

Anleihenausblick: Auf die USA kommt es an



David Hoag
Portfoliomanager



Tim Ng
Portfoliomanager



Damien McCann
Portfoliomanager

Im Überblick

- Anleger versuchen, sich ein Bild von Trump 2.0 zu machen. Kurzfristig rechnen wir mit weiterer Zinsvolatilität. Das muss aber nicht unbedingt schlecht sein, ist es für aktive Anleiheninvestoren doch auch eine Chance.
- Hohe Einstiegsrenditen, attraktive Bewertungen und möglicherweise fallende Leitzinsen können in nächster Zeit für hohe Erträge sorgen. Daran ändern auch die insgesamt engen Spreads nichts.
- Anleihen scheinen ihre klassische Rolle als Diversifikationsinstrumente wieder wahrnehmen zu können. Das war schon Anfang August 2024 so, als Aktien wegen überraschend schwacher Konjunkturdaten unter Druck gerieten.

2025 und danach dürfte die noch immer stabile US-Konjunktur die Märkte ganz wesentlich bestimmen. Nachdem die Rezession ausblieb, kehren die USA den Daten zufolge jetzt zur mittleren Zyklusphase zurück. Zugleich ist die Inflation weiter in Richtung des 2%-Ziels der Fed gefallen, sodass Zinssenkungen möglich wurden.

Das Umfeld ist also ordentlich, und die Zinsen sind noch immer hoch. Alle Arten von Festzinstiteln stellen daher attraktive Renditen in Aussicht. Die Spreads gegenüber Staatsanleihen sind hingegen meist noch eng – eine Folge der hohen Nachfrage und guter Fundamentaldaten. Unternehmen wie Verbraucher stehen finanziell gut da.



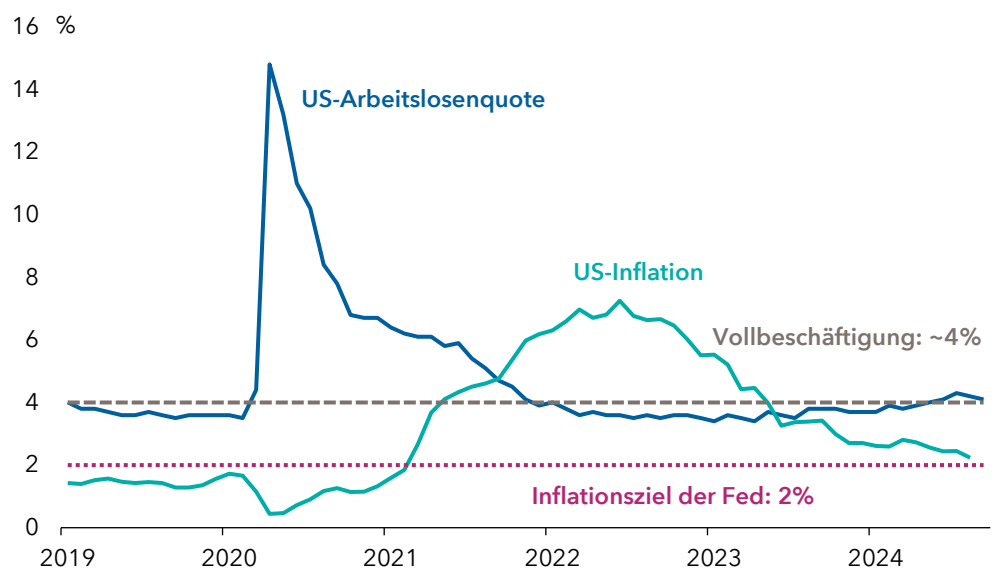
Kirstie Spence
Portfolio Managerin

Der Einstiegszeitpunkt kann daher jetzt günstig sein. Anleihen versprechen hohen laufenden Ertrag, und die Zinsen könnten weiter fallen. Auch die Spreads werden sich kaum ausweiten, solange sich die Fundamentaldaten nicht verschlechtern.

Wenn Trump die Regierungsgeschäfte übernommen hat, wird es noch einige Zeit dauern, bis seine Zoll- und Ausgabenpolitik in allen Einzelheiten bekannt ist und umgesetzt wird. Da sich die Anleger erst noch ein Bild von den konkreten Auswirkungen auf Inflation und Konjunktur machen müssen, rechnen wir zunächst mit weiterer Zinsvolatilität. Aber das muss nicht schlecht sein. Für aktive Investoren sind Kursschwankungen eine Chance auf Mehrertrag durch Durationssteuerung, Laufzeitenallokation und Positionen in strukturierten Produkten (wie MBS).

Die hohen Einstiegsrenditen, die günstigen Bewertungen und ein möglicher Zinsrückgang sorgen trotz der insgesamt engen Spreads für gute Rahmenbedingungen.

Normalisierung von Inflation und Arbeitslosigkeit in den USA Inflation und Arbeitslosenquote in den USA



Quellen: Capital Group, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labour Statistics, Federal Reserve, PandemicOversight.gov. Inflation gemessen an der 1-Jahres-Veränderung des PCE-Preisindex. Vollbeschäftigung definiert als niedrigstmögliche Arbeitslosenquote, bei der die Inflation nicht steigt. Dabei handelt es sich um einen theoretischen Wert; 4% sind nur ein Beispiel. Stand 30. September 2024.

Im Folgenden analysieren wir fünf wichtige Anleihenthemen.

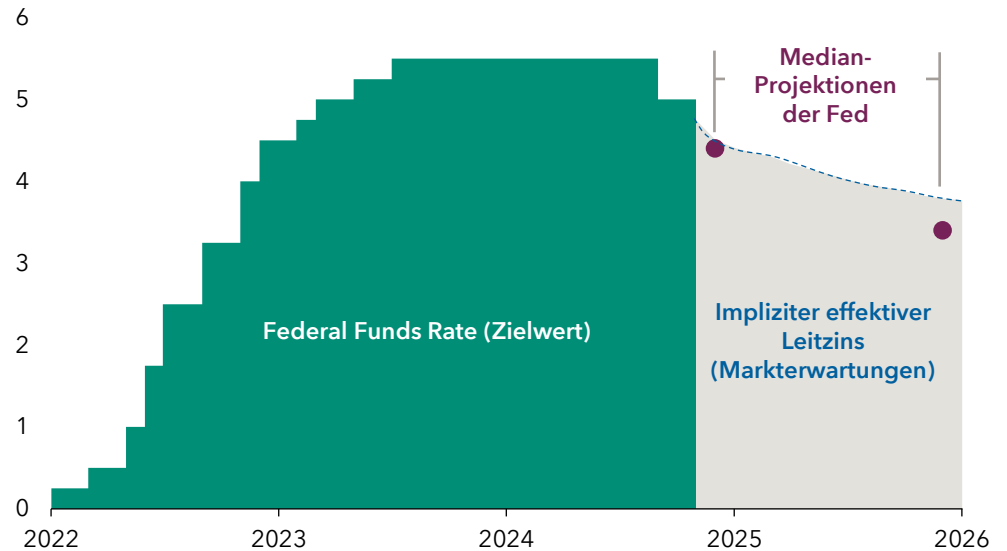
Zinsen

Die US-Wirtschaft ist nach wie vor stabil. Die Inflation lässt nach und fällt in Richtung des Notenbankziels, und die Kernrate könnte wegen des geringeren Wohnkostenanstiegs sogar noch stärker fallen. Selbst wenn die Teuerung den Zielwert nicht erreicht, ist ein erneuter starker, genereller Preisanstieg wie in den letzten Jahren unwahrscheinlich.

Da die Inflation unter Kontrolle ist, wendet sich die Fed jetzt dem Arbeitsmarkt zu. Wir glauben, dass sie ihre Geldpolitik zurzeit für restriktiv hält und die Zinsen daher weiter senkt, wenn auch wohl nicht so schnell wie bislang angenommen.

Höhere Zinsen wegen starker US-Konjunktur

Federal Funds Rate - tatsächlich und erwartet (%)



Prognosen nur zur Illustration.

Quellen: Capital Group, Bloomberg, Federal Reserve. Der Zielwert der Federal Funds Rate ist die Obergrenze der vom Offenmarktausschuss der Fed angestrebten Spanne für den 1-Tages-Zins am US-Interbankenmarkt. Medianprojektionen der Fed vom 18. September 2024. Aktuellste verfügbare Daten Stand 30. November 2024

Unterdessen bleiben die mittel- und langfristigen Zinsen hoch. Man fürchtet, dass Trump neue Zölle einführt, die Einwanderung erschwert und die Staatsausgaben erhöht. All das treibt die Preise. Es gibt aber auch Alternativszenarien, in denen die Zölle weniger Schaden anrichten als allgemein angenommen, und vielleicht kürzt die neue Regierung auch manche der alten Ausgabenprogramme oder schafft sie ganz ab. Wir beobachten die möglichen Entwicklungen genau und rechnen alles in allem mit einer Seitwärtsbewegung der Renditen. Einige Capital-Group-Portfoliomanager haben die Duration ihrer Strategien nach dem Ausverkauf vor den Wahlen angehoben. Viele rechneten fest mit einer steileren Zinsstrukturkurve, und in den letzten Monaten kam es dann auch so. Es entfällt also wieder ein größerer Teil ihres Risikobudgets auf die aktive Duration.

Die Zinsstrukturkurve könnte noch steiler werden

Zinsdifferenz, 10 Jahre minus 2 Jahre

350 Basispunkte



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quelle: Bloomberg. Stand 6. Dezember 2024. Angegeben ist die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen US-Staatsanleihen.

Investmentgrade-Unternehmensanleihen

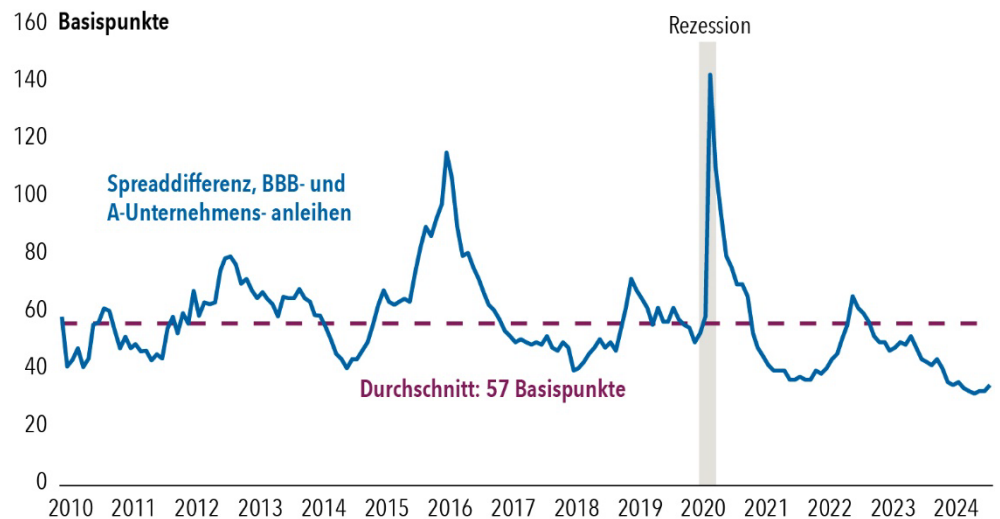
Ceteris paribus dürfte der gute Konjunkturausblick gut für Credits sein, die noch dazu von einer guten Markttechnik profitieren. Zwar sind die Spreads deshalb schon recht eng, doch ist eine starke Ausweitung ohne echten Auslöser nur schwer vorstellbar. Bleibt er aus, dürfte man mit hochwertigen Investmentgrade-Unternehmensanleihen auch weiterhin gut verdienen.

Kurzfristig entwickeln sich Unternehmensanleihen oft parallel zu Staatsanleihen, aber längerfristig entsprechen ihre Erträge in der Regel den Renditen. Bei einem enttäuschenden Wirtschaftswachstum dürfte die im Schnitt siebenjährige Duration amerikanischer Investmentgrade-Titel eine Spreadausweitung zu einem gewissen Grad ausgleichen, da die Staatsanleihenrenditen dann vermutlich fallen. Wirklich schwache Ergebnisse amerikanischer Investmentgrade-Unternehmensanleihen erwarten wir nur bei einer Stagflation, wenn Renditen und Spreads gleichermaßen steigen. Das halten wir zurzeit aber nicht für sehr wahrscheinlich.

Wegen der engen Spreads ist die Einzelwertauswahl jetzt besonders wichtig. Chancen sehen wir im Pharma- und im Versorgersektor. In den letzten zwei Jahren haben viele Pharmaunternehmen Anleihen begeben, um Übernahmen zu finanzieren und ihre Produktpipelines zu stärken. Da Pharmafirmen meist nicht sehr konjunktursensitiv sind, können sie stetige Cashflows erwirtschaften und damit ihre Schulden in den folgenden Jahren wieder tilgen. Bei Versorgern sehen wir Chancen durch aufsichtsrechtliche Änderungen und höhere Investitionen, um die immer weiter steigende Stromnachfrage der Datenzentren zu erfüllen. Wegen der zuletzt niedrigeren Risikoprämien schwächerer Credits haben sich viele Portfoliomanager für qualitätsstärkere Titel entschieden.

Alles in allem bilden die Bewertungen von Unternehmensanleihen die zunehmende Divergenz zwischen der stabilen US-Wirtschaft und den krisenanfälligeren europäischen Ländern ab, zumal Europa wesentlich abhängiger von China ist. In Europa finden wir vor allem Bankanleihen spannend. Die Kapitalausstattung europäischer Banken ist ebenso gut wie die Qualität ihrer Aktiva, und sie haben reichlich Liquidität.

Nachlassender Spreadvorteil risikoreicherer Investmentgrade-Anleihen Spreadunterschied in den USA



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quelle: Bloomberg. Stand 30. September 2024. BBB- und A-Teilindizes des Bloomberg US Corporate Investment Grade Index.

Verbriefungen

Wegen der hohen Zinsen und des erwarteten Volatilitätsanstiegs bieten Agency-MBS zurzeit einen durchschnittlichen Nominalspread von 100 bis 120 Basispunkten gegenüber US-Staatsanleihen, was über dem Langfristdurchschnitt liegt. Viele Agency-MBS sind daher jetzt attraktiver bewertet als ratinggleiche Unternehmensanleihen. Anleger können mit Qualitätstiteln Renditen im mittleren einstelligen Bereich verdienen.

Wegen der großen Marktvielfalt können Anleger mit Agency-MBS ein diversifiziertes Portfolio konstruieren. Titel mit höheren Coupons bieten trotz der volatilen Zinsen einen attraktiven Risikoausgleich durch überzeugende Nominalrenditen und Spreads. Hypothekenanleihen mit Coupons von 3% bis 5% dürften unterdessen von fallenden Zinsen profitieren.

Im Vergleich zu Unternehmensanleihen bleiben Verbriefungen attraktiv bewertet. Asset-Backed Securities (ABS) mit kürzerer Laufzeit bieten wettbewerbsfähige laufende Erträge. So kann man mit ABS mit AAA-Rating und 1,5 Jahren Duration, gedeckt mit Subprime-Automobilkrediten, 70 Basispunkte Mehrertrag gegenüber US-Staatsanleihen erzielen.

Die Struktur solcher Anleihen schützt sie vor Zahlungsrückstand und Ausfallverlusten, vor allem bei Tranchen mit höherem Rating. Ausgewählte Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) mit AAA-Rating bieten 40 Basispunkte höhere Zinsen als Unternehmensanleihen mit A-Rating. Chancen sehen wir bei Verbriefungen aus den Bereichen Selfstorage (Lagerraum für Privatpersonen) und Datenzentren. Aber auch andere Single-Asset-Single-Borrower-Titel sind attraktiv.

Bei Conduits sind wir jetzt optimistischer für Büroimmobilien. Ermutigend ist die mittlerweile klare Zweiteilung des Marktes zwischen hochwertigen und schwächeren Titeln. Das gilt für die Einschätzung der Anleger ebenso wie für die Bewertungen.

High Yield

Die allermeisten High-Yield-Emittenten haben ordentliche Geschäftszahlen vorgelegt. Da sie eine Rezession fürchteten, haben sie in den letzten Jahren solide gewirtschaftet und stehen deshalb finanziell gut da. Die Zinssenkungen der Fed dürften ebenfalls helfen.

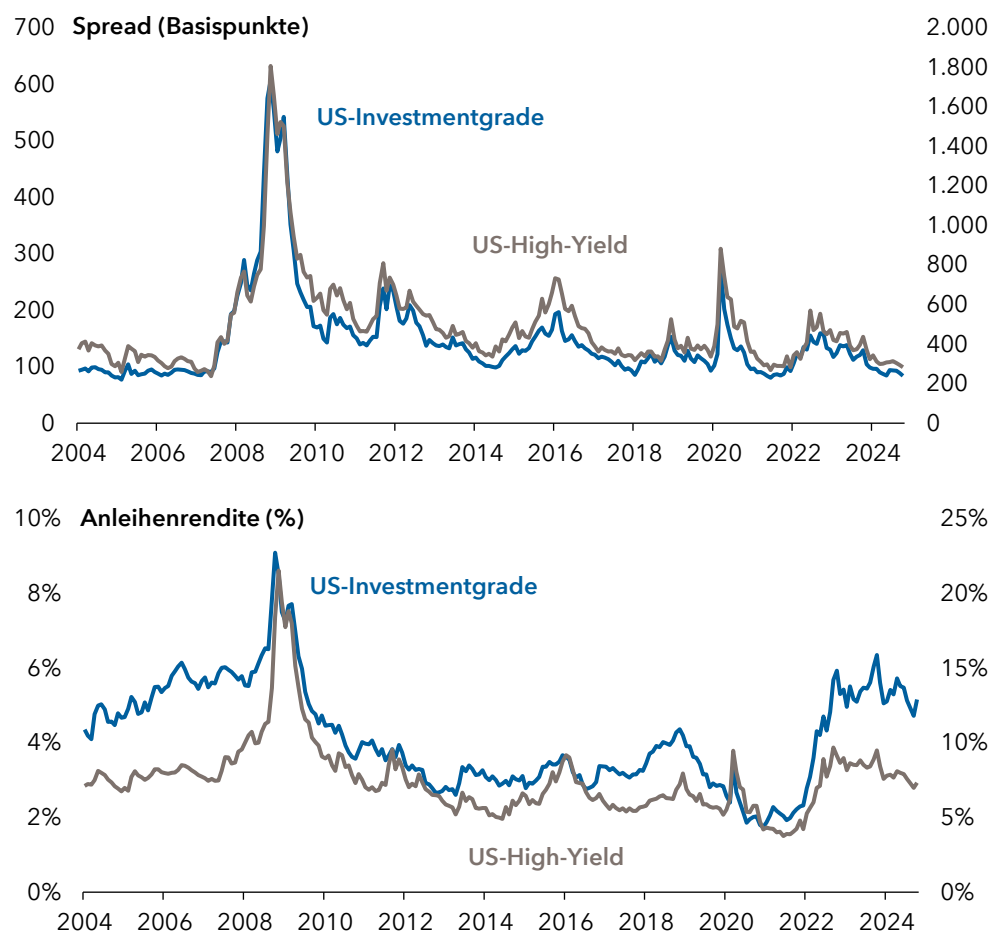
Trotz der historisch engen High-Yield-Spreads sorgen die stabile US-Konjunktur und die bessere Kreditqualität für attraktive Gesamtrenditen. Wegen seiner kürzeren Duration dürfte sich der Sektor auch zur Diversifikation von breit anlegenden Anleihenportfolios eignen. Da sich der Refinanzierungsbedarf der Emittenten in den nächsten zwei Jahren in Grenzen hält und der Ausblick für Konjunktur- und Unternehmensgewinne positiv bleibt, sind auch weiterhin nur wenige Ausfälle zu erwarten.

Wegen der engen Spreads kommt es aber auf die Einzelwertauswahl an. Auch im Bereich Kabel- und Satellitenfernsehen halten wir manche Qualitätstitel trotz langfristiger Herausforderungen für attraktiv bewertet.

In anderen Sektoren wiederum könnten die Deregulierungspläne der neuen US-Administration Fusionen und Übernahmen fördern. Das gilt etwa für Rohstoffe und Energie, wo wir ebenfalls weiter nach Anlagemöglichkeiten Ausschau halten.

Rückenwind für Investmentgrade- und High-Yield-Anleihen

Investmentgrade- und High-Yield-Spreads in den USA



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Investmentgrade: linke y-Achse. High Yield: rechte y-Achse. Quellen: Capital Group, Bloomberg Index Services, Ltd. US-High-Yield: Bloomberg US High Yield 2% Issuer Capped Index. US-Investmentgrade: Bloomberg US Corporate Investment Grade Index. Stand 31. Oktober 2024.

Emerging-Market-Anleihen dürften die Zinssenkungen der Fed helfen

Die Rahmenbedingungen für Emerging-Market-Anleihen scheinen gut; die US-Wirtschaft wächst ordentlich, und die Fed senkt die Zinsen. Außenwirtschaftlich stehen viele Emerging Markets - von den Frontierländern abgesehen - gut da. Die Inflation ist seit den Höchstständen 2022 ordentlich gefallen und geht wegen der restriktiven Geldpolitik weiter zurück. Die Staatsfinanzen bleiben zwar ein Schwachpunkt, doch haben die meisten großen Emerging Markets die Laufzeit ihrer Anleihen verlängert und mehr Lokalwährungstitel begeben. Das schafft zusätzliche Stabilität. Viele Emerging Markets können daher bei Bedarf die Zinsen senken und damit das Wachstum fördern.

Trump 2.0 dürfte 2025 aber für eine gewisse Volatilität sorgen. Einzelheiten, Zeitplan und Konsequenzen der neuen US-Politik sind aber noch unklar, und Trumps Politik wird auch nicht alle Emerging Markets gleich stark treffen. Niemand weiß, ob die angekündigten Zölle wirklich umgesetzt werden und was sie dann konkret bewirken. Höhere Zölle auf chinesische Waren werden naturgemäß vor allem für den Renminbi Folgen haben, während insgesamt höhere Zölle vor allem offenen Volkswirtschaften und Ländern schaden, die stark in die internationalen Lieferketten eingebunden sind. Beispiele sind Taiwan, Korea und Singapur.

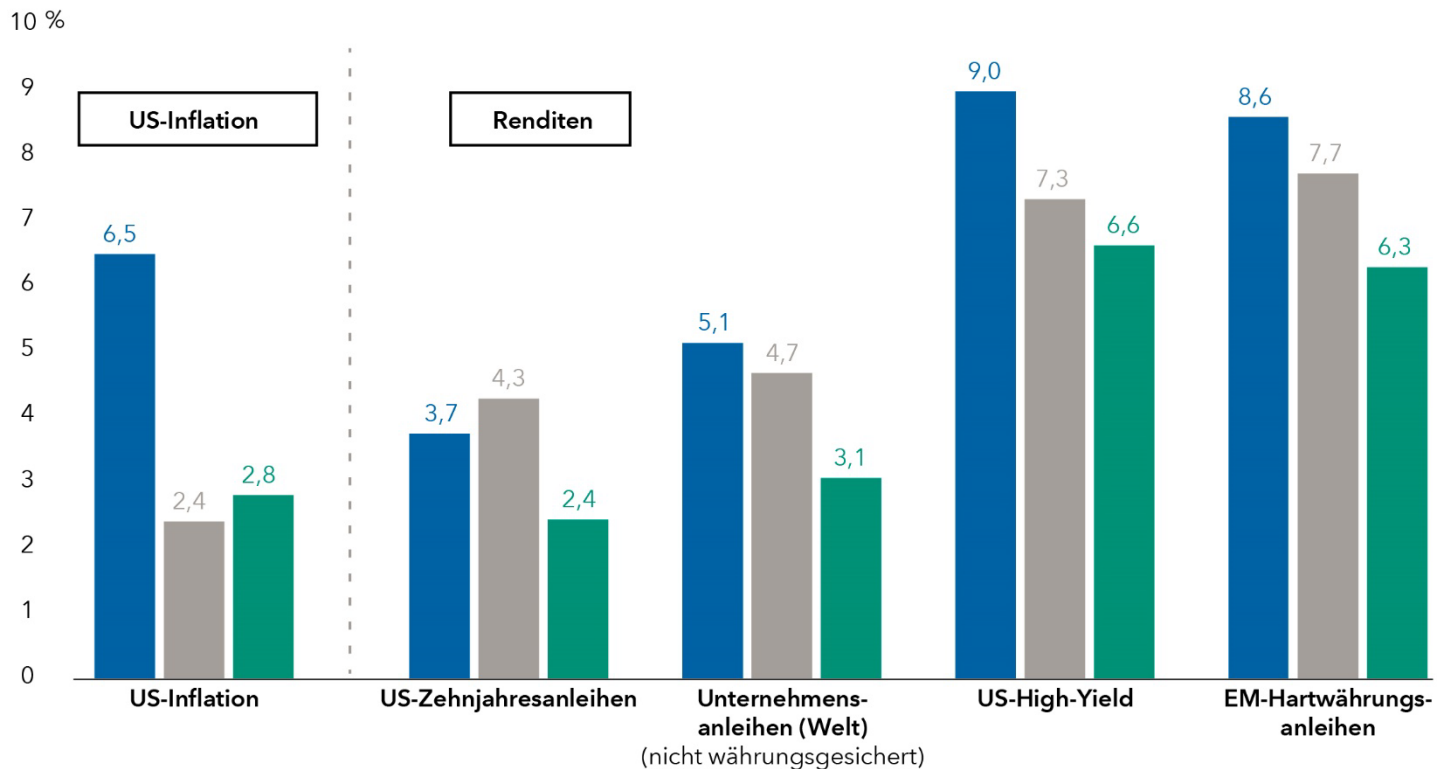
Mexiko wiederum könnte unter einer neuen US-Einwanderungspolitik leiden, wenn als Konsequenz daraus weniger mexikanische Gastarbeiter in den USA Geld in ihre Heimat überweisen. Das hätte dann auch Auswirkungen auf die Leistungsbilanz und den Peso. Als die USA letztmals ihre Zölle erhöhten, profitierten manche Emerging Markets aber auch von Nearshoring und der Neuausrichtung der Lieferketten. 2025 spricht daher viel für einen selektiven, researchbasierten Investmentansatz. Wichtig sind sorgfältige Analysen jeder einzelnen Zollerhöhung.

Lokalwährungsanleihen bleiben attraktiv bewertet, da viele Notenbanken aufgrund von Inflationssorgen und Währungszweifeln ihre Zinsen eher zu stark erhöht haben. Die Realzinsen vieler Emerging Markets sind daher noch immer hoch, sodass die Notenbanken ihre Leitzinsen bei Bedarf senken können, um die Konjunktur zu stützen - zumindest solange die Inflation unter Kontrolle bleibt. Schwache Staatsfinanzen (und andere politische Themen) haben die Kurse mancher Lokalwährungsanleihen stark fallen lassen, sodass wir sie jetzt für interessant halten. Das gilt vor allem für Brasilien und Mexiko. Unterdessen sind die südafrikanischen Realzinsen heute so hoch wie selten zuvor und können daher fallen. Das größte Risiko für Lokalwährungsanleihen sind steigende US-Zinsen als Reaktion auf eine lockerere amerikanische Fiskalpolitik, höhere Zölle und ein stärkeres Wirtschaftswachstum durch Deregulierung.

Anleihen bleiben attraktiv

US-Inflation und Renditen

■ 31. Dezember 2022 ■ 31. Oktober 2024 ■ 10-Jahres-Durchschnitt



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Quelle: Bloomberg. Indizes: US-10-Jahres-Anleihen, Bloomberg Global Aggregate Corporate Index, Bloomberg US High Yield 2% Issuer Cap Index und JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Aktuellste US-Inflation (September 2024). Stand 30. September 2024.

Bei Hartwährungsanleihen muss man wegen der guten Fundamentaldaten und uneinheitlichen Bewertungen hingegen wählerischer sein. Emerging Markets mit einer guten außenwirtschaftlichen Position und wenigen inländischen Ungleichgewichten sind stabiler. Die Geld- und Fiskalpolitik hat hier mehr Möglichkeiten, auf externe Schocks zu reagieren. Die Spreads von Ländern mit hohen Ratings sind aber meist recht eng. Andere Länder, vor allem Frontiermärkte, bekommen wiederum IWF-Hilfen, was sie ebenfalls zu einem gewissen Grad vor US-Zöllen schützt. Trotz politischer Probleme sehen wir Chancen in Kolumbien und Honduras. Außerdem halten wir manche brasilianischen, mexikanischen und indischen Unternehmensanleihen für interessant. Die Unternehmen wirtschaften oft solider als der Staat, und ihre Anleihen können darüber hinaus Portfolios diversifizieren.

Fazit

Anleihen scheinen ihre klassische Rolle als Diversifikationsinstrumente wieder erfüllen zu können. Das zeigte sich schon Anfang August 2024, als Aktien wegen überraschend schwacher Konjunkturdaten unter Druck gerieten. Aktien gaben kräftig nach, aber Anleihen legten zu, was die Verluste von Mischportfolios begrenzte. In den letzten 50 Jahren waren Anleihen und Aktien meist dann negativ miteinander korreliert, wenn die Inflation nahe am 2%-Ziel der Fed lag. Zwar gibt es Ausnahmen (vor allem die 1990er), doch war die Korrelation in

Zeiten mit hoher Inflation meist positiv. 2025 dürfte sich die Teuerung nur wenig ändern. Anleihen könnten daher jetzt wieder laufenden Ertrag, Diversifikation und Schutz vor fallenden Aktienkursen bieten.

David Hoag ist Anleihenportfoliomanager mit 36 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen MBA von der University of Chicago und einen Bachelor vom Wheaton College.

Timothy Ng ist Anleihenportfoliomanager mit 17 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen Bachelor (mit Auszeichnung) in Informatik von der University of Waterloo, Ontario.

Damien McCann ist Anleihenportfoliomanager mit 24 Jahren Branchenerfahrung. Er hat einen Bachelor in BWL mit Schwerpunkt Finanzen von der California State University, Northridge.

Kirstie Spence ist Anleihenportfoliomanagerin mit 28 Jahren Branchenerfahrung. Sie hat einen Master (mit Auszeichnung) in Germanistik und Internationalen Beziehungen von der University of St. Andrews, Schottland.

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 denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.**
- **Einige Portfolios können zu Anlagezwecken, zur Absicherung und/oder zur effizienten Portfolioverwaltung in derivative Finanzinstrumente investieren.**
- **Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Information ist für den internen und vertraulichen Gebrauch des Empfängers bestimmt und sollte nicht an Dritte weitergegeben werden. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen und weder um Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung noch um eine Aufforderung, irgendein Wertpapier zu kaufen oder zu verkaufen. Stand aller Informationen und Einschätzungen ist das angegebene Datum. Quelle: Capital Group (falls nicht anders angegeben). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen von Dritten zu erhalten, die sie für korrekt hält. Dies kann jedoch nicht garantiert werden.

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von Capital International Management Company Sàrl (CIMC) herausgegeben. CIMC ist von der Luxemburger Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und wird von ihr beaufsichtigt.

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen.

Alle Handelsmarken von Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft. Alle anderen genannten Unternehmensnamen sind Eigentum der jeweiligen Unternehmen.

© 2024 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **WF6986480 DE ALL**