



Vierteljährliche Konjunktur- und Markteinschätzungen des Capital-Group-Anleihenteams



KONJUNKTUR

Anzeichen für Stabilisierung und großer Neustart



ZINSEN USA

Weiter neutrale Positionierung



ZINSEN EUROPA

Peripherieländer-Spreads bald wohl noch enger



ZINSEN JAPAN

Steilere Zinsstruktur wegen besserer
Konjunkturaussichten und Staatshilfen



BEWERTUNGEN WELTWEIT

Frühe Sommerpause für internationale Anleihen



UNTERNEHMENSANLEIHEN
WELT

Erholung dank Notenbankhilfen



INVESTMENTGRADE-ANLEIHEN
USA

Neuer Emissionsrekord, aber nachlassende Rallye



HIGH YIELD USA

Erst hohe Volatilität, jetzt hohe Gewinne



EMERGING-MARKET-ANLEIHEN

Chancen durch Korrektur von Fehlbewertungen



MUNICIPALS

Potenzial durch erneute Konvergenz zu Staatsanleihen



AGENCY-MBS USA

Mögliche Chancen durch Neuemissionen

Anzeichen für Stabilisierung und großer Neustart

Der große Neustart hat begonnen: Die USA und andere Länder lockerten vorsichtig die Einschränkungen wegen der COVID-19-Pandemie. Aktuelle Zahlen zufolge scheint die Wirtschaft im April ihren Tiefpunkt überwunden zu haben. Einige Zahlen haben sich im Mai deutlich verbessert, zeitgleich mit den allgemeinen Lockerungen.

Trotz jüngster Anzeichen für eine Stabilisierung lassen die Hoffnungen auf eine V-förmige Erholung nach. Die Weltwirtschaft wird sich wohl nur langsam erholen. Erneut steigende Infektionszahlen in manchen Ländern und eine noch immer schrumpfende Wirtschaft deuten an, dass eine Erholung nicht einfach sein wird.

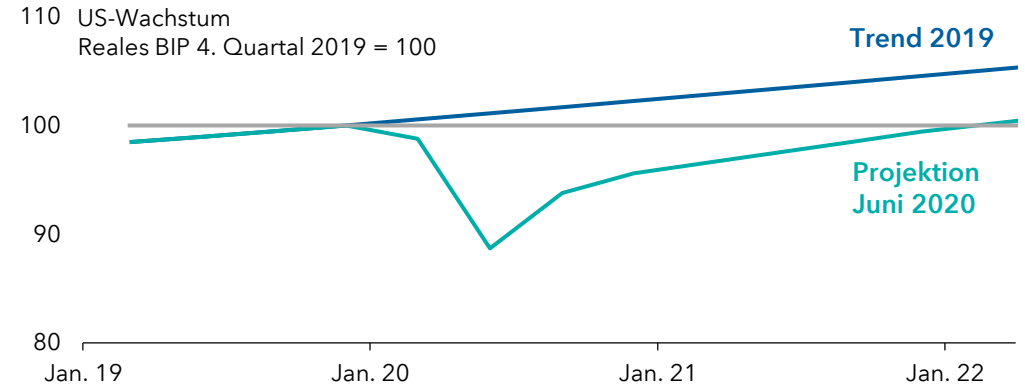
US-Investoren schienen recht unbeeindruckt vom Anstieg der Infektionen nach den Lockerungen in vielen Bundesstaaten. Die Maßnahmen der Fed nährten die Hoffnung, dass Wirtschaft und Märkte nicht zusammenbrechen. Im März senkte die Fed die Zinsen. Ihre Bilanzsumme stieg von fast 5 Billionen US-Dollar im April auf über 7 Billionen im Juni. Ein weiterer Anstieg auf 9 Billionen US-Dollar scheint denkbar.

In den USA fiel der Konsum (im Vormonatsvergleich) so stark wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Auch das Verbrauchervertrauen und die Beschäftigung gingen deutlich zurück. Die Geldmenge ist unterdessen enorm gestiegen. Staatliche Notschecks, großzügigeres Arbeitslosengeld und mehr Ersparnisbildung der Haushalte ließen die Geldmengen M1 und M2 auf neue Rekorde steigen.

Die große Unbekannte bleibt aber die Kauflaune der amerikanischen Verbraucher. Die Ersparnisse der Haushalte sind stark zurückgegangen, und die Liquiditätsspritzen könnten letztlich die Inflation steigen lassen. Angesichts der derzeitigen Rezession mit hoher Arbeitslosigkeit und schwachem Konsum rechnen wir aber mit einem weiteren Rückgang der Teuerung.

Die Konjunktur hat sich wieder erholt, was die Märkte trotz des unsicheren Ausblicks ebenfalls stabilisieren könnte. Der IHS Markit Composite PMI Output Index, der auf Umfragedaten aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor beruht, stimmte zuversichtlich – auch wenn Welthandel und Exporte fallen.

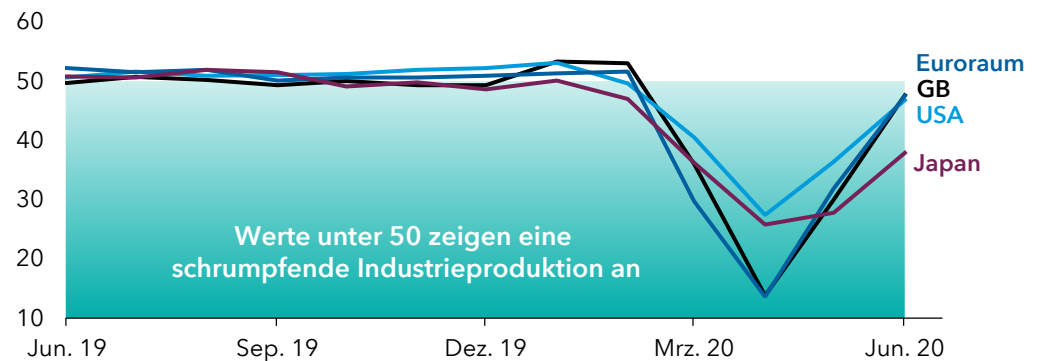
Bis zur Erholung kann es noch dauern



Nur zur Illustration.

Quellen: Bureau of Economic Analysis, Philadelphia Federal Reserve, RDQ Economics. Basisszenario von RDQ Economics. Stand Juni 2020. Trendwachstum: 2,25%.

Erholung des Geschäftsklimas



Quelle: IHS Markit. Stand 30. Juni 2020.

Im April stieg die US-Arbeitslosenquote auf ein 80-Jahres-Hoch von 14,7%. Dann ging sie leicht zurück, als Teile der Wirtschaft wieder zu arbeiten begannen; im Juni betrug die Quote noch 11,1%¹. Auch wegen der strukturellen Unterschiede der Arbeitsmärkte stieg die Arbeitslosigkeit in den USA wesentlich stärker als im Euroraum und Japan. Der US-Arbeitsmarkt könnte sich daher auch sehr schnell wieder erholen. Sollte die Zahl der COVID-19-Fälle aber weiter steigen, fällt die Arbeitslosigkeit in den besonders stark betroffenen Sektoren Freizeit, Unterhaltung und Gastgewerbe vielleicht nicht so bald.

Die EZB senkte ihre Wachstumsprognose. Im Juni teilte sie mit, dass sie nur mit einer allmählichen Erholung des realen BIP auf sein Vorkrisenniveau rechnet und bis Ende 2022 von einer geringeren Wirtschaftsleistung ausgeht als zunächst prognostiziert. Die Verhandlungen über den EU-Wiederaufbaufonds machten Fortschritte, auch wenn Volumen und Zeitplan noch im Detail festgelegt werden müssen.

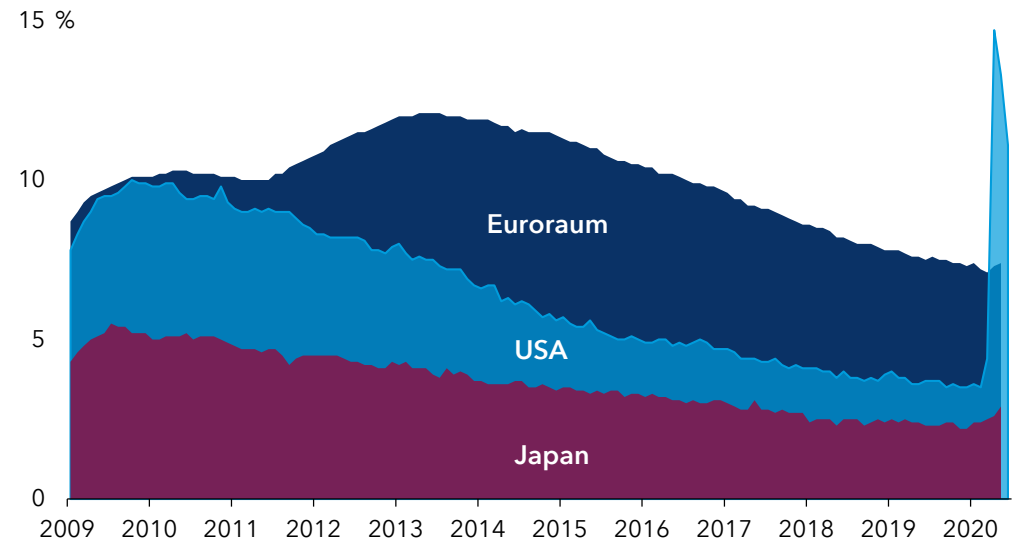
Zwischen den USA und China kam es zu neuen Spannungen. Wie die Trump-Administration im Mai mitteilte, erwägt

sie, China für den Umgang mit COVID-19 zu sanktionieren und alle Beziehungen zwischen den beiden Ländern einzufrieren. Unterdessen wurden bei US-Bundesgerichten mehrere Klagen wegen Chinas Umgang mit der Pandemie eingereicht. China drohte mit Gegenmaßnahmen - sowohl deshalb als auch wegen der US-Sanktionen gegen den chinesischen Telekommunikationsriesen Huawei.

Die weltpolitischen Spannungen dämpften im 2. Quartal bisweilen die Risikobereitschaft. Bis zu den US-Präsidentenwahlen im November dürfte sich daran nichts ändern.

Wir schätzen die Märkte weiter zurückhaltend ein - wegen der schwächeren Fundamentaldaten und des unsicheren Konjunkturausblicks. Zurzeit ist eher mit einer allmählichen Erholung als mit einem raschen Aufschwung zu rechnen. Daher könnten sich viele Länder zu neuen Konjunkturmaßnahmen entschließen und die Notenbankprogramme ausgeweitet oder verlängert werden. Zusammen dürften Geld- und Fiskalpolitik einen erneuten drastischen Liquiditäts- und Markteinbruch verhindern.

US-Arbeitslosenquote wieder unter ihrem 80-Jahres-Hoch



Quelle: Refinitiv Datastream. Aktuellste verfügbare Daten. Stand Juni 2020.

BIP: Bruttoinlandsprodukt.

1. Quelle: Bureau of Labor Statistics

Weiter neutrale Positionierung

Die Volatilität ließ nach, und die Zinsstrukturkurve wurde wieder steiler, da die Wirtschaft in vielen Bundesstaaten wieder zu arbeiten begann. Viele Stressindikatoren stabilisierten sich wieder. Der LIBOR-OIS-Spread, ein Maß für das allgemeine Kreditrisiko, und die Geld-Brief-Spanne amerikanischer Staatsanleihen, ein Indikator für die Marktliquidität, verbesserten sich nach den massiven Interventionen der Fed.

Die Nominalrenditen von Kurzläufem fielen auf Allzeittiefs, da die Fed alles tun will, um die Wirtschaft zu stützen. Als Aktien und andere risikobehaftete Titel deutlich zulegten, stiegen die Renditen länger laufender Anleihen leicht. Die Realrenditen wurden unterdessen noch negativer – vielleicht weil eher die expansive Geldpolitik als Konjunkturoffnungen für Euphorie sorgen.

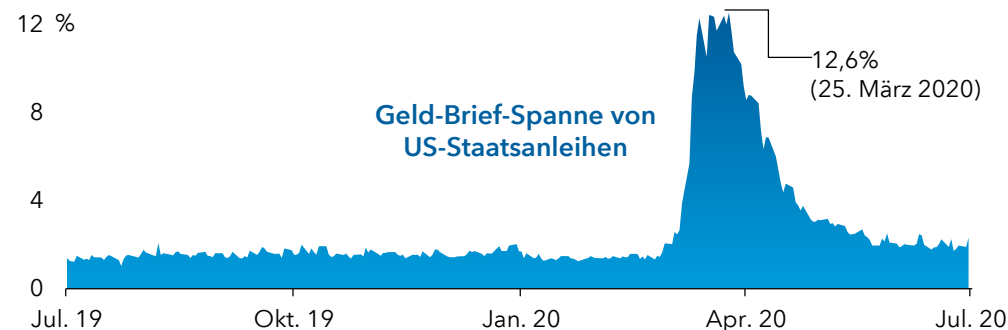
Im März traten unzählige geld- und fiskalpolitische Maßnahmen für Haushalte, Unternehmen und Stadtverwaltungen in Kraft. Als die Märkte wieder deutlich besser arbeiteten und die Liquidität zurückkehrte, verzichtete die Fed erst einmal auf mehr. Sie ließ die Federal Funds Target Rate stabil bei 0% bis 0,25%.

Der Leitzins könnte bis Ende 2022 stabil bleiben, meinen die meisten Mitglieder des Offenmarktausschusses. Der Vorsitzende Jerome Powell äußerte sich zurückhaltend zu einer möglichen Erholung und bestätigte, dass die Fed die Wirtschaft so lange stützen wolle, „wie es nötig ist“.

Faktisch legte die Fed eine Untergrenze für ihre Wertpapierkäufe fest, also für ihr Quantitative Easing. Im 2. Quartal lagen die täglichen Käufe meist unter dem Rekordvolumen von 125 Milliarden US-Dollar bei Auflegung des Programms im März. Im Juni erklärte die Fed, dass sie „mindestens das derzeitige Kaufvolumen beibehalten“ wolle. Die Staatsanleihenkäufe würden dann monatlich 80 Milliarden US-Dollar betragen, die MBS-Käufe 40 Milliarden.

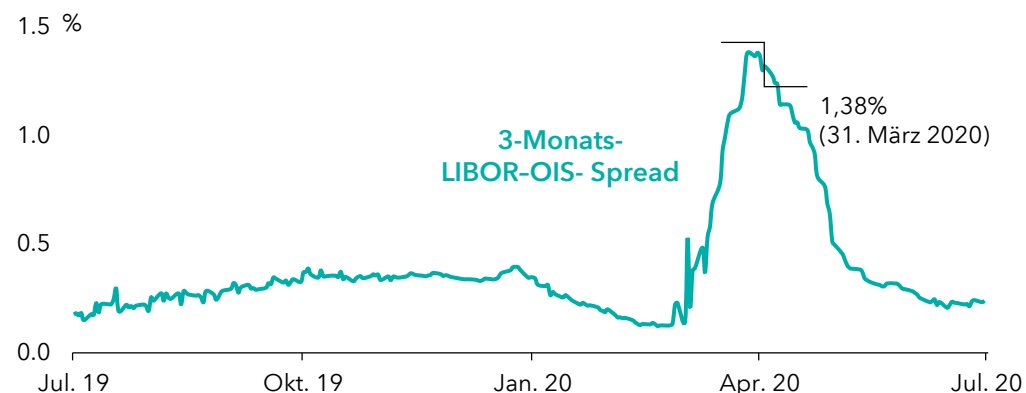
Wir bleiben bei einer neutralen Duration und Laufzeitenallokation. Die Fed hält die Kurzfristzinsen stabil, während die Langfristzinsen eher von der allgemeinen Risikobereitschaft bestimmt werden könnten. Die schwache Weltkonjunktur, der geringe Inflationsdruck und die Aussichten auf weitere Notenbankhilfen sprechen aber gegen einen nachhaltigen Anstieg der US-Renditen.

Im 2. Quartal hat sich die Marktliquidität weiter verbessert



Quelle: Citi. Durchschnittliche Geld-Brief-Spanne verschiedener Laufzeitsegmente. Stand 30. Juni 2020.

Die Spannungen an den Finanzmärkten haben nachgelassen



Quelle: Bloomberg. Stand 30. Juni 2020.

Peripherieländer-Spreads bald wohl noch enger

Die Marktteilnehmer machen sich jetzt ein Bild von den Auswirkungen der Covid-19-Krise auf Wirtschaft und Märkte. In Europa sind die Konsens-prognosen für das diesjährige BIP-Wachstum zuletzt deutlich gefallen; für 2021 wird aber eine Erholung erwartet. Aufgrund der höheren Arbeitslosigkeit dürfte die Inflation zumindest bis 2022 unter ihrem Zielwert bleiben.

Nach dem drastischen Einbruch der Weltwirtschaft haben Notenbanken und Regierungen weltweit große Hilfspakete und Konjunkturprogramme aufgelegt. In Europa stockte die EZB ihr Pandemie-Notfallprogramm (PEPP) massiv auf und umging damit faktisch das Bundesverfassungsgericht. Die deutschen Verfassungsrichter bliesen zum Rückzug, und Bundeskanzlerin Angela Merkel erreichte einen parteiübergreifenden Konsens für die Zustimmung zur EZB-Position. Deutschland signalisierte damit, dass es die EU zusammenhalten will.

Die deutsche Bundesregierung gab ein weiteres Konjunkturprogramm in Höhe von etwa 4% des BIP im Jahr 2020 bekannt, sodass alle Programme zusammen jetzt etwa 10% des BIP betragen. Auch die meisten anderen europäischen Länder verabschiedeten oder planten Konjunkturprogramme.

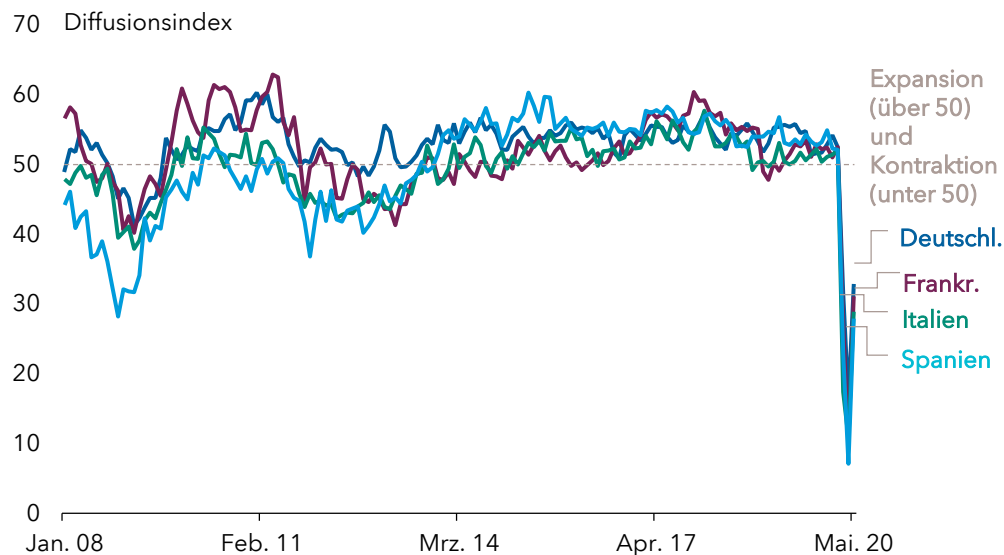
Dadurch ist ein Auseinanderbrechen der EU unwahrscheinlicher geworden. Die Staatshilfen und die sehr niedrigen Zinsen haben die Ausfallrisiken gesenkt; die Schulden sind tragbarer geworden. Peripherieländer-Staatsanleihen könnten daher stark zulegen, und die Spreads könnten weiter zurückgehen.

Die Lockerungen in Europa hatten enorme Auswirkungen auf wichtige Konjunkturindikatoren. Die europäische Industriekonjunktur hat sich seit Mai zwar erholt, doch lag der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe im Mai und im Juni noch immer unter 50, was eine Kontraktion signalisiert¹. Dabei entwickelte sich die Industrie in den einzelnen Ländern uneinheitlich. Der starken Erholung in Italien stand beispielsweise ein anhaltender Abschwung in den Niederlanden gegenüber. Die Arbeitslosigkeit ist unterdessen in ganz Europa leicht zurückgegangen.

Aufgrund des sehr unsicheren Ausblicks empfiehlt sich eine konservative Anlagestrategie. Nach wie vor sehen wir interessante Einzelwertchancen, vor allem bei Peripherieländer-Staatsanleihen. Abnehmende Spreads und attraktive Renditen dürften hier für höhere risikoadjustierte Erträge sorgen.

Lockerungsmaßnahmen stützen Dienstleistungen

Dienstleistungs-PMIs: Geschäftsaktivität



Quelle: IHS Markit. Stand 15. Juni 2020.

1. Quelle: IHS Markit

Steilere Zinsstruktur wegen besserer Konjunkturaussichten und Staatshilfen

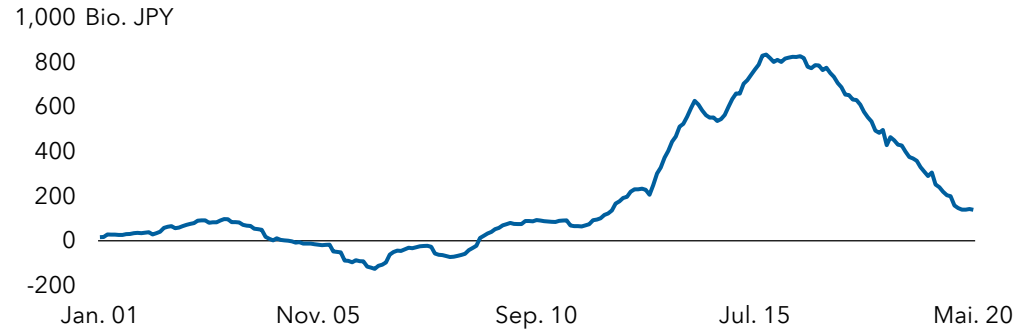
Die Reaktion der japanischen Behörden auf die Pandemie hat die Zahl der Neuinfektionen gesenkt, die Konjunkturprogramme haben die Wirtschaft stabilisiert. Insgesamt haben die Notprogramme ein Volumen von über 40% des BIP, von denen voraussichtlich 11% auf direkte Staatsausgaben entfallen. Zwar fließt nicht alles direkt der Wirtschaft zu, doch ist das Volumen noch immer beachtlich. Ein wichtiger Paradigmenwechsel sind Finanzhilfen für Haushalte; früher flossen Staatshilfen stets an Unternehmen, die sie dann faktisch nie wieder zurückzahlten. Aufgrund der Maßnahmen rechnet man an den Märkten nur mit einer sehr schwachen Rezession.

Die japanische Zinsstrukturkurve wurde im Berichtsquartal steiler, was sich fortsetzen könnte. Die Bank of Japan (BoJ) signalisierte ihre Bereitschaft zu unbegrenzten Anleihenkäufen. Dies

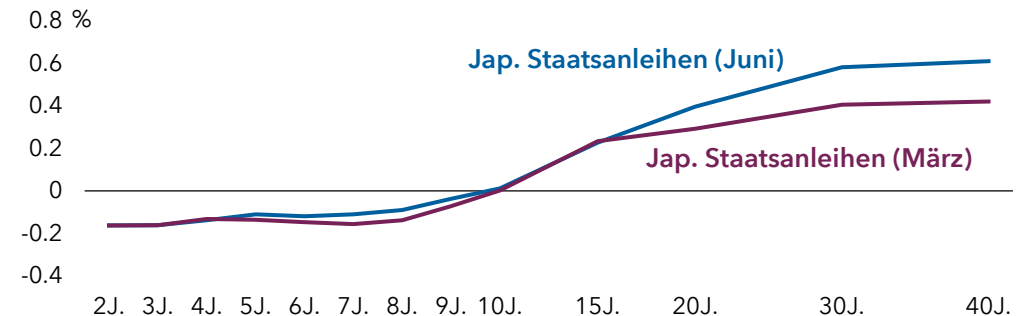
scheint aber eher Symbolpolitik zu sein und dürfte keine großen realwirtschaftlichen Auswirkungen haben. Offiziell sollen jährlich für 80 Billionen Yen Anleihen gekauft werden, doch tatsächlich sind es nur rund 15 Billionen Yen und damit sehr viel weniger. Die Bank of Japan scheint nicht zu glauben, dass noch niedrigere Renditen die Konjunktur beleben. Auch der steigende Finanzierungsbedarf und die Finanzhilfen für Haushalte könnten für einen Renditeanstieg sorgen.

Der Yen (JPY) blieb im Berichtsquartal stabil, könnte aber aufwerten. Wegen der niedrigeren Absicherungskosten gibt es jetzt weniger Grund, in nicht währungsgesicherte Auslandsanlagen zu investieren. Hinzu kommt der noch immer hohe japanische Leistungsbilanzüberschuss.

Unternehmensanleihenkäufe der BoJ, 12-Monats-Durchschnitt



Am „langen Ende“ wurde die Zinsstrukturkurve zuletzt steiler



Quelle: Bloomberg, Stand 30. Juni 2020.

Frühe Sommerpause für globale Zinsmärkte

Ruhige Zeiten: Von Ende März bis Ende Juni haben sich die amerikanischen, deutschen und japanischen Staatsanleihenrenditen kaum geändert. Die US-Renditen fielen um einen winzigen Basispunkt (Bp.), die japanischen legten um 1, die deutschen um 2 Bp. zu. Bei den scheinbar widersprüchlichen Konjunkturdaten im letzten Quartal mag dies überraschen. Schließlich befinden wir uns in einer weltweiten Rezession – und weil COVID-19 immer wieder aufflammt, könnte es zu neuerlichen Lockdowns kommen. Andererseits sind viele Wirtschaftszahlen überraschend gut, zumindest gemessen am Citi Economic Surprise Index, und der S&P 500 Index ist um mehr als 20% gestiegen.

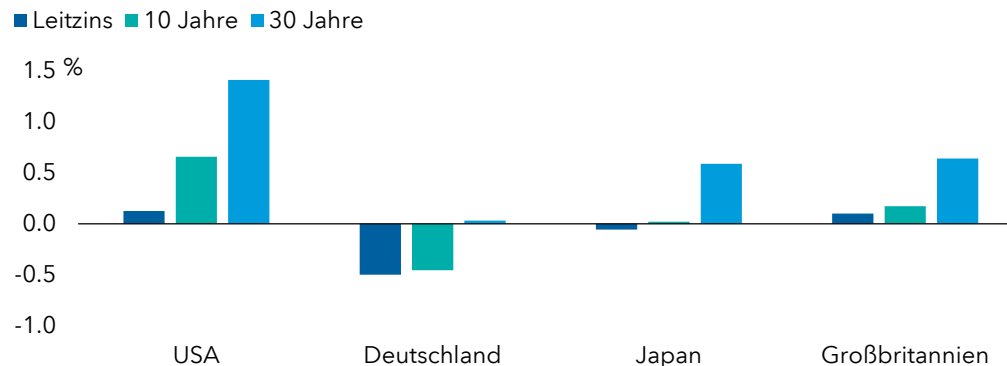
Leben mit Nullzinsen ... und das noch lange: Die Fed bereitet die Märkte darauf vor, dass die Federal Funds Rate wohl auf absehbare Zeit bei null bleiben könnte. Am Markt scheint man ihr zu glauben; die untere Abbildung zeigt die Erwartungen in zwei Jahren. Die Fed arbeitet vehement gegen den Eindruck an, dass sie noch einen Schritt weitergehen und die Zinsen unter null senken will. Was das bedeutet, konnte die Notenbank in den letzten sechs Jahren in Europa beobachten.

Es ist schon interessant, dass die Fed, die von 2016 bis 2018 so sehr für eine Normalisierung des Geldmarktzinses eingetreten ist, jetzt wieder am gleichen Punkt steht wie am Ende der letzten Krise – und dass alle damit rechnen, dass die Leitzinsen noch viele Jahre nicht steigen.

Was also tun? In einer Welt mit niedrigen Zinsen und wenig Inflationsdruck scheinen US-Langläufer noch immer günstiger bewertet zu sein als andere Titel. Natürlich können die Renditen steigen. Eine unerwartet rasche Konjunkturerholung, unerwartet hohe Neuemissionen zur Finanzierung des steigenden Defizits und längerfristig steigende Inflationsrisiken könnten für höhere Renditen sorgen.

Es gibt aber auch viele Positivfaktoren. Die Langfristrenditen sind in den USA niedriger als in vergleichbaren Ländern. Die Absicherungskosten für ausländische Investoren, die in US-Staatsanleihen investieren, sind niedriger als früher. Die Erholung der Weltwirtschaft könnte unerwartet lange dauern, die Gewinne großer Unternehmen unerwartet niedrig ausfallen, und nicht zuletzt könnten die Aktienkurse fallen, was gut für sichere Häfen wie Staatsanleihen wäre.

G4-Zinsstrukturkurven: Große Vielfalt



Quelle: Bloomberg. Stand 30. Juni 2020.

Markterwartungen für die Federal Funds Rate in zwei Jahren



Quellen: Bloomberg, Capital Group. Federal-Funds-Futures-Kontrakte. Stand 30. Juni 2020.

Erholung dank Notenbankhilfen

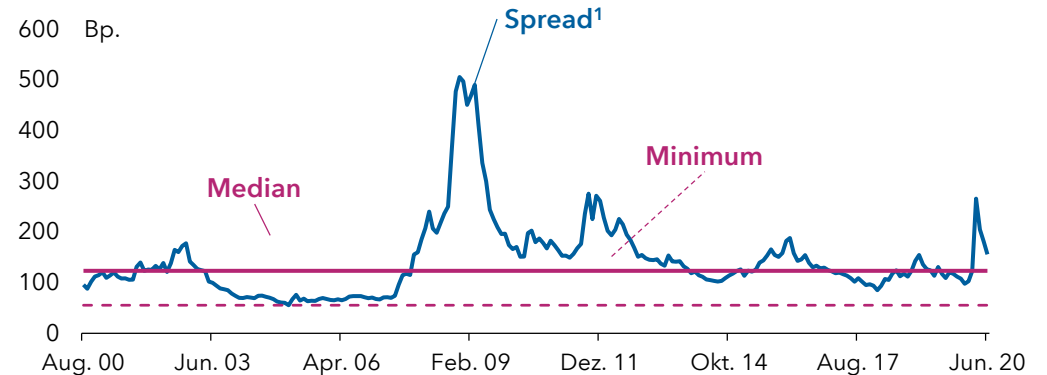
Im 1. Quartal sorgte die Pandemie für Turbulenzen, im 2. Quartal erholten sich Unternehmensanleihen deutlich. Der optionsbereinigte Spread des Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index fiel von einem Quartalshoch von 270 Bp. Anfang April auf 156 Bp. (Abbildung oben). Abgesichert in US-Dollar betrug der Gesamtertrag im 2. Quartal beeindruckende 7,85%.

Risikobehaftete Titel erholten sich immer mehr, als erst die Fed und dann die EZB in der Covid-19-Krise Rettungs-pakete ankündigten. Vor allem die Fed hatte großen Anteil an der Stabilisierung der Unternehmensanleihenmärkte, da sie im Juni erstmals Unternehmenstitel kaufte, auch von gefallenem Engeln. Die Unternehmen nutzten die bessere Marktstimmung, um Emissionen vorzuziehen, sodass es im April und Mai neue Rekorde gab. Dabei waren die Renditen deutlich höher als am Sekundärmarkt. Im Juni geriet die Erholung aber ins Stocken; als die Volkswirtschaften wieder anliefen, machten erneut steigende Infektionszahlen Sorgen. Dennoch war das 2. Quartal 2020 für globale Unternehmensanleihen eines der besten aller Zeiten.

Innerhalb der Anlageklasse ließen US-Dollar-Papiere Euro-Anleihen hinter sich. In den USA wurde die Zinsstrukturkurve, anders als an anderen Märkten, deutlich steiler (Abbildung unten) - weil die Fed plante, kürzer laufende Unternehmensanleihen zu kaufen. BBB-Anleihen legten dabei stärker zu als Titel mit höheren Ratings.

Nach der starken Rallye betragen die Spreads internationaler Unternehmensanleihen jetzt etwa 150 Bp.¹ Die Anleger sind für die Weltwirtschaft also optimistisch. Trotz der Notenbankhilfen könnte eine Erholung aber sehr viel mehr Zeit benötigen, als viele hoffen. Die noch nicht überwundene Pandemie, wirtschaftliche Risiken sowie welt- und innenpolitische Spannungen könnten der Marktstimmung schaden. Ein internationales Unternehmensanleihenportfolio sollte daher konservativ positioniert sein und sich die Streuung der Sektor- und Einzelwerterträge zunutze machen. Entscheidend für attraktive Erträge in der zweiten Jahreshälfte 2020 dürften die Einzelwertauswahl und sorgfältige Fundamentalanalysen sein.

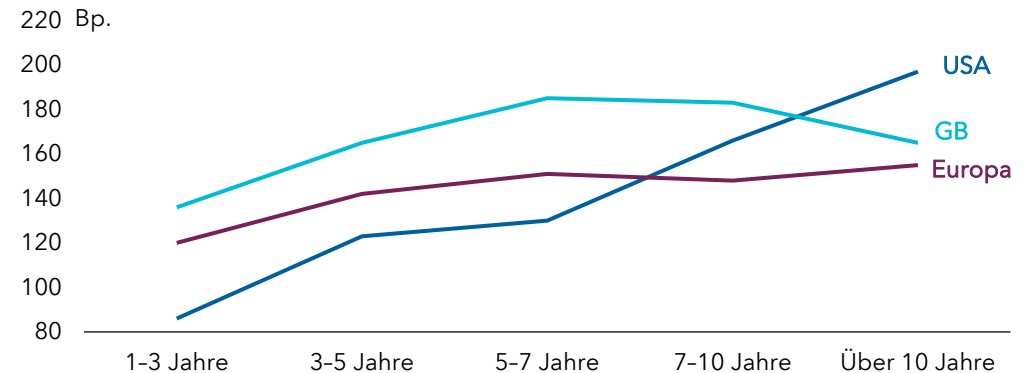
Internationale Investmentgrade-Spreads



Quelle: Bloomberg-Barclays-Indizes. Stand 30. Juni 2020.

1. Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index.

Zinsstrukturkurven von USD- und EUR-Investmentgrade-Credits



Quelle: ICE Bank of America. Stand 30. Juni 2020.

Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Gefallener Engel: eine Anleihe, die von Investmentgrade auf High Yield herabgestuft wurde.

Neuer Emissionsrekord, aber nachlassende Rallye

Nach einer anfänglichen Rallye entwickelten sich die Unternehmensanleienspreads im Juni meist seitwärts. In der ersten Jahreshälfte 2020 legte der Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade Index um 5,0% zu.

Die Nachfrage nach Credits blieb hoch, trotz zahlreicher Berichte über drastische Gewinneinbrüche der Unternehmen im 1. Quartal. Ein Grund für diese Stabilität ist die Entscheidung der Fed im März, auch Credits zu kaufen. Dies ließ auch die Emissionsvolumina steigen.

Die Fed bestätigte, dass sie mehr Unternehmensanleihen kaufen will, als zunächst geplant. Seit Juni müssen Emittenten ihre Aufnahme in die Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF) nicht mehr beantragen, sodass die Fed Anleihen aller infrage kommenden Unternehmen kaufen kann.

Durch die vielen neuen Titel ist das Emissionsvolumen seit Jahresbeginn schon jetzt höher als das Gesamtvolumen von 2019 und auch von 2018. Einige Emittenten haben

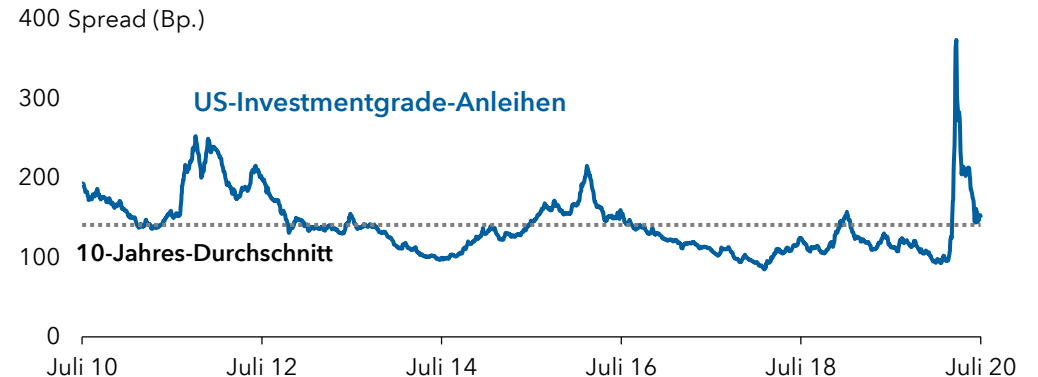
mehrmals Anleihen begeben. Sie wollen in unsicheren und schwierigen Zeiten einen Liquiditätspuffer aufbauen. Da es weniger Fusionen und Übernahmen gibt, werden die Erlöse meist für allgemeine Zwecke und Refinanzierungen genutzt.

Die Verschuldung stieg auf Rekordhochs, da die US-Unternehmen kurz- und mittelfristiges Fremdkapital aufnehmen. Der Juni erlebte Mittelzuflüsse auf Rekordniveau. Irgendwann wird man sich aber mit der gestiegenen Verschuldung befassen müssen.

Trotz schwacher Fundamentaldaten gibt es nicht mehr so viele Herabstufungen und gefallene Engel. Da die Konjunktur unsicher bleibt, könnte es aber auch weiter mehr Herab- als Heraufstufungen geben.

Die Markttechnik könnte Qualitätstitel kurzfristig stützen. Insgesamt blieb die Nachfrage trotz fallender Renditen hoch. Anleihefonds verzeichnen rekordhohe Mittelzuflüsse. Nicht amerikanische Investoren investierten aufgrund der niedrigeren Absicherungskosten mehr.

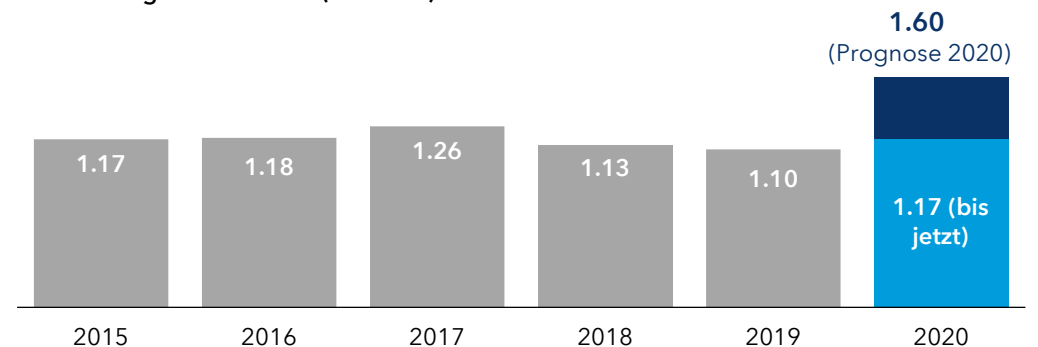
Die Spreads gingen fast auf ihren Langfristdurchschnitt zurück



Quelle: Bloomberg Index Services Ltd. Optionsbereinigter Spread bis 30. Juni 2020.

Die Interventionen der Fed haben für hohe Neuemissionen gesorgt

Investmentgrade-Anleihen (Bio. USD)



Nur zur Illustration.

Quelle: J.P Morgan. Aktuellste verfügbare Daten. Stand Mai 2020.

Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.
Gefallener Engel: eine Anleihe, die von Investmentgrade auf High Yield herabgestuft wurde.

Erst hohe Volatilität, jetzt hohe Gewinne

Am High-Yield-Markt wurde man nach dem sehr volatilen März wieder optimistischer. Im 2. Quartal legte der Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index um 10,2% zu. Als die Erholung im Quartalsverlauf an Kraft verlor, lagen Titel mit geringerer Kreditqualität vorn.

Nach den stärksten Kursgewinnen der Anlageklasse in den letzten Jahrzehnten lagen die Spreads Ende Juni bei 627 Bp. und damit deutlich unter ihrem Niveau von Anfang April (über 900 Bp.). Damit waren sie seit dem Tief Ende Juni wieder um etwa 70 Bp. gestiegen. Als die Fed im März mitteilte, dass auch ausgewählte High-Yield-Anleihen für ihre Primär- und Sekundärmarkt-Fazilitäten infrage kämen, löste dies wohl rekordhohe Mittelzuflüsse von Investoren aus.

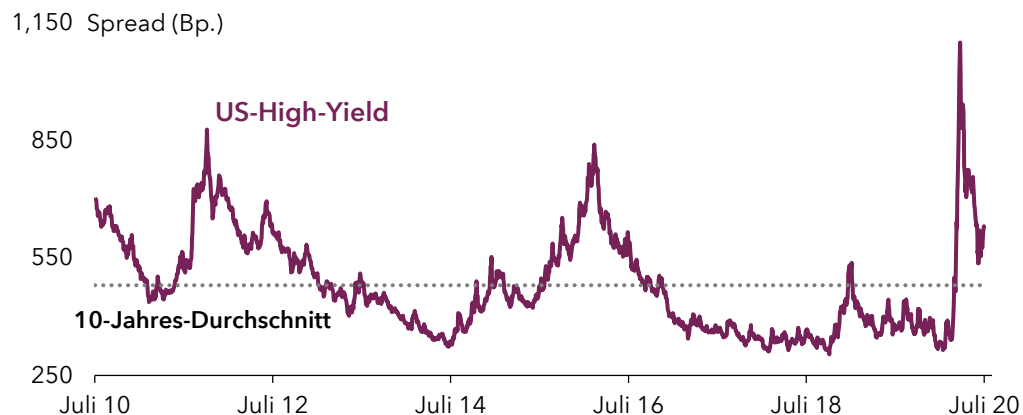
Im Juni war das Emissionsvolumen so hoch wie noch nie, und das 2. Quartal war das emissionsstärkste aller Zeiten. Die Verschuldung der High-Yield-Emittenten war von einem neuen Rekord nicht weit entfernt, und die Fundamentaldaten verschlechterten sich. Dank der niedrigen Zinsen könnten die Zinsdeckungsgrade hoch bleiben, doch muss man sich bei vielen Emittenten Sorgen um die kurzfristigen Cashflows machen.

Gerechnet in US-Dollar ging das Volumen der gefallenen Engel zurück, auch wenn ihre Zahl weitgehend konstant blieb. Einige größere gefallene Engel wurden von den Investoren stark nachgefragt, was wesentlichen Anteil an der guten Marktentwicklung hatte.

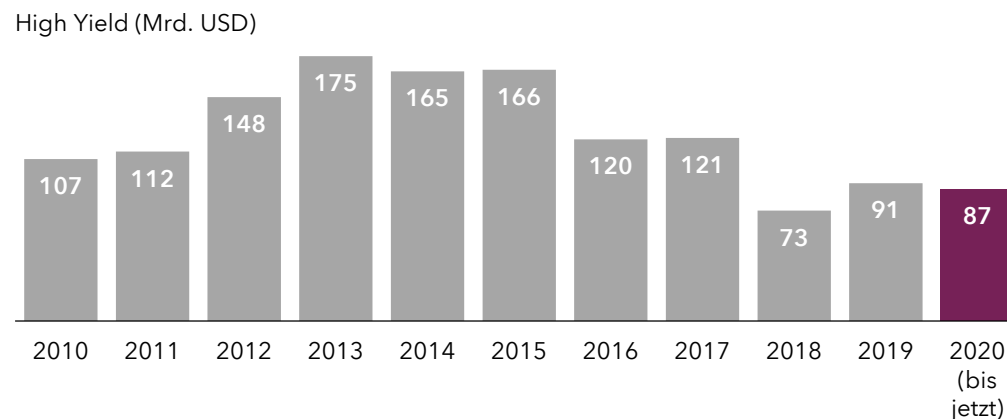
Im 2. Quartal stieg wie erwartet die Ausfallquote. Am größten waren die Probleme im Energiesektor, wo Chesapeake Energy, Whiting Petroleum und Valaris ihre Anleihen nicht bedienten. Auch Einzelhandel und Tourismus litten stark unter dem Lockdown. Sowohl J.Crew als auch Hertz beantragten Gläubiger-schutz nach Chapter 11. Die Volatilität dürfte so bald nicht wieder auf ihre März-Niveaus steigen. Dennoch könnten eine unerwartet langsame Erholung, wieder steigende Infektionsraten und neuerliche Lockdowns die Märkte kurzfristig aus dem Tritt bringen.

Die Bewertungen scheinen fair, da sich die gute Markttechnik und die steigenden Ausfallrisiken tendenziell ausgleichen. Auch wenn der Spreadrückgang wohl weitgehend abgeschlossen ist, dürfte die Assetklasse in einem umfassend diversifizierten Portfolio auch weiterhin für recht attraktive laufende Erträge sorgen.

High-Yield-Spread nach Mehrjahreshoch wieder gefallen



2020 schon fast so viele Neuemissionen wie im Gesamtjahr 2019



Gefallener Engel: eine Anleihe, die von Investmentgrade auf High Yield herabgestuft wurde.

Weiterhin Chancen durch Korrektur von Fehlbewertungen

Im 2. Quartal haben sich Emerging-Market-Anleihen deutlich erholt. Sowohl Lokal- als auch Hartwährungstitel verzeichneten hohe Gewinne, da der allmähliche Neustart der Weltwirtschaft die Risikobereitschaft der Anleger steigen ließ. Günstig waren auch die steigende Nachfrage nach höher verzinslichen Papieren nach den Leitzinssenkungen in den Industrieländern und die Ölpreisstabilisierung.

Die Lokalwährungsanleihenrenditen fielen auf den niedrigsten Stand dieses Jahres - wegen der Nachfrage in- und ausländischer Investoren und der Lockerung der Geldpolitik in den Schwellenländern. In allen Regionen sorgten sowohl Währungsaufwertungen als auch Kursgewinne und die Zinsentwicklung für Ertrag. In US-Dollar lagen Brasilien und die Dominikanische Republik klar hinten. Auch chinesische Lokalwährungsanleihen gaben leicht nach, da Investoren höher verzinsliche Märkte bevorzugten.

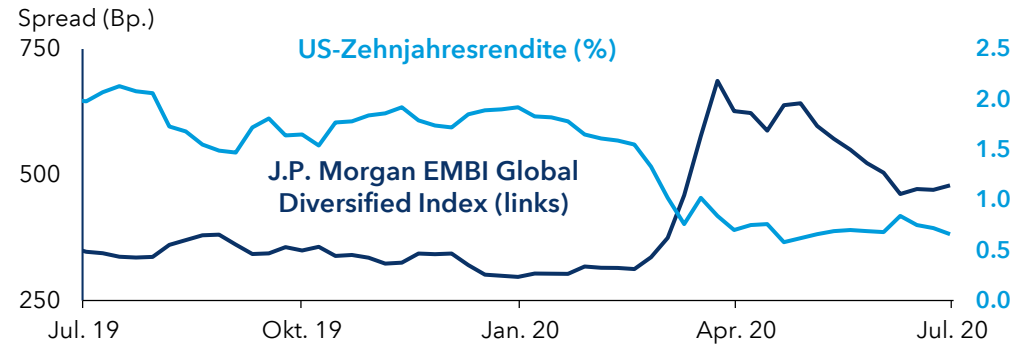
Die Spreads von US-Dollar-Anleihen gingen in allen Ratingklassen zurück, bei Investmentgrade-Staatsanleihen sogar fast auf ihre Vorkrisenniveaus.

Mit US-dollardenominierten High-Yield-Staatsanleihen verdiente man mehr als mit Investmentgrade-Titeln. Und doch sind ihre Spreads noch immer deutlich weiter als vor dem Ausverkauf im März. Grund für die höheren Renditen könnten höhere Ausfallrisiken einiger kleinerer hoch verschuldeter Länder sein.

Fundamentaldaten und Bewertungen haben sich wieder angenähert. Und doch sind manche Titel absolut wie relativ noch immer attraktiv bewertet. Die Hartwährungsanleienspreads könnten weiter zurückgehen, da die Investoren ihre Portfolios aus Industrieländerstaatsanleihen mit niedrigen oder negativen Renditen um höher verzinsliche Titel ergänzen wollen.

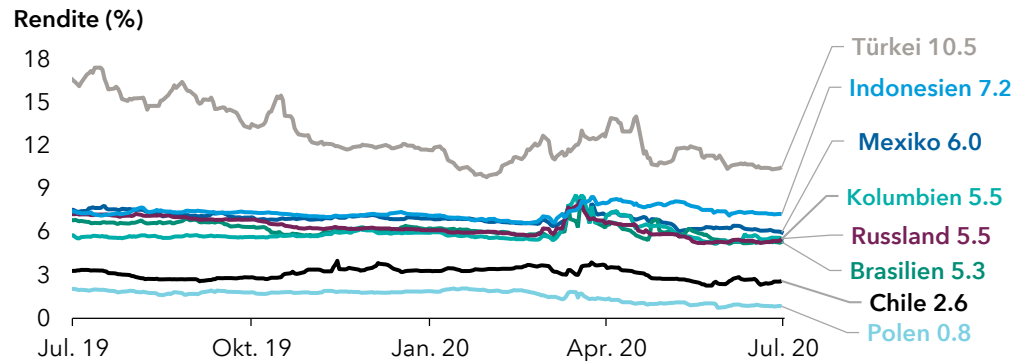
Kurzfristig kann die Volatilität wieder steigen, doch halten wir eine erneute große Krise für unwahrscheinlich. Die koordinierten Notenbankmaßnahmen haben zu einer weltweiten Liquiditätsschwemme geführt. Das stützt höher verzinsliche Assetklassen wie Emerging-Market-Papiere, zumal niedriger verzinsliche Anleihen recht hoch bewertet sind. Emerging-Market-Anleihen dürften auch von einer längeren und stärkeren Erholung der Weltkonjunktur profitieren.

Rückgang der EM-Spreads bei zuletzt unveränderten US-Renditen



Quellen: J.P. Morgan, Refinitiv Datastream. Der J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index ist ein Index für Emerging-Market-Hartwährungsanleihen. Stand 30. Juni 2020.

Unabhängig von den Risiken niedrigere Lokalwährungsanleihenrenditen



Quelle: J.P. Morgan. Stand 30. Juni 2020. Renditen der Länderteilindizes des J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index. Anmerkung: Nach der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen wurden argentinische Staatsanleihen im Nov. 2019 aus dem Index ausgeschlossen (letzte Rendite: 87%).

Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

Potenzial durch erneute Konvergenz zu Staatsanleihen

Am Municipal-Markt ging die Volatilität zurück - wegen positiver Entwicklungen wie Lockerungen des Lockdowns, der steigenden Beschäftigung und der zunächst fallenden Infektionsraten in den USA. Sowohl Investmentgrade- als auch High-Yield-Titel erholten sich, weil die attraktiven Bewertungen viele Investoren anlockten. Municipals blieben im 2. Quartal hinter Unternehmensanleihen zurück, ließen US-Staatsanleihen aber hinter sich.

Sowohl Municipals als auch US-Staatsanleihen verzeichneten niedrigere Renditen, wobei der Abstand zwischen den Märkten schrumpfte. Meist liegen die Municipal-Renditen unter den Staatsanleihenrenditen, doch hat sich dies Ende Februar umgekehrt und nicht wieder geändert.

Die relativen Bewertungen bleiben beeindruckend, aber die extrem attraktiven Bewertungen vom März sind nach der Rallye passé. Dennoch bietet die Anlageklasse langfristigen Investoren die Aussicht auf hohe laufende Erträge. Die sogenannte Muni-Ratio, der Quotient aus Vorsteuerrendite von Municipals und Staatsanleihenrendite, bleibt hoch.

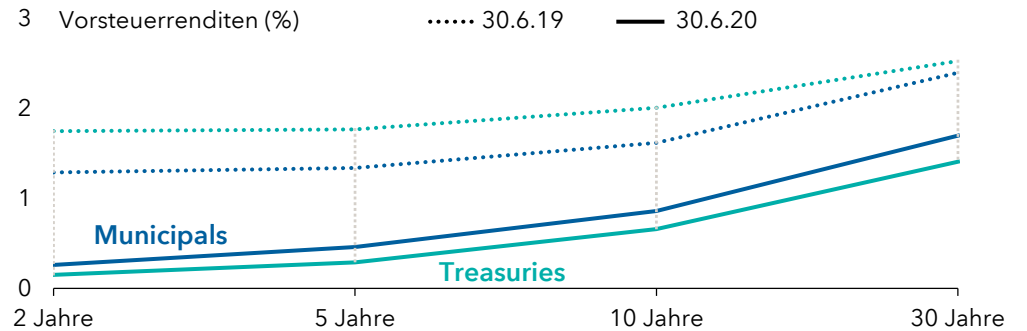
Im Zehnjahresbereich betrug der Quotient am 30. Juni 130%, deutlich über den 77% vom Jahresende 2019.

Bei mehr als 100% sind Municipals selbst für nicht steuerbegünstigte Investoren interessanter als Staatsanleihen.

Die Spreads von Municipals fielen aufgrund der steigenden Risikobereitschaft. Die Municipal Liquidity Facility der Fed mit dem Ziel, den Bundesstaaten und Stadtverwaltungen über Einnahmeausfälle hinwegzuhelfen, sorgte für Optimismus. Im Juni ging die Differenz zwischen BBB- und AAA-Municipals um etwa 60 auf 201 Bp. zurück, sodass die extreme Ausweitung im März teilweise rückgängig gemacht wurde.

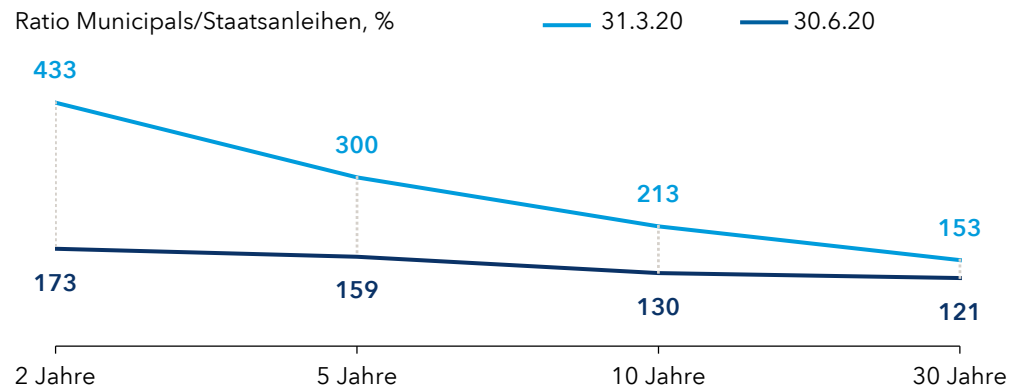
Die steigenden Infektionszahlen im ganzen Land behalten wir genau im Blick. Einkommen- und Umsatzsteuereinnahmen, die überwiegend der Finanzierung von Bildung und Gesundheit dienen, könnten dieses Jahr stark einbrechen. Da die Bundesstaaten einzelne Lockdown-Maßnahmen wieder einführen, bleibt abzuwarten, ob der jüngste Beschäftigungszuwachs nachhaltig ist. Der gerade vom Repräsentantenhaus verabschiedete HEROES Act¹ soll für zusätzliche Transfers von 1 Billion US-Dollar sorgen. Der Senat hat das Gesetz allerdings noch nicht verabschiedet. Dennoch ist man sich einig, dass weitere Hilfen nötig sind.

Konvergenz der Municipal- und Staatsanleihenrenditen



Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse. Quelle: Bloomberg Index Services Ltd. Stand 30. Juni 2020.

Ratios nicht mehr auf Allzeithoch, aber Municipals noch immer günstig



Quelle: Bloomberg Index Services Ltd. Stand 30. Juni 2020.

1. Health and Economic Recovery Omnibus Emergency Solutions Act.

Mögliche Chancen durch Neuemissionen

Die Turbulenzen am Markt für Mortgage-Backed Securities (MBS) ließen nach, da die Auswirkungen der Verkäufe fremdfinanzierter Investoren wie Hypotheken-REITs und Hedgefonds im 1. Quartal ebenfalls nachließen.

Der Lockdown und der drastische Beschäftigungseinbruch sorgen für zwei gegenläufige Entwicklungen: Die schlechtere Arbeitsmarktlage kann bewirken, dass deutlich weniger Hypotheken vorzeitig getilgt werden, Cash-Out-Refinanzierungen zunehmen und mehr Häuser verkauft werden. Andererseits führte der Rückgang der Hypothekenzinsen zu mehr Refinanzierungen.

Bei den vielen Refinanzierungen könnte es bleiben, da sich der Zinsabstand zwischen Hypothekenzinsen und MBS-Renditen nach einer drastischen Ausweitung jetzt stabilisiert. Ein hoher Spread ist gut für die Kreditgeber.

Es werden auch wieder mehr Häuser gekauft. Die Zahl hat nicht nur wieder das Vorkrisenniveau erreicht, sondern Mitte Juni sogar ein Elftjahreshoch (bei den Wochendaten).

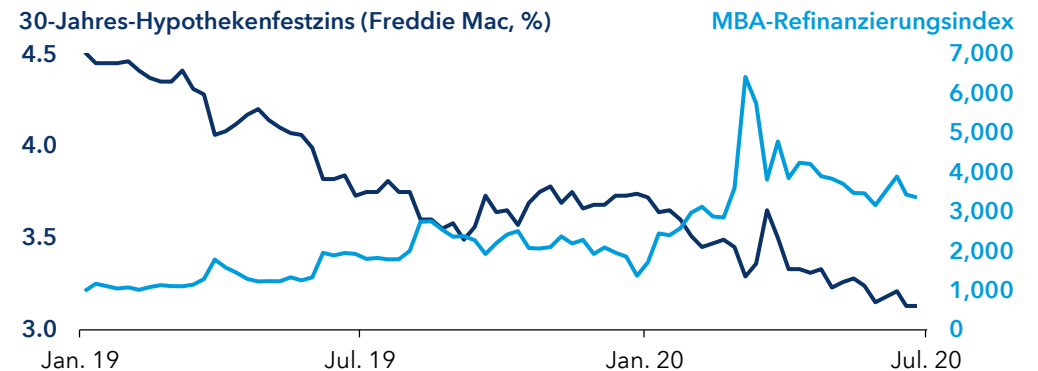
Die neue Möglichkeit, Zahlungen aufzuschieben, dürfte gut für Hypothekenanleihen sein, vor allem, wenn sie höhere Coupons haben. Fannie

Mae und Freddie Mac stunden Hausbesitzern aufgrund von COVID-19 Zins- und Tilgungszahlungen. Fällig wird der Kredit erst beim Hausverkauf, bei einer Refinanzierung oder bei Endfälligkeit. Ein baldiger Verkauf oder eine vorzeitige Rückzahlung werden dadurch unwahrscheinlicher, da der Schuldner dann die gestundeten Zahlungen nachholen muss.

Die Fed hat faktisch eine Untergrenze für ihre MBS-Käufe festgelegt. Im Juni erklärte sie, weiterhin „mindestens im derzeitigen Umfang“ MBS zu kaufen. Das wären 40 Milliarden US-Dollar monatlich.

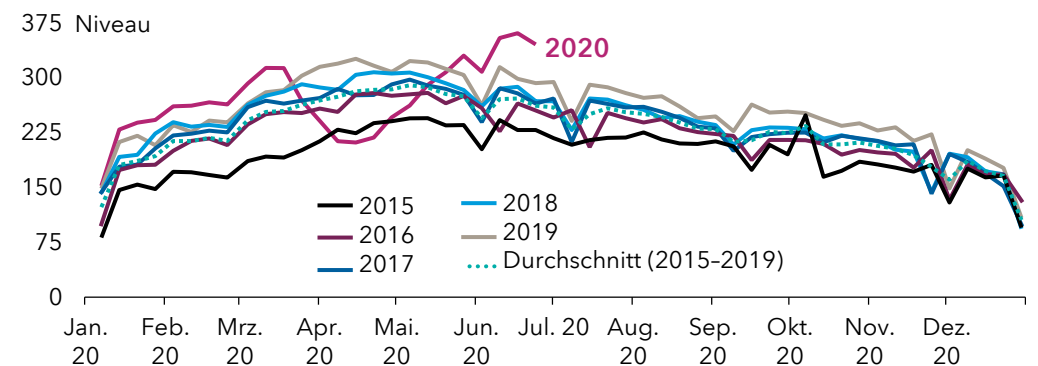
Verbriefungen bieten attraktive Zinsaufschläge am TBA (To-be-announced)-Markt. Aufgrund des Risikos einer vorzeitigen Rückzahlung sollte man bei höheren Coupons zwar vorsichtig sein, aber Titel mit niedrigeren Coupons sind attraktiv bewertet. Falls die Zinsvolatilität nicht massiv steigt, könnte die Zeit für Neuinvestitionen gut sein – jedenfalls dann, wenn, was wahrscheinlich ist, die höheren MBS-Emissionsvolumina auch zu höheren Spreads führen. Insgesamt dürfte das Kaufprogramm der Fed MBS stützen.

Fallende Hypothekenzinsen sorgen auch für mehr Refinanzierungen



Quellen: Freddie Mac, Mortgage Bankers Association (MBA). Stand 30. Juni 2020.

Wieder mehr Hypothekenanträge im 2. Quartal



Quelle: Mortgage Bankers Association (MBA). Stand 30. Juni 2020.

Wichtige Hinweise

Über die Capital Group

 **Gegründet 1931, seit 1973 Management von Anleihen**

 **Nicht börsennotiert**

 **2,00 Bio. USD verwaltetes Vermögen***

* Verwaltetes Vermögen am 30. Juni 2020. Alle Angaben in US-Dollar. Rundungsbedingte Abweichungen sind möglich.

Die Unternehmen der Capital Group managen Aktien in drei Investmenteinheiten, die ihre Anlageentscheidungen autonom treffen und unabhängig voneinander auf Hauptversammlungen abstimmen. Die Anleihenexperten sind für das Anleihenresearch und das Anleihenmanagement im gesamten Unternehmen verantwortlich. Bei aktienähnlichen Anleihen werden sie aber ausschließlich für eine der drei Aktieneinheiten tätig.

Die Aussagen in diesem Dokument sind am Tag der Veröffentlichung aktuell, können sich jederzeit aufgrund wechselnder (Markt-)Bedingungen ändern und beruhen auf Informationen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Nur für den persönlichen Gebrauch. Jede Vervielfältigung, Veränderung, Verbreitung, Übermittlung oder Wiederveröffentlichung des Inhalts, auch auszugsweise, ist untersagt. Bestimmte Marktindizes werden nicht verwaltet, und es fallen daher keine Gebühren an. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren.

Definitionen der Indizes: Die Bloomberg-Barclays-Indizes werden nicht gemanagt und gehen von einer Wiederanlage der Dividenden/Ausschüttungen aus. Die Auswirkungen von Ausgabeaufschlägen, Provisionen, Kontogebühren, Kosten und US-Einkommensteuern sind nicht berücksichtigt.

Der Bloomberg Barclays Municipal Bond Index ist ein marktwertgewichteter Index, der die Wertentwicklung lang laufender steuerbefreiter Investmentgrade-Anleihen misst.

Der Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index misst die Wertentwicklung von festverzinslichen Schuldpapieren ohne Investmentgrade-Status.

Der Bloomberg Barclays US Mortgage Backed Securities Index ist ein marktwertgewichteter Index, der die hypothekenbesicherten MPT-Anleihen (Mortgage Pass Through) von Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA) und Freddie Mac (FHLMC) abdeckt.

Der Bloomberg Barclays US Treasury Index ist ein marktwertgewichteter Index, der US-Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr enthält.

Der Bloomberg Barclays High Yield Municipal Bond Index ist ein marktwertgewichteter Index aus Municipals mit einem Rating unter BBB/Baa.

Der Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade Index misst die Wertentwicklung von börsennotierten Unternehmensanleihen aus den USA, bestimmten Auslandsanleihen und besicherten Schuldpapieren mit Investmentgrade-Status, die bestimmte Laufzeit-, Liquiditäts- und Qualitätsanforderungen erfüllen.

Der J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) Global Diversified und die dazugehörigen Länderindizes messen die Wertentwicklung von US-Dollar-Schuldpapieren, die von Emerging-Market-Ländern und quasistaatlichen Unternehmen emittiert wurden. Er enthält Brady Bonds, Loans und Eurobonds.

Der J. P. Morgan Government Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM) Global Diversified und die dazugehörigen Länderindizes messen die Wertentwicklung von regelmäßig gehandelten, liquiden Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen, in die internationale Investoren investieren können.

Bloomberg® ist eine Handelsmarke von Bloomberg Finance L.P. und/oder seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Barclays® ist eine Handelsmarke von Barclays Bank Plc und/oder seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Barclays“) und wird mit Genehmigung genutzt. Weder Bloomberg noch Barclays haben dieses Dokument bestätigt oder genehmigt. Die Unternehmen garantieren weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information und schließen im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Dieser Text und alle hierin enthaltenen Produkte, Indizes oder Fonds werden von JPMorgan oder seinen Tochtergesellschaften in keiner Weise gefördert, bestätigt oder beworben. Die Unternehmen übernehmen auf Grundlage dieses Textes keinerlei implizite oder explizite Garantie und keine Haftung gegenüber interessierten Investoren.

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.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- **Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.**
- **Der Wert von Anlagen und Erträgen kann schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurückerhalten.**
- **Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.**
- **Wenn Ihre Anlagewährung 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 festverzinslichen Wertpapieren, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Dieses Dokument, herausgegeben von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, sofern nicht anders angegeben, 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). Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen 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. Diese Kommunikation ist weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: CIMC ist in Deutschland über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

Für die Schweiz: Diese Mitteilung wird von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-374661 STR DE**