

Multiple Perspectives. One Approach.™



Tom Hollenberg
Investmentexperte für Anleihen
Los Angeles

In dieser Ausgabe:

- Faktoren, die die Anleihenrenditen beeinflussen könnten
- Segmente des Unternehmensanleihenmarkts, die man beobachten muss

USA: Zins- und Unternehmensanleihen-Ausblick

Risiken und Unsicherheiten sorgen 2017 für einen schwächeren Ausblick für Anleihen

- Ende 2016 stellte die Fed eine straffere Geldpolitik in Aussicht. Sie hob die Zinsen an und verwies auf die starke US-Konjunktur.
- Zwar rechnet man an den Märkten 2017 mit höherem Wachstum, doch bleibt vieles unklar - von der Fiskalpolitik bis zu den internationalen Beziehungen.
- Manche Faktoren könnten den Renditeanstieg in den USA auch bremsen, etwa die ausländische Nachfrage nach US-Anleihen.

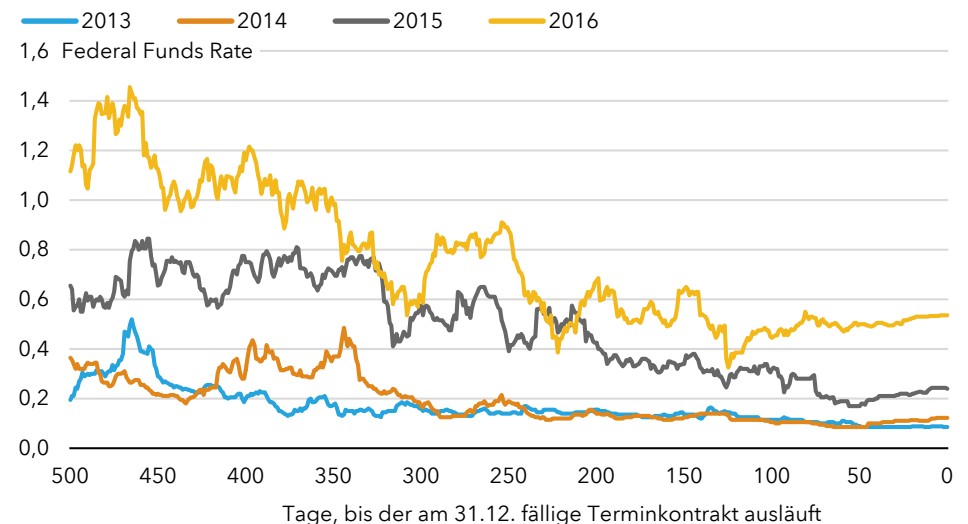
Könnte sowohl der Wirtschaft als auch der Politik eine Wende bevorstehen? Die Fed warf diese Frage auf, als sie im Dezember die Zinsen erhöhte und für 2017 weitere Zinsschritte in Aussicht stellte. Zu Jahresbeginn sollte man sich Zeit zum Nachdenken nehmen - über die Fed, aber auch über den US-Zinsausblick insgesamt.

Das US-Wachstum könnte in diesem Jahr zulegen: Der Konsum steigt ordentlich, und das Geschäftsklima in der Industrie, ein Frühindikator für die Konjunktur, hat

sich in den letzten Monaten ebenfalls verbessert. Seit der Wahl sind die berühmten „Animal Spirits“ wieder erwacht, wie die steigenden Aktienkurse deutlich zeigen.

Wenn der neue Optimismus der Konjunktur nützt, könnten Wirtschaftswachstum und Verbraucherpreisinflation die erwarteten 2% bis 2,5% überschreiten. Die Anleihenrenditen würden steigen, die Fed würde die Geldpolitik stärker straffen. Die kurz- bis mittelfristigen US-Staatsanleihenrenditen sind schon heute so hoch wie seit fünf Jahren nicht mehr.

Den Terminkontrakten zufolge sind die Markterwartungen für die Federal Funds Rate in den meisten Jahren zurückgegangen



Stand 19. Dezember 2016. Quelle: Thomson Reuters Datastream

„Unsere zentrale These, dass wir uns in einer wechselhaften Nach-Nachkrisenzeit befinden, hat sich nicht verändert. Wir glauben, dass man sein Portfolio mit Anleihen gut diversifizieren kann.“

Trotz guter Konjunkturdaten bleiben Unsicherheiten

Die Konjunkturdaten haben sich in den letzten Monaten zwar verbessert, doch bleiben Unsicherheiten. Unklar ist nicht nur die Lage der US-Wirtschaft, sondern auch die zukünftige Fiskal-, Außenhandels- und Regulierungspolitik – und die internationalen Beziehungen. Unsere zentrale These, dass wir uns in einer wechselhaften Nach-Nachkrisenzeit befinden, hat sich nicht verändert. Wir glauben, dass man sein Portfolio mit Anleihen gut diversifizieren kann.

Bis zu den US-Wahlen sind die Renditen langsam gestiegen. Seitdem hat sich der Anstieg aber beschleunigt, da man eine expansivere Fiskalpolitik, mögliche Infrastrukturinvestitionen und eine maßgebliche Deregulierung erwartet. All dies könnte das Wirtschaftswachstum durchaus fördern, liegt aber noch weitgehend im Dunkeln. Einzelheiten sind rar, und es könnte dauern, bis der Kongress zustimmt. Größer ist die präsidentiale Macht bei den Themen Außenhandel und Einwanderung. Einseitige Maßnahmen können aber sowohl der Stimmung als auch dem Wachstum schaden.

Auch wenn man am Anleihenmarkt davon ausgeht, dass das US-Wirtschaftswachstum in diesem Jahr über dem Trendwachstum liegt: Zuletzt haben vor allem Überraschungen aus dem Ausland die Fed von den erwarteten Zinserhöhungen abgehalten. 2016 sorgte zunächst die Unsicherheit über die Verkäufe chinesischer Währungsreserven für Unruhe, dann das Brexit-Votum im Sommer. Die Fed zögerte ihren Zinsschritt bis Dezember hinaus. Ein Jahr zuvor, 2015, hatte sie aufgrund des schwachen Energiesektors infolge der mangelnden Einigkeit der OPEC ihre Wachstums- und Inflationsprognosen senken müssen. Auch damals wurden die Zinserhöhungen ausgesetzt.

Anfang 2015 wie Anfang 2016 erwarteten die stimmberechtigten Offenmarktausschussmitglieder im Median vier Zinserhöhungen für das neue Jahr. Doch beide Male beschränkte sich die Notenbank auf einen Zinsschritt. Angesichts der zurzeit großen Unklarheit sollten wir uns auch nicht wundern, wenn die Fed die Zinsen 2017 am Ende nicht anhebt,

sondern senkt. Dem Optionsmarkt zufolge beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsen Ende 2017 niedriger sind als heute, immerhin ein Achtel.

Weitere Faktoren, die Anleihen nützen könnten

Es gibt aber noch weitere Faktoren, die Anleihen insgesamt stützen können:

- Die Renditedifferenz zwischen US-Anleihen und anderen Industrieländeranleihen: Ausländische Investoren sichern ihre US-Anleihen oft in ihren Heimatwährungen ab. Ende 2016 weitete sich die währungsgesicherte Renditedifferenz zwischen amerikanischen und japanischen Staatsanleihen aus. Und da die japanische Notenbank noch immer eine Zehnjahres-Staatsanleihenrendite von 0% anstrebt, könnten japanische Investoren wieder zu wichtigen Käufern amerikanischer Papiere werden.
- US-Pensionsfonds, die ihre langfristigen Verbindlichen mit US-Staatsanleihen steuern: Sie könnten den jüngsten Renditeanstieg als Einstiegs-signal werten. Nach dem „Taper Tantrum“ 2013, als die Fed Pläne bekannt gab, ihre Anleihenkäufe zu verringern und allmählich weniger Geld in die Wirtschaft zu pumpen, kauften amerikanische Pensionsfonds plötzlich sehr viel mehr US-Staatsanleihen.
- Schließlich hat uns die Fed daran erinnert, dass das derzeitige Zinsniveau weniger mit den Zielen der Offenmarktausschussmitglieder als mit internationalen Faktoren wie Sparquoten, Produktivitätswachstum, Ungleichheit und Weltwirtschaft zu tun hat. All dies ändert sich nur sehr langsam, wenn überhaupt.

Ende 2016 war man an den Märkten zuversichtlich. So ermutigend die Konjunkturdaten aber auch sind, so zurückhaltend bleibt unser Ausblick für die Geldpolitik. Es wäre nicht das erste Mal, dass externe Entwicklungen zu bösen Überraschungen führen. Den Renditeanstieg halten wir für eine Chance für Investoren, die laufende Erträge wollen. Er könnte sie dieses Jahr vor Überraschungen schützen.



David Bradin

Investmentexperte für Anleihen
Los Angeles

Unsicherheit und hohe Bewertungen mahnen bei Unternehmensanleihen zur Vorsicht

- Trotz des holprigen Jahresbeginns wurde 2016 noch zu einem guten Jahr für US-Unternehmensanleihen: Die Spreads gingen zurück, die Erträge stiegen kräftig, die Emissionsvolumina legten zu.
- Für 2017 sind wir dennoch aus mehreren Gründen zurückhaltender, auch wenn wir reichlich interessante Einzelwerte und attraktiv bewertete Marktsegmente sehen.
- Ein Risiko für unseren Ausblick ist die geld- und fiskalpolitische Unsicherheit.

Nach üblichen Maßstäben war 2016 ein hervorragendes Jahr für US-Unternehmensanleihen. Ob es so weitergeht, ist aber weniger klar. Viel hängt davon ab, ob sich die geld- und fiskalpolitischen Erwartungen bewahrheiten, die die Kurse zuletzt bestimmt haben. Unser Ausblick für 2017 ist daher zurückhaltend.

Ein Blick zurück

Wie stark der Markt 2016 war, sah man an den Spreads von Unternehmensanleihen gegenüber US-Staatsanleihen. Während des Ausverkaufs zu Jahresbeginn hatten sich die Spreads in nahezu allen Sektoren ausgeweitet, vor allem aufgrund von Zweifeln am Energiesektor. Doch als die Ölpreise ihr Tief überwunden hatten, gingen High-Yield- und Investmentgrade-Spreads kontinuierlich zurück.

Die Unternehmen nutzten die Kapitalmärkte, um 2016 eine Reihe von Anleihen zu refinanzieren. Das gesamte Emissionsvolumen erreichte einen neuen Rekord von fast 1,5 Billionen US-Dollar.

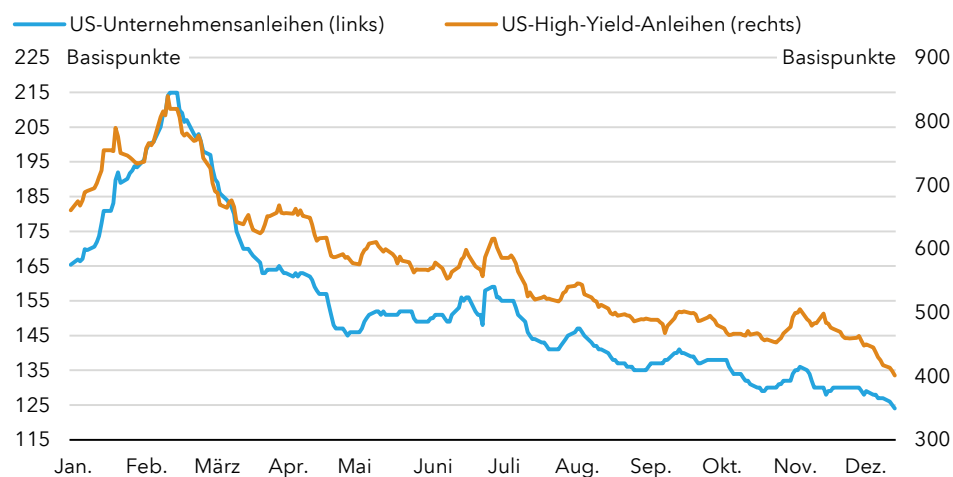
Auch die Anlageerträge waren hoch. Der High-Yield-Index legte 17% zu.

Unser Ausblick für 2017

Der hohe Marktertrag, der Spreadrückgang und die guten Risikokennzahlen für Unternehmensanleihen im Jahr 2016 haben uns durchatmen lassen. Jetzt liegen die Spreads aber unter ihrem Vergangenheitsdurchschnitt, sodass die Bewertungen weniger attraktiv geworden sind. Möglicherweise bieten manche Anleihen keine ausreichenden Renditen als Ausgleich für ihre Risiken.

Aufgrund der attraktiven Fremdkapitalrenditen haben sich die Unternehmen höher verschuldet. Sie haben den Anleihenmarkt genutzt, um durch Aktienrückkäufe, Dividendenerhöhungen sowie Fusionen und Übernahmen die Aktienerträge zu steigern. Die Verschuldungskennzahlen sind dadurch gestiegen, was die Unternehmen krisenanfälliger gemacht hat. Andererseits bleibt der Zinsdeckungsgrad aufgrund der niedrigen Renditen recht gut.

Nach einer anfänglichen Ausweitung haben sich die Unternehmensanleienspreads 2016 verengt



Stand 31. Dezember 2016.

Optionsbereinigter Spread des Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade Index und des Bloomberg Barclays US High Yield - 2% Issuer Cap Index.

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Manches könnte dafür sprechen, dass in den USA jetzt die Endphase des Kreditzyklus bevorsteht oder vielleicht sogar schon begonnen hat. Die Umsätze der Unternehmen steigen nur noch mäßig. Die Ausfallquote von High Yield dürfte sich eigentlich wieder ihrem Langfristdurschnitt nähern. Um die Situation wirklich zu verstehen, muss man aber etwas weiter denken: 2016 ist die Ausfallquote von High-Yield-Anleihen nämlich aufgrund vieler Zahlungsausfälle im Rohstoffsektor auf 4% gestiegen.

Ohne Rohstoffanleihen hätte die Ausfallquote hingegen näher bei 0,50% gelegen. Wir glauben deshalb, dass es in diesem Jahr außerhalb des Rohstoffsektors zu einer Reihe von Zahlungsausfällen kommen wird, sodass die Volatilität steigt.

Am High-Yield-Markt dürften die Energie- und Rohstoffpreise auch weiterhin die Risikobereitschaft beeinflussen. Bei Unternehmensanleihen sind wir daher vorsichtig. Entscheidend sind Kreditanalysen – um Einzelwerte und Sektoren zu identifizieren, die sich auch in volatilen Zeiten gut halten.

Auf die Einzelheiten kommt es an

Zwar glauben wir, dass die Unternehmen in diesem Jahr insgesamt weniger Anleihen begeben werden, doch dürfte der Verschuldungsgrad in manchen Sektoren auch steigen. 2017 könnte es zwar weniger Fusionen und Übernahmen geben, was Anleihenemissionen aber nicht im Wege steht. Einige Großfusionen wurden bereits bekannt gegeben, unter anderem im Chemiesektor. Wir glauben, dass die zur Finanzierung nötigen Anleihen in der ersten Jahreshälfte an den Markt kommen. Wenn die Emissionsspreads attraktiv sind, könnten es interessante Papiere von Unternehmen werden, die sich in den kommenden Jahren um Schuldenabbau bemühen werden.

Attraktive Neuemissionen erwarten wir auch im Technologiesektor, einem der am schnellsten wachsenden Sektoren mit Investmentgrade-Rating. Unternehmen wie Microsoft, Oracle und Apple haben zuletzt mehr Anleihen begeben und dürften dies auch in Zukunft tun. Aufgrund der guten Fundamentaldaten könnten die Anleihen solcher reifen Technologieunternehmen attraktiv bewertet sein.

Am High-Yield-Markt sollte man vor allem einen Blick auf CCC-Anleihen werfen. Die Spreaddifferenz zwischen CCC- und B-Anleihen bleibt im Vergleichsvergleich hoch. Fast 20% aller CCC-Anleihen werden in den kommenden drei Jahren fällig. Es besteht also die Aussicht auf einen Spreadrückgang bei den stabileren Titeln dieser Ratingklasse.

Risiken für unseren Ausblick

Der Zinsausblick der Fed wird klarer, aber die Volatilität hat zugenommen. Bei einer überraschend positiven Entwicklung könnte sich unser zurückhaltender Unternehmensanleihen-Ausblick als zu konservativ erweisen. Die neue Regierung in Washington hat einen ehrgeizigen Wunschzettel vorgelegt, der die Aktienkurse steigen ließ.

Was davon aber am Ende umgesetzt wird, bleibt einstweilen unklar. Wenn Kongress und Präsident deutliche Steuerersenkungen mit einem massiven Infrastrukturprogramm und breiter Deregulierung verbinden, könnten sich die Aussichten für US-Unternehmen verbessern. Für Unternehmensanleihen wäre das gut.

Denkbar wäre aber auch, dass der Kongress diese Vorschläge blockiert. Wir sehen das Risiko, dass man an den Märkten zu optimistisch ist und die Unternehmen von den Maßnahmen erst später profitieren.

Unklar bleibt auch die Politik der Fed. Zwar erwartet die Notenbank für dieses Jahr drei Zinserhöhungen. Es wäre aber nicht das erste Mal, dass die Notenbank zu viele Zinsschritte in Aussicht stellt. Wenn die Geldpolitik am Ende lockerer ist als erwartet, wäre dies für Unternehmensanleihen gut.

Wenn die Fed die Geldpolitik allerdings strafft, könnten die Finanzbedingungen insgesamt straffer werden. Für Unternehmensanleihen wäre das ungünstig. Wenn die Zinsen hingegen steigen, dürfte die Auslandsnachfrage nach US-Anleihen weiter zulegen, da die Renditen außerhalb der USA niedrig bleiben.

Noch scheint die Unsicherheit zu dominieren. Wir müssen daher vorsichtig sein. Wenn wir bei der Geld- und Fiskalpolitik klarer sehen, werden wir unsere Strategie entsprechend anpassen.

„Wir sehen das Risiko, dass man an den Märkten zu optimistisch ist und die Unternehmen von den Maßnahmen erst später profitieren.“

Märkte im Überblick (Stand 31. Dezember 2016)

US-Staatsanleihenrenditen (%)	Monatsende ¹	Quartalsende ²	Jahresende ³
3 Monate	0,51	0,29	0,16
2 Jahre	1,20	0,77	1,06
5 Jahre	1,93	1,14	1,76
10 Jahre	2,45	1,60	2,27
30 Jahre	3,06	2,32	3,01
Differenz, 10-2 Jahre (Bp.)	125	83	121
Differenz, 30-2 Jahre (Bp.)	186	155	195

Spreads (Bp.)	Monatsende ¹	Quartalsende ²	Jahresende ³
Bloomberg Barclays US Corporate	123	138	165
Bloomberg Barclays US High Yield Corporate	409	480	660
JPM EMBIG Diversified (IG)	206	219	271
JPM EMBIG Diversified (HY)	502	507	627
JPM EMBIG Diversified	335	338	409

Renditen (%)	Monatsende ¹	Quartalsende ²	Jahresende ³
Großbritannien, 10-j. Staatsanleihen	1,24	0,76	1,96
Deutschland, 10-j. Staatsanleihen	0,11	-0,19	0,63
Japan, 10-j. Staatsanleihen	0,05	-0,08	0,25
Bloomberg Barclays US Corporate	3,37	2,84	3,67
GBI-EM Global Diversified	6,79	6,18	7,13

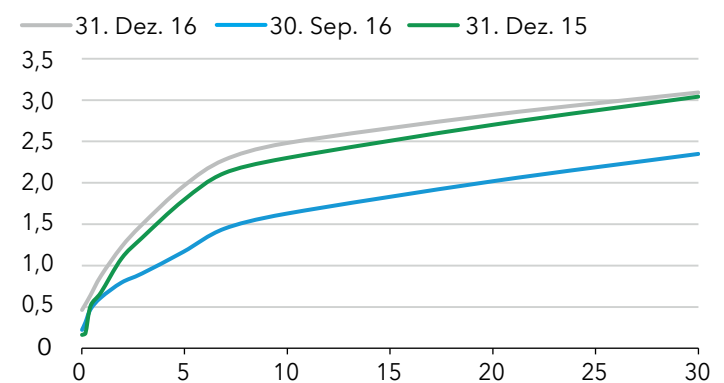
Wechselkurse (Änderung ggü. USD in %) ⁴	1 Monat	3 Monate	1fd. Jahr
Pfund Sterling	-1,10	-4,88	-16,16
Schweizer Franken	0,23	-4,62	-1,51
Euro	-0,57	-6,14	-2,90
Japanischer Yen	-2,31	-13,18	3,14

Währungsbeitrag zur Wertentwicklung (%)			
JPM GBI-EM Global Diversified	0,91	-4,69	0,59

Erträge von Anleihenindizes ⁴			
Bloomberg Barclays US Aggregate	0,14	-2,98	2,65
Bloomberg Barclays Global Aggregate	-0,46	-7,07	2,09

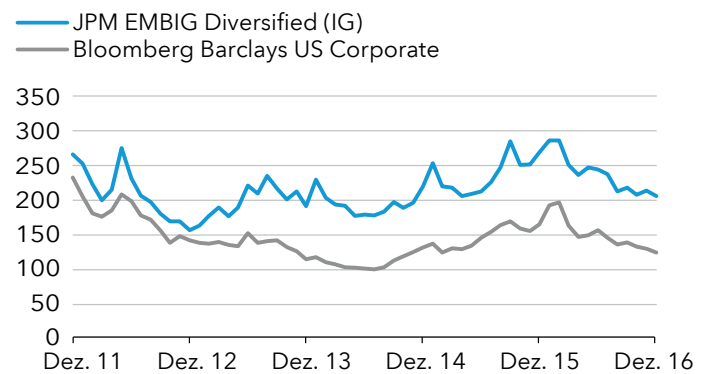
Quellen: Bloomberg Barclays, Datastream, Federal Reserve, RIMES

US-Zinsstrukturkurve (Staatsanleihen)



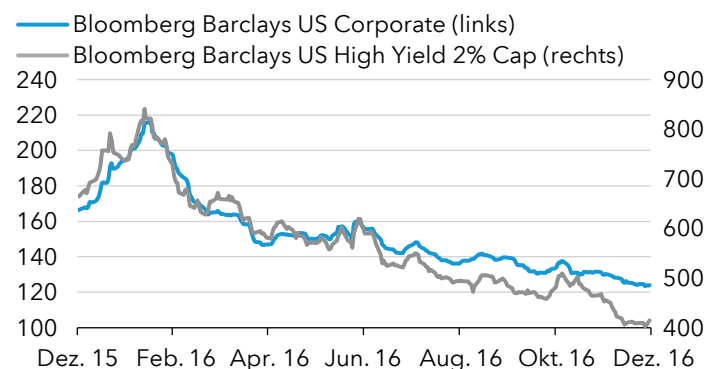
Quellen: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

Investmentgrade-Spreads (Bp.)



Quellen: Bloomberg Index Services, RIMES

Spreads von US-Unternehmensanleihen (Bp.)



Quelle: Bloomberg Index Services

- 1 Monatsende: 31. Dezember 2016
- 2 Quartalsende: 31. Dezember 2016
- 3 Jahresende: 31. Dezember 2016
- 4 Stand 31. Dezember 2016

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

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), die in Deutschland über ihre Niederlassung der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. 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. **CR-300860 CIL DE DE**