

Navigator-Serie –
Fixed Income

Marktineffizienzen im Fokus

August 2024



Christy Tan
Investment Strategist
Franklin Templeton Institute



Lukasz Labedzki, CFA
Senior Analyst
Franklin Templeton Institute



Diese Veröffentlichung enthält unsere neuesten Einschätzungen, die auf der Datenanalyse des US Fixed Income Navigator (FIN) des Franklin Templeton Institute beruhen. Der Schwerpunkt liegt dabei auf neuen Chancen, die sich aus einer Reihe von Marktineffizienzen ergeben. Auch eine Neubewertung europäischer festverzinslicher Anlagen ist durchaus angebracht. Wir haben dabei unsere Erkenntnisse nach den Marktverwerfungen Anfang August einfließen lassen.

Folgen für Anleger

Folgende Strategie erachten wir als sinnvoll, sowohl für Anleger, die ihr auf Aktien und bargeldähnliche Instrumente ausgerichtetes Portfolio diversifizieren möchten, als auch für diejenigen, die bereits in festverzinslichen Wertpapieren engagiert sind.

US-Staatsanleihen mit kurzer bis mittlerer Laufzeit: Bisher haben wir uns für eine Verlängerung der Duration von Rentenportfolios ausgesprochen. Da die Renditen für 10-jährige Papiere jedoch deutlich gesunken sind, halten wir es für ratsam, einige Gewinne mitzunehmen. Zwar sind die Chancen vielleicht noch nicht ganz ausgereizt, aber das Aufwärtspotenzial ist jetzt geringer. Staatsanleihen haben sich während des jüngsten Kurssturzes am Aktienmarkt als zuverlässige Absicherung gegenüber Risikoanlagen erwiesen. Doch angesichts der gegenwärtigen Kursentwicklung und möglicher positiver wirtschaftlicher Überraschungen scheint Zurückhaltung bei der Duration durchaus angebracht.

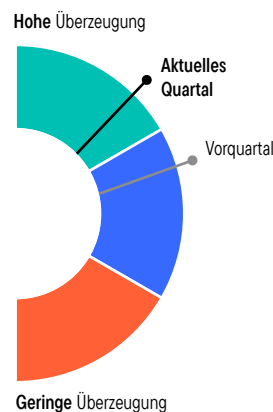
US-Investment-Grade-Anleihen: Investment-Grade-Anleihen bieten Stabilität, und die Bedingungen sehen angesichts eines wahrscheinlich andauernden Bull Steepening der Renditekurve günstig aus. Die Fundamentaldaten sind weiterhin solide.

Europäische Investment-Grade-Anleihen: Hochwertige europäische Anleihen haben unserer Meinung nach ihre Berechtigung in einem Portfolio. Ihre währungsgesicherten Renditen sind ähnlich hoch wie die von US-Investment-Grade-Anleihen. Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die europäische Wirtschaft noch keine Wende vollzogen hat. Dies könnte die Europäische Zentralbank zu weiteren Maßnahmen veranlassen.

Highlights des dritten Quartals 2024: Im dritten Quartal 2024 hat sich die modellbasierte Überzeugung des US Fixed Income Navigator (FIN) vom Franklin Templeton Institute verbessert und in den positiven Bereich gedreht, wo das Verhältnis von Risiken und Chancen für Anleihen günstig ist. Wichtig ist jedoch, dass sich bereits Anfang August eine stabile Entwicklung abzeichnete, die sich mit den Modellprognosen deckte.

Abbildung 1:
Fixed Income
Navigator-Dashboard

Update vom Juni 2024



Kategorie	Ergebnis für Anleihen
Liquidität	
Renditekurve/Politik	
Bewertung	
Fundamentaldaten (Unternehmen)	
Wirtschaftliche Dynamik	

Quelle: Franklin Templeton Institute.

Die Realrenditen im festverzinslichen Bereich bleiben zweifellos attraktiv und liegen in der Nähe von Mehrjahreshochs. Gleichzeitig hat sich das makroökonomische Umfeld abgeschwächt, was auf eine baldige geldpolitische Lockerung der US-Notenbank (Fed) schließen lässt. Wenn die Fed den Zinssenkungszyklus einleitet, kann der Markt darauf dynamisch reagieren, was zu einem Bull Steepening der Renditekurve führt. Dies dürfte für hochwertige Anleihen von Vorteil sein.

Aus der Risikoperspektive könnten die steigenden Haushaltsdefizite bedeuten, dass die Anleger eine höhere Prämie für den Besitz von US-Staatsanleihen verlangen. Eine resiliente US-Wirtschaft könnte dafür sorgen, dass der Lockerungszyklus der Fed langsam und moderat verläuft. Hinzu kommt, dass die Inflation aufgrund der geopolitischen Spannungen möglicherweise schwer zu kontrollieren ist.

In diesem Beitrag gehen wir auf aktuelle Entwicklungen ein, die für Anleger in festverzinslichen Wertpapieren wichtig sind. Dabei konzentrieren wir uns darauf, dass sich bestimmte Markteffizienzen, die wir festgestellt haben, in letzter Zeit allmählich normalisieren.

Markteffizienz Nr. 1: Die Markterwartung eines moderaten Zinssenkungszyklus der Fed angesichts des sich verschlechternden wirtschaftlichen Marktumfelds

Unsere Einschätzung von Anfang August: Zu Beginn des dritten Quartals 2024 hielten wir die Markteinschätzung bezüglich Zinssenkungen angesichts der zunehmenden negativen wirtschaftlichen Überraschungen für unangemessen. Seit Anfang August 2024, nach dem enttäuschenden Arbeitsmarktbericht vom Juli und den Anzeichen einer Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe, rechnet der Markt nun allerdings mit deutlich stärkeren Zinssenkungen der Fed. Diese veränderten Erwartungen haben uns vorsichtiger werden lassen und uns zu einer konservativeren Haltung bei der Duration bewogen. Die Wirtschaft sendet zwar gemischte Signale und eine Rezession ist derzeit nicht unser Basisszenario, aber eine positive Überraschung bei den Konjunkturdaten könnte ein hohes Neubewertungsrisiko mit sich bringen. In einem solchen Szenario wären Anleihen mit kürzerer Laufzeit stärker abgesichert.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass es kein weiteres Aufwärtspotenzial gibt. Für die meisten Anleger ist nicht nur der Beginn der Zinssenkungen entscheidend, sondern auch die letztendliche Zinsuntergrenze. Wenn wir davon ausgehen, dass der nominale neutrale Zinssatz in den Vereinigten Staaten bei etwa 3 % liegt, wird die Fed die Zinsen wahrscheinlich unter dieses Niveau senken müssen, um die Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln. Dieses Szenario ist noch nicht vollständig eingepreist, und es besteht die Möglichkeit, dass über den Zinssenkungszyklus hinweg mehr Zinssenkungen vorgenommen werden, als derzeit erwartet wird. Dies wäre besonders vorteilhaft für den vorderen und den mittleren Teil der Kurve, die stärker auf Leitzinsänderungen reagieren.

Marktineffizienz Nr. 2: Unterschätztes Ausmaß der Versteilerung der Renditekurve

Unsere Einschätzung von Anfang August: Die US-Renditekurve (Zinsdifferenz zwischen zehn- und zweijährigen Staatsanleihen) ist jetzt seit so langer Zeit invertiert, wie es seit 1976 nicht mehr der Fall war. Auch wenn der Markt in letzter Zeit eine stärkere Versteilerung eingepreist hat, sind wir der Meinung, dass die aktuelle Markteinschätzung im Vergleich zu historischen Standards nach wie vor konservativ ist (siehe Abbildung 2).

Wir rechnen zwar nicht mit einer Rezession, aber die Renditekurve könnte sich stärker versteilern als derzeit eingepreist, da sie von einem invertierten Niveau aus beginnt. Dieses Versteilungsmuster, das mit den Zinssenkungen der Fed zusammenhängt, wird als „Bull Steepening“ bezeichnet, bei dem die Zinsen sowohl am kurzen Ende als auch am langen Ende der Kurve sinken. In der Vergangenheit war dieses Umfeld für hochwertige Anleihen vorteilhaft.

Abbildung 2:
Zinssenkungen der Fed haben zu einer Versteilerung der Kurve geführt
Veränderung der Renditekurvenform nach einer ersten Zinssenkung der Fed

Stand: 1. August 2024

Datum der ersten Zinssenkung	10J-2J-Zinsdifferenzkurve (Bp.)	Höchststand in den nächsten 12 Monaten (Bp.)	Versteilerung in Bp.	Versteilungsmuster	Rezession (Ja/Nein)	Normalisierungsphase (Ja/Nein)
15.07.1974	-47	146	193	Bull Steepening	Ja	Ja
01.04.1980	-190	132	322	Bull Steepening	Ja	Ja
15.06.1981	-94	98	192	Bull Steepening	Ja	Ja
15.04.1982	-48	124	172	Bull Steepening	Ja	Ja
20.09.1984	34	167	133	Bull Steepening	Nein	Nein
04.11.1987	125	126	1	Bear Steepening	Nein	Nein
06.06.1989	-9	31	40	Bull Steepening	Nein	Ja
06.07.1995	49	86	37	Bull Steepening	Nein	Nein
29.09.1998	12	60	48	Bull Steepening	Nein	Nein
03.01.2001	22	216	194	Bull Steepening	Ja	Ja
18.09.2007	50	209	159	Bull Steepening	Ja	Ja
01.08.2019	17	69	52	Bull Steepening	Ja	Nein
18.09.2024*	-4*	39*	43*	Bull Steepening*		
Durchschnitt (alle)			129			
Durchschnitt (Normalisierungsphasen)			182			

Quellen: US-Notenbank, US-Finanzministerium, Macrobond. Analyse des Franklin Templeton Institute.

* Unter der Annahme, dass die erste Zinssenkung dieses Zyklus am 18.09.2024 erfolgt. Für den 18.09.2024 und für den 18.09.2025, ein Jahr später, werden die erwarteten Werte für die 10J-2J-Zinsdifferenzkurve verwendet, abgeleitet von der Renditekurve für US-Staatsanleihen („US Treasury Actives Curve“).

Anmerkungen: Die Analyse umfasst alle ersten Senkungen nach einer Zinsanhebungsserie seit 1974. Eine Zinsanhebungsserie (ein Zinsanhebungszyklus) umfasst laut Definition mindestens drei Anhebungen (oder weniger, wenn ihr Umfang 100 Bp. übersteigt). Die Zinssenkung vom September 1998 wurde ebenfalls berücksichtigt, auch wenn ihr technisch gesehen keine Zinsanhebungsserie vorausgegangen ist. Einzelne Zinssenkungen innerhalb längerer Zinsanhebungszyklen wurden nicht berücksichtigt (September 1973, November 1979, Januar 1981, Juli 1987). Im Hinblick auf die Rezessionsphasen wurde die Definition vom National Bureau of Economic Research zugrunde gelegt. Normalisierung bezieht sich auf alle Situationen, die mit einer an der 10J-2J-Zinsdifferenz ablesbaren Versteilerung der Renditekurve von einem invertierten Niveau aus (mindestens -10 Bp.) einhergehen. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftigen Renditen.**

Markteffizienz Nr. 3: Der Markt ignoriert die Auflösung des Zusammenhangs zwischen Spreads und Renditen und unterschätzt wahrscheinlich das Risiko von Krediten geringerer Qualität

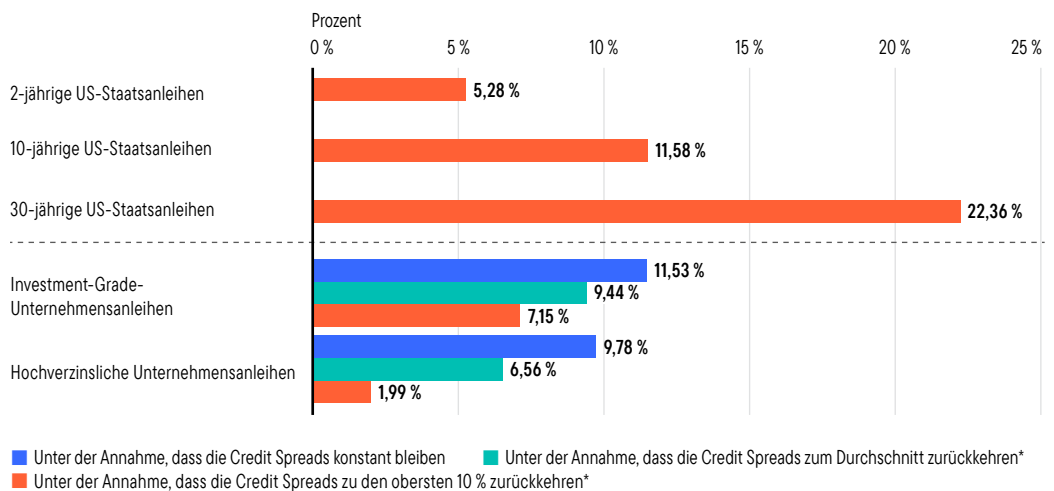
Unsere Einschätzung von Anfang August: Über einen längeren Zeitraum hinweg blieben die Spreads der Unternehmensanleihen eng, während die Renditen stiegen. Dies führte dazu, dass sich die Credit Spreads und die Renditen praktisch nicht mehr parallel bewegten. Dieses Verhalten ist im Vergleich zu den letzten zehn Jahren ungewöhnlich und ähnelt dem Straffungszyklus in den Jahren 2004–2006. Auch wenn die Credit Spreads in letzter Zeit leicht angestiegen sind, bewegen sie sich sowohl bei Investment-Grade- als auch bei hochverzinslichen Anleihen auf einem historisch niedrigen Niveau.

Hochwertige Emittenten weisen nach wie vor solide Fundamentaldaten auf. Was jedoch Schuldtitel geringerer Qualität betrifft, wird eine selektive Vorgehensweise immer wichtiger. Die Richtung der Credit Spreads ist für die erwarteten Erträge aus Unternehmensanleihen von entscheidender Bedeutung (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3:
Sinkende Zinsen:
US-Staatsanleihen
haben sich
gut entwickelt,
Unternehmensanleihen
hängen vom Spread-
Verhalten ab

**Auswirkungen eines
1-Prozent-Rückgangs
der Rendite von
Staatsanleihen auf den
1-Jahres-Gesamtertrag**

Stand: 31. Juli 2024



Quelle: Bloomberg, Analyse des Franklin Templeton Institute. Für die Analyse wird eine Haltedauer von einem Jahr angenommen. * Sowohl der Durchschnitt als auch die obersten 10 % wurden für den 10-Jahres-Zeitraum bis zum 31. Juli 2024 berechnet. Zweijährige US-Staatsanleihen = Bloomberg Generic US Two-Year Government Note; 10-jährige US-Staatsanleihen = Bloomberg Generic US 10-Year Government Note; 30-jährige US-Staatsanleihen = Bloomberg Generic US 30-Year Government Bond; Investment-Grade-Unternehmensanleihen = Bloomberg US Corporate Bond Index; Hochverzinsliche Unternehmensanleihen = Bloomberg US Corporate High Yield Index. Indizes werden nicht aktiv gemanagt, und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftigen Renditen.**

Markteffizienz Nr. 4: Im Vergleich zu den USA preist der Markt für Europa einen deutlich moderateren Zinssenkungszyklus ein

Unsere Einschätzung von Anfang August: Der Markt hatte die Europäische Zentralbank (EZB) als deutlich restriktiver als die Fed eingeschätzt und dabei die Tatsache ignoriert, dass der neutrale Zinssatz in Europa wesentlich niedriger ist. Anfang August hat sich diese Einschätzung geändert, und die Diskrepanz ist jetzt weniger ausgeprägt. Es wird nun damit gerechnet, dass die EZB die Zinssätze bis auf ein Niveau senken wird, das näher am neutralen Niveau in Europa (nach unserer Einschätzung etwa 2 %) liegt. Das Aufwärtspotenzial hat sich daher unseres Erachtens verringert.

Allerdings ist damit nicht ausgeschlossen, dass der Markt irgendwann eine Unterschreitung des geschätzten neutralen Zinssatzes durch die EZB einpreist. Die Leitzinsen sind in Europa nach wie vor historisch hoch, und trotz guter Fortschritte bei der Inflation deuten die wirtschaftlichen Frühindikatoren darauf hin, dass der Abschwung noch nicht beendet ist. EZB-Präsidentin Lagarde stellte im Juli fest, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum abwärts gerichtet sind.

Berücksichtigt man die Kosten für die Absicherung von US-Dollar in Euro (und umgekehrt), bieten europäische Investment-Grade-Anleihen interessanterweise derzeit fast identische Renditen wie US-Investment-Grade-Anleihen.¹ Dadurch können Anleger (sowohl innerhalb als auch außerhalb Europas) ihr Anleihenportfolio geografisch diversifizieren, ohne die Gesamtrendite zu gefährden.

Fazit

Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen am Rentenmarkt, einschließlich der aktuellen Marktpreise, sind wir der Ansicht, dass das Verhältnis zwischen Risiken und Chancen für hochwertige Anleihen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum eher günstig ist. Ein wichtiger Punkt ist, dass US-Staatsanleihen sich während des jüngsten Abverkaufs an den Märkten als zuverlässige Diversifizierungsquelle erwiesen haben, die Kredit- und Aktienrisiken effektiv absichert. Bei der Duration sind wir angesichts des Potenzials für eine Neubewertung des Marktes jedoch vorsichtiger.

Definitionen

Der Bloomberg US Corporate Index bildet den Markt für festverzinsliche, steuerpflichtige Investment-Grade-Unternehmensanleihen ab.

Der Bloomberg Euro Aggregate (EuroAgg) Bond Index ist ein breit angelegter Flaggschiff-Referenzindex, der den Markt für auf Euro lautende festverzinsliche Investment-Grade-Anleihen (Staatsanleihen, staatsnahe Anleihen, Unternehmensanleihen und verbriefte Anleihen) abbildet. Die Aufnahme in den Index hängt von der Ausgabewährung einer Anleihe, nicht vom Land des Risikos des Emittenten ab.

Endnoten

1. Basierend auf dem Bloomberg EuroAgg Corporate Index und dem Bloomberg US Corporate Index. Die Absicherungskosten werden anhand der von Bloomberg angegebenen dreimonatigen Währungsabsicherungskosten geschätzt. Indizes werden nicht aktiv gemanagt und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt.

Das „LYVFE“-Rahmenwerk ist eine systematische Analyse von über 20 Indikatoren, die in fünf Gruppen unterteilt sind: Liquidität, Renditekurve, Bewertung, Finanzen und wirtschaftliche Dynamik (Liquidity, Yield Curve, Valuation, Financials und Economic Momentum, kurz „LYVFE“). Jeder Indikator wird einzeln bewertet, um festzustellen, ob sein Wert positiv, negativ oder neutral für den US-Gesamtmarkt für Investment-Grade-Anleihen ist. Die Signale aller Indikatoren werden dann zu einem einzigen Endwert zusammengefasst. Dafür wird ein Diffusionsindex eingesetzt, in dem jeder Indikator als gleich relevant behandelt wird.

Liste der Indikatoren

Kategorie	Indikator	Beschreibung
Liquidität	MOVE-Index	Der MOVE-Index ist ein Maß für die US-Zinsvolatilität. Der Index bildet die Entwicklung der Volatilität der Renditen von US-Staatsanleihen ab, die durch die aktuellen Kurse von 3-Monats-Optionen impliziert wird. Eine höhere Volatilität deutet auf eine größere Unsicherheit und potenzielle Kursschwankungen hin, sodass Anleger eine Anpassung ihres Zinsrisikos in Erwägung ziehen.
	Kursentwicklung von als sicher geltenden Vermögenswerten	Als sicher geltende Vermögenswerte sind Anlagen, die dafür bekannt sind, dass ihr Wert stabil bleibt oder steigt, wenn die Märkte volatil werden oder wirtschaftliche Unsicherheiten entstehen. Ihre Wertentwicklung im Auge zu behalten, kann wertvolle Erkenntnisse über das Auftreten von Bedingungen liefern, die von Risikoscheu geprägt sind und typischerweise auf Phasen mit einer starken Wertentwicklung von Anleihen hinweisen.
	Finanzbedingungen	Die Finanzbedingungen sind für Anleiheinvestoren sehr wichtig, da sie Aufschluss über die wirtschaftliche Verfassung, die Risikobereitschaft und die Politik der Zentralbanken geben und so die Anlageentscheidungen und das Risikomanagement beeinflussen. Eine Verschärfung der Standards, die oft mit einer Kontraktion der Wirtschaft einhergeht, weist auf einen möglicherweise günstigen Moment für eine höhere Allokation in Qualitätsanleihen hin.
	Wechselkursvolatilität	Die Wechselkursvolatilität dient als Indikator für Phasen des Risikoabbaus, da eine erhöhte Unsicherheit die Anleger dazu veranlasst, ihr Risiko neu zu bewerten und sich sichereren Anlageformen zuzuwenden, was an den Wechselkursbewegungen abzulesen ist. Die Überwachung der Wechselkursvolatilität gibt Aufschluss darüber, wie sich die Risikobereitschaft der Anleger insgesamt verändert. Phasen mit erhöhter, aber nachlassender Wechselkursvolatilität signalisieren häufig günstige Bedingungen für Anleihen.
	US-Dollar-Liquidität	Wir behalten die Nettoliquidität ständig im Blick. Diese definieren wir als die Bilanzsumme der Fed abzüglich der Reverse Repos und des Treasury General Account des Finanzministeriums. Die Nettoliquidität dient dazu, den Teil der Fed-Bilanz zu veranschaulichen, der den Finanzinstituten zur Verfügung steht. Oft wird dieser Teil genutzt, um hochwertige Anleihen zu absorbieren und die allgemeine Risikobereitschaft zu beeinflussen.
	Kreditimpuls (G3)	Wir verfolgen die Kreditimpulse in den drei größten Volkswirtschaften der Welt (USA, Euroraum, China), um zu verstehen, wie Kredite die Realwirtschaft beeinflussen. Ein Kreditimpuls ist eine Veränderung der Kreditwachstumsrate, wobei positive Impulse das Wirtschaftswachstum beschleunigen und negative Impulse es möglicherweise bremsen. Kreditimpulse dienen als Frühindikator für die Wirtschaftstätigkeit und sind daher äußerst wichtig für die Anleihenpositionierung.
Renditekurve/Politik	Form der Renditekurve	Die Komplexität der Renditekurve ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Anleiheinvestoren gewinnen einen großen Vorteil, wenn sie die Renditeniveaus und die Steigung der Kurve genau verstehen. Dies ist nicht nur wichtig, um die Ertragskraft von Anleihen zu beurteilen, sondern auch, um das Durationsrisiko strategisch zu steuern. Dank unserer konsequenten Analyse der 2- und 10-jährigen Renditen können wir die Dynamik der Kurve nachvollziehen und fundierte Entscheidungen treffen.
	Fed Funds Rate	Die Zinspolitik der Fed beeinflusst die Zinssätze in der gesamten Wirtschaft und hat erhebliche Auswirkungen auf die künftige Wirtschaftsleistung. Im Allgemeinen wirken sich Zinsanhebungszyklen negativ auf die Wertentwicklung von Anleihen aus, während Zinssenkungszyklen einen positiven Effekt haben. Die Kurse von Anleihen reagieren jedoch oft bereits vor den offiziellen zinspolitischen Entscheidungen, da die Anleger sich von der erwarteten künftigen Entwicklung leiten lassen. Daher ist es wichtig, sowohl das aktuelle Niveau der Fed Funds Rate im Auge zu behalten als auch die Faktoren, die die Entscheidungen der Fed bestimmen.
	Wertpapierbestände der Fed	Die Wertpapierbestände der Fed, die über das System Open Market Account erfasst werden, wirken sich direkt auf die Nachfrage nach hochwertigen Anleihen aus. Seit der globalen Finanzkrise haben diese Bestände an Bedeutung gewonnen und sind zu einem wichtigen politischen Instrument geworden. Ob die Fed in einer Bilanzausweitung oder -normalisierung begriffen ist, stellt eine entscheidende Frage zur Einschätzung der Investmentlandschaft im Anleihenbereich dar. Im ersten Fall ist das Ergebnis in der Regel positiv und im zweiten Fall negativ.
	Politikbezogene wirtschaftliche Unsicherheit	Um die politikbezogene wirtschaftliche Unsicherheit zu bewerten, ziehen wir den Economic Policy Uncertainty Index heran. In diesen fließen die Faktoren Medienberichterstattung, Anzahl der auslaufenden Steuerregelungen auf US-Bundesebene sowie Uneinigkeit unter Wirtschaftsexperten ein. Bei steigender Unsicherheit tendieren die Anleger aufgrund des erhöhten Risikos eher zu Anleihen als zu Aktien.
Bewertung	Fair Value der Renditen auf 10-jährige Anleihen	Anleihekurse und Renditen stehen in einem inversen Verhältnis zueinander. Daher ist es sehr wichtig, die Renditen zu beobachten und ihre zukünftige Entwicklung zu prognostizieren. Wir bewerten die aktuellen Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen im Vergleich zu ihrem geschätzten „fairen Wert“, der anhand von makroökonomischen Indikatoren wie der Produktionslücke, der Inflation und ausländischen Renditen ermittelt wird. So können wir feststellen, ob die Renditen im Vergleich zu den zugrunde liegenden Fundamentaldaten „zu hoch“ oder „zu niedrig“ sind.
	Renditen im Vergleich zur Vergangenheit	Die Kenntnis des historischen Hintergrunds der Renditen ist vor allem aus zwei Gründen wichtig. Erstens dienen die Anfangsrenditen als Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung von Anleihen, da ein erheblicher Teil der langfristigen Renditen aus den Kuponerträgen stammt. Zweitens kehren die (von den Renditen abgeleiteten) Bewertungen von Anleihen tendenziell zum Mittelwert zurück, weshalb es wichtig ist, zu analysieren, ob die Renditen derzeit erhöht sind (und eher sinken werden) oder umgekehrt.

	Trendanalyse	Die Trendanalyse ist wichtig, um die vorherrschende Marktrichtung zu erkennen und zu verstehen. Bis zum Erreichen eines Extremwerts ist sie häufig ein guter Ratgeber für Anleger. Wir ermitteln sowohl kurzfristige als auch langfristige Trends auf dem Gesamtmarkt für US-Investment-Grade-Anleihen. Für kurzfristige Trends verwenden wir die Strategie des Guppy Multiple Moving Average (GMMA), bei der zum Aufspüren von Markttrends mehrere gleitende Durchschnittswerte betrachtet werden. Für die Ermittlung von langfristigen Trends kommt dagegen ein internes Modell zum Einsatz, mit dem die gleitenden 50- und 200-Tages-Durchschnittswerte sowie deren Steigung über verschiedene Zeiträume analysiert werden.
	HY-Spread	Der High-Yield-Spread bezieht sich auf die Renditedifferenz zwischen hochverzinslichen Anleihen (Junk Bonds) und den als Benchmark dienenden US-Staatsanleihen. Er stellt das zusätzliche Risiko dar, das mit hochverzinslichen Anleihen verbunden ist. Eine Ausweitung des Spreads signalisiert ein erhöhtes Kreditrisiko, das Ausdruck wirtschaftlicher Unsicherheit oder der Sorge über die finanzielle Lage der Emittenten von Hochzinsanleihen ist. Dieses Umfeld kann für spekulative Unternehmensanleihen nachteilig sein, aber hochwertige Anleihen begünstigen.
	IG-Spread	Der Investment-Grade-Spread bezeichnet die Renditedifferenz zwischen hochwertigen Unternehmensanleihen (mit einem Rating von BBB- und höher) und Staatsanleihen. Er gibt Aufschluss über die Nachfrage des Marktes nach Unternehmensanleihen mit relativ geringem Ausfallrisiko. Die Beobachtung dieses Spreads und seiner potenziellen Einflussfaktoren ist unerlässlich, um zu beurteilen, ob die Bewertungen Investment-Grade-Schuldtitel begünstigen oder belasten.
	Relative Bewertung	Die Bewertung von Anleihen im Vergleich zu anderen Anlageklassen kann durch die Gegenüberstellung der Renditen von US-Staatsanleihen und der Gewinnrenditen des S&P 500 Index eingeschätzt werden. Anleihen und Aktien werden trotz ihrer unterschiedlichen Qualitäten von den Anlegern bis zu einem gewissen Grad als konkurrierende Vermögenswerte betrachtet, und das Renditeniveau von Staatsanleihen spielt eine Rolle bei den Bewertungsmetriken für Aktien. Ein größer werdender Renditeabstand zwischen Staatsanleihen und Aktien spricht also für Anleihen, während ein kleiner werdender Abstand weniger günstig ist.
Funda- mentaldaten (Unternehmen)	Zinsdeckung	Die Überwachung der fundamentalen Solidität ist absolut unerlässlich. Die Auswirkungen von Zinsanhebungen oder -senkungen auf die Wirtschaft und die Anleihekurse variieren je nach Laufzeitprofil der Emittenten und ihrer Fähigkeit, höhere Zinskosten zu tragen. Wichtig ist der Zinsdeckungsgrad, der Quotient aus dem Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT) eines Unternehmens und seinem Zinsaufwand in einem bestimmten Zeitraum. Wir überwachen diesen Aspekt bei großen US-Unternehmen. Ein sich verbessernder Indikator erhöht für gewöhnlich die Attraktivität von Unternehmensanleihen, und umgekehrt.
	Nettoverschuldungsgrad	Der Nettoverschuldungsgrad berechnet sich, indem die Nettoverschuldung eines Unternehmens durch den Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) geteilt wird. Er ermöglicht einen Einblick in das Schuldenmanagement und die finanzielle Stabilität eines Unternehmens. Wir überwachen diese Kennzahl bei großen US-Unternehmen. Im Allgemeinen deutet eine niedrigere oder sinkende Kennzahl auf eine günstigere Finanzlage, ein geringeres Ausfallrisiko und bessere Voraussetzungen für die Bedienung von Verbindlichkeiten hin. Dies macht Unternehmensanleihen für Anleger attraktiver. In umgekehrter Richtung besteht der Zusammenhang in der Regel ebenfalls.
Wirtschaftliche Dynamik	US Leading Nowcast Index	Der firmeneigene US Leading Economic Nowcast Index ist ein täglicher Gradmesser für das Wachstum der US-Wirtschaftstätigkeit. Der Index beruht auf 150 Indikatoren aus 37 verschiedenen Datenquellen. Ein langsames Wirtschaftswachstum begünstigt in der Regel die Kurse von Anleihen. Dies ist unter anderem auf die Flucht in Qualität und niedrigere Opportunitätskosten für das Halten von festverzinslichen Anlagen zurückzuführen.
	Modell zur Rezessionswahrscheinlichkeit	Mit dem firmeneigenen US Recession Probability Model schätzen wir die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession innerhalb der nächsten 12 Monate ein. Es handelt sich um ein multivariates Probit-Modell, das auf mehreren Indikatoren wie der Arbeitslosenquote, dem Verbrauchervertrauen, den Credit Spreads oder umfragebasierten Frühindizes für die Wirtschaftstätigkeit basiert. Angesichts der Tatsache, dass die Nachfrage nach hochwertigen Anleihen in einer Rezession tendenziell steigt, wodurch sich die Wertentwicklung von Anleihen verbessert, ist eine frühzeitige Einschätzung der Rezessionsrisiken äußerst wichtig.
	Wirtschaftliche Überraschungen	Die Markterwartungen fließen häufig in die Preise von Vermögenswerten ein, und die Märkte reagieren auf überraschende Konjunkturdaten. Es lohnt sich, zu beobachten, ob die veröffentlichten Konjunkturdaten die Erwartungen über- oder unterschreiten. Wenn die Konjunkturdaten durchweg hinter den Erwartungen zurückbleiben und für negative Überraschungen sorgen, schlägt die Marktstimmung häufig zugunsten sicherer Vermögenswerte um. Dies kann eine Umschichtung in Anleihen zur Folge haben.
	Erwartete Inflation	Anleihekurse reagieren auf Veränderungen der Inflation. Dies liegt daran, dass die festen Kupons von Anleihen bei steigender Inflation an Attraktivität verlieren und dass die Inflationsentwicklung auch die Zinsentscheidungen der Zentralbanken beeinflusst. Anleihen verzeichnen in Zeiten hoher Inflation in der Regel eine Underperformance und entwickeln sich in Zeiten der Disinflation gut. Da die Märkte zukunftsorientiert sind, legen wir den Schwerpunkt auf die Inflationserwartungen, die durch 1-Jahres-Nullkupon-Inflationsswaps ausgedrückt werden.

Hinweis: Für bestimmte Indikatoren verwenden wir die nachfolgend genannten Stellvertreter. Als sicher geltende Vermögenswerte = Wechselkurs des japanischen Yen (in US-Dollar); Finanzbedingungen = National Financial Conditions Index (NFCI) der Chicago Fed; Wechselkursvolatilität = implizite Volatilität von 3-Monats-Optionen am Geld auf Währungen, die im US Dollar Index (DXY) enthalten sind; HY-Spread = durchschnittlicher optionsbereinigter Spread des Bloomberg US Corporate High Yield Index; IG-Spread = durchschnittlicher optionsbereinigter Spread des Bloomberg US Aggregate Corporate Index; wirtschaftliche Überraschungen = Citi US Economic Surprise Index.

WO LIEGEN DIE RISIKEN?

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des Anlagekapitals.

Beteiligungspapiere unterliegen Kursschwankungen und sind mit dem Risiko des Kapitalverlusts verbunden.

Festverzinsliche Wertpapiere sind mit Zins-, Kredit-, Inflations- und Wiederanlagerisiken sowie mit dem Risiko eines möglichen Verlusts des Anlagebetrags verbunden. Wenn die Zinssätze steigen, fällt der Wert von festverzinslichen Wertpapieren. **Niedrig bewertete, hochverzinsliche Anleihen** sind größeren Preisschwankungen und höheren Illiquiditäts- und Ausfallrisiken ausgesetzt.

Internationale Anlagen sind mit besonderen Risiken verbunden. Hierzu gehören Währungsschwankungen sowie gesellschaftliche, wirtschaftliche und politische Unsicherheiten, die zu erhöhter Volatilität führen können.

WICHTIGE HINWEISE

Das vorliegende Dokument dient ausschließlich der allgemeinen Information. Es ist weder als individuelle Anlageberatung noch als Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Das vorliegende Dokument darf nicht ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von Franklin Templeton reproduziert, verteilt oder veröffentlicht werden.

Die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten sind die des Anlageverwalters, und Kommentare, Meinungen und Analysen entsprechen der aktuellen Einschätzung zum Erscheinungsdatum und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Diese Einschätzungen und die ihnen zugrunde liegenden Annahmen können sich aufgrund von Markt- oder anderen Bedingungen ändern. Zudem können sie von den Ansichten anderer Portfoliomanager oder denen des Unternehmens insgesamt abweichen. Die vorliegenden Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Tatsachen in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen zur Wirtschaft, zum Aktienmarkt, zum Anleihemarkt oder zu den wirtschaftlichen Trends der Märkte eintreten werden. Der Wert von Anlagen und von damit erzielten Erträgen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten unter Umständen nicht den ursprünglich investierten Betrag zurück. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlusts des Anlagekapitals.**

Alle in diesem Dokument enthaltenen Recherchen und Analysen wurden von Franklin Templeton für eigene Zwecke beschafft und können in diesem Zusammenhang genutzt werden. Sie werden Ihnen nur als Nebenleistung zur Verfügung gestellt. Externe Daten, die möglicherweise zur Erstellung dieses Dokuments verwendet wurden, wurden von Franklin Templeton („FT“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. Auch wenn die Informationen aus Quellen bezogen wurden, die Franklin Templeton für zuverlässig hält, kann keine Garantie bezüglich ihrer Richtigkeit gegeben werden, und diese Informationen können unvollständig oder zusammengefasst sein und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die Erwähnung einzelner Wertpapiere stellt weder eine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren dar noch ist sie als solche auszulegen, und die zu diesen einzelnen Wertpapieren gegebenenfalls genannten Informationen stellen keine ausreichende Grundlage für eine Anlageentscheidung dar. FT haftet für keinerlei Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Es liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers, auf die Kommentare, Meinungen und Analysen im vorliegenden Dokument zu vertrauen.

Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in allen Ländern verfügbar und werden außerhalb der USA von verbundenen Unternehmen von FT und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen zur Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen Finanzexperten oder Ihren Ansprechpartner für institutionelle Anleger bei Franklin Templeton.

Brasilien: Herausgegeben von Franklin Templeton Investimentos (Brasil) Ltda. mit der Genehmigung zur Erbringung von Anlageverwaltungsdienstleistungen durch CVM gemäß Feststellungsbeschluss Nr. 6.534, ausgestellt am 1. Oktober 2001. **Kanada:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Corp., 200 King Street West, Suite 1500, Toronto, ON, M5H3T4, Fax: (416) 364-1163, (800) 387-0830, www.franklintempleton.ca. **Offshore Nord- und Südamerika:** In den USA wird diese Veröffentlichung von Franklin Templeton, One Franklin Parkway, San Mateo, California 94403-1906 verbreitet. Tel.: (800) 239-3894 (gebührenfrei aus den USA), (877) 389-0076 (gebührenfrei aus Kanada), Fax: (727) 299-8736. **USA:** Franklin Templeton, One Franklin Parkway, San Mateo, California 94403-1906, (800) DIAL BEN/342-5236, franklintempleton.com. Die Anlagen sind nicht durch die FDIC abgesichert, können an Wert verlieren und werden nicht durch eine Bank garantiert.

Herausgegeben in Europa von: Franklin Templeton International Services S.à r.l. – Unter Aufsicht der *Commission de Surveillance du Secteur Financier* – 8A, rue Albert Borschette, L-1246 Luxemburg – Tel: +352-46 66 67-1 – Fax: +352-46 66 76. **Polen:** Herausgegeben von Templeton Asset Management (Poland) TFI S.A., Rondo ONZ 1, 00-124 Warschau. **Südafrika:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments SA (PTY) Ltd, einem zugelassenen Finanzdienstleistungsanbieter. Tel.: +27 (21) 831 7400 Fax: +27 (21) 831 7422. **Schweiz:** Herausgegeben von Franklin Templeton Switzerland Ltd, Stockerstrasse 38, CH-8002 Zürich. **Vereinigte Arabische Emirate:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (ME) Limited. Zugelassen und reguliert durch die Dubai Financial Services Authority. **Niederlassung Dubai:** Franklin Templeton, The Gate, East Wing, Level 2, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506613, Dubai, V.A.E., Tel.: +9714-4284100, Fax: +9714-4284140. **Vereinigtes Königreich:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Management Limited (FTIML), eingetragener Geschäftssitz: Cannon Place, 78 Cannon Street, London EC4N 6HL. Tel.: +44 (0)20 7073 8500. Im Vereinigten Königreich durch die Financial Conduct Authority zugelassen und reguliert.

Australien: Herausgegeben von Franklin Templeton Australia Limited (ABN 76 004 835 849) (Australian Financial Services License Holder No. 240827), Level 47, 120 Collins Street, Melbourne, Victoria, 3000. **Hongkong:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments (Asia) Limited, 62/F, Two IFC, 8 Finance Street, Central, Hongkong. **Japan:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investments Japan Limited. **Korea:** Herausgegeben von Franklin Templeton Investment Trust Management Co., Ltd., 3rd fl., CCMM Building, 12 Youido-Dong, Youngdungpo-Gu, Seoul, Korea 150-968. **Malaysia:** Herausgegeben von Franklin Templeton Asset Management (Malaysia) Sdn. Bhd. & Franklin Templeton GSC Asset Management Sdn. Bhd. Dieses Dokument wurde nicht von der Securities Commission Malaysia geprüft. **Singapur:** Herausgegeben von Templeton Asset Management Ltd. Register-Nr. (UEN) 199205211E und Legg Mason Asset Management Singapore Pte. Limited, Registrierungsnummer (UEN) 200007942R. Legg Mason Asset Management Singapore Pte. Limited ist eine indirekte hundertprozentige Tochtergesellschaft von Franklin Resources, Inc., 7 Temasek Boulevard, #38-03 Suntec Tower One, 039887, Singapur.

Bitte besuchen Sie www.franklinresources.com – von dort aus werden Sie zu Ihrer lokalen Franklin Templeton-Website weitergeleitet.

CFA® und Chartered Financial Analyst® sind Marken des CFA Institute.

