternehmensbesteuerung einschneidend verändert, ist geschwunden. 3. Der von der Europäischen Union (EU) beschlossene Wiederaufbaufonds ebnet endlich den Weg für eine stärkere fiskalpolitische Integration. .

Was bedeutet das alles? Um es mit den Worten des italienischen Schriftstellers Giuseppe Tomasi di Lampedusa auszudrücken, so musste sich vieles ändern, damit alles bleiben konnte, wie es war – zumindest mit Blick auf die Auswirkungen

für festverzinsliche Wertpapiere. Wer unsere Jahresausblicke aus vergangenen Jahren kennt, dem könnte vieles bekannt vorkommen: Unternehmensanleihen stehen bei uns weiterhin hoch im Kurs, vielleicht höher als je zuvor. Dieses Mal sind wir sogar noch stärker davon überzeugt, dass Unternehmensanleihen auf dem Weg ins Jahr 2021 ein außergewöhnlich gutes Risiko-/Ertragsprofil bieten – hoffentlich ohne die Achterbahnfahrt, die wir 2020 erlebten.

Da die Zentralbanken weiterhin Gas geben dürften, rechnen wir noch über einen längeren Zeitraum mit niedrigen Zinsen bei Staatsanleihen. Unsere Zinsprognosen vom Sommer bleiben für Europa, das Vereinigte Königreich und Japan unverändert. Für die USA rechnen wir am langen Ende (10 bis 30 Jahre) mit etwas steileren Zinskurven, da sich das sehr lange Ende mit der angekündigten wirtschaftlichen Erholung wieder normalisieren sollte. Dennoch dürften die Realzinsen für so ziemlich alle Staatsanleihen, die als „risikofrei“ angesehen werden, negativ bleiben. In Japan und vielen Ländern der Eurozone sind sogar die nominalen Zinsen seit langem negativ und dürften es auch bleiben. So hat beispielsweise die Europäische Zentralbank (EZB) eindeutig signalisiert, weiterhin wachsam zu bleiben und zusätzliche Lockerungs-

maßnahmen (QE) zu ergreifen – es bleibt also kaum Spielraum für steigende Zinsen („Aufwärtspotential“) in der Eurozone. (Hier von „Aufwärtspotential“ zu sprechen ist etwas irreführend. Wir sehen die Zinsen in einem Jahr bei -0,5 Prozent für zehnjährige Bundesanleihen und auch für dreißigjährige Anleihen noch bei -0,1 Prozent. „Steigende Zinsen“ würde bedeuten, dass die Zinsen nicht mehr ganz so negativ wären, und neben den negativen Zinsen auch zu Kursverlusten führen würden.)

Bei derart wenig ansprechenden „risikofreien“ Alternativen überrascht es kaum, dass die Jagd nach Rendite weiter geht. Bei den Staatsanleihen in der Eurozone konzentrieren wir uns besonders auf die EU-Peripherie. Da die großen Ratingagenturen Italien inzwischen bereits besser bewerten, bieten diese Anleihen zwar inzwischen nur noch wenig Spielraum für geringere Zinsaufschläge gegenüber Bundesanleihen. Aber auch beim aktuellen Zinsabstand bleiben sie aufgrund von Roll-down- und Carry-Effekten interessant.

Der Mangel an Alternativen hat am Markt für in Euro denominierte Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-(IG-) Rating zu einer bizarren Situation geführt. Der Anteil der Investment-Grade-Anleihen mit negativen nominalen Renditen ist wieder auf sagenhafte 35 Prozent geklettert.¹ Wir beobachten zunehmend in Kundenportfolios, dass IG-Anleihen mit hoher Bonitätseinstufung als Ankeranlageklasse dienen. Bei hochverzinslichen Anleihen (high yield, HY) war zu beobachten, dass sich auch schwer von der Pandemie angeschlagene Emittenten refinanzieren konnten, sodass sich künftige Ausfälle in Grenzen halten dürften. Die Ausfallquoten dürften in der Eurozone niedrig bleiben und in den Vereinigten Staaten aufgrund fiskalischer Hilfspakete und dem Umstand, dass fragwürdige Geschäftsmodelle bereits vom Markt verschwunden sind, zurückgehen. Die positiven Nachrichten über erste Erfolge bei der Impfstoffentwicklung haben die Stimmung weiter aufgeheitert; sogar weit abgeschlagene Hochzinsanleihen aus durch die Pandemie stark beeinträchtigten Branchen konnten auf beiden Seiten des Atlantiks wieder Boden gut machen.

Inzwischen scheinen Asien im Allgemeinen und China im Besonderen ihren Pfad der wirtschaftlichen Erholung weiter zu beschreiten. Anleihen aus Schwellenländern (EM) und

asiatische Anleihen sind unsere bevorzugte Anlageklasse. Die Wachstumslokomotive China und das asiatische Freihandelsabkommen dürften ihnen starken Auftrieb geben, ebenso wie stabile Ölpreise und Wechselkurse gegenüber dem Dollar. –. Wir erwarten, dass insbesondere höher verzinsliche Anleihen von den insgesamt besseren Aussichten und der Jagd nach Rendite profitieren werden.

Könnte noch etwas schiefgehen? Leider ja. Die Märkte werten die Nachrichten über den Stand der Impfstoffentwicklung gegen Covid-19 und die voraussichtlichen Ergebnisse der US-Wahlen als Zeichen verringerter Extremrisiken für Anleihen. Wir überlassen es den Experten aus Medizin und Gesundheitswesen, die Wahrscheinlichkeit negativer oder vielleicht auch weiterer positiver Überraschungen zu Impfstoffen, Therapien und den Auswirkungen einer flächendeckenden Anwendung von Covid-Schnelltests zu beurteilen. Zur Wirtschaftspolitik mögen uns aber einige warnende Anmerkungen gestattet sein.

Die Stichwahlen um die beiden Senatssitze des US-Bundesstaats Georgia am 5. Januar 2021 könnten der Demokratischen Partei neben Präsidentschaft und Mehrheit im Repräsentantenhaus noch zur Kontrolle im Senat verhelfen. Die Anleger sollten jedenfalls vorsichtig sein, von Wahlergebnissen unmittelbare Rückschlüsse auf die Wahrscheinlichkeit fiskalpolitischer Entscheidungen zu ziehen. Politik ist bisweilen chaotisch und schwer vorhersehbar. Und in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte war die schnelle und effektive fiskalpolitische Reaktion auf die Konjunkturabschwächung 2020 sehr ungewöhnlich. „Reaktionen der Legislative auf Finanzkrisen und Konjunkturschwächen sind in der Regel immer beschränkt und zeitlich verzögert“, schrieben drei führende Politologen in einem hervorragenden Buch, das nach den Ereignissen 2008 veröffentlicht wurde.²

An der Schwelle zum Jahr 2021 wäre eine politische Pattstellung in Washington nur dann eine gute Nachricht für die Märkte, wenn keine Änderungen von Bundesgesetzen notwendig sein sollten. Optimistische Markteinschätzungen basieren auf der Vorstellung, dass Geld- und Fiskalpolitik eine Put-Option auf Anleihen ermöglicht haben und, falls erforderlich, schnell rettend eingreifen werden. Diese Vorstellung eines effektiven Put könnte in den nächsten

¹ Bloomberg Finance L.P.; Stand: 17.11.2020

² McCarty, N., Poole, K.T. und Rosenthal, H., 2013. Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy. Princeton University Press. s. besonders S. 153-183.

Monaten durchaus auf die Probe gestellt werden, wenn beispielsweise mehr flächendeckende Maßnahmen zur Eindämmung des Virus Unternehmensanleihen erneut unter Druck setzen sollten.

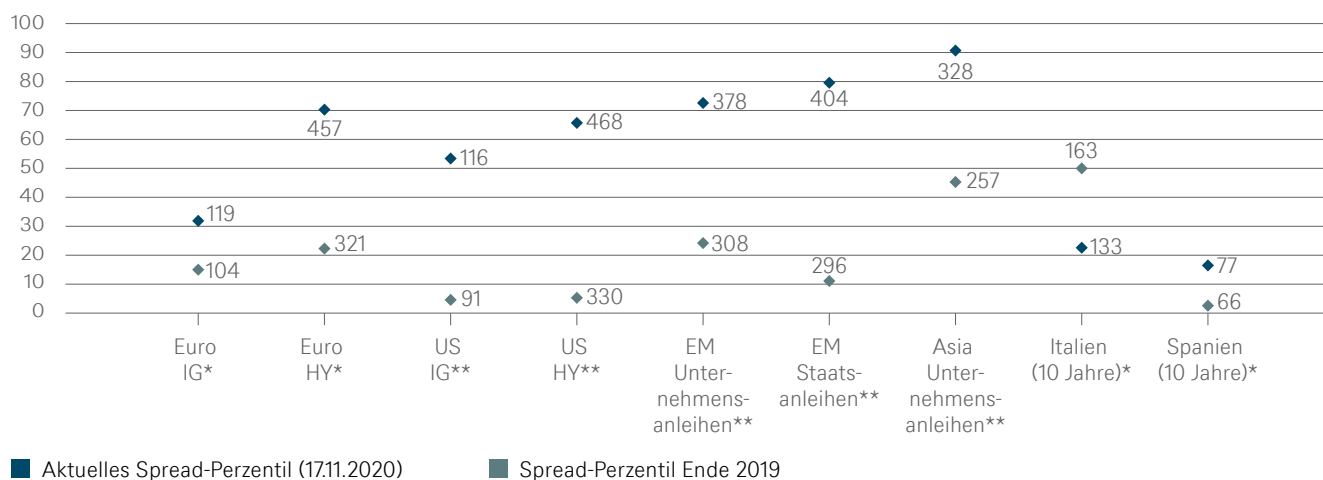
Wir würden in derartigen Nervositätsschüben eine Kaufgelegenheit sehen. Insgesamt waren wir nie so überzeugt, dass sich Unternehmensanleihen gut entwickeln werden, wie für 2021. Natürlich gibt es immer individuelle Eigenheiten

zu berücksichtigen, allem voran die Bilanzstärke sowie lokale geldpolitische Maßnahmen, zum Beispiel bei Anleihen, die von Emittenten aus Schwellenländern in Landeswährung begeben werden. Die großen Währungspaare dürften sich kaum verändern. Wir halten es für zu früh, den Dollar jetzt schon anzuzählen. Besonnene politische Maßnahmen auf allen Seiten dürften aber eher für relative Ruhe sorgen als für große Ausschläge.

AKTUELLE ANLEIHESPREADS IM HISTORISCHEN VERGLEICH

Für die meisten festverzinslichen Anlageklassen bleiben die aktuellen Spreads höher als am Ende des letzten Jahres, sodass sich Anleihen jetzt am billigeren Ende der historischen Bewertungen der letzten fünf Jahre befinden.

% der Zeit, die der Spread in den vorangegangenen fünf Jahren auf oder unter dem aktuellen Spread war



* Ziffern zeigen Spread zu Bundesanleihen

** Ziffern zeigen Spread zu US-Staatsanleihen

Quellen: Bloomberg Finance L.P., DWS Investment GmbH; Stand: 11/17/20

GLOSSAR

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

Carry Trade – Investmentposition, die darauf abzielt, von Zinsunterschieden zu profitieren

Demokraten – Eine der beiden großen politischen Parteien in den Vereinigten Staaten, die politisch tendenziell links von der Republikanischen Partei positioniert ist.

Europäische Zentralbank (EZB) – Zentralbank der Eurozone

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

Nominal – ist in der Wirtschaftswissenschaft eine nicht inflationsbereinigte Größe

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

Put-Option – Wertpapier, das dem Besitzer das Recht (aber nicht die Verpflichtung) gibt, einen zugrundeliegenden Basiswert zu einem festgelegten Preis und zu einer festgelegten Zeit (Europäische Option) oder während eines festgelegten Zeitraums (Amerikanische Option) zu verkaufen.

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

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).

Realzins – Zinssatz, der die Verzinsung bzw. Wertveränderung eines Vermögenswertes angibt unter Berücksichtigung der Preisveränderungsrate

Repräsentantenhaus – US-Parlamentskammer, der 435 Abgeordnete sowie nicht stimmberechtigte Vertreter für Washington, D.C. und die US-Territorien angehören.

Roll-down-Effekt – Kann signifikanter Bestandteil der Rendite eines festverzinslichen Wertpapiers sein und tritt dann ein, wenn langfristige Anleihen eine höhere Rendite bieten als kurzfristige desselben Emittenten. Mit solch einer Zinskurve sinkt die Rendite der Anleihe je näher sie dem Laufzeitende zugeht und der Wert steigt (während sie die Zinskurve "herunter rollt").

Schwellenländer (Schwellenmärkte) – Länder auf dem Weg zur Industrialisierung

Senat – Parlamentskammer, der 100 Senatoren angehören

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 Laufzeitenmärkten

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 079820 (11/2020)