

Multiple Perspectives. One Approach.™

Portfolio Strategy Group: Kurzfristig mehr Wachstum, aber weitere Unsicherheit

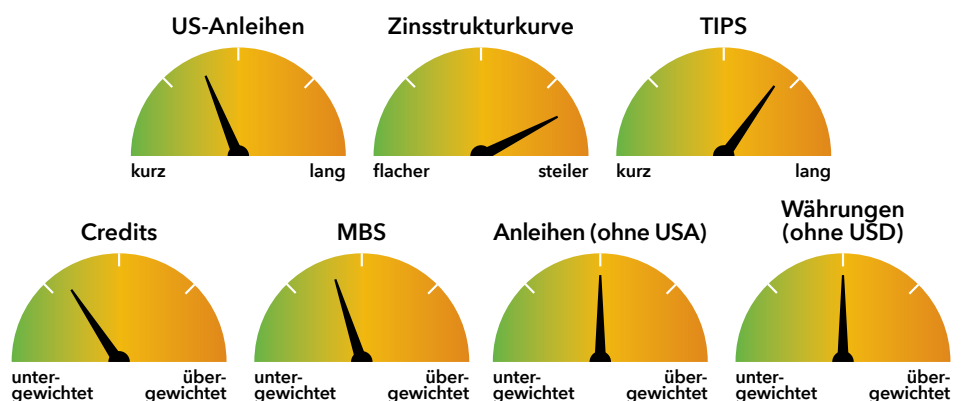
Dreimal jährlich findet das zweitägige Portfolio Strategy Group Forum der Capital Group statt. Dazu treffen sich alle Mitglieder des weltweiten Anleihenteams zu einer ausführlichen Diskussion über Wirtschaft und die Anleihenmärkte. Grundlage sind unsere eigenen Fundamentalanalysen, aus denen wir Anlageempfehlungen ableiten. Sie fließen in unsere Entscheidungen und die Positionierung unserer Anleihenfonds ein. Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse des zweitägigen Juni-Seminars zusammen.

Ein wichtiges Thema aller Diskussionen war die leichte Verbesserung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Aber trotz der extrem niedrigen Marktvolatilität herrscht weiter Unsicherheit über Politik und Geldpolitik. Wir halten daher eine konservative Portfoliositionierung für sinnvoll, zumal die Volatilität auch wieder steigen kann.

- Wir erwarten ein etwas höheres Weltwirtschaftswachstum und eine höhere Inflation.
- Die wirtschaftliche Entwicklung ist berechenbarer geworden, insbesondere in den USA und in Europa. Wir bezweifeln aber, dass das zuletzt überdurchschnittliche Wachstum nachhaltig ist.
- Unserer Ansicht nach werden die langfristigen US-Renditen weniger stark steigen als die Leitzinsen. Bei kurzen Laufzeiten setzen wir daher auf eine unterdurchschnittliche Duration.

Wir gehen vor allem Positionen an den Kernmärkten ein, um Mehrertrag gegenüber dem Bloomberg Barclays U.S. Aggregate Index zu erzielen. Unsere Einschätzungen setzen wir so effizient wie möglich um. Risikokonzentrationen sollen dabei vermieden werden: Wir wollen also nicht, dass sich alle Positionen in einem bestimmten Umfeld ähnlich gut oder ähnlich schwach entwickeln.

Positionierungsempfehlungen



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.

Unser Ausblick

Etwas höheres Wachstum: Die Fundamentaldaten haben sich leicht verbessert. Seit dem letzten Forum im Februar sprechen die Indikatoren für ein Weltwirtschaftswachstum leicht über dem Langfristtrend. Unserer Ansicht nach gibt es heute weniger Risiken, die das Wachstum stoppen könnten.

Die Lage am US-Arbeitsmarkt verbessert sich weiter; die Beschäftigung nimmt zu, die Löhne steigen. Die Arbeitslosenquote liegt erstmals seit 2005 unter der natürlichen Arbeitslosenquote. Mehr Unternehmensinvestitionen – ein deutlicher Fortschritt gegenüber früheren Quartalen – und die Erholung der Industrie sprechen dafür, dass das amerikanische Wirtschaftswachstum zurzeit über dem etwa 2-prozentigen Trendwachstum der letzten Jahre liegt.

Verbessert haben sich auch die Konjunkturaussichten außerhalb der USA. Besonders gut sieht es in Europa aus, wo das Wachstum ebenfalls über dem Potenzialwachstum liegt. Auch in Europa sind die privaten Investitionen gestiegen. Die Konjunktur ist wesentlich synchroner geworden, und die Daten übertreffen seit Monaten die Erwartungen: Sowohl in den Kernländern als auch an der Peripherie sind sie gut. Das japanische Wirtschaftswachstum hat sich ebenfalls beschleunigt und liegt jetzt über dem Langfristtrend. Die schwächere Kreditvergabe in China dürfte zwar Folgen für die Weltwirtschaft haben, doch sehen wir anders als im 1. Quartal 2016 keine Deflationsangst.

Aber ist es nachhaltig? Im Vergleich zu den ersten Monaten des Jahres ist die Weltwirtschaft berechenbarer geworden, insbesondere in den USA und Europa. Schon damals hielten wir einen Boom für unwahrscheinlich – und heute erst recht. Das Gleiche gilt für einen Abschwung. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Weltwirtschaft weiter moderat wächst und den Langfristtrend leicht übertrifft. Obwohl die Fed die US-Zinsen weiter angehoben hat, bleiben die Finanzbedingungen extrem locker, sodass die Wirtschaft weiter wachsen kann. (Mit Finanzbedingungen sind Kennzahlen wie Assetpreise und Kreditverfügbarkeit gemeint, die das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und damit die zukünftige Wirtschaftslage beeinflussen können.)

Wir bezweifeln aber, dass das Wachstum noch weiter zulegen kann. Zurzeit scheint die Geldpolitik eher dafür zu sorgen, dass Nachfrage vorgezogen wird, statt für nachhaltig höheres Wachstum zu sorgen. Sowohl die Kapitalrendite als auch das reale Trendwachstum sind niedrig. Damit beides erkennbar steigt, sind eine höhere Produktivität und langfristig höhere Investitionen nötig. Zurzeit geschieht aber nichts, was die noch vorhandenen Ungleichgewichte verringern könnte. Diese Ungleichgewichte, zu denen auch die hohe Unternehmens- und Staatsverschuldung zählt, sind eine Folge der niedrigen Zinsen. Die Weltwirtschaft ist dadurch anfällig für steigende Zinsen und exogene Schocks. Zurzeit erwarten wir auf mittlere Sicht daher ein geringeres Trendwachstum.

Höhere Inflation: Neben einem BIP-Wachstum leicht über dem Langfristtrend erwarten wir auch eine höhere Inflation weltweit, nicht zuletzt aufgrund der anhaltend guten Arbeitsmarktlage. In den USA nähern wir uns der Vollbeschäftigung. Wir glauben, dass dies zu einer höheren Inflation durch eine stärkere Kapazitätsauslastung und steigende Löhne beiträgt.

Die jüngsten US-Inflationsdaten waren zwar etwas schwächer, doch halten wir das für vorübergehend. Wir gehen davon aus, dass die Inflation in den nächsten Monaten etwas steigt und sich in Richtung 2% bewegt. Für die zuletzt niedrigere Teuerung waren einige Sonderfaktoren verantwortlich. Beispielsweise hat das Bureau of Labor Statistics Datenflattrates für Smartphones anders erfasst, was aber wohl keine größeren Langfristfolgen haben dürfte.

Manche Risiken haben nachgelassen, aber die Unsicherheit bleibt hoch: Zwar scheinen einige Risiken zurückgegangen zu sein, etwa das Populismusrisiko in Europa, doch bleiben Politik und Geldpolitik unsicher. Lange waren wir davon ausgegangen, dass die Fiskalpolitik nicht so expansiv werden würde wie vom Markt erwartet - und dass man auf Fiskalimpulse noch länger warten müsse. Es ist wesentlich unwahrscheinlicher geworden, dass der US-Kongress in nächster Zeit spürbare Wachstumsprogramme verabschiedet. Ausmaß und Reichweite möglicher Programme, wenn sie denn kommen, könnten sich in Grenzen halten.

Unsichere Geldpolitik: Eine weitere Unsicherheitsquelle ist die Geldpolitik, einschließlich der Entwicklung der Notenbankbilanzen. Weltweit erwägen die Notenbanken, sowohl die konventionelle als auch die unkonventionelle Geldpolitik zu straffen. In den USA hebt die Fed ihre Federal Funds Target Rate weiter an - und hat zugleich geäußert, dass sie noch in diesem Jahr mit der Rückführung ihrer Bilanzsumme beginnen will. Auch die Europäische Zentralbank äußerte, dass eine Straffung ihrer beispiellos expansiven Geldpolitik geplant sei. Aufgrund des zuletzt stärkeren Wachstums könnte sie planen, im nächsten Jahr damit zu beginnen.

Außerdem glauben wir, dass die japanische Notenbank aufgrund der steigenden Inflation weniger Anleihen kauft und vielleicht im nächsten Jahr ihr Renditeziel anhebt. Zwar haben die Notenbanken meist offen und ehrlich gesagt, wann und wie sie das Quantitative Easing zurückführen wollen. Aber es gibt keinen Präzedenzfall. Die Anleihenkaufprogramme hatten große Folgen für jene Märkte, denen die Notenbanken einen Großteil der umlaufenden Titel entzogen haben. Wir glauben, dass der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik zwangsläufig für Unsicherheit sorgt. Unserer Ansicht nach könnte es den Notenbanken weltweit am Ende sehr schwer fallen, die bislang beispiellosen Maßnahmen zu beenden, sind sie doch in den letzten Jahren faktisch Normalität geworden.

Die Fed ist zu Zinserhöhungen entschlossen: Wir glauben weiterhin, dass die Zinsen auf absehbare Zeit niedrig bleiben werden. Dennoch sind die aktuellen Markterwartungen niedriger als unsere eigenen Erwartungen. Heute geht man am Markt implizit davon aus, dass die Fed die Zinsen in den nächsten beiden Jahren nur 1,5-mal anheben wird. Vermutlich ist diese pessimistische Einschätzung der zuletzt niedrigeren Inflation geschuldet - und der Tatsache, dass die Fed noch in diesem Jahr mit der Verringerung ihrer Bilanzsumme beginnen wird. Wir halten die Markteinschätzung für zu extrem und glauben, dass man in den nächsten Monaten mehr Zinserhöhungen erwartet, zumal wir mit einer steigenden Inflation rechnen. Dann dürfte man der Fed glauben, dass sie die Zinsen weiter anhebt. Wir empfehlen daher bei kurzlaufenden Titeln eine unterdurchschnittliche Duration und höchstens zwei Jahre Laufzeit.

Chancen durch Marktbewertungen: Da das Weltwirtschaftswachstum unserer Ansicht nach noch einige Zeit leicht über dem Langfristtrend liegen wird (bevor es zum Nachkrisentrend zurückkehrt) und wir mit einem allmählichen Inflationsanstieg rechnen, halten wir einige Märkte zurzeit für günstig und damit für interessant.

An vielen Märkten ist die Volatilität extrem niedrig, und bisweilen befindet sie sich sogar auf Allzeittiefs. Das kann Investoren in falscher Sicherheit wiegen, sodass sie übermäßige Risiken eingehen. Wir halten hingegen eine vorsichtige Positionierung für angeraten, um nicht von einem möglichen Volatilitätsanstieg überrascht zu werden.

Märkte im Überblick (Stand 30. Juni 2017)

US-Staatsanleihenrenditen (%)	Monats- ende ¹	Quartals- ende ²	Jahres- ende ³
3 Monate	1,03	0,76	0,51
2 Jahre	1,38	1,27	1,20
5 Jahre	1,89	1,93	1,93
10 Jahre	2,31	2,40	2,45
30 Jahre	2,84	3,02	3,06
Differenz, 10-2 Jahre (Bp.)	93	113	125
Differenz, 30-2 Jahre (Bp.)	146	175	186

Spreads (Bp.)	Monats- ende ¹	Quartals- ende ²	Jahres- ende ³
Bloomberg Barclays U.S. Corporate	109	118	123
Bloomberg Barclays U.S. High Yield Corporate	364	383	409
JPM EMBIG Diversified (IG)	181	184	206
JPM EMBIG Diversified (HY)	451	467	502
JPM EMBIG Diversified	308	307	335

Renditen (%)	Monats- ende ¹	Quartals- ende ²	Jahres- ende ³
Großbritannien, 10-j. Staatsanleihen	1,19	1,07	1,24
Deutschland, 10-j. Staatsanleihen	0,47	0,33	0,11
Japan, 10-j. Staatsanleihen	0,09	0,07	0,05
Bloomberg Barclays US Corporate	3,19	3,33	3,37
GBI-EM Global Diversified	6,15	6,55	6,79

Wechselkurse (Änderung ggü. USD in %) ⁴	1 Monat	3 Monate	lfd. Jahr
Pfund Sterling	0,62	3,88	5,12
Schweizer Franken	1,03	4,52	6,13
Euro	1,43	6,64	8,13
Japanischer Yen	-1,58	-0,83	3,80

Währungsbeitrag zur Wertentwicklung (%)

JPM GBI-EM Global Diversified	-0,22	1,25	4,67
-------------------------------	-------	------	------

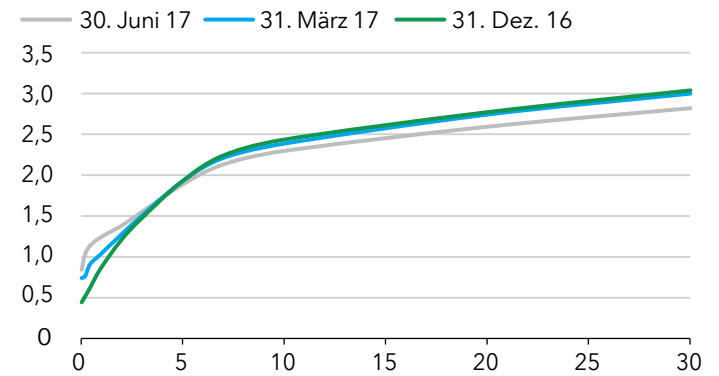
Erträge von Anleihenindizes⁴

Bloomberg Barclays US Aggregate	-0,10	1,45	2,27
Bloomberg Barclays Global Aggregate	-0,09	2,60	4,41

Quellen: Bloomberg Barclays, Datastream, Federal Reserve, RIMES

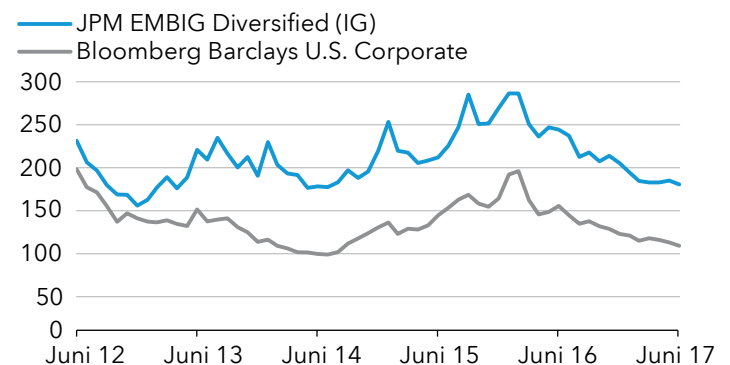
1 Monatsende: 30. Juni 2017.
2 Quartalsende: 31. März 2017.
3 Jahresende: 31. Dezember 2016.
4 Stand: 30. Juni 2017.

US-Zinsstrukturkurve (Staatsanleihen)



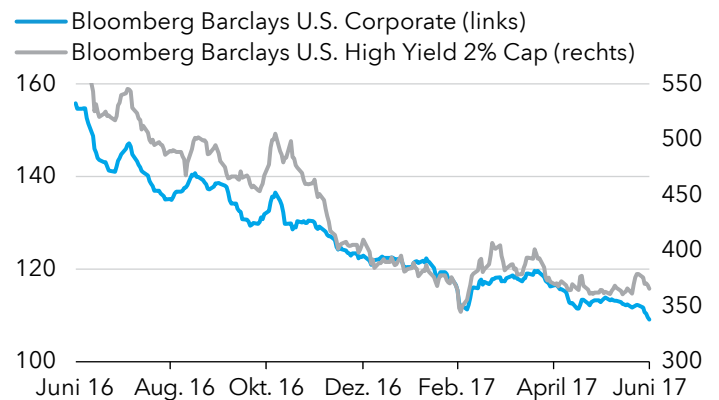
Quellen: Federal Reserve, Thomson Reuters Datastream

Investmentgrade-Spreads (Bp.)



Quellen: Bloomberg Index Services, RIMES

Spreads von US-Unternehmensanleihen (Bp.)



Quelle: Bloomberg Index Services

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. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Erträge.

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.

Für Deutschland: Capital International Limited, ein von der UK Financial Conduct Authority genehmigtes und reguliertes 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. © 2017 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-308324 CIL DE DE AT**