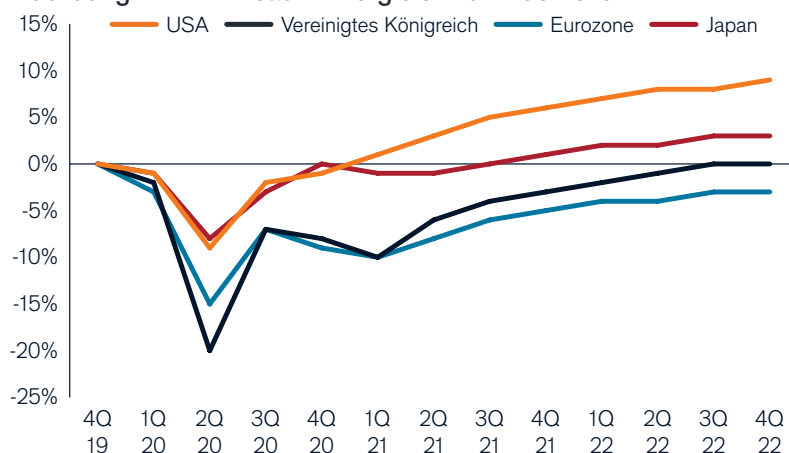


## ERFOLGREICH ANLEGEN AM RENTENMARKT

In den letzten Monaten haben sich die makro- und mikroökonomischen Fundamentaldaten wie von den Marktteilnehmern erwartet auf breiter Front verbessert. Gleichzeitig sind die Renditen von US-Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten gesunken und haben die Unternehmensanleihemärkte allgemein eine Rally verbucht. Das Wirtschaftswachstum beschleunigt sich weltweit, und die Märkte für Unternehmensanleihen preisen weitgehend eine Fortsetzung dieses Trends ein. Das wirft die Frage auf, was schiefehen könnte und wie die Rentenmärkte reagieren könnten?

Die USA sind Vorreiter der weltweiten wirtschaftlichen Erholung, schüren allerdings auch Ängste vor einem Inflationsanstieg. Die jüngsten Inflationsdaten sind besorgniserregend: So ist der US-Verbraucherpreisindex (CPI) ggü. dem Vorjahr um 5,4% gestiegen und damit so stark wie zuletzt 2008. Außerhalb der USA und einiger anderer Länder des Dollar-Blocks müssen sich die Anleger jedoch relativ wenig Sorgen über eine Straffung der Geldpolitik in den nächsten Jahren machen. Zum einen dürfte die Erholung außerhalb der USA verhaltener ausfallen. Daneben gibt es auch kaum Anzeichen für einen anhaltenden Inflationsdruck in den anderen Wirtschaftsräumen China, Japan und Europa, die sich in verschiedenen Stadien der Erholung von der COVID-19-bedingten Rezession befinden.

Abbildung 1: BIP-Niveau im Vergleich zu Ende 2019



Quelle: Bloomberg, berechnet anhand von BIP-Konsensdaten vom 2. Juni 2021. Bei den Prognosen handelt es sich lediglich um Schätzungen, die nicht garantiert sind.

In den USA gibt es vernünftige und plausible Faktoren für den aktuellen Inflationsanstieg. Einer davon ist der vielzitierte „Basiseffekt“. Ein zweiter sind Lieferengpässe, die zu Preisdruck führen. Noch ein weiterer sind niedrige Lagerbestände im Zusammenspiel mit steigenden Ausgaben aufgrund des Nachfragestaus. All diese Indikatoren sind jedoch im Wesentlichen zyklisch. Engpässe werden beseitigt, Lagerbestände werden wieder aufgebaut und der Nachfragestau löst sich auf.

Für eine dauerhafte Inflation, die Fed und Märkte beunruhigen sollte, ist ein anhaltender Preisdruck erforderlich. Lohndruck und private Kreditschöpfung spielen dabei unseres Erachtens eine Schlüsselrolle. Ausgaben für immer teurere Güter sind ohne entsprechende Lohnerhöhungen nicht tragbar. Die Löhne und Immobilienpreise könnten zu einer nachhaltigeren Inflation führen. Klar ist dies allerdings noch nicht. Die Produktionslücke in den USA ist unverändert groß.

ZENTRALE  
ERKENNTNISSE

- ▶ Die Märkte können eine systematische geldpolitische Straffung durchaus verkräften. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ist fest entschlossen, den Aufschwung zu zementieren und wird es daher vermeiden, vorzeitig an der Zinsschraube zu drehen. Zunächst wird sie ihre Anleihekäufe verringern. Angesichts der Ungewissheit über die Stärke des Wirtschaftswachstums und den Erfolg im Kampf gegen das Coronavirus wird sie allerdings nur schrittweise vorgehen.
- ▶ Unsere Ampel für die Kreditkrise deutet auf eine geringe Zahl notleidender Unternehmen am Kreditmärkte hin, da diese Zugang zu Kapital haben und Kredite günstig sind. In den Bewertungen spiegeln sich die überschüssigen Ersparnisse wider, die die Anleiherenditen auf niedrigem Niveau verankern und unseres Erachtens Hochzinsanleihen begünstigen.
- ▶ Die Ausfallzyklen werden wahrscheinlich weniger markant sein, da die Zentralbanken sich der hohen Verschuldungen bewusst sind und an ihrer entgegenkommenden Politik festhalten.

Nach wie vor gibt es Kapazitätsreserven am Arbeitsmarkt. Bei den Löhnen ist kein eindeutiges Anzeichen für einen anhaltenden Aufwärtstrend zu erkennen, und die Immobilienpreise werden stark von den demografischen Veränderungen nach der Coronakrise beeinflusst. Durch die fiskalpolitischen Maßnahmen wurden zwar Einkommensverluste ausgeglichen. Jetzt werden sie aber zum nahezu perfekten Zeitpunkt in der zweiten Jahreshälfte zurückgenommen, da die Wirtschaft sich „normalisiert“. Der positive fiskalische Impuls wird in den kommenden Quartalen voraussichtlich ins Negative umschlagen.

### Die Fed meldet sich zurück - sollte uns das Sorgen machen?

Im Juni schien die Fed restriktivere Töne anzuschlagen, da sich mehr Mitglieder des Offenmarktausschusses für Zinserhöhungen im Jahr 2023 aussprachen. Die Volatilität an den Aktienmärkten stieg nicht, und die Renditen von Staatsanleihen am langen Laufzeitende gingen steil nach oben. Die Fed hat den besonders aggressiven „Reflation-Trades“ einen Riegel vorgeschoben und dafür gesorgt, dass ihr eventueller Rückzug aus der quantitativen Lockerung (direkte Anleihekäufe am offenen Markt) zum Gesprächsthema wurde. Inzwischen gehen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Fed das Volumen ihrer Anleihekäufe irgendwann zwischen dem vierten Quartal dieses Jahres und dem ersten Quartal 2022 reduzieren wird. Die Volatilität an den Anleihemärkten hielt sich in Grenzen, da die Entwicklung der Fed-Politik mit den Marktdaten übereinstimmt und zugleich die Botschaft vermittelt, dass sie ihre Maßnahmen schrittweise umsetzen wird.

Wir gehen davon aus, dass die Fed geduldig bleiben, ein stärkeres Wirtschaftswachstum abwarten und auf „vorsorgliche“ Zinserhöhungen verzichten wird. Da der Treasury-Markt die künftige Inflation derzeit bei etwa 2,3% einpreist, scheinen die Fed und der Anleihemarkt einer Meinung zu sein.

Auf ihrer Sitzung im Juni brachte die Fed Zinserhöhungen wieder ins Spiel, frühestens jedoch 2023. Diese Aussicht wird sich zwar auf die Zinssätze von Staatsanleihen am kurzen Ende auswirken. Ein Blick auf die Daten zeigt allerdings, dass sich Kreditspreads und Aktien in der Frühphase eines Strafungszyklus gut entwickeln. Verluste entstehen in der Regel letztendlich durch die (und nach Einschätzung einiger unvermeidliche) „übermäßige Straffung“, die logischerweise gegen Ende des Zyklus eintritt. Zwei potenzielle Erhöhungen 2023 dürften daher kein Anlass zur Sorge sein. Anleiheinvestoren müssen zwar vorausschauen, aber nicht so weit, dass sie die Gelegenheit verpassen, Chancen in der Frühphase zu nutzen.

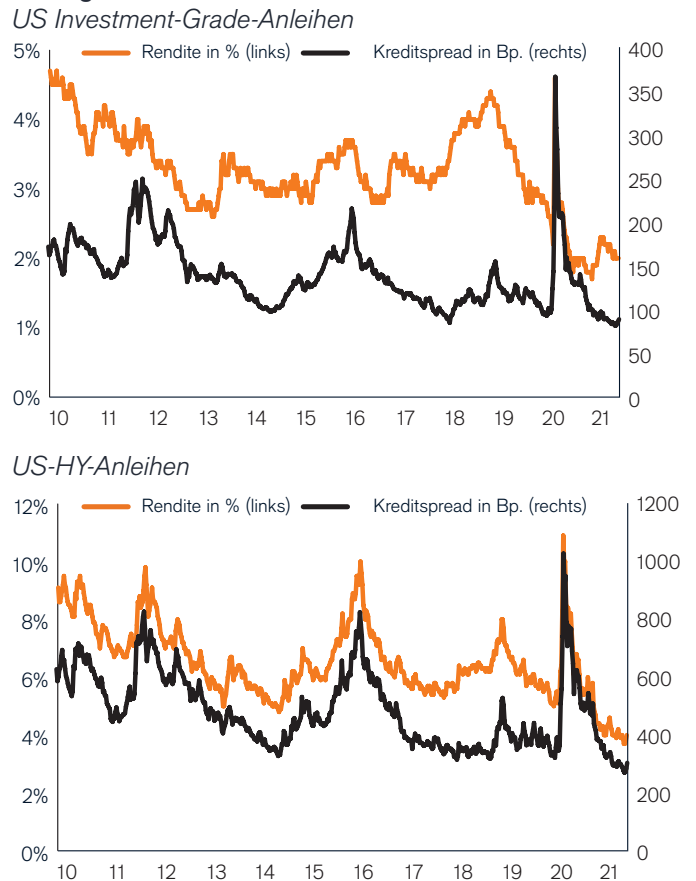
Das größte Risiko für die Rentenmärkte besteht unseres Erachtens in einem politischen Fehltritt der Zentralbanken. Sollte sich die Inflation als hartnäckig erweisen und sollten die Zentralbanken zu spät handeln, würden die Nominal- und Realzinsen wahrscheinlich erheblich steigen. Dadurch würde die Volatilität steigen und die Renditen an den Anleihemärkten würden schrumpfen. Bedenkt man, wie schwierig Prognosen in dieser ungewöhnlichen Zeit sind, scheint die Fed bis auf Weiteres das richtige Gleichgewicht gefunden zu haben.

### Sind Unternehmensanleihen angemessen bewertet?

Die wirtschaftliche Erholung ist an den Märkten auf breiter Front spürbar. Weltweit haben die Aktienmärkte kräftig zugelegt, einige markieren auf neuen Höchstständen. Die Rohstoffpreise haben sich von den Tiefstständen während der Rezession kräftig erholt. Öl hat sich gegenüber dem Vorjahr um 65% verteuert und notiert über dem Niveau von Anfang 2020. Die Kupferpreise kletterten im vergangenen Jahr dagegen um 43%.<sup>1</sup>

Daher ist es nicht überraschend, dass Risikoanlagen im Festzinssegment ähnlich kräftig zugelegt haben und die Spreads von Unternehmensanleihen auf oder in die Nähe ihrer Allzeittiefs eingelaufen sind. Rallys von diesem Ausmaß sind in der Anfangsphase einer wirtschaftlichen Erholung nicht ungewöhnlich. Aber wie geht es jetzt weiter? Wo stehen wir aktuell im Konjunkturzyklus? Sind die aggressiven Bewertungen in dieser Phase angemessen?

Abbildung 2: Kreditspreads und Renditen sind historisch niedrig



Quelle: Bloomberg, Bloomberg Barclays US Corporate Index (Investment Grade), Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index, optionsbereinigte Spreads (OAS) gegenüber Treasuries, Yield-to-Worst, 1. Januar 2010 bis 20. Juli 2021. BP. = Basispunkte. 1 Basispunkt (Bp.) entspricht 1/100stel Prozent, 100 Bp. = 1%.

Es ist ungewöhnlich, dass sich die Spreads so früh in einem Aufschwung nah ihren zyklischen Tiefstständen befinden. Noch ungewöhnlicher ist es, dass sie in einer derart frühen Phase des Aufschwung nah ihrer historischen Tiefststände liegen. Aber es sind eben ungewöhnliche Zeiten. Selbst in normalen

<sup>1</sup> Quelle: Refinitiv Datastream, Ölpreis für die Sorte West Texas Intermediate, Dollar-Preis für erstklassiges Kupfer je Tonne an der LME, Zahlen zum 20. Juli 2021.

Zeiten ist es problematisch, sich bei Bewertungen an historischen Entwicklungen zu orientieren. Daneben unterscheidet sich der aktuelle Zyklus in mehreren wichtigen Punkten von früheren Zyklen.

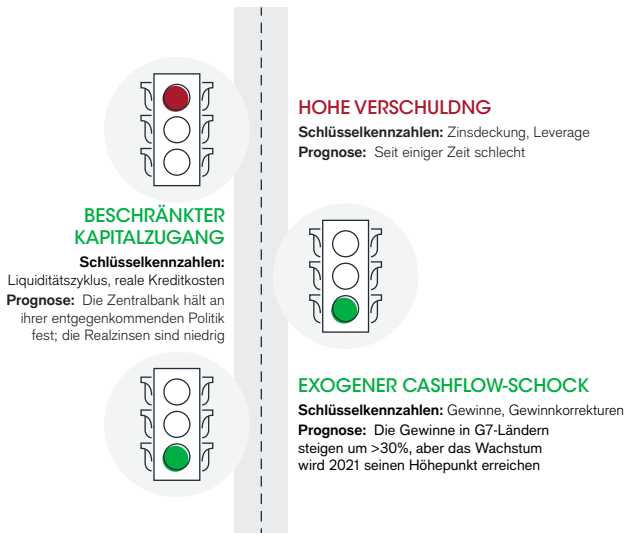
Die meisten Rezessionen führen zu einem dauerhaften Verlust von Einkommen und Arbeitsplätzen. In der Regel dauert es mehrere Quartale, bis sie sich erholen. In der Rezession von 2020 hat der Staat einen großen Teil der Einkommensverluste allerdings fast umgehend ersetzt. Die Wirtschaftsleistung ist zum Erliegen gekommen, nicht aber das Vertrauen der Verbraucher in ihr künftiges Einkommen. Daneben gibt es nicht nur zyklische, sondern auch strukturelle Gründe für die relativ engen Spreads. Weltweit treiben die überschüssigen Ersparnisse die Nachfrage nach Anlagen in die Höhe, wodurch die Spreads von Unternehmensanleihen einlaufen. Viele Anleger und Institute klagen über die mangelnden Anleiherenditen. Einigen davon (wie etwa Banken und Versicherungen) bleibt aufgrund von Kapitalbeschränkungen kaum etwas anderes übrig, als weiterhin Anleihen zu kaufen. Darüber hinaus haben die Anleihekaufprogramme der Fed die Nachfrage geschürt und gleichzeitig in historisch einmaligem Umfang Liquidität in den Markt gepumpt. Dieses Geld muss schlicht irgendwo hin, und die Finanzmärkte sind der einfachste und schnellste Weg, um es zu verteilen.

### Ungeachtet der hohen Bewertungen ist das Risiko einer Kreditkrise gering

Ein Blick auf die Anleihekurse könnte den Eindruck erwecken, dass das Aufwärtspotenzial im aktuellen Konjunkturzyklus erschöpft ist. Kursprognosen sind allerdings bekanntlich schwierig. Wir finden, dass es hilfreich sein kann, sich aus einem gewissen Abstand anzusehen, was in der Vergangenheit die Bedingungen für eine erhebliche Aufwärtsbewegung an den Kreditmärkten geschaffen hat.

Unserer Erfahrung zufolge müssen für eine signifikante, zyklische Korrektur an den Unternehmensanleihemärkten folgende drei Voraussetzungen erfüllt sein: hohe Verschuldung, beschränkter Kapitalzugang und exogener Cashflow-Schock. Sind alle drei Voraussetzungen erfüllt, ist eine Krise sehr wahrscheinlich.

Abbildung 3: Ampel für Kreditkrise



Aktuell ist lediglich der Verschuldungsgrad problematisch. Die Unternehmen weisen einen hohen Fremdkapitalanteil auf, der weiter steigt. Das Schuldenvolumen muss allerdings um die Kosten bereinigt werden. Wenn die Fremdkapitalkosten niedrig sind, sollten Unternehmen Kredite aufnehmen, vorausgesetzt, die Kosten für die Schulden sind geringer als ihre Fähigkeit, die zur Tilgung benötigten Umsätze zu erzielen. Derzeit deutet wenig darauf hin, dass Unternehmen ein Problem bei der Begleichung ihrer Schulden haben werden. Zweitens gibt es reichlich Zugang zu Kapital. Angesichts von Nullzinsen, quantitativer Lockerung, Rekord-Anleiheemissionen und direkten fiskalischen Unterstützungsprogrammen für Unternehmen gibt es kaum Anzeichen dafür, dass die Unternehmen Schwierigkeiten haben, sich Kapital zu beschaffen. Ferner löste 2020 ein exogener Cashflow-Schock (COVID) die Korrektur aus. Inzwischen steigen die Nettogewinne allerdings stark an, da sich die Umsätze erholen. Das Ergebnis sind solidere Cashflows.

Von den drei Voraussetzungen für eine Kreditkrise ist derzeit vielleicht die Hälfte erfüllt. Über die Bedeutung der aktuellen Bewertungen lässt sich zwar diskutieren, aber es ist kaum zu bestreiten, dass sich Unternehmensanleihen an einem zyklischen Wendepunkt befinden könnten. Also, weiter so.

### Hochzinsanleihen sind im Vergleich attraktiver bewertet

Die Renditeaufschläge (Spreads) für Unternehmensanleihen der Kategorie Investment Grade liegen nur unweit ihrer historischen Tiefs, was berechtigte Fragen im Hinblick auf die Bewertung aufwirft. Die durchschnittliche Bonität im Investment-Grade-Index hat sich verschlechtert und sorgt damit für zusätzliche Bedenken. Da die Zinssätze in den letzten zehn Jahren gesunken sind und damit auch die Kreditkosten, haben sich die Unternehmen mehr an niedrigere Kreditratings gewöhnt. Vor der globalen Finanzkrise 2008 war etwa ein Drittel des Unternehmensanleihen-Index in die Ratingkategorie BBB eingestuft. Heute liegt ihr Anteil bei knapp über der Hälfte, und wir erwarten, dass er weiter steigen wird.

Die nachstehende Tabelle zeigt, dass der Anteil der BBB-Anleihen, der niedrigsten Ratingkategorie im IG-Segment, am US-Investment-Grade-Markt für Unternehmensanleihen stetig steigt. Die Qualitätsverschlechterung ist erheblich. Der Spread des Gesamtindex (81 Bp. Ende Juni) ist heute etwa so hoch (82 Bp.) wie auf dem Tiefpunkt 2007. Die Qualität des aktuellen Investment-Grade-Index ist jedoch geringer. Bereinigt um diesen Aspekt, stellt man fest, dass ein Spread von 81 Basispunkten heute einem Spread von 133 Basispunkten im Jahr 2007 entspricht. Auf qualitätsbereinigter Basis liegen die Kreditspreads von Unternehmensanleihen heute deutlich über den Tiefstständen von 2007.

Abbildung 4: Unter Berücksichtigung von Marktveränderungen sind die IG-Bewertungen teurer als im Hochzinssegment

Investment Grade	2007	2014	2018	Jan. 2020	Juni 2021
Aktueller Spread (Bp.) (a)	82	97	85	93	81 (c)
BBB %	35%	43%	48%	50%	52%
Verschuldungsgrad	1.60x	1.91x	2.29x	2.39x	2,25x Schä.
Qualitätsbereinigter Spread (Bp.) (b)	133	130	118	98	81
Differenz (b-a)	52	33	34	5	0
Differenz gegenüber Juni 2021 (b-c)	52	49	37	17	0
<b>High Yield</b>					
Aktueller Spread (Bp.) (d)	233	323	303	315	311 (f)
Qualitätsbereinigter Spread (Bp.) (e)	214	293	275	293	311
Differenz (e-d)	-18	-30	-28	-22	0
Differenz gegenüber Juni 2021 (e - f)	-97	-18	-35	-18	0

Quelle: Janus Henderson Investors, Morgan Stanley Research, ICE US IG- und HY-Indizes, Bloomberg, BBB % in % des gesamten Investment-Grade-Marktes, Leverage = mittlerer Bruttoverschuldungsgrad (Gesamtverschuldung/Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen), 29. Juni 2021. Schä. = Schätzung und ohne Gewähr. 1 Basispunkt (Bp.) entspricht 1/100stel Prozent, 100 Bp. = 1%.

Auf dem US-Markt für Hochzins-Unternehmensanleihen ist allerdings das genaue Gegenteil der Fall: Dort hat sich die durchschnittliche Kreditqualität stabilisiert oder sogar verbessert. Aktuell ist der Spread (311 Basispunkte im Juni 2021) um 78 Basispunkte weiter als auf dem Tiefpunkt 2007. Qualitätsbereinigt ist er mit +97 Basispunkten sogar noch weiter.

Qualitätsbereinigt gibt es eine deutliche Ungleichheit zwischen Investment Grade und High Yield. Für Anleger, die wie wir der Meinung sind, dass es kaum Anzeichen für eine Wende des Kreditzyklus gibt, die davon ausgehen, dass die Fed ihre Unterstützungsmaßnahmen fortsetzen wird und die auf der Ausschau nach Rendite sind, könnte sich ein genauer Blick auf die globalen High-Yield-Märkte lohnen.

## Die absoluten Renditeniveaus sind niedrig, die erwarteten Ausfälle allerdings ebenfalls

Die Ausfallraten von Hochzinsanleihen folgen weitgehend dem Kreditzyklus. Aber die einzigartigen Faktoren, die den aktuellen Zyklus beeinflussen, verändern auch die Wahrscheinlichkeit künftiger Zahlungsausfälle. Die prognostizierte Ausfallrate ist bei Ausbruch der Coronakrise sprunghaft gestiegen und hat sich anschließend in der zweiten Jahreshälfte 2020 abgeflacht. Aktuell werden neue Tiefststände bei den Ausfallraten vorhergesagt. JPMorgan prognostiziert für den US-High-Yield-Markt 2021 derzeit eine Ausfallrate von 0,65%.<sup>2</sup> Im Juni 2021 erlitten nur zwei von der Ratingagentur Moody's bewertete Unternehmen einen Zahlungsausfall. Damit stieg die Zahl der weltweiten Ausfälle in der ersten Jahreshälfte auf 28, was etwa einem Viertel der 114 Ausfälle im selben Vorjahreszeitraum entspricht. Auch gegenüber 2019 können sich die Zahlen sehen lassen. Damals registrierte Moody's in der ersten Jahreshälfte 49 und in der zweiten Jahreshälfte 56 Zahlungsausfälle.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Quelle: JPMorgan, 2021 Mid-year High yield Bond and Leveraged Loan Outlook, 28. Juni 2021.

<sup>3</sup> Quelle: Moody's, Zahl der Ausfälle bei Unternehmensanleihen, Juli 2021.

<sup>4</sup> Wir weisen darauf hin, dass normalerweise ein kleiner Unterschied zwischen dem Verbraucherpreisindex (CPI), der für die TIPS-Berechnungen verwendet wird, und den Kernaussgaben für den persönlichen Konsum (PCE) besteht, die die Fed im Visier hat.

Um besser zu begreifen, inwiefern es sich um historische Prognosen handelt, gibt es auf dem Markt für Hochzinsanleihen eine theoretische „frikationelle Ausfallrate“. Diese Rate gibt Aufschluss über die Unternehmen, die unabhängig vom Zyklus wahrscheinlich einen Ausfall erleiden werden. Theoretisch wird ein gewisser Anteil der Hochzinsanleihen, unabhängig davon, wie positiv das Umfeld ist, in Schieflage geraten (z. B. durch veraltete Produkte/Dienstleistungen, übermäßige Verschuldung, rasante Umwälzungen durch Wettbewerber oder Betrug). Wir gehen davon aus, dass die Friktionsrate sich im Laufe der Zeit bei durchschnittlich 1-2% pro Jahr einpendeln wird. Das ist mehr als das Doppelte der derzeit prognostizierten Ausfallrate. Dem Hochzinssektor könnte eine absehbare Phase rekordverdächtig niedriger Ausfallraten bevorstehen.

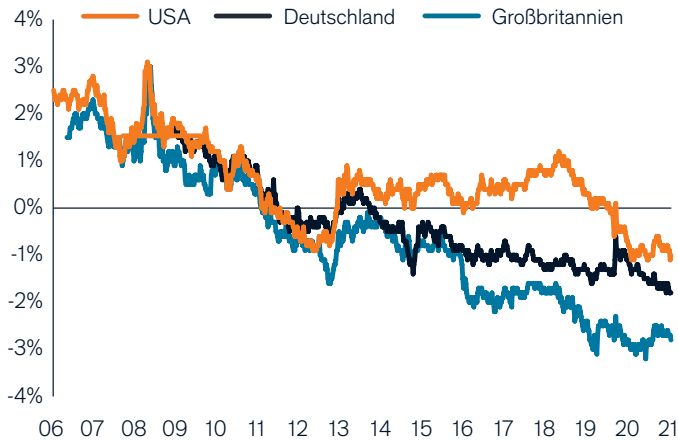
## Niedrige Realzinsen sind günstig

Die Frage, wie es möglich ist, dass wir angesichts niedriger Staatsanleiherenditen gleichzeitig Angst vor Inflation haben, spiegelt das eigentliche Rätsel wider, wie es zu den (sehr) niedrigen Realrenditen kommt. Ein altes Sprichwort besagt, dass wenn alle darüber reden, das Risiko bereits eingepreist ist. Die bei 5-jährigen inflationsgeschützten Staatsanleihen (TIPS) angenommene Breakeven-Inflationsrate hat sich im Juni und Juli 2021 offensichtlich zwischen 2,3% und 2,5% eingependelt. Das heißt, der Markt rechnet bereits mit einer Inflationsrate von über 2% in den nächsten fünf Jahren. Das liegt selbst wenn man den Unterschied zwischen den Inflationskennzahlen CPI und Kerninflation (PCE) berücksichtigt, über dem Fed-Ziel.<sup>4</sup> Die Anleihenmärkte haben also bereits eine gewisse Inflationsprämie eingepreist.



Aufgrund der bereits hohen Inflationserwartungen und da die Nominalrenditen zehnjähriger Staatsanleihen in den letzten Monaten im Durchschnitt bei 1,4% lagen, beträgt die Realrendite (Nominalrendite - Inflation) etwa -1,1%. Negative Realrenditen in dieser Höhe sind für US-Anleger relativ neu, während es sie in Europa bereits seit zehn Jahren gibt.

**Abbildung 5: Realrendite zehnjähriger Staatsanleihen**



Quelle: Bloomberg, typische Realrenditen zehnjähriger Anleihen, 21. Juli 2006 bis 21. Juli 2021.

Der Trend der Realrenditen ist wichtig, da er Aufschluss über mittelfristig Ausfälle und Kreditstress gibt. Dank negativer Realzinsen können viele Unternehmen Kredite zu Zinsen aufnehmen, die unter ihrem erwarteten Umsatzwachstum liegen. Einfach ausgedrückt: Unternehmensleitungen müssten sich für einen Ausfall schon eine ungewöhnlich hohe Zahl von Fehlritten leisten, wenn sie Zugang zu Kapital haben und zu den aktuellen Zinsen Kredite aufnehmen können.

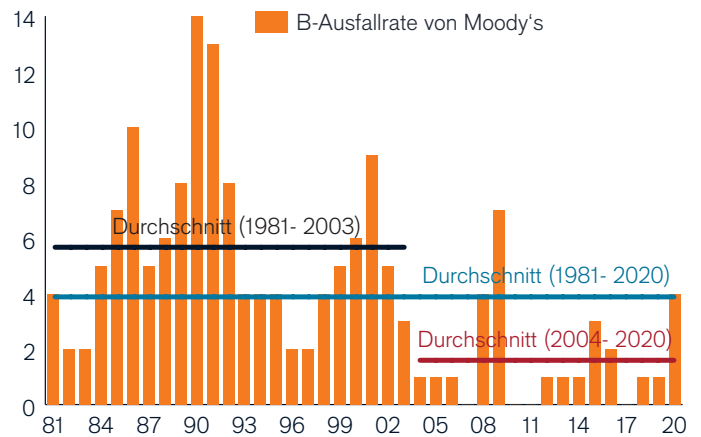
Bei einem nachhaltigen Anstieg der Realrenditen würde sich das ändern. Dazu wäre allerdings eine Umkehrung langfristiger struktureller Faktoren erforderlich, die die angemessenen Zinsen nach unten gedrückt haben, darunter überschüssige globale Ersparnisse, die Bevölkerungsalterung und die technologische Produktivität. Bislang sind diese strukturell disinflationären Trends unverändert intakt.

## Gibt es inzwischen von der Fed eine Verkaufsempfehlung für Unternehmensanleihen?

Die Zentralbankpolitik ändert sich im Laufe der Zeit, tendenziell bietet sie den Finanzmärkten allerdings immer stärkere Unterstützung. Der berühmte „Greenspan-Put“ sorgte an den Aktienmärkten für Zuversicht, dass die US-Notenbank Fed das Überschreiten eines gewissen Maßes an Verlusten nicht tolerieren würde. Sobald die Dinge aus dem Ruder laufen, würde Alan Greenspan (der damalige US-Notenbankchef) mit einer aggressiven Lockerung der Geldpolitik gegensteuern. Seine Nachfolger an der Spitze der Notenbank während und nach der Finanzkrise verwendeten seinen Ansatz ebenfalls, dehnten ihn auf das Bankensystem aus und so wurde die „quantitative Lockerung“ wurde akzeptabel. Zentralbanken rund um den Globus begannen, neben Staatsanleihen auch Unternehmensanleihen zu kaufen. Angesichts der Coronakrise entschied die Fed sich sogar für den Ankauf von Hochzinsanleihen, allerdings in geringem Umfang. Wir denken, dass die Politik der Zentralbanken möglicherweise einen Wendepunkt erreicht hat. Die Unternehmen sind inzwischen so hoch verschuldet, dass sie - insgesamt gesehen - zu groß sind, als dass ihre Insolvenz hingenommen werden kann.

**Abbildung 6: Die Ausfallzyklen sind weniger ausgeprägt**

Die Zentralbanken fürchten sich vor hohen Schuldenlasten und zweifeln an der Fähigkeit für einen ordentlichen Schuldenabbau



Quelle: Deutsche Bank, Moody's, 1981 bis 2020, Deutsche Bank Ausfallstudie, 26. April 2021. Ausfallraten pro Kalenderjahr und durchschnittliche Ausfallraten in bestimmten Zeiträumen.

Aus Zentralbanksicht sind Rezessionen gesund. Unternehmen mit schlechten Geschäftsmodellen oder zu hoher Verschuldung werden durch „kreative Zerstörung“ ausgemustert. Während der Corona-bedingten Rezession wurden jedoch von der US-Notenbank finanzierte Kapitalprogramme eingeführt, um Unternehmen in Schieflage mit Krediten zu unterstützen. Das führte zu einer noch höheren Verschuldung der Unternehmen. Wird die Fed in der nächsten Krise noch mehr Unterstützung bieten? Gibt es einen Fed-Put für Unternehmensanleihen? Wenn ja, können und sollten die Ausfallraten dauerhaft niedrig bleiben.

### Unser Fazit:

- **Eine systematische Straffung ist zu verkräften:** Die Fed ist fest entschlossen, den Aufschwung zu zementieren, und wird sich hüten, die Zinsen zu früh zu erhöhen. Als erstes wird sie ihre Anleihekäufe verringern. Angesichts der Ungewissheit über die Stärke des Wirtschaftswachstums und den Erfolg bei der Bekämpfung der Coronakrise wird sie allerdings hierbei schrittweise vorgehen. Das größte Risiko besteht darin, dass sich die Inflation hartnäckig verfestigt und die Zentralbanken gezwungen sind, durch eine aggressivere Straffung gegenzusteuern.
- **Die geringe Wahrscheinlichkeit einer Kreditkrise dürfte die Bewertungen unterstützen:** Unsere Ampel deutet auf eine geringe Zahl notleidender Unternehmen an den Kreditmärkten hin, da diese Unternehmen Zugang zu

Kapital haben und Kredite günstig sind. In den Bewertungen spiegeln sich die überschüssigen Ersparnisse wider, die die Anleiherenditen auf einem niedrigen Niveau verankern. Dies dürfte zu einer anhaltenden Nachfrage nach Hochzinsanleihen führen, da die Anleger nach Rendite streben. Außerdem entspricht es unserer Einschätzung, dass die Spreads bei Hochzinsanleihen attraktiver sind als bei Investment-Grade-Anleihen, bereinigt um die historische Kreditqualität.

- **Weniger markante Ausfallzyklen.** Die Zentralbanken haben die hohe Verschuldung aufmerksam im Blick und werden voraussichtlich an ihrer akkommodierenden Geldpolitik festhalten. Niedrige Realrenditen und niedrige Ausfallraten könnten uns noch eine Weile begleiten. Möglicherweise gibt es einen Fed-Put für Unternehmensanleihen.

Die Investment Strategy Group (ISG) vereint Anlagespezialisten der globalen Fixed Income-Plattform und andere Teams von Janus Henderson und stellt so ein Research- und Diskussionsforum für die wichtigsten Bereiche Fixed Income Asset Allocation und makroökonomischer Ausblick (einschließlich Zinsen und Währung) dar. Er soll unsere besten Ideen weltweit zusammenführen und den Portfoliomanagern Entscheidungen über die Portfoliopositionierung und Risikoallokation erleichtern. ISG Insight will eine Übersicht über die jüngste Diskussion innerhalb der Gruppe bieten.

FÜR WEITERE INFORMATIONEN BESUCHEN SIE BITTE [JANUSHENDERSON.COM](http://JANUSHENDERSON.COM)

**Janus Henderson**  
— INVESTORS —

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen entsprechen dem Stand zum Publikationsdatum. Sie sind nur zur Information gedacht und dürfen nicht als Anlageberatung, rechtliche oder steuerrechtliche Beratung genutzt oder verstanden werden, auch nicht als Angebot zum Verkauf, als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder als Empfehlung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers, einer Anlagestrategie oder eines Marktsegments. Keiner der Inhalte dieser Publikation ist als direkte oder indirekte Erbringung von Anlagemanagement-Leistungen im Hinblick auf die spezifischen Erfordernisse eines Kunden zu verstehen. Hier wiedergegebene Meinungen und Beispiele sind lediglich zur Veranschaulichung allgemeiner Themen gedacht; sie beinhalten keine Indikation für beabsichtigte Transaktionen und können sich ändern. Sie geben möglicherweise nicht die Einschätzungen anderer Personen innerhalb des Unternehmens wieder. Zur Illustration genannte Beispiele sind nicht als Hinweis oder Implikation zu verstehen, dass diese jetzt oder in der Vergangenheit in einem Portfolio enthalten sind bzw. waren. Für Prognosen kann keine Garantie übernommen werden und es ist nicht garantiert, dass die bereitgestellten Informationen vollständig oder aktuell sind. Außerdem besteht keinerlei Gewähr im Hinblick auf die Ergebnisse, die bei deren Verwendung erzielt werden. Quelle der Daten ist Janus Henderson Investors, sofern nicht anders angegeben. Informationen und Daten, die von Dritten bezogen werden, werden von Janus Henderson Investors in gutem Glauben als verlässlich erachtet. **Die historische Wertentwicklung beinhaltet keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Geldanlage beinhaltet Risiken, darunter mögliche Kapitalverluste und Wertschwankungen.**

Nicht alle erwähnten Produkte oder Dienstleistungen sind in allen Ländern verfügbar. Dieses Material oder die darin enthaltenen Informationen können gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, sie dürfen ohne ausdrückliche schriftliche Einwilligung nicht vervielfältigt oder darauf Bezug genommen werden und nicht in Ländern oder unter Umständen verwendet werden, in bzw. unter denen diese Verwendung rechtswidrig wäre. Janus Henderson trägt keine Verantwortung für eine rechtswidrige Weitergabe dieser Publikation an Drittparteien – sei es insgesamt oder in Auszügen. Der Inhalt dieser Publikation ist nicht von einer Aufsichtsbehörde geprüft und gebilligt worden.

Janus Henderson Investors ist der Name, unter dem Anlageprodukte und -dienstleistungen von den nachstehend genannten Körperschaften in den jeweiligen Ländern bereitgestellt werden: (a) Europa von Janus Capital International Limited (Reg. Nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (Reg. Nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (Reg. Nr. 2678531), Henderson Equity Partners Limited (Reg. Nr. 2606646) (jeweils registriert in England und Wales unter der

Adresse 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE und reguliert von der Financial Conduct Authority) und Henderson Management S.A. (Reg. Nr. B22848, 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg, reguliert von der Commission de Surveillance du Secteur Financier), (b) den USA von bei der SEC registrierten Anlageberatern, die Tochtergesellschaften der Janus Henderson Group plc sind, (c) Kanada von Janus Capital Management LLC nur für institutionelle Anleger in bestimmten Ländern, (d) Singapur von Janus Henderson Investors (Singapore) (Firmenregister-Nr. 199700782N). Diese Werbung oder Veröffentlichung wurde nicht von der Monetary Authority of Singapore geprüft; (e) Hongkong von Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Diese Unterlage wurde von der Securities and Futures Commission of Hong Kong nicht geprüft; (f) **Taiwan R.O.C** von Janus Henderson Investors Taiwan Limited (operativ unabhängig), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefon: (02) 8101-1001. SICE-Zulassungsnummer 023, erteilt im Jahr 2018 von der Financial Supervisory Commission; (g) Südkorea von Janus Henderson Investors (Singapore) Limited nur qualifizierten professionellen Anlegern (im Sinne des Financial Investment Services and Capital Markets Act und seinen untergesetzlichen Bestimmungen); (h) **Japan** von Janus Henderson Investors (Japan) Limited, reguliert durch die Financial Services Agency und registriert als Financial Instruments Firm in den Bereichen Investment Management Business, Investment Advisory and Agency Business sowie Type II Financial Instruments Business, (e) Australien und Neuseeland von Janus Henderson Investors (Australia) Limited ((ABN 47 124 279 518) und zugehörigen Unternehmen einschließlich Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) und Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268, (f) im Nahen Osten von Janus Capital International Limited, reguliert durch die Dubai Financial Services Authority als Representative Office. Im Nahen Osten werden keine Transaktionen vorgenommen und etwaige Anfragen sind an Janus Henderson zu richten. Wir können Telefonanrufe zur wechselseitigen Absicherung, zur Verbesserung des Kundenservice und zwecks regulatorisch erforderlicher Aufzeichnungen speichern.

**Außerhalb der USA:** Nur für institutionelle, professionelle, qualifizierte und erfahrene Investoren, qualifizierte Vertriebspartner, Wholesale-Investoren/-Kunden nach jeweils geltendem Recht. Nicht zur Wiedergabe oder Weitergabe in der Öffentlichkeit. Zu Werbezwecken.

Janus Henderson, Janus, Henderson, Perkins, Intech, Knowledge Shared und Knowledge Labs sind Marken der Janus Henderson Group plc oder eines ihrer Tochterunternehmen. © Janus Henderson Group plc