



Wenn sich der
Nebel lichtet:
Das Umfeld für
US-Unternehmens-
anleihen bleibt gut.

Weil Politik und Notenbankverhalten zurzeit schwer zu prognostizieren sind, erscheinen die Bewertungen von Investmentgrade-Anleihen verzerrt. Die Zukunft des Quantitative Easing ist ebenso unklar wie die Außenhandels-, Steuer- und Einwanderungspolitik.

In dieser Studie befassen wir uns mit der Sorge europäischer Investoren, dass weitere Leitzinserhöhungen der Fed und ein anschließender Ausverkauf am US-Anleihenmarkt ihren Portfolios schaden können.

Donald Trumps Wahl im November stellt europäische Investoren vor ein Dilemma: Trotz des zunehmenden Populismus in Europa und des enttäuschenden Weltwirtschaftswachstums hat die expansive Geldpolitik die Wertpapierkurse in der ersten Jahreshälfte 2016 steigen lassen. Amerikanische Anleihen boten attraktive Renditen, doch jetzt haben die Pläne der neuen Administration Zweifel an der Richtung amerikanischer Anleihen aufkommen lassen. Lohnt es sich für europäische Investoren noch, in US-Titel zu investieren?

Wir meinen, dass es noch immer gute Gründe für Investitionen in US-Anleihen gibt - wenn man kurzfristige Vorbehalte hinter sich lässt und stattdessen auf die fundamentalen Bewertungen und den längerfristigen Konjunkturausblick achtet. Die US-Wirtschaft, aber auch die Pläne der neuen Regierung können amerikanische Anleihen in vielerlei Hinsicht stützen.

Politische Unsicherheit in Europa

Es begann mit dem Wahlkampf der konservativen Partei für die britischen Unterhauswahlen 2015 - und dem Versprechen von Premierminister David Cameron, das Volk über die EU-Mitgliedschaft abstimmen zu lassen. Das überraschende Brexit-Votum im Juni 2016 führte nicht nur zu einer Pfundabwertung und Nervosität an den Finanzmärkten, sondern zeigte deutlich die gegen das Establishment gerichtete Grundstimmung, nicht nur in Großbritannien.

Da war es nur folgerichtig, dass das italienische Verfassungsreferendum scheiterte und Geert Wilders mit seiner Partij voor de Vrijheid (PVV) in den Umfragen zunächst sehr gut abschnitt, bevor er

bei den Parlamentswahlen scheiterte. Jetzt stehen die französischen Präsidentschaftswahlen und die deutsche Bundestagswahl im Blickpunkt. In beiden Ländern treten starke populistische Parteien an.

Bis vor Kurzem war die wachsende Unzufriedenheit der Europäer ein wesentlicher Grund für Anlagen in US-Anleihen. Doch seit Donald Trumps Wahl im November ist es nicht mehr so einfach. Die USA gelten plötzlich nicht mehr als sicherer Hafen, der Schutz vor Unsicherheit bietet. Nach der Wahl fürchtete man einen drastischen Politikwechsel, wie ihn Trump im Wahlkampf propagiert hatte.

Die Trump-Administration sorgt für neue Irritationen

Viele Medien haben auf die vermutlich negativen Folgen der Trump-Administration für die Anleihenmärkte hingewiesen oder gar vor einem möglichen Platzen der Anleihenblase gewarnt. Angesichts von Zinsen nahe Allzeittiefs und der absehbaren weiteren Zins-schritte der Fed hieß es oft, dass ein genereller Ausverkauf von Anleihen durchaus denkbar sei.

Es gibt viele Gründe, warum die Wahl von Trump vielleicht zu einem Platzen der Anleihenblase führen könnte.

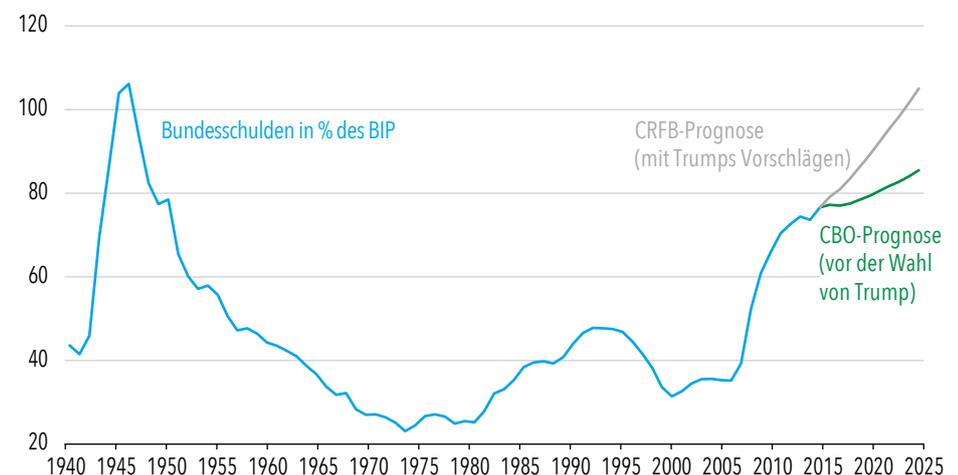
Ein großes staatliches Ausgabenpaket
Erstens: Im Mittelpunkt von Trumps Präsidentschaftswahlkampf stand das

Versprechen einer sehr expansiven Fiskalpolitik mit höheren Infrastrukturausgaben und Steuerreformen. Auf den ersten Blick scheint der Nutzen dieses Programms offensichtlich: hohes Wirtschaftswachstum.

Doch wenn diese Pläne so rasch und in dem Ausmaß umgesetzt werden, wie Trump möchte, könnte die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen leiden. Am US-Staatsanleihenmarkt würde sich das Verhältnis von Angebot und Nachfrage verschlechtern. Die vielleicht größte Sorge für Investoren ist aber, dass sich die Fed zu schnelleren Zinserhöhungen entschließen könnte

Konjunkturprogramme haben ihren Preis

Die Schuldenstandsquote dürfte steigen, wenn Trumps Politik umgesetzt wird



Stand 30. November 2016.

Quellen: Congressional Budget Office, Committee for a Responsible Federal Budget

Protektionismus

Zweitens: Viele von Trumps Plänen betreffen Außenhandel und Einwanderung. Wenn die Regierung ihr protektionistisches Programm wie geplant umsetzt, würden US-Verbraucher wohl an Kaufkraft verlieren. Andere Länder könnten ebenfalls Zölle verhängen, die Exporte würden schwächer wachsen und die Lieferketten dürften gestört werden.

Wenn solche Themen das Denken der Politiker beherrschen, könnte die Wirtschaftstheorie in Vergessenheit geraten

- und damit jene fundamentalen Faktoren, die für Arbeitsplätze sorgen und den Anleihenmarkt stützen.

Neue Berufungen für die Fed

Donald Trump könnte auch auf andere Weise Einfluss auf die US-Geldpolitik nehmen. Im Offenmarktausschuss der Fed gibt es zwei Vakanz, und weitere Mitglieder werden in nächster Zeit ausscheiden. Die Neubesetzung der Positionen ist Sache von Trump. Viel wird darüber spekuliert, ob er mehr Falken beruft.

Steigende Zinsen müssen kein Grund zur Panik sein

Für sich betrachtet spricht in der Tat viel für schwache Anleihenmärkte. Neben den möglichen Auswirkungen von Protektionismus auf Unternehmensanleihen gibt es zahlreiche Argumente für einen starken Zinsanstieg. Doch bei der Analyse der Folgen drastischer Leitzinserhöhungen sollte man auch die Details berücksichtigen. Es lohnt sich, über folgende Punkte nachzudenken:

1. Befinden wir uns wirklich in einer ungewöhnlichen Marktphase?

Die Befürchtung, dass am Anleihenmarkt eine Blase platzen könnte, stützt sich vor allem auf die achtjährige Niedrigzinsphase seit der internationalen Finanzkrise. Die Vergangenheit zeigt aber, dass die Zeit von 1965 bis 1995 viel eher eine Anomalie war als die acht Jahre mit niedrigen Zinsen (Abbildung unten). Die beiden letzten Nied-

rigzinsphasen haben über 30 Jahre gedauert. Offensichtlich können Zinsen lange niedrig bleiben.

2. Sind die Pläne der Fed drastisch?

Anders als viele Medien schreiben, plant die Fed recht maßvolle Zinserhöhungen, zumindest in diesem Jahr. Die Anleihenrenditen dürften nur langsam steigen. Selbst wenn alle geplanten Zinsschritte durchgeführt werden, zeigt eine einfache Berechnung, dass es bei vielen Anleihenfonds nicht zu zinsbedingten Verlusten kommt - so lange die Zinsschritte maßvoll sind.¹

3. Spricht die Weltwirtschaft für aggressive Zinsschritte?

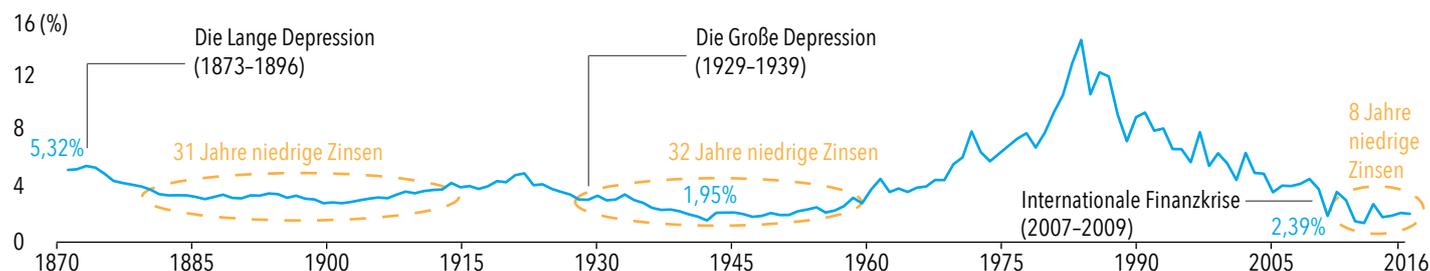
Die Fed muss auch die Weltwirtschaft im Auge behalten. Die Offenmarktausschussmitglieder haben erklärt, dass das derzeitige Zinsni-

1. Unter Berücksichtigung der Durchschnittsrendite, der Duration und anderer Eigenschaften des Bloomberg Barclays US Aggregate Index Ende 2016 müssen die Zinsen ceteris paribus in den nächsten zwei Jahren um 1,3 Prozentpunkte (mehr als fünf Zinsschritte um jeweils 25 Basispunkte) steigen, damit Investoren Verluste entstehen. Quelle: Capital Group.

Die Zinsen können noch länger niedrig bleiben

In einer wachstums- und inflationsarmen Welt können die Zinsen noch länger niedrig bleiben

US-Zehnjahresrenditen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Stand 28. Februar 2017.
Quellen: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

veau weniger mit ihren Präferenzen als mit Faktoren wie Sparquoten, Produktivitätswachstum und divergierender Konjunktur zu tun hat. Die Fed hat die Risiken durch solche externen Faktoren schon immer unterschätzt. Sie dürften die Märkte auch in der zweiten Jahreshälfte bestimmen.

4. Sind die Erwartungen an die Politik realistisch?

Bei der Analyse von Trumps Politik sollten wir auch bedenken, dass sich die Ausgabenprogramme durch

mangelnden Konsens verzögern können. Viele der geplanten Maßnahmen erfordern die Zustimmung des Kongresses, die nicht garantiert ist. Und selbst wenn die Abgeordneten zustimmen, bräuchte die Umsetzung Zeit.

Wenn man berücksichtigt, dass die meisten erwarteten Auswirkungen von Trumps Plänen wohl schon in den Kursen enthalten sind, sind eher langsame Zinsschritte zu erwarten - was einen Ausverkauf am US-Anleihenmarkt sehr viel unwahrscheinlicher macht.

Und was ist mit dem US-Dollar?

Für Investoren, die mit einer weiteren US-Dollar-Aufwertung rechnen, könnten Anlagen in den USA noch interessanter sein.

Abgesehen von den Zinsen: Wie ist der fundamentale Ausblick für US-Anleihen?

In dem für uns wahrscheinlichsten Szenario - schrittweise Umsetzung der Trump'schen Ausgabenprogramme, kein Handelskrieg, im Vergangenheitsvergleich weiterhin niedrige Zinsen - scheint der Ausblick für US-Anleihen, insbesondere Unternehmensanleihen, gut.

Die USA bleiben ein Lichtblick

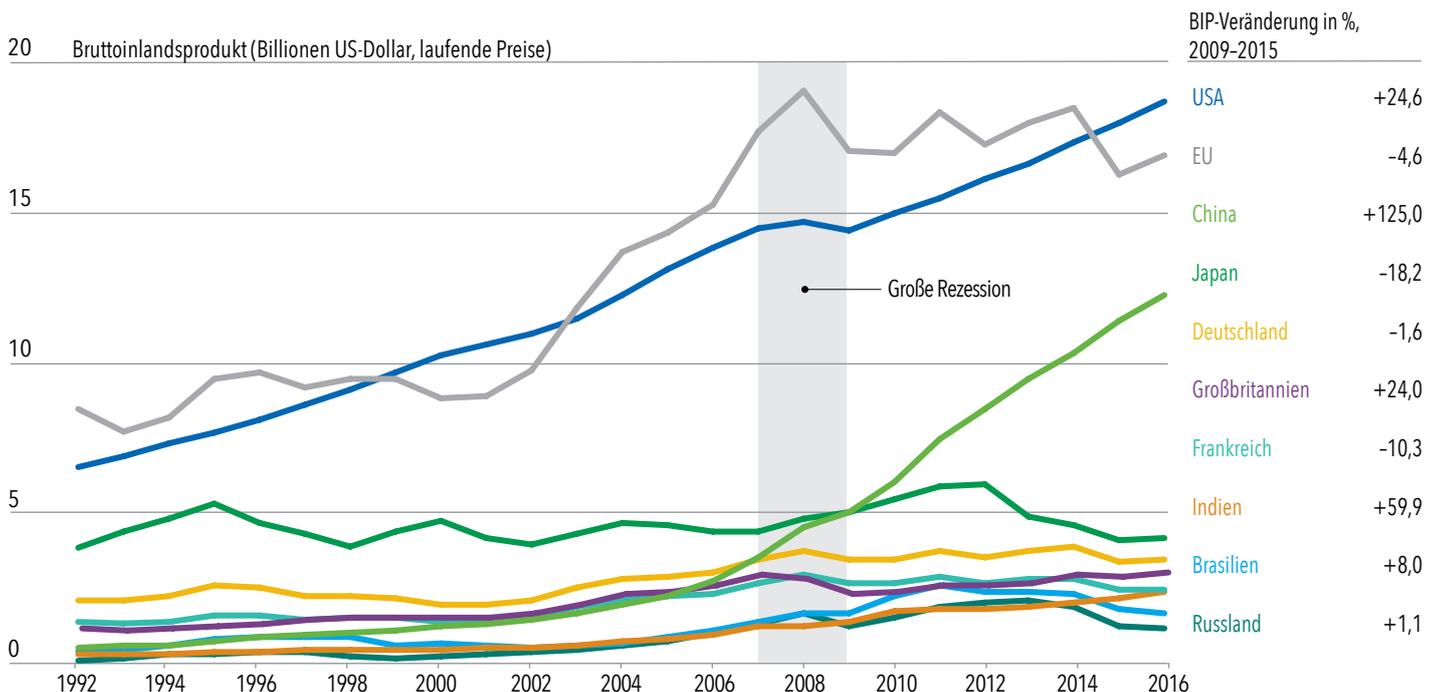
In einem wechselhaften und unsicheren Umfeld kann sich eine langfristige Perspektive lohnen. Die US-Wirtschaft ist krisenfest und bleibt, wenn man jedes Land separat betrachtet, die größte

der Welt. In den acht Jahren seit dem Ende der internationalen Finanzkrise ist die US-Wirtschaft um 25% gewachsen. Das US-BIP beträgt heute fast 18 Billionen US-Dollar.

Die Erholung mag zwar nicht besonders stark gewesen sein, aber sie war stetig. Für Unternehmen und Anleiheninvestoren ist das gut. 2017 dürfte die Industrie, die hinter dem Konsum zurückgeblieben ist, allmählich an Dynamik gewinnen - und sowohl Haushalte als auch Unternehmen müssen nur wenig Zinsen zahlen.

Ein wirtschaftliches Schwergewicht mit Ausdauer

Trotz der Herausforderungen wächst die US-Wirtschaft weiter



Stand 30. April 2016. Auf Basis des Bruttoinlandsprodukts in nationaler Währung, zu marktüblichen Wechselkursen umgerechnet in US-Dollar (Jahresdurchschnitt). Schätzungen für 2015 und 2016. Die EU hat 28 Mitgliedsländer: Belgien, Bulgarien, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Kroatien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Schweden, Slowakei, Slowenien, Spanien, Tschechien, Ungarn und Zypern, gemäß Definition des Internationalen Währungsfonds. Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die dennoch hohe Verschuldung amerikanischer Unternehmen und das abnehmende Gewinnwachstum könnten aber bedeuten, dass wir uns in der Endphase des Kreditzyklus befinden.

Europäische Anleihen bleiben unterdessen schwach

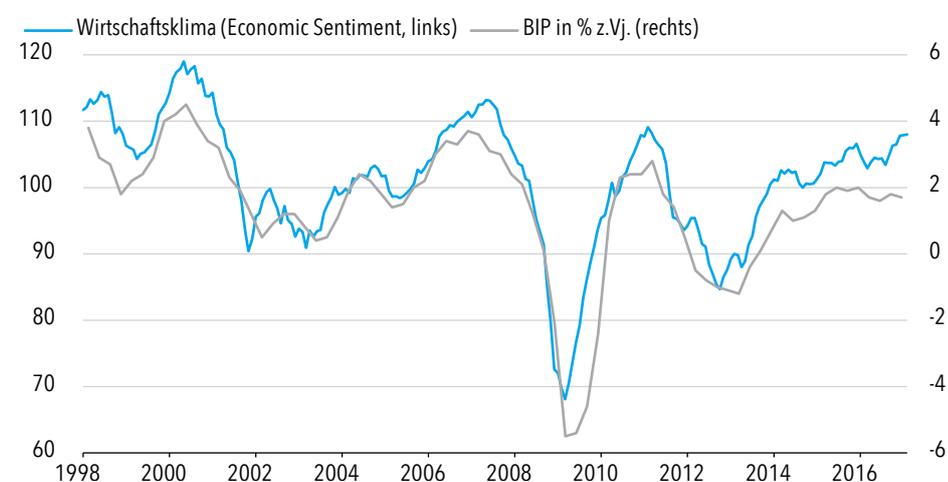
In ganz Europa legt die Konjunktur zu – aufgrund der Erholung der Binnen- nachfrage und des Investitionsklimas. Es bleiben aber strukturelle Probleme, beispielsweise das schwache Produktivitätswachstum, die niedrigen Investitionen, ein krisenanfälliger

Bankensektor und die bisweilen viel zu hohe Verschuldung. All dies steht hohem Wachstum im Wege.

Die anhaltend expansive Geldpolitik der EZB hat die europäischen Märkte lange Zeit vorangetrieben. Insbesondere haben die Unternehmensanleihen- käufe der Notenbank für niedrige Spreads gesorgt.

Vor diesem Hintergrund rechnen wir damit, dass US-Anleihen weiterhin die Renditen bieten, die europäische Investoren wünschen.

Wirtschaftsklima und BIP im Euroraum



Stand 28. Februar 2017. Quelle: Thomson Reuters Datastream

Expansive Fiskalpolitik, Schritt für Schritt

Wenn Trumps Konjunkturprogramme – Steuersenkungen und Infrastrukturausgaben – stetig umgesetzt werden, könnte dies dem amerikanischen Anleihenmarkt nützen.

In den USA werden traditionell Unternehmensanleihen emittiert, um Aktienrückkäufe zu finanzieren. Sie sollen den Unternehmenswert steigern und Dividenden möglich machen – was außerdem hilft, Steuern auf Auslandsguthaben zu vermeiden. Trumps Steuerreformpläne könnten den Anleihenmarkt in vielerlei Hinsicht stützen.

Zum einen dürften die Unternehmen die Gelegenheit nutzen, das organische Wachstum voranzutreiben und die fremdfinanzierten Aktienrückkäufe zu beenden.

Zum anderen möchte Trump mit seinen im Wahlkampf propagierten Reformplänen eine wichtige steuerliche Abzugsmöglichkeit streichen – das Recht, Zinszahlungen mit den Gewinnen zu verrechnen. Dies in Verbindung mit niedrigeren Steuern auf Auslandsguthaben macht die Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung unattraktiver. Letztlich dürfte dies ein geringeres Angebot an Unternehmensanleihen zur Folge haben – und steigende Kurse.

Allgemein gilt, dass sich die Fundamentaldaten der Unternehmen voraussichtlich verbessern, wenn Trumps fiskalpolitische Pläne den Aktienmärkten nützen.

Wachsende Nachfrage nach US-Anleihen

Das Angebot an US-Anleihen könnte fallen, aber die Nachfrage dürfte steigen. Das Verhältnis von Angebot zu Nachfrage verbessert sich dadurch weiter, sodass die Kurse steigen könnten. Die Nachfrage nach Festzinstiteln könnte aus vier Gründen zulegen:

1. Demographie

Die größte Gruppe von Investoren in den USA sind Babyboomer. Wenn sie älter werden, investieren sie weniger in Aktien und mehr in Anleihen.

2. Aufsichtsrechtliche Änderungen

Die Publikumsfondsbranche ändert sich – von einem transaktionsorientierten zu einem beratungsorientierten Geschäftsmodell. Vertriebsprovisionen werden durch Gebühren ersetzt. Das Treuhandrisiko großer Investmentbanken steigt, sodass sie auf etabliertere Fondsmodelle setzen. Es gibt weniger Entscheidungsfreiheit für ihre Berater, und es werden mehr Marktannahmen berücksichtigt. Die Folge ist eine höhere Anleihenquote.

3. Private Altersvorsorge

Private Rentenversicherungen sind meist unterfinanziert. Der Gesetzgeber begünstigt den Kauf langlaufender Unternehmensanleihen, um die Verpflichtungen besser zu decken. Wenn die Zinsen steigen, kann die Nachfrage nur zunehmen.

4. Versicherungen

Wenn die Zinsen steigen, werden Versicherungen wichtige Käufer bleiben. Sie können dann mehr unterschiedliche Produkte und neue Produktarten auflegen.

Wenn sich der Nebel lichtet ...

All dies spricht aus unserer Sicht dafür, dass amerikanische Anleihen für europäische Investoren attraktiv bleiben. Zwar rechnen wir damit, dass die Fed die Zinsen weiter anhebt, doch dürfte sie dies nur schrittweise tun – und nur in einem Ausmaß, bei dem sie ihren langfristigen Korridor nicht verlassen.

Die Sorgen wegen Trumps wirtschaftspolitischer Pläne könnten etwas übertrieben sein, wenn man mögliche und auch manche positive Wirkung einer schrittweisen Umsetzung bedenkt.

Außerdem sollten europäische Investoren nicht übersehen, dass die langfristige Wirtschaftsentwicklung für

amerikanische Anleihen spricht. Eine stetige Erholung und niedrige Zinsen nützen Unternehmensanleihen, zumal die Fundamentaldaten und das Verhältnis von Angebot und Nachfrage günstig bleiben.

Schließlich steht eines fest, wenn man alle kurzfristigen Unsicherheitsfaktoren außer Acht lässt: Wer als europäischer Investor in den USA investiert, diversifiziert sein Portfolio und hat die Aussicht auf höhere Renditen.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften.

Dieses Dokument wurde von Capital International Limited, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen, erstellt. Capital International Limited ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen 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. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage, Steuer- oder sonstige Beratung.

© 2017 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

Für Deutschland: Capital International Limited, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen, ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), die in Deutschland über ihre Niederlassung der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. **CR-304840 CIL DE AT**