



Was die Zinserhöhung der Fed für Anleihenportfolios bedeutet

Diese Woche hat die Fed erneut die Zinsen angehoben – zum vierten Mal in vier Quartalen. Für Investoren kam es nicht sehr überraschend, dass die Notenbank angesichts des boomenden Arbeitsmarkts und der steigenden Inflation Kurs hält und die Geldpolitik weiter strafft. Seit April liegt die US-Arbeitslosenquote bei maximal 4%, und in den letzten Monaten ist die Verbraucherpreisinflation erstmals seit 2012 auf knapp 3% gestiegen (im Vorjahresvergleich).

Die Federal Funds Target Rate ist jetzt 25 Basispunkte höher und liegt zwischen 2% und 2,25%. Unser Zinsteam erwartet bis Ende 2019 zwei bis drei weitere Zinsschritte, was etwa den durchschnittlichen Markterwartungen von 2,6 entspricht. Sowohl die Märkte als auch wir rechnen also mit weniger Zinsschritten als die Fed, die bis Ende 2019 von vier weiteren Zinserhöhungen ausgeht.

Nach einer langen Zeit der Ruhe waren US-Aktien in diesem Jahr volatil. Dies wurde zumindest teilweise damit erklärt, dass die Fed diesmal wirklich entschlossen ist, die Geldpolitik zu straffen.

Wenn die Notenbank die Geldmenge verknappt, können unvorhergesehene Folgewirkungen für neue Volatilität sorgen. Dazu bedarf es nicht einmal anderer Risiken, die Investoren schlecht schlafen lassen – etwa lästige Handelskonflikte und Turbulenzen in manchen Schwellenländern, die auf andere Volkswirtschaften übergreifen.

Aufgrund dessen meint die Portfolio Strategy Group (PSG) der Capital Group, dass die hohen Bewertungen vieler Anleihenmarktsegmente zur Vorsicht mahnen.

Auf ihrem Herbstforum nannte sie vier Empfehlungen zur Portfoliopositionierung:

- **Vorsicht bei Credits:** Die Verschuldung ist hoch, und der Konjunkturaufschwung in den USA befindet sich in seiner Endphase. Manche Unternehmensanleihen scheinen daher zu hoch bewertet.
- **Mortgage-Backed Securities stehen etwas besser da:** Die PSG ist bei MBS seit einiger Zeit vorsichtig. Sie scheinen aber attraktiver als andere hoch

bewertete Unternehmensschuldverschreibungen.

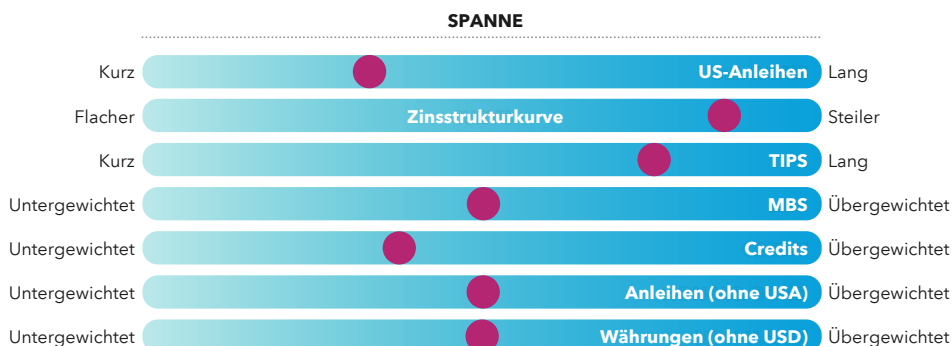
- **TIPS schätzen wir noch immer:** Die US-Inflation ist gestiegen, doch hat sie ihren Höchststand wohl noch nicht erreicht. Wenn die Verbraucherpreise weiter steigen, dürften Treasury Inflation-Protected Securities zulegen.
- **Erwarten Sie eine steilere US-Zinsstrukturkurve:** Zuletzt war die Kurve flacher geworden. Das könnte sich ändern, wenn die Volatilität zurückkehrt und das Wachstum ins Stocken gerät.

Was ist die PSG?

Zum zweitägigen Forum der Capital Group Portfolio Strategy Group (PSG) treffen sich zweimal jährlich alle Mitglieder des weltweiten Anleihenteams zu einer ausführlichen Diskussion über Wirtschaft und Anleihenmärkte. Grundlage der Diskussionen und der Empfehlungen

für unsere Investmentexperten sind eigene Fundamentalanalysen. Die Portfoliomanager nutzen diese Erkenntnisse für ihre eigenen Strategien. Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse der letzten Sitzung Anfang September zusammen.

Schlussfolgerungen für die Portfoliopositionierung



Skalen: Duration bei US-Anleihen, Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) und Anleihen (ohne USA). Steigung bei der Zinsstrukturkurve. Anteil am Marktwert des Portfolios bei Mortgage-Backed Securities (MBS) und Währungen (ohne USD). Duration Times Spread (DTS) bei Credits. Die Spannen der Skalen geben die für das Team maximal möglichen Über- und Untergewichtungen an.

Die Positionierungen der PSG beziehen sich vor allem auf klassische US-Anleihenportfolios (Core-Portfolios), mit denen wir Aktieninvestments diversifizieren, Kapital schützen und laufenden Ertrag erzielen wollen. Zugleich streben wir Mehrertrag gegenüber dem Bloomberg Barclays US Aggregate Index an. Portfoliomanager, die in andere Märkte investieren,

nutzen die Erkenntnisse der PSG für ihre jeweiligen Anlageuniversen. Ziel ist, Einschätzungen so effizient wie möglich abzubilden und Risikokonzentrationen zu vermeiden. Wir wollen also verhindern, dass sich in einem bestimmten Marktumfeld alle Positionen gleichermaßen gut oder gleichermaßen schlecht entwickeln.

Ausblick und Positionierung

Anfang 2018 schien die Welt noch in Ordnung; man sprach vom Goldilocks-Szenario. Doch jetzt scheint das Weltwirtschaftswachstum längst nicht mehr so synchron. Zwar wächst die US-Wirtschaft wohl noch immer ordentlich, doch für Europa, China und die Emerging Markets sind die Aussichten nicht mehr so gut. Die unterschiedliche Konjunktur führt zu einer unterschiedlichen Geldpolitik: Diese Woche haben wir erlebt, dass die Fed die Zinsen weiter anhebt und dies allmählich die weltweite Kreditvergabe dämpft. Das erklärt zumindest teilweise, warum die Emerging Markets schwächelten.

Und das ist nicht alles: Seit der Finanzkrise sind sowohl die öffentlichen als auch die privaten Schulden massiv gestiegen, sodass die Finanzmärkte krisenanfälliger geworden sind. Unklar ist, wie es beim Außenhandel weitergeht; die Politik bleibt schwer einzuschätzen. Die Volatilität in diesem Jahr hat uns rechtzeitig vor Augen geführt, dass innenpolitisch motivierte Zölle Marktturbulenzen auslösen können.

Die US-Wirtschaft mag weiter wachsen, aber wohl nicht mehr so stark. Wirtschaft und Märkte scheinen anfällig, da die Fed die Zinsen weiter erhöht und die Endphase des Konjunkturzyklus mit Ungleichgewichten einhergeht, etwa mit einer höheren Verschuldung. Auch ein Blick in die Geschichte beruhigt nicht: Die letzten beiden Rezessionen wurden nicht durch wirtschaftliche Entwicklungen, sondern durch Finanzmarktschocks ausgelöst.

Credits

Als die US-Wirtschaft boomte, blühten die Unternehmen auf. Doch wenn das Wachstum in den kommenden Jahren zurückgeht, dürften die Gewinnmargen unter Druck geraten. Unterdessen sind Unternehmensanleihen so hoch bewertet wie fast nie in den letzten zehn Jahren. Zugleich sind die Fundamentaldaten

stabil, was eine Bewertungsanalyse nicht einfacher macht. Recht wahrscheinlich ist, dass das Wachstum zurückgeht, aber die Wirtschaft nicht schrumpft. Die Märkte dürfte dies stabilisieren. Alles in allem sollte man bei Credits aber vorsichtig sein.

Duration

Die Duration (die letztlich ein Maß für das Zinsrisiko ist) wurde leicht verringert, um andere Positionierungen abzusichern, insbesondere unsere Laufzeitenallokation. Wenn die Zinsstrukturkurve entgegen

unseren Erwartungen flacher wird, dient das geringere Zinsrisiko als Schutz. Für uns ist das Zinsrisiko eine Kombination aus Durations- und Zinsstrukturkurvenrisiko.

US-Zinsstrukturkurve

Nach wie vor halten wir bei US-Staatsanleihen fünf Jahren für die interessanteste Laufzeit. Die Zinsstrukturkurve gibt an, welche Rendite Investoren für

unterschiedliche Laufzeiten verlangen. Zurzeit ist sie recht flach. Die Investoren verlangen also für längere Laufzeiten nur einen geringen Renditeaufschlag.

Denkbar sind aber mehrere Entwicklungen, bei denen die Kurve wieder steiler wird. Dies wäre etwa der Fall, wenn die Langfristzinsen stärker als die Kurzfristzinsen steigen oder die Kurzfristzinsen stärker als die Langfristzinsen fallen. Die

PSG empfiehlt den Portfoliomanagern noch immer, sich auf eine steilere Zinsstrukturkurve vorzubereiten. Sie würde bei einer höheren Marktvolatilität Schutz bieten.

US-Inflation

In der Endphase des Konjunkturzyklus sind mehrere Entwicklungen zu erwarten. Dazu zählt ein noch stärkerer Rückgang der Arbeitslosenquote, da viele neue Stellen geschaffen werden. Wahrscheinlich steigen auch die Löhne stärker, sodass die Inflationserwartungen zunehmen. Tatsächlich ist die Inflation in den letzten Quartalen gestiegen, und die Verbraucherpreise dürften weiter zulegen.

Aufgrund all dessen ist die Break-even-Inflation von TIPS (also die Inflationsrate, bei der man mit TIPS die gleiche Rendite erzielt wie mit nominal verzinslichen US-Staatsanleihen) gestiegen. Sie hat aber nicht so stark zugelegt wie die tatsächliche Teuerung. Folglich scheinen uns TIPS attraktiv. Es sind viele Szenarien denkbar, in denen sie selbst US-Unternehmensanleihen hinter sich lassen. Gegebenenfalls sichern sie auch unsere Laufzeitenallokation ab.

Hypothekenanleihen

Die Spreads von Hypothekenanleihen gegenüber US-Staatsanleihen bleiben eng, aber stabil. MBS scheinen daher teuer, doch dürften die Risiken von Hypothekenanleihen geringer sein als die von US-Unternehmensanleihen.

Volatilität höhere Portfoliorenditen und Erträge erwirtschaften, wenn das Wirtschaftswachstum zwar zurückgeht, aber positiv bleibt. Wir haben deshalb die Untergewichtung amerikanischer Hypothekenanleihen beendet und sind hier jetzt neutral positioniert.

Unserer Ansicht nach kann man im Hypothekensektor bei einer geringeren

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 Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlagengewährung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denominiert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument 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). 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.

© 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-331738 STR DE (DE AT)