



Darrell Spence

Volkswirt



Pramod Atluri

AnleihenportRight

Thanksfoliomanager

Die US-Wirtschaft boomt. Wie stark können die Zinsen noch steigen?

Im Überblick

- Viel spricht zurzeit für eine starke US-Konjunktur und ein hohes einstelliges Wachstum der US-Wirtschaft in diesem Jahr.
- Die Inflation dürfte 2021 steigen, größtenteils aber wohl nur vorübergehend.
- Die Zinsen könnten dieses Jahr ebenfalls zulegen, aber der Großteil des Anstiegs liegt hinter uns.

Die Aussicht auf eine starke US-Konjunktur in diesem Jahr schürte Inflations-sorgen und löste einen Ausverkauf von US-Staatsanleihen aus. Wir sprachen mit Anleihenportfoliomanager Pramod Atluri und US-Volkswirt Darrell Spence über die Aussichten für Wirtschaft und Zinsen. Außerdem wollten wir wissen, ob die Fed die Zinsen jetzt früher anheben könnte als bislang erwartet.

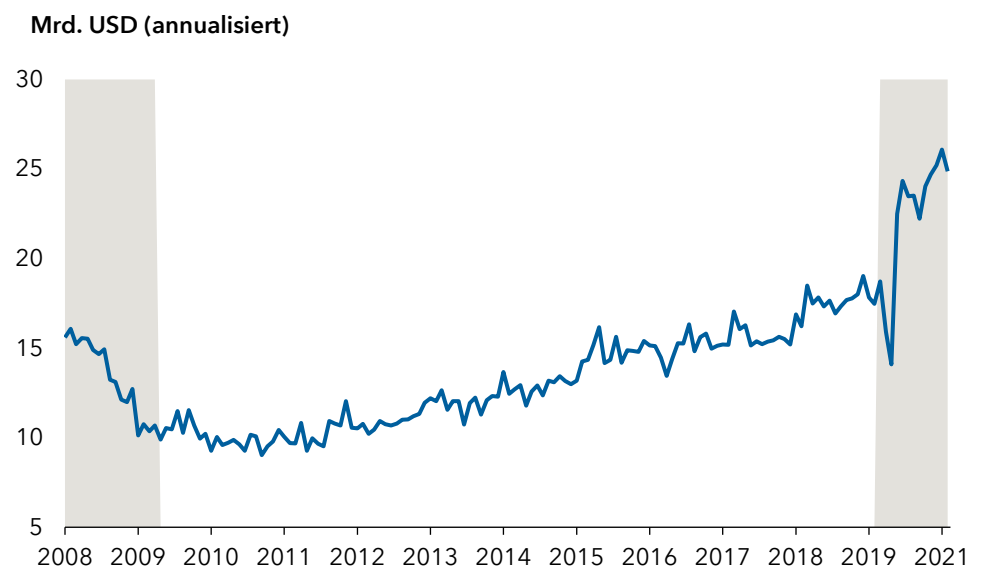
Darrell, beginnen wir mit Ihnen. Was halten Sie von den derzeitigen Erwartungen, und wie stark kann die US-Wirtschaft dieses Jahr wachsen?

Darrell Spence: Entscheidend sind die Konjunkturpakete. Das 1,9 Billionen US-Dollar schwere Corona-Hilfspaket dürfte das Wachstum deutlich stärken, zumal über 400 Milliarden US-Dollar direkt an die Verbraucher fließen. Wenn auf einmal so viel mehr Geld in den Kassen ist, kann das Wachstum schon kräftig zulegen. Hinzu kommen ungenutzte Mittel aus früheren Hilfspaketen und ein Impfplan, demzufolge – wenn sich nichts ändert – in der zweiten Augushälfte alle über 16-jährigen Amerikaner geimpft sind. Nach und nach wird es weitere Öffnungsschritte geben. Außerdem hat die Fed erklärt, dass sie die höhere Teuerung für vorübergehend hält und bei ihrer expansiven Geldpolitik bleibt.

All dies kann meiner Meinung nach dazu führen, dass die Wirtschaft dieses Jahr ein oder zwei Quartale lang annualisiert um etwa 10% wächst. Angebotsengpässe und verbleibende Schwächen am Arbeitsmarkt könnten sie zwar bremsen, aber sehr viel spricht zumindest für ein hohes einstelliges Wachstum.

Tatsächlich gibt es viele Anzeichen für eine starke Dynamik. Denken Sie nur an die zuletzt sehr hohe Nachfrage nach Sportbooten. Einige amerikanische Familien haben die Staatshilfen gespart, sodass die Sparquote auf fast 15% gestiegen ist. Andere sehen in ihnen eher einen Bonus. Sportboote mögen Luxus sein, aber die Nachfrage nach anderen Konsumgütern wächst auch.

Keine Ebbe mehr: Höhere Ausgaben für Sportboote in den USA¹



Aufgrund des Konjunkturausblicks fürchtet man eine höhere Inflation. Teilen Sie diese Sorge?

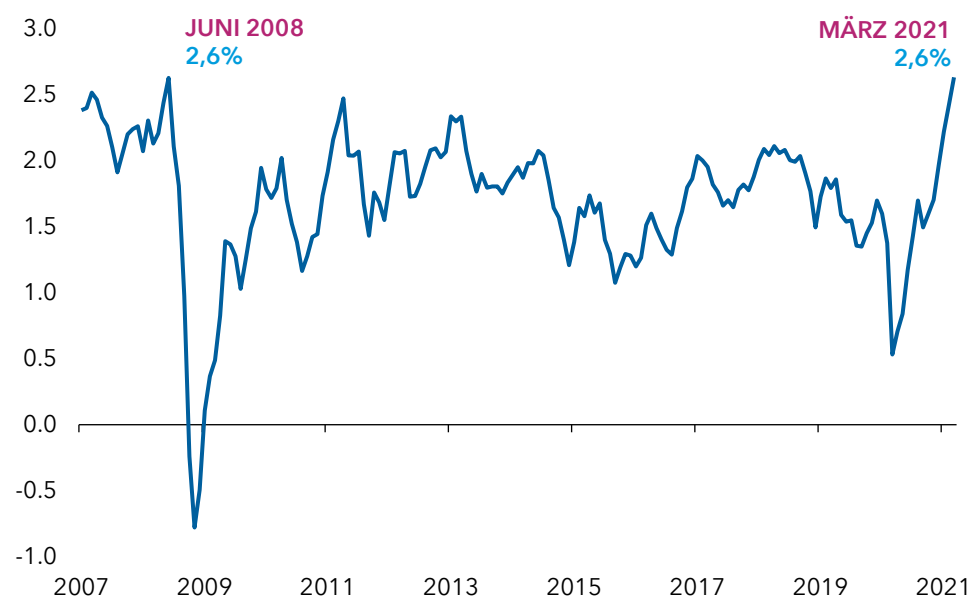
Darrell Spence: Ich teile die Konsensmeinung, dass die Inflation dieses Jahr steigt. Ein Großteil davon dürfte aber vorübergehend sein. Letztes Jahr war die Inflation extrem niedrig, und jetzt werden große Konjunkturprogramme aufgelegt. Hinzu kommen vielleicht Angebotsengpässe. All dies kann für steigende Preise sorgen. Es würde mich nicht wundern, wenn der Verbraucherpreisindex um vielleicht 2,5% zulegt.

1. Quellen: Bureau of Economic Analysis, Refinitiv Datastream. Stand 28. Februar 2021. Rezessionen gemäß Definition des National Bureau of Economic Research sind grau schattiert.

Doch zum Jahresende könnte es damit bereits vorbei sein. Dann wird sich die Inflation wohl bei ihrem Langfristrend einpendeln. Ich rechne nicht mit einem starken langfristigen Anstieg. Dennoch könnte die Teuerung auf Dauer etwas höher sein als bisher, vor allem, wenn das große Infrastrukturprogramm weiter für eine expansive Fiskalpolitik sorgt.

Natürlich kommt dies für den Markt nicht überraschend. Die Break-even-Inflation von TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities), ein Maß für die Inflationserwartungen, ist bereits gestiegen. Doch damit die Erwartungen wirklich nachhaltig zulegen, müsste die Teuerung jetzt wirklich stark steigen. Die Markterwartungen von zurzeit 2,6% scheinen die Fed nicht wirklich zu irritieren.

5-Jahres-Break-even-Inflation so hoch wie seit 2008 nicht mehr²



Pramod, was erwarten Sie vor diesem Hintergrund für eine Zinsentwicklung in diesem Jahr?

Pramod Atluri: Mit einer Zehnjahresrendite von fast 1,75% sind die langfristigen Staatsanleihenrenditen jetzt wieder so hoch wie vor Corona. Damals lagen Wirtschaftswachstum und Inflation in den USA jeweils bei etwa 2%. Der Konjunkturzyklus ging zu Ende. Viele Branchen zeigten gewisse Ermüdungserscheinungen. Heute ist die Lage völlig anders. Steigende Zinsen finde ich plausibel, auch wenn ein Großteil des Anstiegs schon hinter uns liegt.

Die Langfristrenditen könnten durchaus um etwa 50 Basispunkte steigen. Für einen schnellen, noch stärkeren Anstieg sehe ich aber keine Gründe. Warum? Da ist erstens die Fed. Indem sie den Tagesgeldsatz nahe null hält und verspricht, daran auf Jahre nichts zu ändern, verhindert sie generell höhere Renditen, vor allem aber einen Anstieg im Bereich bis zu sieben Jahren. Zweitens kauft die Fed jedes Jahr für weit über 1 Billion US-Dollar Wertpapiere, was die Nullzinspolitik noch verstärkt. Und drittens spielen auch die Zinsen in anderen Ländern eine Rolle. In den USA rechnet man mit mehr Wachstum und einer höheren Inflation, während andere Länder noch immer mit den Folgen von Corona kämpfen. Weil die Zinsen in vielen Ländern noch immer niedrig oder gar negativ sind, dürften die USA für internationale Investoren attraktiv bleiben. Das sollte die US-Renditen dämpfen.

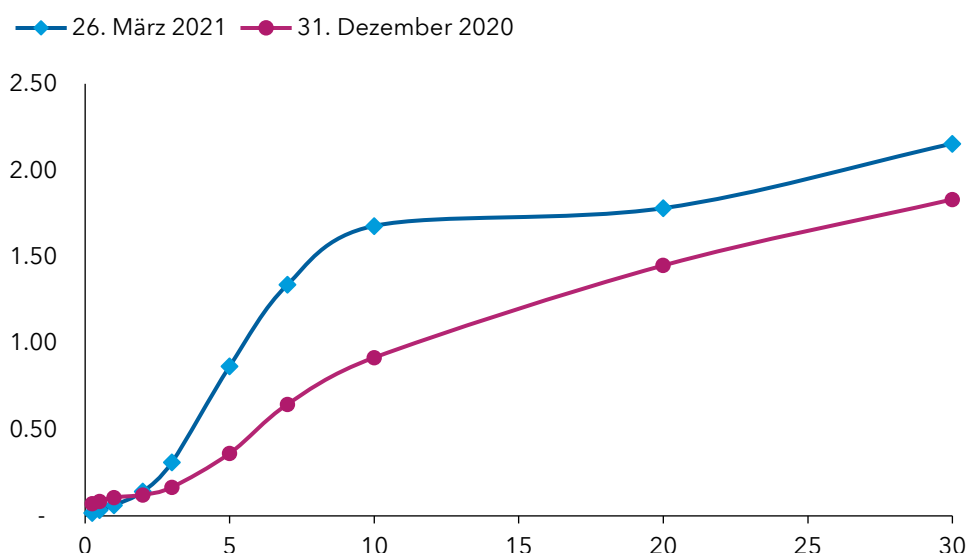
2. Quelle: Bloomberg. Stand 26. März 2021.

Wie sind Ihre Erwartungen für die Zinsstrukturkurve?

Pramod Atluri: Die Zinsstrukturkurve ist schon jetzt wesentlich steiler geworden. Die Zehnjahresrenditen sind heute fast 125 Basispunkte höher als bei ihrem Tiefstand 2020, und die Fed sorgt dafür, dass die Kurzfristzinsen nahe null bleiben. Wenn Wachstum und Inflation so stark steigen, wie Darrell meint, könnten die Renditen 10- und 30-jähriger US-Staatsanleihen weiter zulegen. Bei kürzeren Laufzeiten halte ich einen weiteren Anstieg aber für unwahrscheinlich.

Interessant finde ich deshalb kürzer laufende Titel, etwa Fünfjahresanleihen. Mit zurzeit 0,9% Rendite sind sie nur noch wenig von meinem Jahresendziel von 1% entfernt. Der laufende Ertrag dieser Papiere ist deutlich höher als der Kursverlust bei zehn Basispunkten Renditeanstieg. Wenn man dann noch berücksichtigt, dass die Renditen von Unternehmensanleihen und Agency-MBS darüber liegen und positive Roll-down-Effekte hinzukommen, wenn sich Anleihen ihrer Fälligkeit nähern, stellen kurz- und mittelfristige Titel dieses Jahr durchaus niedrige einstellige Gesamterträge in Aussicht.

Zinsstrukturkurve von US-Staatsanleihen³



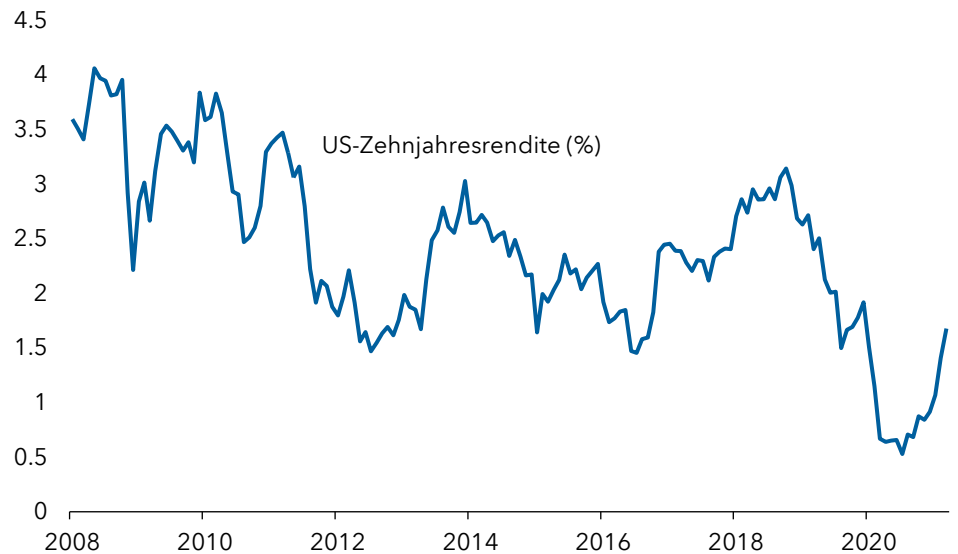
Kommen wir zur Geldpolitik. Kann eine unerwartet starke Konjunktur die Fed zu einer Straffung zwingen?

Pramod Atluri: Die Fed wird sich bei den Leitzinsen an der tatsächlichen Arbeitslosigkeit und der tatsächlichen Inflation orientieren - und nicht an Prognosen. Wer wissen will, wie schnell sie die Leitzinsen erhöht, muss wissen, wie sehr das Wachstum zulegt. Wenn die US-Wirtschaft 2021 statt der allgemein erwarteten 5,5% um bis zu 8% oder 10% wächst, könnte die Fed schneller handeln. Je stärker die Wirtschaft wächst, umso schneller erreicht die Notenbank ihre Ziele. Am Markt wird man das in den Kursen berücksichtigen.

Am wahrscheinlichsten ist für mich nach wie vor, dass die Fed Anfang bis Mitte 2023 mit Zinserhöhungen beginnt, und zwar jedes Quartal um 25 Basispunkte. Das entspricht dem letzten Zinserhöhungszyklus. Die Notenbank hat signalisiert, dass sie erst die Wertpapierkäufe verringert, bevor sie die Zinsen anhebt. Das würde ein Tapering Ende 2022 oder Anfang 2023 bedeuten, also in etwa zwei Jahren.

3. Quelle: Bloomberg. Stand 26. März 2021.

Erholung der US-Staatsanleihenrenditen nach dem Tief im Vorjahr⁴



Darrell, wie weit glauben Sie wird die Arbeitsmarktentwicklung die Fed beeinflussen?

Darrell Spence: Offiziell betrug die Arbeitslosenquote im Februar 6,2%, aber dieser niedrige Wert könnte manches verdecken. Wer nicht mehr als Erwerbperson gilt, fällt aus der Statistik heraus. Viele dieser Menschen könnten dennoch arbeitssuchend sein. Sie werden aber nicht mehr gezählt, weil sie sich zu Hause um ihre Kinder kümmern müssen, oder auch aus anderen Gründen. Tatsächlich dürfte die Arbeitslosenquote daher eher 8% bis 8,5% betragen. Ich glaube, wir haben zurzeit etwa sechs Millionen Stellen weniger als vor Corona. Da liegt noch viel im Argen.

Natürlich könnte sich all das schnell ändern, aber dazu brauchen wir einen umfassenderen und nachhaltigeren Neustart, auch bei Schulen und anderen Einrichtungen. Der Arbeitsmarkt macht allmählich Fortschritte, aber es bleibt noch viel zu tun. Der Fed ist eine nachhaltige Erholung des Arbeitsmarktes wichtig, mit einer hohen Partizipationsquote. All das spricht meines Erachtens dafür, dass die Geldpolitik noch nicht so bald gestrafft wird.

Und was bedeutet all dies für Anleiheninvestoren?

Pramod Atluri: Wenn die Langfristrenditen um 50 Basispunkte steigen, aber die Renditen fünfjähriger Staatsanleihen noch immer etwa 1% betragen, könnte ein passiver Indexanleihenfonds dieses Jahr etwa 1% bis 2% verlieren. Aktive Manager können das besser.

Sie könnten auf Kurzläufer setzen und lang laufende Titel meiden oder untergewichten. Ein aktiver Manager mit sechs Jahren Duration kann dadurch Gewinne steigern und Verluste begrenzen. Dann hat er die Aussicht auf höhere Gesamterträge. Wenn Investoren steigende Renditen befürchten, können sie in kurz- und mittelfristig anlegende Anleihenfonds umsichten. Sie investieren vorwiegend in Titel, deren Renditeanstieg weitgehend abgeschlossen ist und mit denen man dieses Jahr wohl wieder etwas verdienen kann.

4. Quelle: Bloomberg. Endfälligkeitsrenditen von US-Staatsanleihen am jeweils letzten Handelstag der Monate Januar 2008 bis Februar 2021 sowie am 26. März 2021.

Letztlich bedeuten höhere Renditen aber auch, dass man Aktienrisiken mit Anleihenfonds wieder besser diversifizieren kann. Bei einer neuerlichen Marktkorrektur bieten sie also besseren Schutz. Trotz der hohen Aktienkurse ist nicht alles perfekt. Die enorme Notenbankliquidität hat zweifellos zu einer großen Spekulationswelle geführt. Man soll es aber nicht übertreiben, sodass wir Qualitätsanleihen heute für genauso wichtig halten wie 2020. Falls ein neuer großer Schock die Konjunkturerholung ausbremst, könnten die Zinsen rasch wieder stark fallen – und die Anleihenkurse steigen. Dann könnten Anleihen das Portfolio stabilisieren. Sie könnten für Kapitalschutz und Liquidität sorgen, wie schon beim Coronaschock 2020.

Pramod Atluri ist Anleihenportfoliomanager mit 22 Jahren Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2020). Er hat einen MBA von der Harvard Business School und einen Bachelor in Biochemie von der University of Chicago mit Volkswirtschaftslehre und Chemie als weiteren Fächern. Er ist Chartered Financial Analyst®.

Darrell R. Spence ist Volkswirt mit 28 Jahren Branchenerfahrung (Stand 31. Dezember 2020). Er hat einen Bachelor in Volkswirtschaftslehre vom Occidental College. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst® und Mitglied der National Association for Business Economics.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominated sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivate, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

In Deutschland ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

In der Schweiz wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

Informationen zum Index dienen nur zur Erläuterung und zur Illustration. Der Fonds ist ein aktiv gemanagter UCITS. Er wird nicht in Anlehnung an eine Benchmark gesteuert.

© 2021 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-390298 STR DE AT CH (DE) P