

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKT-GPS
**FESTVERZINSLICHE
ANLAGEN – AUSBLICK 2020**

Nur für professionelle Investoren



TROTZ NEGATIVER EINFLÜSSE POSITIV BLEIBEN



Negativzinsen und schwache Wirtschaftsdaten sorgen für ein schwieriges Umfeld. Beim Ausblick für festverzinsliche Anlagen bleibt Jim Cielinski, Global Head of Fixed Income, aber dennoch gelassen. Schließlich kommen sie als Anlageklasse auch mit wenig berauschender Wirtschaftslage zurecht.

Wie es 2020 für festverzinsliche Anlagen weitergeht, hängt unserer Meinung nach entscheidend davon ab, ob die Zentralbanken mit ihrer stimulierenden Geldpolitik die gewünschte Wirkung erzielen und eine globale Rezession abwenden können. Dass dies gelingt, davon sind wir überzeugt. Solange die Währungshüter Fehlentscheidungen vermeiden, sollten die realen Gleichgewichtszinsen niedrig bleiben und die Risikoprämien drücken, die Anleger für das Halten riskanter Anlagen verlangen. Wir erwarten eine Verlängerung des Kreditzyklus, der Unternehmensanleihen und Aktien stützen sollte.

Allerdings sind die Bewertungen angespannt. Und weil die Risikoaufschläge (Spreads) eng sind und sich die risikofreien Zinssätze auf äußerst niedrigen Niveaus befinden, haben einige Länder wenig Spielraum für Zinslockerungen, um die sich weitenden Spreads zu kompensieren. Das macht Unternehmensanleihen anfällig für Schocks, die in einem Jahr mit Präsidentschaftswahlen in den USA wahrscheinlich sind. Schwankungen schaffen aber auch interessante Anlagechancen für aktive Manager. Unterdessen gibt es erste zaghafte Anzeichen für wieder steigende Wirtschaftsdaten. Das würde 2020 für eine weltweit eher unspektakuläre Konjunktorentwicklung sprechen, so dass sich Anleger wohl mit moderaten Renditen begnügen müssen.

Unvereinbare Höhen und Tiefen

Das zweite Halbjahr 2019 war voller Widersprüche. US-Aktien erreichten Rekordstände angesichts der guten Lage am Arbeitsmarkt. Zugleich fielen zahlreiche Einkaufsmanagerindizes unter die Wachstumsschwelle, während die chinesische Wirtschaft so langsam wuchs wie seit 27 Jahren nicht mehr. Besorgnis erregte die Umkehrung der US-Zinskurve: Der viel beachtete 2J10J-Spread, der die Renditedifferenz zwischen zehn- und zweijährigen US-Staatsanleihen angibt, drehte im August ins Minus. In der Vergangenheit war dies häufig der Vorbote einer Rezession.

Dieses Signal lässt sich kaum ignorieren, und es als unbedeutend abzutun, wäre fahrlässig. Denn zu Recht hat es eine fragile Weltwirtschaft signalisiert und die US-Notenbank (Fed) dazu veranlasst, schnell

die Zinsen zu senken, um die zu aggressive Zinsstraffung von 2018 rückgängig zu machen. Weltweit haben sich Zentralbanken dem Kurswechsel der Fed angeschlossen: Im dritten Quartal 2019 gingen 56 von 62 Zinsschritten nach unten, während es sich im dritten Quartal 2018 noch bei 27 von 31 Zinsschritten um Zinsstraffungen gehandelt hatte.

Nebelkerze Handelskrieg

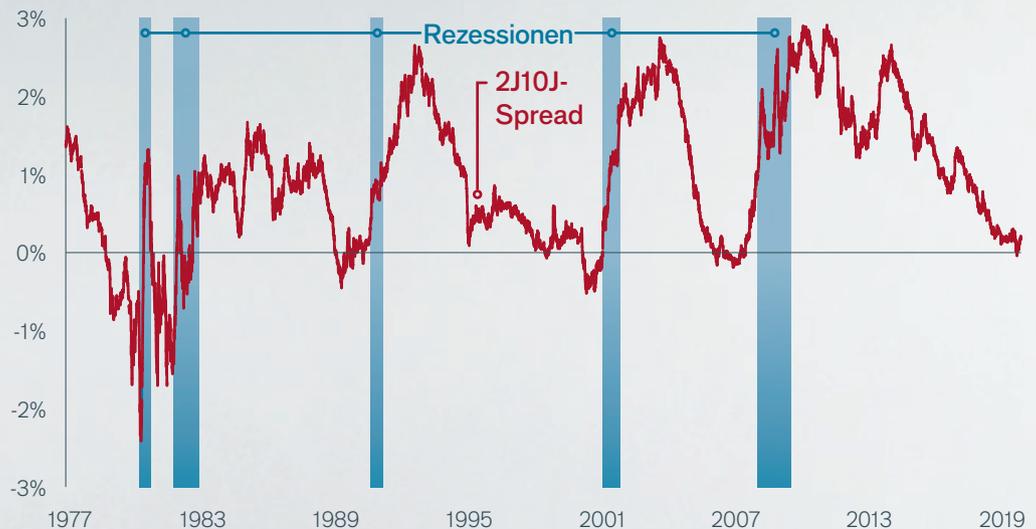
Nach unserer Einschätzung war die Konjunkturschwäche 2019 eine verzögerte Reaktion auf die vorangegangene Straffung der Geldpolitik in den beiden größten Volkswirtschaften der Welt – den USA und China. Da sich beide nun fest im Lockerungsmodus befinden, gehen wir von einer gewissen Erholung aus. Der Handelskrieg hat mit Kostensteigerung und Verschiebung der Investitionsströme die Wachstumsabkühlung rund um den Globus beschleunigt, verursacht hat er sie aber

nicht. Wenn der Handelskonflikt gelöst ist, aber das schwache Wachstum anhält, dürften sich die Credit Spreads weiten und Staatsanleihen eine Rally erleben. Denn dies würde nahelegen, dass das weltweit langsamere Wachstum struktureller bedingt ist als ursprünglich angenommen.

Mit der einvernehmlichen Ruhe an den Märkten könnte es vorbei sein, wenn die Lage am Arbeitsmarkt kippt. Vor allem der Konsum hat der US-Wirtschaft bisher eine Rezession erspart, während der Export das Sorgenkind ist und insbesondere in Ländern wie Deutschland schwächelt. Dessen Abhängigkeit vom fragilen Weltwirtschaftswachstum dürfte dafür sorgen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) an ihrer sehr lockeren Geldpolitik festhält. Da auch die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde eine Verfechterin von Negativzinsen ist, wird sie wohl kaum von der Politik ihres Vorgängers abrücken. Somit dürften die Renditen von

ABBILDUNG 1: RENDITEUNTERSCHIED ZWISCHEN 10- UND 2-JÄHRIGEN US- TREASURIES

Eine negative Differenz im Segment zwei bis zehn Jahre war in der Vergangenheit oft ein Vorbote für eine Rezession. Seit 1978 folgte auf eine Umkehrung der Kurve nach durchschnittlich 22 Monaten eine Rezession.



Quelle: FRED Federal Reserve Bank of St Louis, Renditeunterschied zwischen 2- und 10-jährigen US-Staatsanleihen sowie NBER-basierte Rezessionsindikatoren für die USA vom Höhe- bis zum Tiefpunkt (USRECM), 31. Oktober 1977 bis 31. Oktober 2019.

Staatsanleihen aus der Eurozone fest um die Nulllinie herum verankert sein. Wir erwarten zudem, dass die neue EZB-Chefin ihre Forderung nach stärkeren fiskalischen Impulsen zur Unterstützung der Geldpolitik wiederholt. Die niedrige Staatsverschuldung in nordeuropäischen Ländern in Zeiten politischer Verunsicherung wird es den Regierungen immer schwieriger machen, Lagardes Forderung zu ignorieren.

China wiederum muss um die Wirksamkeit seiner Politik kämpfen. Diverse Pleiten regionaler Banken hatten eine Straffung der Kreditkonditionen zur Folge, was die Wirkung der gelockerten Geldpolitik dämpft. Schwellenländeranleihen, deren Wohl und Wehe so eng mit Chinas Entwicklung verknüpft sind, könnten an Reiz gewinnen, wenn die lockerere Politik im Reich der Mitte verstärkt in der Wirtschaft ankommt.

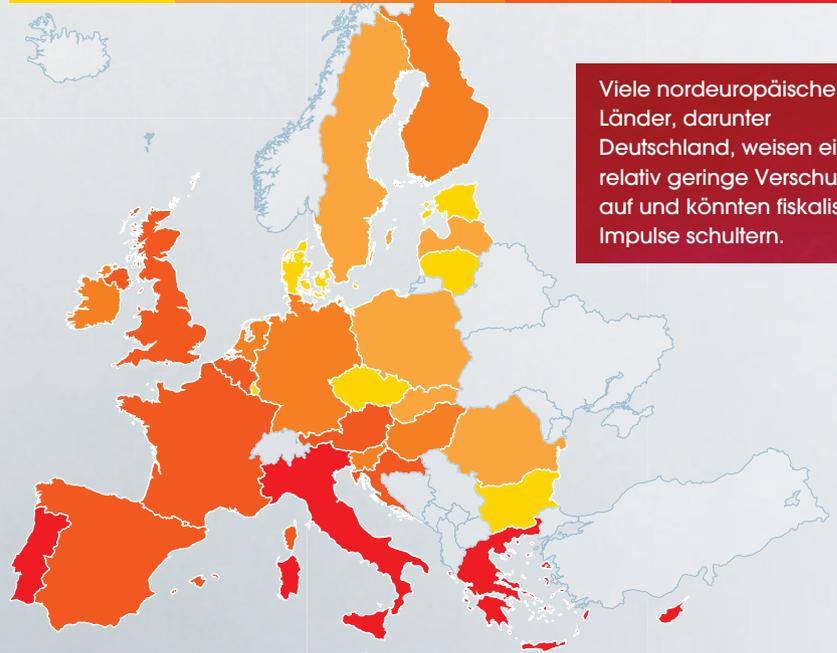
Das Lohnwachstum scheint an Fahrt zu verlieren, während die Terminkurse darauf hindeuten, dass sich die schwache Inflation in den meisten Industrieländern fortsetzt.

Wir schließen uns der Annahme des Konsens an, dass die Zentralbanken ihre Inflationsziele auch in nächster Zeit nicht erreichen werden. 2020 wird die Fed unseres Erachtens eine oder zwei weitere Zinssenkungen vornehmen und ihren Leitzins der Marke von 1,25% annähern. Dadurch dürfte der Realzins, also der um die Inflation bereinigte Zinssatz, noch stärker in den Minusbereich rutschen.

Da sich die Fed im Lockerungsmodus befindet, sollte die Renditekurve steiler werden, was sich günstig auf die Zinsmargen der Banken auswirken könnte. Bei Versicherungen und Pensionskassen, für die die Nominalrendite von Staatsanleihen wichtig ist, wird damit die Renditesuche weitergehen. Anleger könnte das weiter in die bonitätsschwächeren Segmente bei Unternehmensanleihen und

ABBILDUNG 2: BRUTTO-STAATVERSCHULDUNG DER LÄNDER IN DER EUROPÄISCHEN UNION IM VERHÄLTNISS ZUM BIP IN %

6,4 bis 34,2 34,2 bis 49,4 49,4 bis 70,4 70,4 bis 100 100 bis 181,2



Quelle: Eurostat; ausstehende Staatsanleihen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt zu aktuellen Marktpreisen in Prozent (Code sdg_17_40). Zahlen per Jahresende 2018.

in längere Durationen treiben, womit das Risiko im System steigt.

Aktives Management

Die Bewertungen mahnen uns zu besonderer Vorsicht, sind sie wegen der Zinssenkungen in diesem Jahr doch weiter gestiegen. Da die risikofreien Zinssätze in vielen Industrieländern in Basis- statt in Prozentpunkten gemessen werden und in weiten Teilen Europas bereits negativ sind, bleibt kaum noch Spielraum für steigende Renditen.

Ein aktiverer Anlageansatz ist daher zwingend erforderlich. Dazu gehört, Märkte zu identifizieren, an denen es positive Realrenditen gibt und die Leitzinsen voraussichtlich sinken werden. Wir prognostizieren für 2020 zwar keine globale Rezession, was aber Abschwünge in einzelnen Sektoren nicht ausschließt. So glitt 2015 der Energiesektor in eine Rezession ab, die einen starken Anstieg der Risikoaufschläge in der Branche nach sich zog.

ABBILDUNG 3: WELTWEITE RISIKOAUF SCHLÄGE IN DEN LETZTEN ZEHN JAHREN IN BASISPUNKTEN

	IG-ANLEIHEN (GOBC)	HOCHZINS-ANLEIHEN (HW00)
HOCH	267	897
DURCH-SCHNITT	140	519
NIEDRIG	86	318
AKTUELL (11.11.19)	108	419

Quelle: Bloomberg, ICE BofAML Global Corporate Index (GOBC), ICE BofAML Global High Yield Index (HW00), Spread-to-Worst zu Staatsanleihen, 1 Basispunkt = hundertste Teil von 1% = 0,01%. Der Spread-to-Worst zu Staatsanleihen ist der Renditeunterschied von Unternehmensanleihen gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen unter Berücksichtigung von Merkmalen wie Kaufoptionen, die zu einer niedrigeren Rendite führen können. Angaben vom 11. November 2009 bis 11. November 2019.

„In einer Welt mit Niedrigrenditen mögen zwar die Nominalrenditen niedriger sein, Anlagechancen wird es aber auch weiterhin geben. Allerdings nur für Anleger, die sich an die neuen Rahmenbedingungen anpassen.“

JIM CIELINSKI
GLOBAL HEAD OF FIXED INCOME

Sorgen macht uns, dass der Markt bei den Kapitalkosten kaum zwischen Investment-Grade-Emittenten mit Rating BBB und Sub-Investment-Grade-Emittenten mit Rating BB unterscheidet. Erstere haben somit wenig Anreiz darauf zu achten, dass sie ihr Investment-Grade-Rating behalten. Zudem bieten die Spreads im Investment-Grade- und im Hochzinssegment, die auf nahezu die engsten Niveaus im Zyklus geschrumpft sind, kaum einen Sicherheitspuffer, sollte ein Schock die Märkte erschüttern. Da die Politik zuletzt für viele Turbulenzen verantwortlich war, lässt die Präsidentschaftswahl in den USA nichts Gutes für die Märkte ahnen.

Fundamentaldata in Fokus

Die Streuung der Renditen bleibt ein Thema und die Vermeidung von Verlusten entscheidend in einer Zeit, in der die Disruption voranschreitet. Der Zahlungsausfall des Reiseunternehmens Thomas Cook in 2019 ist symptomatisch dafür, wie die Technologie und sich wandelnde Konsumgewohnheiten die Welt verändern. Damit Anleger nur solchen Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen, die es auch künftig noch geben wird, müssen sie den Wandel richtig einschätzen können. Unseres Erachtens sollten daher nicht nur traditionelle Kennzahlen Beachtung finden, sondern auch das, was für künftige Anleger und Verbraucher von Bedeutung ist. Dazu gehören immer mehr auch Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG).

Während die niedrigen Realrenditen das Ausfallrisiko mindern, schwinden gerade in Europa die Gewinne aus Refinanzierungen. Unternehmen müssen zunehmend sicherstellen, dass ihr Cashflow für den Schuldendienst ausreicht, denn mit Finanzjonglage allein ist es nicht mehr getan. In den USA verharrt die Eigenkapitalrendite nach wie vor unter den

Eigenkapitalkosten. Viele Firmen werden daher auch künftig Aktienrückkäufen den Vorzug vor Investitionen geben. Anleger sollten also genau prüfen, ob das Kapital aus Kreditaufnahmen für gläubigerfreundliche Zwecke oder für Bilanzkosmetik verwendet wird.

Keine Wiederholungstäter

Die Suche nach Rendite wird Anleger zwingen, die gesamte Bandbreite festverzinslicher Wertpapiere in Betracht zu ziehen. Ein stärkeres Interesse an mit Vermögenswerten oder Hypotheken besicherten Wertpapieren könnte die Folge sein. Exzessive Hypothekenschulden waren ursächlich für die globale Finanzkrise. Daraus hat man gelernt, weshalb nicht davon auszugehen ist, dass sich Ähnliches so schnell wiederholen wird. In den USA sind Hypotheken anders als Unternehmenskredite im laufenden Zyklus nicht so stark am Schuldenaufbau beteiligt. Derweil befindet sich die Weltwirtschaft an einem Scheideweg. Anleger sollten daher nicht auf Biegen und Brechen an ihren Positionen festhalten, sondern die Signale im Blick behalten. Wichtige Hinweise auf eine mögliche Rezession werden Arbeitsmärkte und Einkommen liefern, während geopolitische Entwicklungen und Stimmungswechsel Marktverwerfungen zur Folge haben können. Selbst bei niedrigen Renditen dürften Staatsanleihen aus Industrieländern Anlegern weiterhin Diversifizierungsvorteile gegenüber Aktien bieten. Kreditsensitive Bereiche wie Hochzinsanleihen könnten jedoch bei einer Korrektur an den Aktienmärkten unter Druck geraten. In einer Welt mit Niedrigrenditen mögen zwar die Nominalrenditen niedriger ausfallen, Anlagechancen wird es aber auch weiterhin geben. Allerdings nur für Anleger, die sich an die neuen Rahmenbedingungen anpassen.



ERFAHREN SIE MEHR

DIE REIHE MARKT-GPS – INVESTMENTAUSBLICK UMFASST ARTIKEL UNSERER LEITENDEN ANLAGESPEZIALISTEN FÜR DIE ANLAGEKLASSEN AKTIEN, ANLEIHEN UND ALTERNATIVE ANLAGEN. ZUR WEITEREN LEKTÜRE STEHT EINE ZUSAMMENFASSUNG ALLER ARTIKEL ZUR VERFÜGUNG.

Das vollständige Markt-GPS – Investmentausblick 2020 finden Sie unter JanusHenderson.com

Unsere Anlageteams diskutieren regelmäßig ihre Einschätzungen, sie bilden sich jedoch selbst ein Urteil über Chancen und Risiken am Markt. Markteinschätzungen einzelner Portfoliomanager veröffentlichen wir in der Rubrik Markteinblicke auf der Janus Henderson Website unter *Knowledge Shared*.

Stand der hierin zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen ist das Datum der Veröffentlichung. Sie dienen nur Informationszwecken und sind nicht als Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung gedacht. Sie stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsektors dar. Dieses Material und sein Inhalt sind weder als direkte noch indirekte Bereitstellung von Vermögensverwaltungsdiensten zu verstehen und nicht auf die speziellen Anforderungen einzelner Kunden zugeschnitten. Meinungen und Beispiele sind als Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht und lassen keinen Rückschluss auf beabsichtigte Transaktionen zu. Änderungen des Materials bei Änderung der Markt- oder Wirtschaftslage sind vorbehalten. Weder soll der Eindruck erweckt noch angedeutet werden, dass ein zur Veranschaulichung bzw. als Beispiel genanntes Wertpapier Teil eines Portfolios ist oder war. Prognosen können nicht garantiert werden. Zudem kann nicht zugesichert werden, dass die hierin enthaltenen Informationen vollständig oder aktuell sind, und für die sich aus ihrer Nutzung ergebenden Ergebnisse wird keine Gewährleistung übernommen. Dieses Dokument wurde von Janus Henderson Investors im begründeten Vertrauen auf die Richtigkeit und Vollständigkeit aller Informationen aus öffentlichen Quellen erstellt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Erträge. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich der Möglichkeit eines Kapitalverlusts und von Wertschwankungen.

Nicht alle Produkte oder Dienstleistungen stehen in allen Gerichtsbarkeiten zur Verfügung. Die Verbreitung dieses Materials oder der darin enthaltenen Informationen kann gesetzlichen Beschränkungen unterliegen und darf in keiner Gerichtsbarkeit oder unter keinen Umständen in Ländern verwendet werden, in denen dies ungesetzlich wäre. Der Inhalt dieses Materials wurde von keiner Regulierungsbehörde genehmigt oder unterstützt. Janus Henderson haftet nicht bei unerlaubter Weitergabe dieses Materials als Ganzes oder in Teilen an Dritte oder für aus diesem Material zusammengestellte Informationen.

Eine Vervielfältigung dieses Materials als Ganzes oder in Teilen bzw. der Verweis hierauf in anderen Publikationen ist ohne ausdrückliche schriftliche Zustimmung nicht erlaubt. Telefongespräche können zu Ihrem und unserem Schutz, zur Verbesserung unseres Kundenservice und zur Einhaltung der Dokumentationspflichten aufgezeichnet werden.

In Europa herausgegeben von Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von Janus Capital International Limited (Registrierungsnr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (Registrierungsnr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (Registrierungsnr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (Registrierungsnr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (Registrierungsnr. 2606646) (jeweils registriert in England und Wales mit Geschäftssitz in 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert durch die britische Finanzaufsicht FSA (Financial Conduct Authority)) und Henderson Management S.A. (Registrierungsnr. B22848 mit Geschäftssitz in der Rue de Bitbourg 2, L-1273, Luxemburg, und von der Commission de Surveillance du Secteur Financier genehmigt) angeboten werden. Beratungsdienste in den USA werden von bei der US-Börsenaufsicht SEC registrierten Anlageberatern erbracht, die Tochtergesellschaften der Janus Henderson Group plc sind. In **Kanada** werden die Produkte und Dienstleistungen von Janus Capital Management LLC ausschließlich institutionellen Anlegern in bestimmten Rechtsordnungen angeboten.

Herausgegeben in (a) **Singapur** von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Monetary Authority of Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company Registrierungsnummer 199700782N nur für

institutionelle Anleger im Sinne von Paragraph 4A des Securities and Futures Act von Singapur. Diese Werbung oder Veröffentlichung wurde von der Finanzaufsichtsbehörde in Singapur nicht geprüft. (b) **Hongkong** durch Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** R.O.C. durch Janus Henderson Investors Taiwan Limited, lizenziert und beaufsichtigt durch die Financial Supervisory Commission R.O.C. Unabhängig betrieben von Janus Henderson Investors Taiwan Limited, Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefon: (02) 8101-1001 Genehmigte SICE-Lizenznummer 023, ausgestellt 2018 von der Financial Supervisory Commission, (d) **Südkorea** Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Südkorea wird dieses Material ausschließlich an Empfänger ausgegeben, die durch den Erhalt dieses Materials garantieren, dass sie qualifizierte professionelle Anleger sind, (e) **Japan** von Janus Henderson Investors (Japan) Limited, reguliert durch die Financial Services Agency und registriert als Financial Instruments Firm, die Anlageverwaltungs-, Anlageberatungs- und Agenturgeschäfte sowie Geschäfte mit Finanzinstrumenten vom Typ II erbringt, (f) **Australien und Neuseeland** von Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) und (g) **Naher Osten** von Janus Capital International Limited als Repräsentanz, reguliert durch die Dubai Financial Services Authority. Im Mittleren Osten werden keine Transaktionen abgeschlossen und alle diesbezüglichen Anfragen sind an Janus Henderson zu richten.

Für andere Länder/Regionen im APAC: Dieses Material dient nur zu Ihrer Information und darf nicht an andere Personen weitergegeben oder weiter verteilt werden. Dieses Material wird nur an institutionelle Anleger ausgegeben (oder an professionelle/erfahrene/qualifizierte Anleger, da diese Begriffe in einigen Ländern Anwendung finden können).

Hinweis für Leser aus der Volksrepublik China, aus Afrika und Kolumbien: Janus Henderson verfügt (a) über keine Lizenz, ist nicht autorisiert oder bei der China Securities Regulatory Commission für Anlageverwaltungsgeschäfte oder Investmentberatung registriert oder anderweitig von einer Aufsichtsbehörde der Volksrepublik China („VR China“) zugelassen zur Erbringung von Anlageverwaltungsdienstleistungen oder Investmentberatungsdienstleistungen in der VR China (die für diesen Zweck nicht die Sonderverwaltungszonen Hongkong und Macau oder Taiwan einschließt). Janus Henderson Investors sichert nicht zu und übernimmt keine Gewährleistung dafür, dass es sich im Einklang mit dem Recht der VRC befindet. Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen stehen nur ausgewählten institutionellen Anlegern in der VR China zur Verfügung, (b) ist in Südafrika nicht zur Vermarktung zugelassen und (c) ist nicht befugt, seine Produkte und/oder Dienstleistungen in Kolumbien oder an Gebietsansässige in Kolumbien zu vermarkten, außer die Verkaufsförderung und Vermarktung erfolgt gemäß den geltenden Regelungen und Vorschriften.

NUR FÜR VERTRIEBSPARTNER UND INSTITUTIONELLE ANLEGER. Dieses Material darf nicht vervielfältigt oder an andere Personen als den Empfänger weitergegeben werden.

Für Leser außerhalb der USA: Nur zur Verwendung durch institutionelle und erfahrene Anleger, qualifizierte Vertriebspartner und Vertriebsgesellschaften gemäß Definition der zuständigen Gerichtsbarkeit. **Nicht zur allgemeinen Verbreitung oder für die breite Öffentlichkeit gedacht.**

Janus Henderson, Janus, Henderson und Knowledge. Shared sind Marken der Janus Henderson Group plc oder einer ihrer Tochtergesellschaften. © Janus Henderson Group plc.