



# Vierteljährliche Konjunktur- und Markteinschätzungen des Capital-Group-Anleihenteams

 KONJUNKTUR	Stabilisierung, aber zunächst große Unsicherheit
 ZINSEN USA	Noch nicht auf steigende Zinsen setzen
 ZINSEN EUROPA	Überraschungen, Unsicherheit und Chancen
 ZINSEN JAPAN	Wie viel Abenomics nach Abe?
 BEWERTUNGEN WELT	Chinesische Anleihen wohl attraktiv, US-Dollar weiter schwach
 UNTERNEHMENSANLEIHEN WELT	Anhaltende Risiken, Einzelwertauswahl entscheidend
 INVESTMENTGRADE-ANLEIHEN USA	Wählerisch sein, da uneinheitliche Unternehmensgewinne
 HIGH YIELD USA	Stärkere Streuung von Fundamentaldaten und Geschäftsaussichten
 EMERGING-MARKET-ANLEIHEN	Schwerpunkt auf US-dollardenominierten High-Yield-Anleihen
 MUNICIPALS	Mehrertragschancen trotz Blockade der Bundeshilfen
 AGENCY-MBS USA	Einzelne Chancen trotz akuter Refinanzierungsrisiken

Einschätzungen des Investmentteams von Capital Group Fixed Income Investors (Stand 30. September 2020). Die Einschätzungen der einzelnen Portfoliomanager und Analysten können sich davon unterscheiden. © 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. Quellen: Capital Group, Bloomberg Index Services Ltd. Stand 30. Juni 2020 (falls nicht anders angegeben).

# Stabilisierung, aber zunächst große Unsicherheit

**Die Weltwirtschaft hat sich unerwartet schnell stabilisiert**, auch wegen der beispiellosen geld- und fiskalpolitischen Hilfen. Es könnte aber durchaus noch ein bis drei Jahre dauern, bis wieder so viel produziert wird wie vor der Pandemie.

**In den nächsten 6 bis 12 Monaten dürfte die Wirtschaftslage eher gut sein.** Zeitpunkt und Ausmaß der Erholung sind aber unsicher. Große Unbekannte sind Geld- und Fiskalpolitik sowie die Pandemie. Die Fiskalpolitik ist schwer einzuschätzen, doch die Geldpolitik dürfte expansiv bleiben.

**In den USA befinden sich Branchen mit insgesamt 8 Billionen US-Dollar Umsatz in der Rezession.** Die Auswirkungen von COVID-19 sind unterschiedlich. Gesundheitsdienstleister und Krankenhäuser sind weniger betroffen als Kultur und Sport. Schwer haben es Fluglinien und andere Transportunternehmen.

**Nachhaltige Nachfrageeinbußen drohen Sektoren wie Freizeit und Gastgewerbe,** wo ein Kapazitätsabbau immer drängender wird. Zwar rechnen wir nicht mit einem neuen Lockdown, doch dürfte das Virus Verbraucherverhalten

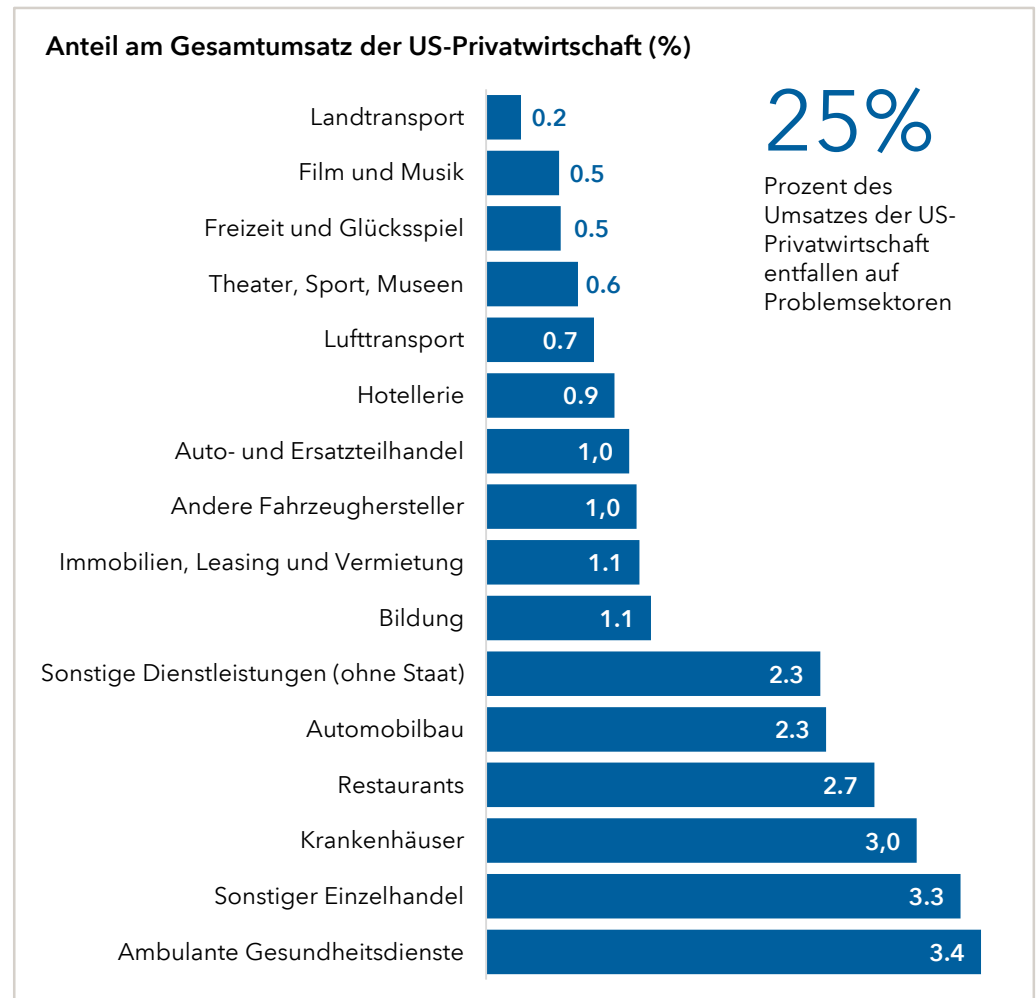
und Konsum nachhaltig verändern.

**Die jüngsten Inflationsschwankungen sind angebots-, aber auch nachfragebedingt.** Kurzfristig dürfte der Deflationsdruck schwerer wiegen als Angebotsstörungen, sodass die Inflation wohl kaum deutlich steigt. Eine langsamere Erholung in den USA könnte große Auswirkungen auf die Angebotsseite haben, mit immer mehr Zahlungsverzügen und -ausfällen.

**Langfristig könnte die Inflation wieder zulegen.** Angebotsstörungen, das beispiellose Geldmengenwachstum und die hohen Staatsausgaben könnten zu Preisauftrieb führen. Nach der jüngsten Überprüfung ihrer Strategie erklärte die Fed, dass sie eine Inflation über 2% tolerieren wolle.

**Die europäischen Volkswirtschaften erholen sich unterschiedlich.** Italien, Spanien, Frankreich und Großbritannien fielen in eine tiefe Rezession, auch weil weniger Touristen kommen und Freizeitaktivitäten zurückgefahren wurden. Beide Bereiche haben hier einen großen Anteil am BIP. Ein Wiederaufflammen der Pandemie könnte die Erholung dieser Länder massiv bremsen.

## Stark betroffene Sektoren haben einen hohen Anteil am BIP



Quellen: Capital Group, Haver Analytics, US Bureau of Economic Analysis. Stand September 2020 (aktuellste verfügbare Daten). Zum Automobilbau zählt auch die Herstellung von Karosserien, Anhängern und Ersatzteilen; zu anderen Fahrzeugherstellern zählen auch Zubehörhersteller.

BIP: Bruttoinlandsprodukt.

**In Deutschland hat die Industrie einen großen Anteil am BIP.** Die deutsche Wirtschaft ist daher nicht so stark geschrumpft. Der Aufschwung in China, Deutschlands größtem Handelspartner, und die Erholung der Industrie sorgen für bessere Aussichten.

**Die europäische Fiskalpolitik hat überraschend entschlossen reagiert,** was sich auch nicht ändern dürfte. Deutschland scheint seine alte Abneigung gegen Konjunkturprogramme überwunden zu haben. Das könnte noch höhere Staatsausgaben möglich machen, auch wenn sie schon jetzt deutlich höher sind als in der internationalen Finanzkrise. Denkbar ist auch die Monetarisierung von Staatsschulden.

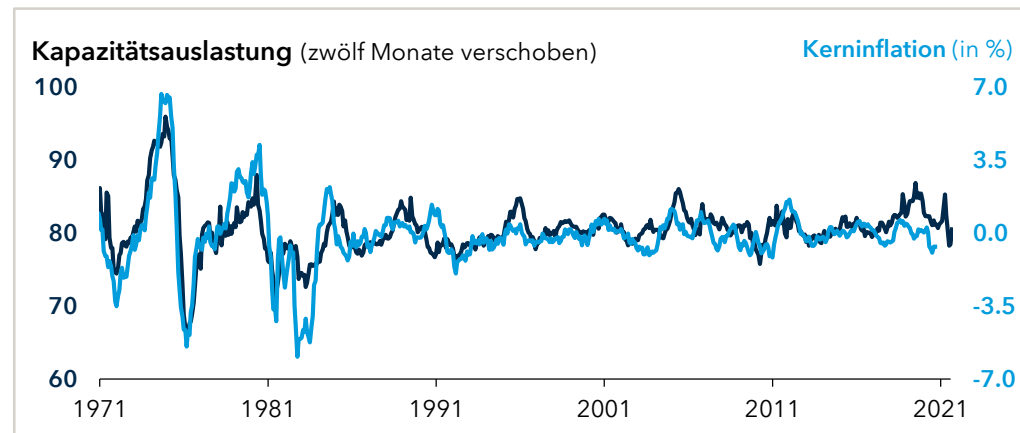
**Die japanische Volkswirtschaft hat stark unter COVID-19 gelitten,** sodass die sehr expansive Fiskalpolitik beibehalten werden muss und wohl auch wird. Um für Wachstum und Reflation zu sorgen, muss Japans neuer Premierminister Yoshihide Suga auch die beiden anderen Pfeile seines Vorgängers beibehalten - eine lockere Geldpolitik und Strukturreformen. Eine Reflationierung würde den Export stützen, da der Yen dann wohl nicht zu sehr aufwertet.

**China erholt sich weiter,** auch dank höherer Infrastruktur- und Konsumausgaben. 2020 dürfte das chinesische BIP nur wenig wachsen, wobei die weitere Entwicklung davon abhängt, ob die lockereren Kreditbedingungen etwas bewirken. Trotz der schwachen Weltnachfrage war der Export bislang überraschend stark.

**Der kurzfristige Ausblick für Anleihen ist höchst unsicher,** zumal die Bewertungen etwa ihrem Langfristdurchschnitt entsprechen. Dies spricht für Titel mit einer höheren Kreditqualität. Außerdem scheinen uns ausgewählte höher verzinsliche Titel interessant, sofern das Ertragspotenzial für die Risiken und die höhere Unsicherheit in den nächsten Monaten ausreichend entschädigt.

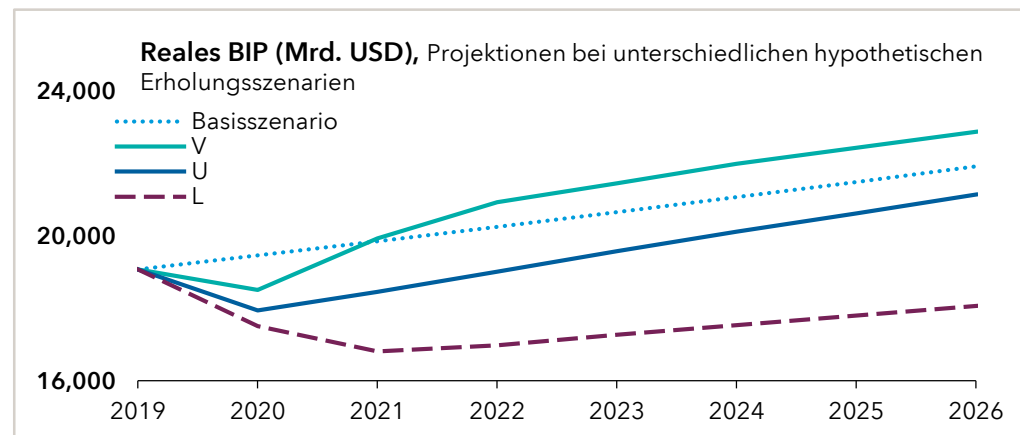
**Die Geldpolitik und die Aussichten auf COVID-19-Impfstoffe und -Therapien** stimmen uns mittelfristig etwas optimistischer. Auch könnte die Volatilität in den nächsten Monaten längerfristigen Investoren interessante Einstiegszeitpunkte bieten, wenn sie zu höheren Risiken bereit sind.

## Die Kapazitätsüberschüsse könnten einen Inflationsanstieg verhindern



Quellen: Capital Group, Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics. Stand August 2020 (aktuellste verfügbare Daten). Kapazitätsauslastung unter Berücksichtigung der (kurzfristigen) Arbeitslosigkeit.

## In manchen Szenarien könnte die vollständige Erholung noch Jahre brauchen



Quellen: Capital Group, Bloomberg, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, HistStat. BIP: Bruttoinlandsprodukt.

# Noch nicht auf steigende Zinsen setzen

**Die Fed bleibt ihrer Nullzinspolitik treu;** auf der Septembersitzung ließ sie die Federal Funds Target Rate bei 0,00-0,25%. Außerdem rechnen alle 17 Offenmarktausschussmitglieder damit, dass der Leitzins bis zum Jahresende in dieser Spanne bleibt, und die Mehrzahl (13 von 17) erwartet das sogar bis Ende 2023. Im letzten Quartal gab die Fed auch offiziell eine „flexible Steuerung der Durchschnittsinflation“ bekannt. Damit stellte sie klar, wie sie ihr Preisstabilitätsziel jetzt interpretiert. Zugleich modifizierte sie das Vollbeschäftigungsziel.

**Aufgrund der schwerer einzuschätzenden** Geld- und Fiskalpolitik und der absehbaren Volatilität durch die US-Wahlen setzen wir auf eine neutrale Duration.

**Im Berichtsquartal wurde die US-Zinsstrukturkurve etwas steiler,** die 2-Jahres-Rendite fiel um 2 Basispunkte auf 0,13%, und die 10-Jahres-Rendite stieg um 3 Basispunkte.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

1 Stand 12. Oktober 2020. Quelle: Bloomberg

2 Quelle: Capital Group

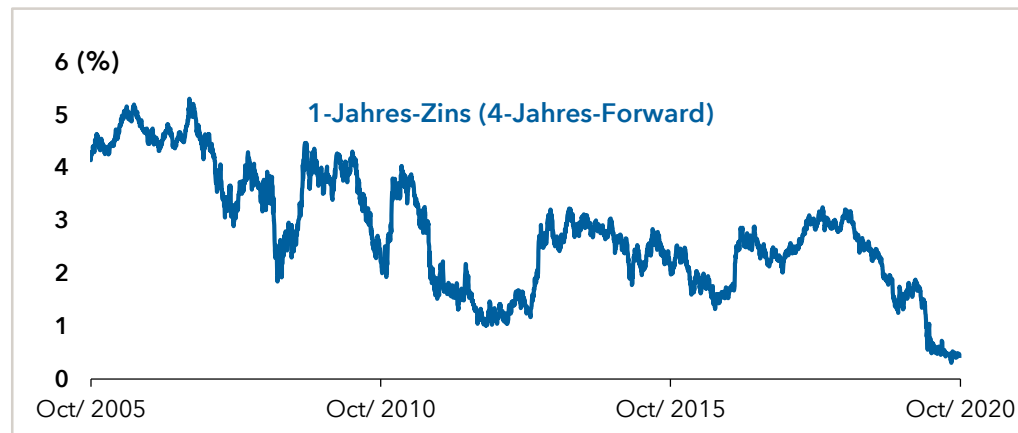
© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

**Wir halten 30-jährige US-Titel für interessant,** da ihre Rendite jetzt erstmals doppelt so hoch ist wie die von 10-Jahres-Papieren.<sup>1</sup> Wenn die Finanzbedingungen straffer werden, dürfte die Fed reagieren. Zwar rechnen wir kurzfristig nicht mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik, doch könnte die Notenbank in Zukunft Staatsanleihen mit einer längeren Laufzeit kaufen. Negative Leitzinsen halten wir für unwahrscheinlich.

**Einstweilen dürfte der Nachfrageschock durch COVID-19 für fallende Preise sorgen.** Im Warenkorb für die Kerninflation haben die kalkulatorischen Mieten der Hauseigentümer einen Anteil von 30% - und sie fallen.<sup>2</sup> Längerfristig scheint eine höhere Inflation durchaus vorstellbar.

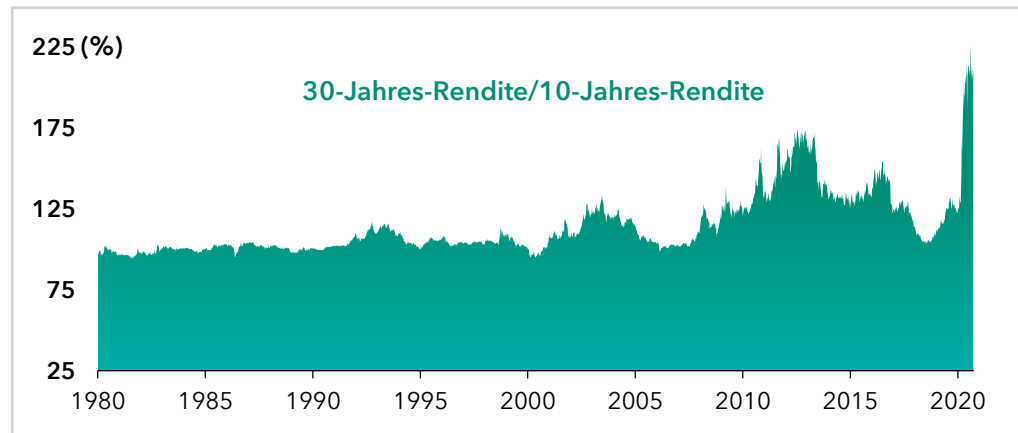
**Inflationsindexierte US-Staatsanleihen scheinen zurzeit nur bedingt interessant.** Wir beobachten aber die Bewertungen genau. Wenn sie gemessen an der erwarteten Langfristinflation attraktiver werden, stocken wir unsere Positionen ggf. auf.

## Die Fed bleibt ihrer Nullzinspolitik treu



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

## Langläufer ggü. 10-Jahres-Anleihen so günstig bewertet wie seit Jahrzehnten nicht mehr



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

# Überraschungen, Unsicherheit und Chancen

Für die größte Überraschung sorgte die Europäische Zentralbank (EZB), als sie ihre Wachstumsprognose für Europa im Jahr 2020 an hob. Auch ihre Inflationserwartungen revidierte sie nach oben, obwohl die Pandemie die Wirtschaft nach wie vor voll im Griff hat.

Die jüngsten EZB-Projektionen führen zu etwas optimistischeren BIP- und Arbeitsmarkterwartungen. Dabei rechnet die EZB aufgrund steigender Energiepreise und einer höheren Nachfrage 2021 mit einer etwas höheren Inflation. Daran ändert auch der stärkere Euro nichts.

Der Lockdown zeigt sich jetzt deutlich in den Konjunkturdaten; alle europäischen Volkswirtschaften brachen stark ein. Das gilt vor allem für Länder, in denen der Tourismus einen großen Anteil am BIP hat. Da man jetzt zu örtlich begrenzten Lockdowns übergeht, wird sich die Wirtschaft weniger gleichmäßig erholen, was den Aufschwung verzögert.

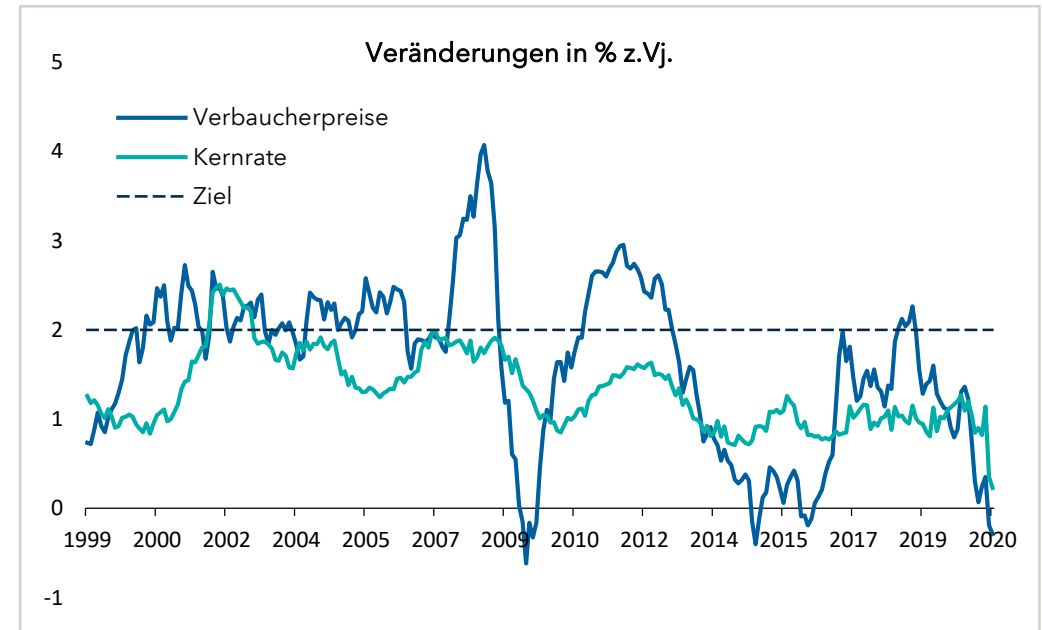
Klare Anzeichen für eine (wenn auch begrenzte) Erholung gibt es im Verarbeitenden Gewerbe. Die meisten Einkaufsmanagerindizes (PMIs) liegen jetzt wieder über 50,<sup>1</sup> wobei

Deutschland erwartungsgemäß an der Spitze steht. Auch hat sich der Konsum in den am stärksten betroffenen Ländern wie Frankreich, Italien, Spanien und Großbritannien ansatzweise erholt.

Zusätzliche Sorgen macht europäischen Investoren der Brexit mit seinen vielen Konflikten und Unbekannten. Großbritannien hat seine Rhetorik verschärft und angedeutet, dass man die Verhandlungen abbrechen könne, wenn bei Nordirland und anderen wichtigen Themen keine Einigung erreicht wird. Die Entwicklung ist schwer einzuschätzen und sorgt bei Investoren für zusätzliche Nervosität.

Dieses sehr unsichere Umfeld bewirkt zahlreiche Verzerrungen bei europäischen Anleihen. Umso wichtiger ist Diversifikation. Nach wie vor sind aber manche Marktsegmente attraktiv bewertet, beispielsweise osteuropäische Titel außerhalb der Kernmärkte. Wir favorisieren allerdings eine eher defensive Positionierung mit nur leicht überdurchschnittlichem Portfoliorisiko.

## Verbraucherpreise im Euroraum



Quelle: Eurostat. Stand 15. September 2020.

<sup>1</sup> Quelle: IHS Markit

# Wie viel Abenomics nach Abe?

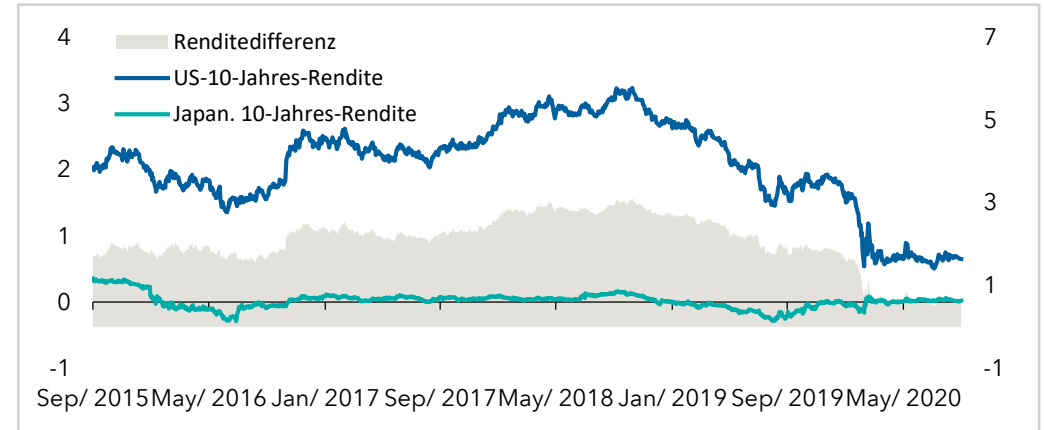
Ende August trat Premierminister Shinzō Abe zurück und begründete dies mit seiner Gesundheit. Damit endete die längste Amtszeit eines japanischen Premierministers in der Geschichte. Der Rücktritt kam unerwartet früh; bekannt gegeben wurde er ein ganzes Jahr vor dem regulären Ende seiner Amtszeit. Der neue Premierminister Suga, Abes Chefkabinettssekretär, gilt als großer Anhänger der Abenomics. Da Suga Abes Politik fortsetzen will, dürften auch die drei Pfeile der Abenomics - lockere Geldpolitik, expansive Fiskalpolitik und Strukturreformen - beibehalten werden. Auch spricht viel dafür, dass Suga schon bald Wahlen ausruft, um auch nach 2021 an der Macht bleiben zu können. 2023 endet die Amtszeit des aktuellen Notenbankgouverneurs Kuroda. Die enge Zusammenarbeit zwischen Notenbank und Regierung dürfte aber auf absehbare Zeit anhalten.

Die japanische Zinsstrukturkurve wurde im Berichtsquartal steiler, da man am Markt mit Neuemissionen rechnet. Wir gehen nach wie vor von leicht steigenden Renditen aus. Die Bank of Japan müsste ihre Geldpolitik

schon sehr stark lockern, damit die Renditen zurückgehen, doch scheint man dazu nicht willens. Eine steilere Zinsstrukturkurve könnte das Finanzsystem etwas entlasten, das durch das beispiellose Quantitative Easing unter Druck geraten ist. Da die Kreditvergabe aber zuletzt gestiegen ist, besteht für die Bank of Japan hier kein akuter Handlungsbedarf.

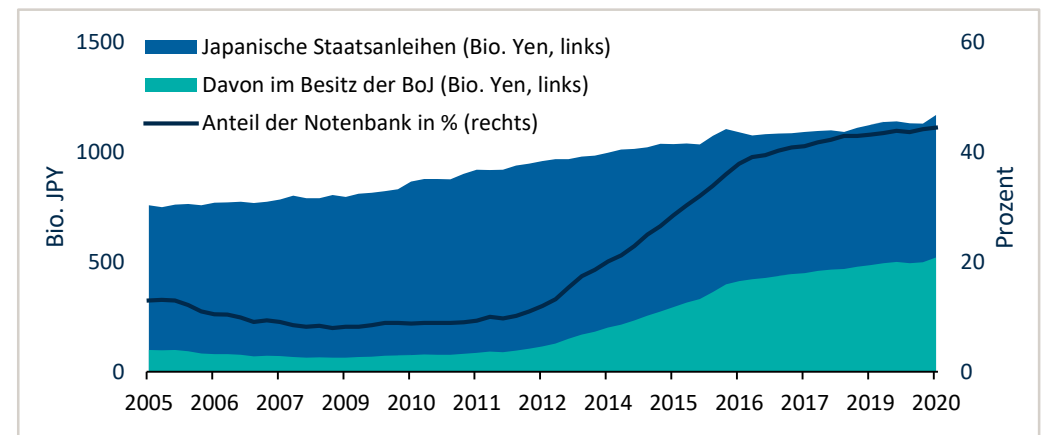
Der Yen hat gegenüber dem insgesamt schwachen US-Dollar nur leicht aufgewertet. Die fallende Zinsdifferenz und der Leistungsbilanzüberschuss sprechen für den Yen, die anhaltenden Kapitalabflüsse gegen ihn. In Zukunft spricht aus unserer Sicht viel für eine weitere Yen-Aufwertung. In Japan selbst geht man immer neue Short-Positionen im Yen ein, und der Zinsvorsprung ausländischer Währungen schrumpft. Außerdem sorgt der wachsende Überschuss der Einkommensbilanz für einen steigenden Leistungsbilanzüberschuss. Es kann noch dauern, bis die kurzfristigen Kapitalströme ihre Richtung ändern, doch scheint eine Yen-Aufwertung jetzt wahrscheinlicher als eine Abwertung.

## Die Renditedifferenz zwischen amerikanischen und japanischen Staatsanleihen ging deutlich zurück



Quelle: Bloomberg. Stand 30. September 2020.

## Die Bank of Japan hält fast die Hälfte aller japanischen Staatsanleihen



Quelle: Bank of Japan. Stand 31. August 2020.

# Chinesische Anleihen wohl attraktiv, US-Dollar weiter schwach

**In einer Welt mit niedrigen Zinsen ist China die Ausnahme.** Der chinesische Anleihenmarkt schien für ausländische Staatsanleiheninvestoren lange Zeit nicht zu existieren. Selbst jetzt haben sie weniger als 3% Anteil.<sup>1</sup>

**Im September teilte der internationale Indexanbieter FTSE Russell mit,** dass chinesische Anleihen in den World Government Bond Index aufgenommen würden. Alle großen Indexanbieter berücksichtigen jetzt chinesische Titel oder planen dies. Es wird deshalb auch weiterhin zu hohen Investitionen passiver ETFs kommen. Goldman Sachs rechnet im nächsten Jahr mit 140 Milliarden US-Dollar Zuflüssen allein durch die Aufnahme in die Indizes.

**Kommen wir zu den Fundamentaldaten.** Wenn die Bundesanleiherenditen deutlich unter 0 liegen, die japanischen 10-Jahres-Renditen bei 0 und die US-Staatsanleiherenditen bei gerade einmal 0,7%, kann man die mehr als 3% Rendite einer chinesischen 10-Jahres-Anleihe<sup>1</sup> nicht ignorieren.

**Entscheidend für den Renditevorsprung chinesischer Staatsanleihen** waren die massiven Zinssenkungen der Fed zu

Jahresbeginn, ausgelöst durch COVID-19. Anders ist die Lage in China, wo die frühen Erfolge im Pandemie-management die Wirtschaft stabilisiert haben, sodass die Geldpolitik maßvoller reagieren konnte.

**Wertet der US-Dollar jetzt endlich ab?** Seit Anfang 2018 war der Dollar recht stark. Doch dieses Jahr hat er oft abgewertet, insbesondere gegenüber Emerging-Market-Währungen. In Zukunft könnte der Dollar weiter nachgeben.

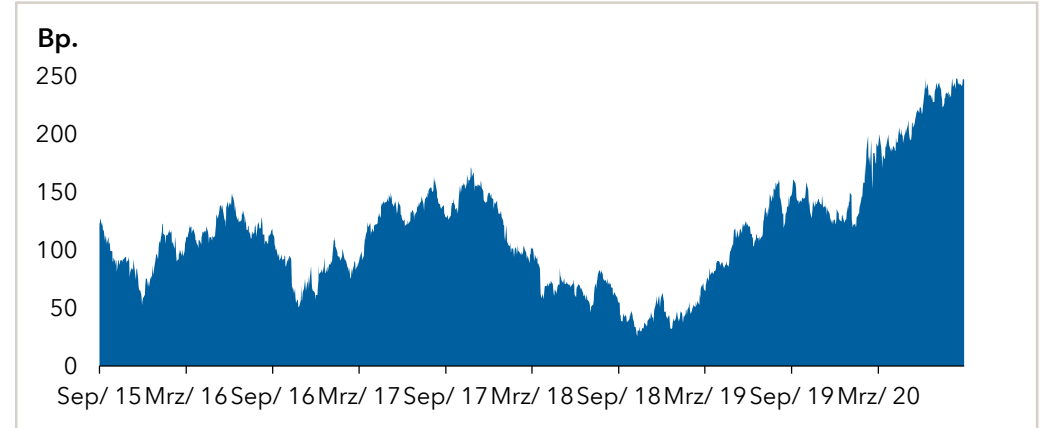
**Nach unseren Modellen** ist der US-Dollar schon seit einiger Zeit teuer. Bis vor Kurzem sahen wir aber keinen Auslöser für eine Trendwende. Die massiven Zinssenkungen der Fed, das Quantitative Easing und die Bereitschaft, in Zukunft eine höhere Inflation zuzulassen und die Leitzinsen auf Jahre niedrig zu halten, haben den Realzinsvorsprung des US-Dollar gegenüber vielen anderen Währungen weitgehend zunichtegemacht.

**Es scheint, als könne der US-Dollar in den nächsten 12 bis 18 Monaten langsam abwerten.** Für eine größere Abwertung wäre allerdings ein besserer Weltwirtschaftsausblick nötig.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

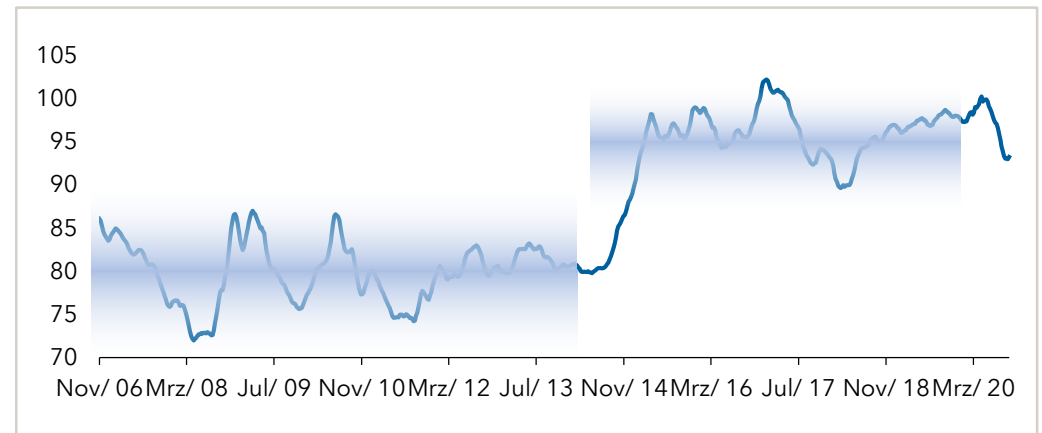
<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg

## Renditeabstand zwischen chinesischen und amerikanischen 10-Jahres-Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg. Stand 28. September 2020.

## USD-Index (USDIX; rollierender 6-Wochen-Durchschnitt)



Quelle: Bloomberg. Stand 25. September 2020.

# Anhaltende Risiken, Einzelwertauswahl entscheidend

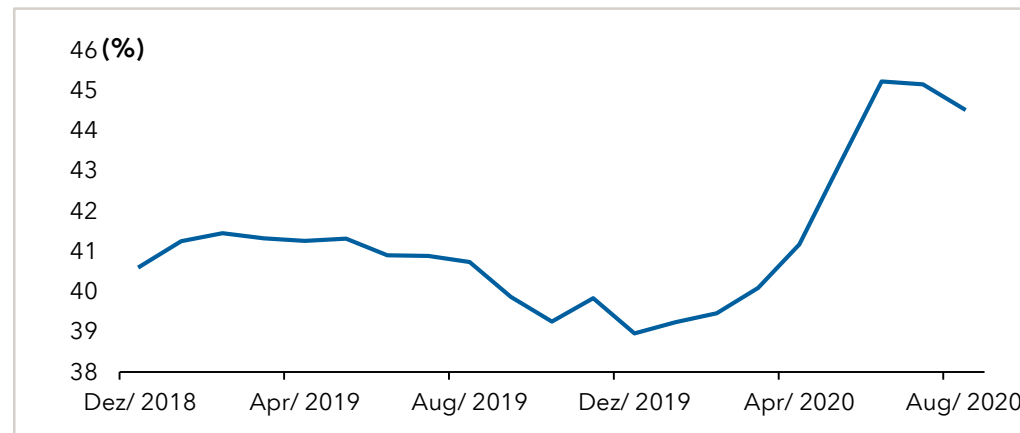
## Die Spreads (OAS) internationaler Investmentgrade-Anleihen gingen im 3. Quartal 2020 um 21 auf 136 Basispunkte zurück.<sup>1</sup>

Die erfreuliche Entwicklung aus dem Vorquartal, ermöglicht durch eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik seit März, hielt an, war aber nicht mehr ganz so dynamisch. Vor allem im September verzeichneten Investmentgrade-Titel sowie andere risikobehaftete Wertpapiere auch Verluste, da man eine zweite COVID-19-Welle fürchtete und die US-Wahlen für Unsicherheit sorgten. Im 3. Quartal verzeichneten internationale Investmentgrade-Titel aber 3,1% Ertrag sowie 1,6 Prozentpunkte Mehrertrag.<sup>1</sup>

**Eurodenominierte Titel ließen US-Dollar-Anleihen sowohl bei den Mehrerträgen als auch bei den Gesamterträgen hinter sich,** da die Spreads am Euromarkt stärker zurückgingen. Auch verdiente man mit eher schwächeren Anleihen deutlich mehr als mit Papieren mit einem höheren Rating. So verzeichneten BBB-Papiere über 4% Ertrag, A-Anleihen hingegen nur 2,9%.<sup>1</sup>

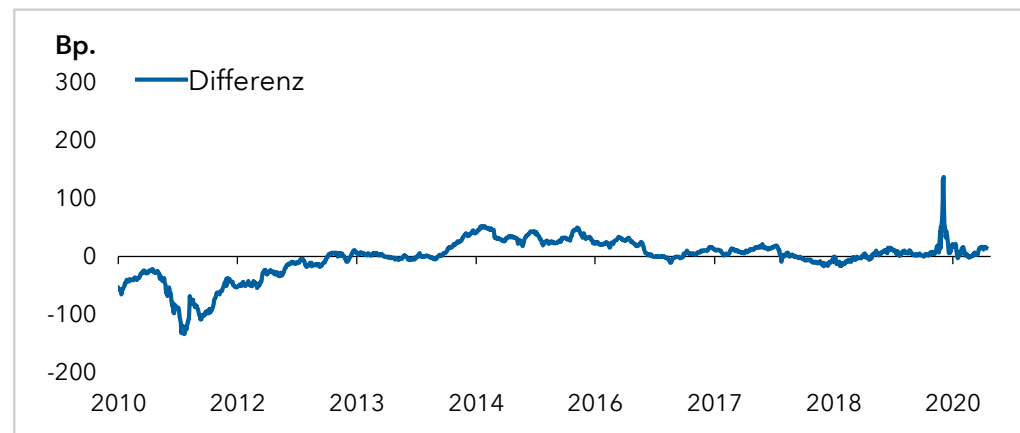
**Zu Beginn des 4. Quartals sind bei risikobehafteten Papieren vor allem politische Risiken wichtig.** Ein unklarer Ausgang der amerikanischen Präsidentschaftswahlen oder eine Wahlanfechtung, aber auch die Unsicherheit über die Entwicklung der Brexit-Verhandlungen halten Anleger davon ab, ihre Portfoliorisiken anzuheben. Nach Monaten der Mittelzuflüsse in Unternehmensanleihen gibt es jetzt Anzeichen für eine Trendwende (Abb. 1). Schwächere Fundamentaldaten, recht hohe Bewertungen und die kurzfristige politische Unsicherheit wiegen zur Zeit schwerer als die Unterstützung der Notenbanken und die gute Markttechnik (in Folge niedrigerer Emissionserwartungen). Wir haben unsere Portfolios beim Kreditrisiko daher neutral positioniert. Manche Branchen – wie Versorger und Technologie – erscheinen uns dennoch interessant bewertet. Bei der derzeitigen Marktlage ist die Einzelwertauswahl entscheidend.

## Anteil von Unternehmenswertpapieren (ohne Barmittel)



Quelle: Bank of America. Stand 31. August 2020.

## Differenz zwischen amerikanischen und europäischen Investmentgrade-OAS



Monatsdaten vom 29. Dezember 1995 bis zum 30. September 2020. Quelle: Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate Bond Index. OAS: optionsbereinigter Spread. Bp: Basispunkte. Stand 30. September 2020.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

<sup>1</sup> Stand 30. September 2020. Quelle: Bloomberg



# Wählerisch sein, da uneinheitliche Unternehmensgewinne

**Unternehmensanleihen legten zum Quartalsbeginn stark zu.** Allein im Juli stieg der Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade Index um 3,3%.

**Danach brach die Anlegerstimmung massiv ein,** sodass der Index im 3. Quartal insgesamt nur um 1,5% zulegte.<sup>1</sup> Die Spreads gingen in den drei Monaten um etwa 14 auf 136 Basispunkte zurück.

**Seit Jahresbeginn sind für 1,5 Billionen US-Dollar<sup>2</sup> Papiere begeben worden** - deutlich mehr als im bislang emissionsstärksten Gesamtjahr. Auch in den restlichen Monaten dieses Jahres rechnen wir mit hohen Emissionen, wenn auch nicht mehr mit ganz so vielen wie in den letzten Monaten.

**Auch die Anlegernachfrage blieb im 3. Quartal insgesamt hoch.** Damit betragen die Mittelzuflüsse seit Jahresbeginn 47 Milliarden US-Dollar.<sup>3</sup> Die expansive Geldpolitik der Fed und die voraussichtlich weitere Verbesserung des Wirtschaftsklimas dürften die Assetklasse für Investoren auch in Zukunft interessant machen.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

1 Stand 30. September 2020. Quellen: Bloomberg, Barclays

2 Quellen: Dealogic, BofA Global

3 Stand 30. September 2020. Quelle: Morningstar

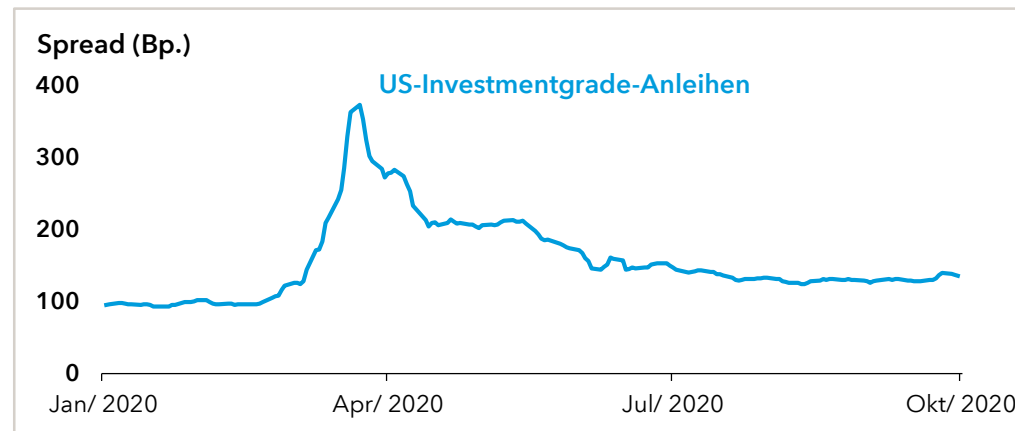
**Die Unternehmen berichteten aber über fallende Umsätze und EBITDAs.**

Die Verschuldungsgrade sind gestiegen, da COVID-19 an den Gewinnen nicht spurlos vorübergeht.

**Die kurz- bis mittelfristigen Auswirkungen auf die Gewinne unterscheiden sich** von Sektor zu Sektor stark. In den von COVID-19 am stärksten betroffenen Sektoren könnten die Gewinne weiter fallen. Nehmen wir Titel mit BBB-Rating: Jüngsten Daten zufolge ist der Ausblick für BBB-Energieanleihen im Wert von etwa 56 Milliarden US-Dollar negativ. Das ist mehr als 5-mal so viel wie Anfang 2020. Andere Sektoren wie Versicherer könnten sich hingegen recht schnell erholen. In einem solchen Marktumfeld muss man unbedingt wählerisch sein.

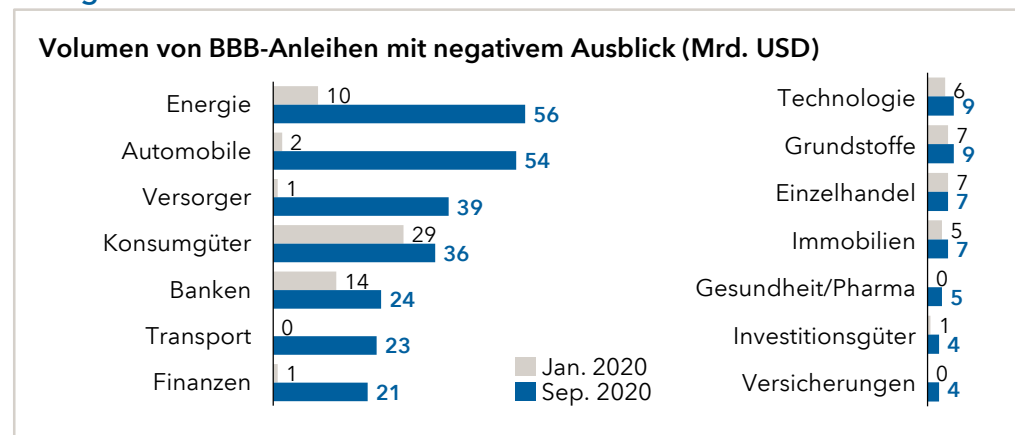
**Die Spreads könnten sich weiter seitwärts bewegen, zwischen etwa 120 und 150 Basispunkte.** Weitere schlechte Nachrichten könnten sie ans obere Ende dieser Spanne steigen lassen. Bei guten Konjunkturnachrichten wären hingegen Spreads am unteren Ende dieser Spanne denkbar.

## Investmentgrade-Spreads fast wieder so niedrig wie vor der Pandemie



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

## Etwa 20% der BBB-Anleihen mit negativem Ausblick entfallen auf den Energiesektor



Quellen: Bloomberg, JPMorgan. Sektordaten bis September 2020 ohne Emerging Markets.

# Stärkere Streuung von Fundamentaldaten und Geschäftsaussichten

**Im 3. Quartal verzeichnete High Yield erneut hohe Erträge.** Aufgrund der Unsicherheit durch die US-Wahlen, Zweifel an neuen Konjunkturprogrammen und die weltwirtschaftliche Lage verschlechterte sich die Anlegerstimmung aber im Laufe des Quartals. Trotz der Rückschläge im September legte der Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index im 3. Quartal um 4,6% zu.

**Die Spreads gingen weiter zurück;** sie fielen um 109 auf 517 Basispunkte<sup>1</sup> und liegen damit über 3 Prozentpunkte unter den Werten von Anfang April. Gut war, dass die Fed manche High-Yield-Anleihen kauft, aber auch die hohe Nachfrage nach höher rentierlichen Titeln in einer renditearmen Welt.

**Es werden viele Anleihen an den Markt gebracht,** da die Unternehmen so viele Barmittel einwerben wollten, wie es die Nachfrage zulässt. Seit Jahresbeginn wurden für 350 Milliarden US-Dollar neue Titel begeben. Zwar gingen die Emissionen im September etwas zurück, doch rechnen wir bis zum Jahresende weiter mit vielen neuen Anleihen.

**Die von COVID-19 ausgelöste Rezession hat unterschiedliche Auswirkungen.** Die Fundamentaldaten mancher Unternehmen aus weniger betroffenen Branchen sind weiter gut. Die Verschuldungsgrade schwächerer Unternehmen in stärker betroffenen Branchen stiegen hingegen gewaltig.

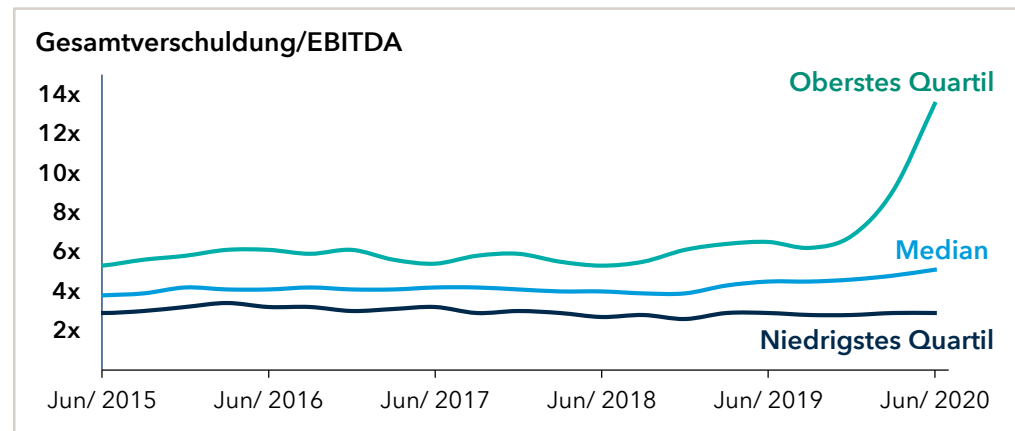
**US-Firmen mit einer schwächeren Kreditqualität dürften sich nicht alle gleich stark erholen.** Ihnen drohen langfristige Gewinneinbußen, und wir rechnen mit langsamerem Wachstum. Auch kann es zu Zahlungsausfällen kommen, wenn die Investoren wählerischer werden und das Kapital knapper wird.

**Man muss daher wählerisch sein.** Wer die Assetklasse grundsätzlich schätzt, sollte ihre Gewichtung ggf. beibehalten, statt sie zu erhöhen. Durch die hohe Nachfrage nach High Yield sind die Spreads fast wieder auf ihren langfristigen Median zurückgegangen. Die Ergebnisse der Vergangenheit sind zwar kein Hinweis auf die Zukunft, doch brachten unsere Analysen eine wichtige Erkenntnis: Bei Spreads auf dem derzeitigen Niveau erzielte man mit High Yield in den folgenden 12 bis 36 Monaten meist Erträge.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

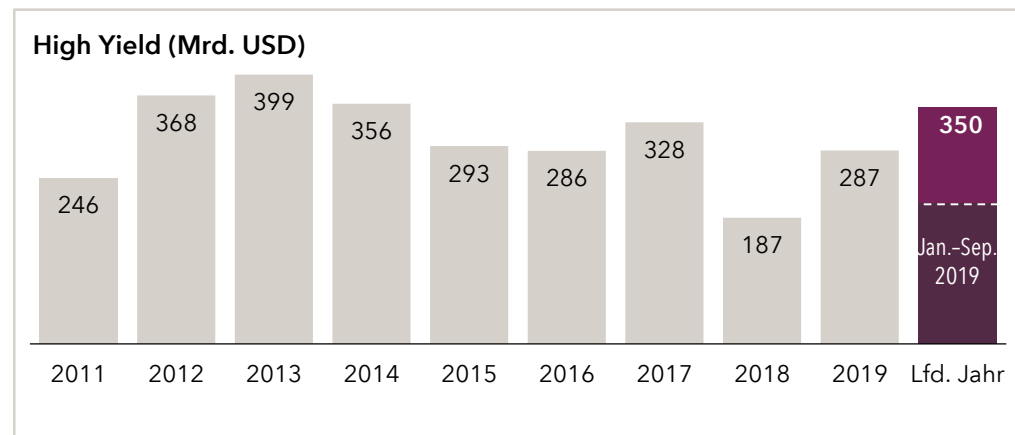
<sup>1</sup> Stand 30. September 2020. Quellen: Bloomberg, Barclays

## Die Verschuldungsgrade der am höchsten verschuldeten Firmen haben sich fast verdreifacht



Quellen: CreditSights, FactSet. Quartalsendstände bis zum 2. Quartal 2020 (aktuellste verfügbare Daten). Angegeben ist der Median des obersten und niedrigsten Quartils. EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation.

## 2020 schon jetzt mehr Neuemissionen als im Gesamtjahr 2019



Quelle: JPMorgan. Stand 30. September 2020.

# Schwerpunkt auf US-dollardenominierten High-Yield-Anleihen, Währungen wieder interessanter

**Im 3. Quartal verzeichneten Emerging-Market-Anleihen leichte Gewinne.** An der Spitze standen dollardenominierte Staatsanleihen, da die Investoren wegen der extrem niedrigen Industrieländerrenditen höher verzinsliche Titel nachfragten.

**Viele Titel und Währungen gaben im Verlauf des Quartals dann nach.**

Aufgrund der unklaren langfristigen Auswirkungen der Pandemie und der US-Präsidentenwahlen sank die Risikobereitschaft. Lokalwährungsanleihen verzeichneten uneinheitliche Gesamterträge.

**US-dollardenominierte Titel legten auf breiter Front zu,** auch wenn sich die Fundamentaldaten mancher Länder verschlechterten. Alle Regionen lagen im Plus, mit Lateinamerika und Asien an der Spitze. Auch alle Ratingklassen legten zu. Die Spreads hochverzinslicher Staatsanleihen gingen deutlich zurück.

**Einige europäische Lokalwährungsanleihen gaben nach.** Wichtige Negativfaktoren waren der Ausverkauf des russischen Rubels und der türkischen Lira. Im September senkte Moody's das türkische Länderrating von B1 auf B2, da man eine Zahlungsbilanzkrise fürchtete.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

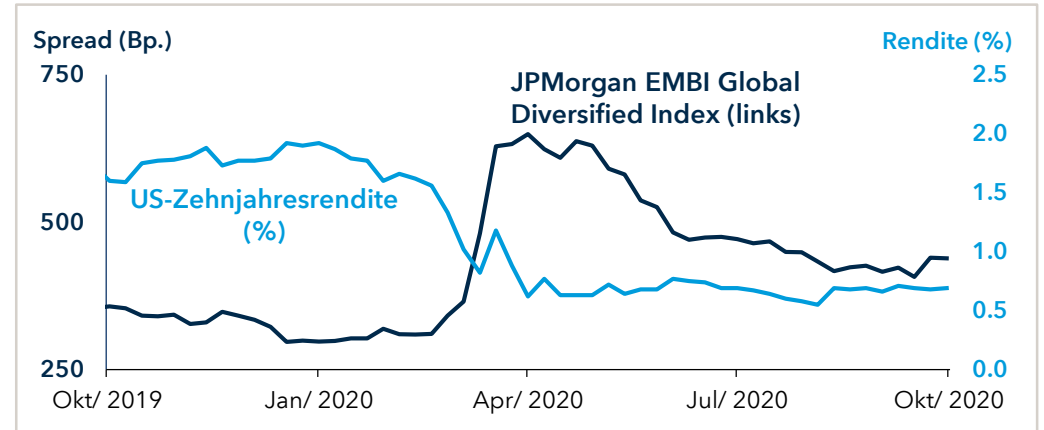
© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

**Unser Ausblick für die Assetklasse bleibt verhalten.** Nach den hohen Gewinnen seit dem Ausverkauf im März sind die Bewertungen jetzt nicht mehr so attraktiv. Die US-Wahlen im November und eine schwächere Weltwirtschaft könnten für Volatilität sorgen. Und doch dürften die weltweit reichlich vorhandene Liquidität und die extrem niedrigen Industrieländerrenditen die Assetklasse weiter stützen.

**Bei US-dollardenominierten Titeln setzen wir auf ausgewählte High-Yield-Anleihen.** Hochverzinsliche Staatsanleihen bieten aus unserer Sicht einen attraktiven Ausgleich für die Risiken. Anders als US-Unternehmensanleihen sind manche Emerging-Market-Staatsanleihen mit Investmentgrade-Status noch immer attraktiv bewertet.

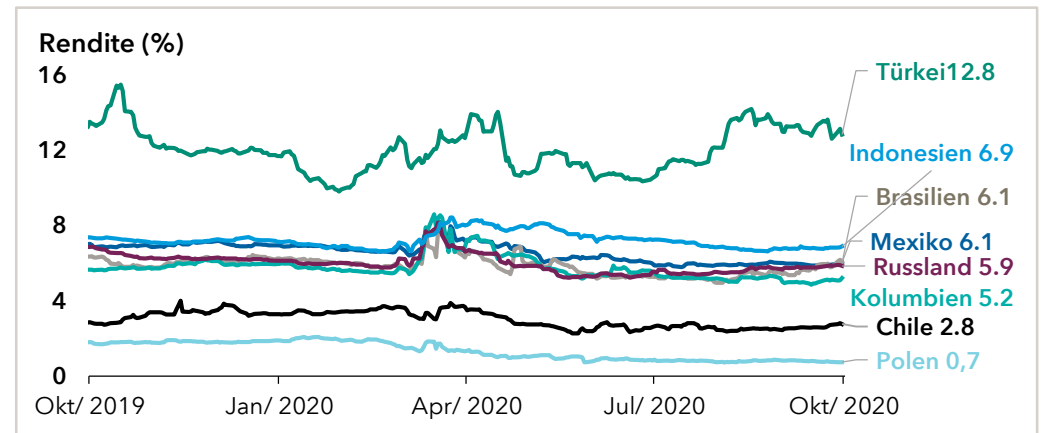
**Währungen können zwar schwanken, sind aber interessant bewertet.** Unser Optimismus stützt sich auf die besseren Leistungsbilanzen und die Liquidität, die die Notenbanken weltweit bereitstellen. Ein solches Umfeld hat in der Vergangenheit Reservewährungen tendenziell geschadet und Industrierohstoffe gestützt. Auch manche Lokalwährungsanleihen erscheinen aufgrund ihrer hohen Realrenditen und steilen Zinsstrukturkurven interessant.

## Emerging-Market-Spreads und US-Renditen zuletzt unverändert



Quellen: JPMorgan, Refinitiv Datastream. Stand 30. September 2020.

## Türkische Renditen höher, aber die meisten Lokalwährungsanleihenrenditen blieben unverändert



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

# Mehrertragschancen trotz Blockade der Bundeshilfen

**Municipals verzeichneten ordentliche Erträge** bei niedriger Volatilität. Im 3. Quartal stieg der Bloomberg Barclays Municipal Bond Index um 1,2%. Damit ließ er US-Staatsanleihen hinter sich, blieb aber hinter Unternehmensanleihen zurück. Gute Nachrichten vom Arbeitsmarkt sowie zur Entwicklung von Medikamenten und Impfstoffen gegen COVID-19 schienen für neues Vertrauen zu sorgen.

**Die Yield to Worst des Municipal-Index betrug zum Quartalsende 1,32%<sup>1</sup>** und lag damit 14 Basispunkte über der Rendite des Bloomberg Barclays US Aggregate Index. Selbst Anleger, denen Municipals keine Steuervorteile bieten, können immer noch einen Renditeaufschlag verbuchen.

**Auch die Zinsdifferenzen zwischen den Ratingklassen sind zurückgegangen.** Die Zinsdifferenz zwischen BBB- und AAA-Municipals betrug zum Quartalsende 168 Basispunkte.<sup>1</sup> Trotz des Rückgangs um über 40 Basispunkte in den letzten drei Monaten ist die Differenz noch immer sehr hoch. Titel mit besseren Ratings legten weniger zu.

**Die Ratio, also der Quotient aus Municipal- und Staatsanleihenrenditen,** betrug im 10-Jahres-Bereich zum Quartalsende 121% und lag damit deutlich über den 76% vom Jahresende 2019. Gemessen wird das Verhältnis zwischen Vorsteuerrendite von

Municipals und US-Staatsanleiherenditen.

**Titel mit über zehn Jahren Laufzeit scheinen attraktiv bewertet,** anders als kürzer laufende Municipals. Während der Rallye im 3. Quartal gingen die Renditen 1- bis 7-jähriger Municipals am stärksten zurück.

**Noch ist unklar, ob die US-Regierung den Markt weiter stützt.** Der Kongress debattiert noch immer über das Volumen des neuen Hilfspakets. Das Repräsentantenhaus präsentierte eine neue Variante des bisherigen Gesetzes mit 2,2 Billionen US-Dollar Volumen. Kurz nach Quartalsende schien es aber keinen Fortschritt mehr zu geben, da Trump die Verhandlungen im Repräsentantenhaus stoppte. Viele Bundesstaaten und Kommunen stehen aufgrund von Steuerausfällen infolge der Pandemie vor großen Finanzierungslücken.

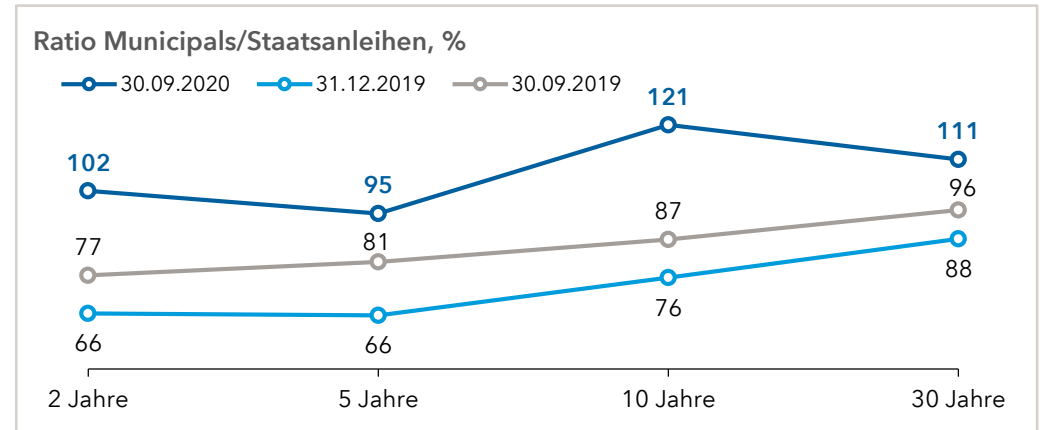
**Für langfristige Investoren könnten Municipals unserer Ansicht nach noch immer interessant sein.** Natürlich sind die Bewertungen längst nicht mehr so günstig wie auf den extremen Tiefständen im März. Und doch bleiben die Aussichten für laufende Erträge und Gesamterträge günstig, insbesondere wenn sich in den nächsten Monaten weitere Bundeshilfen für Bundesstaaten und Kommunen abzeichnen und man bei Zeitpunkt und Ausmaß klarer sieht.

**Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.**

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg

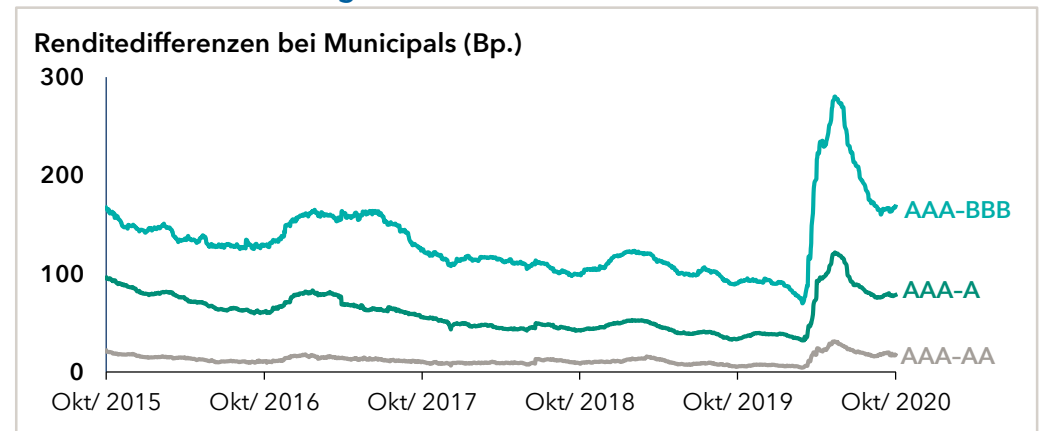
© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

## 10-jährige Municipals scheinen besonders interessant



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

## Die Zinsabstände zwischen den Ratingklassen sind zurückgegangen, aber noch immer außergewöhnlich hoch



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

# Einzelne Chancen trotz akuter Refinanzierungsrisiken

## Für MBS sind wir weniger optimistisch.

Die Fundamentaldaten haben sich verschlechtert, und vorzeitige Tilgungen sind wahrscheinlicher geworden. Zur Zeit scheinen die Bewertungen hoch bis sehr hoch, auch wegen der anhaltenden Hilfen der Fed und der niedrigen Volatilität.

## Insgesamt könnte das Ertragspotenzial niedriger sein, als die Kurse vermuten lassen.

Angesichts des hohen Risikos vorzeitiger Tilgungen dürften die Spreads des Bloomberg Barclays US Mortgage-Backed Securities Index von etwa 60 Basispunkte kaum Realität werden.<sup>1</sup>

## Modellschätzungen sind unserer Ansicht nach unzuverlässig geworden.

Viele Modelle erfassen das tatsächliche Risiko vorzeitiger Tilgungen nur unzureichend.

**Ein besseres Maß für die Attraktivität ist der Index-Carry.** Er berücksichtigt neben den zu erwartenden Tilgungen auch das Kursniveau. Der Index-Carry ist auf 20 Basispunkte<sup>2</sup> zurückgegangen. Offensichtlich bieten MBS den Investoren nur wenig Ausgleich für die zu erwartenden Refinanzierungen.

## Die Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für künftige Ergebnisse.

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg. TBA: To Be Announced.

<sup>2</sup> Quelle: Capital Group

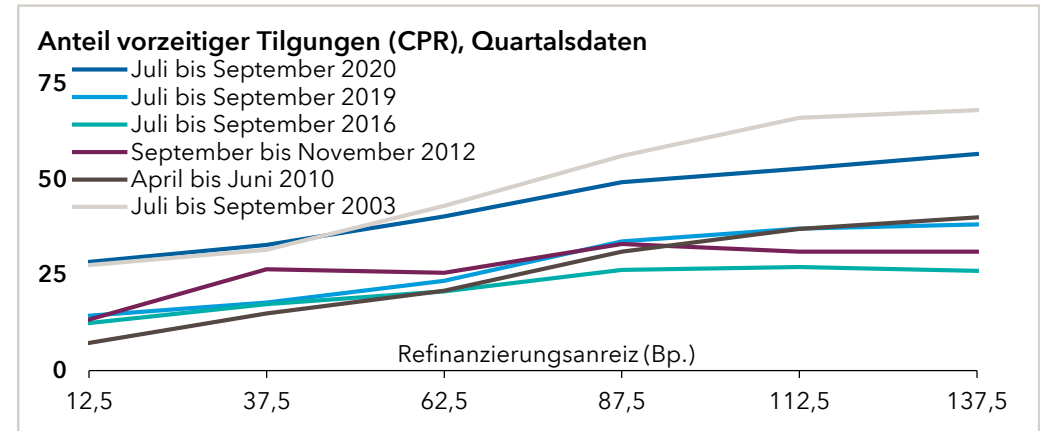
## Bei nahezu jedem Hypothekenkredit ist eine Refinanzierung zurzeit interessant.

Die Zinsen sind niedrig wie nie, die Zinssensitivität ist gestiegen. Dies hat zu den höchsten vorzeitigen Tilgungen seit 2003 geführt. Auch bei älteren Krediten kommt es zu vorzeitigen Tilgungen. Die Zinsen müssten nach unseren Schätzungen schon um 50 bis 75 Basispunkte steigen, damit sich dies ändert.

**Mit fast 7 Milliarden US-Dollar täglich ist das Angebot hoch wie nie,** und es gibt keine Hinweise auf eine Änderung. Wir rechnen auch in den nächsten 12 bis 18 Monaten mit zahlreichen Refinanzierungen. Das Angebot dürfte hoch bleiben, doch sind die Käufe der Fed zurückgegangen. Titel mit weniger attraktiven Sicherheiten könnten daher weiter auf Käufer warten, statt von der Fed übernommen zu werden.

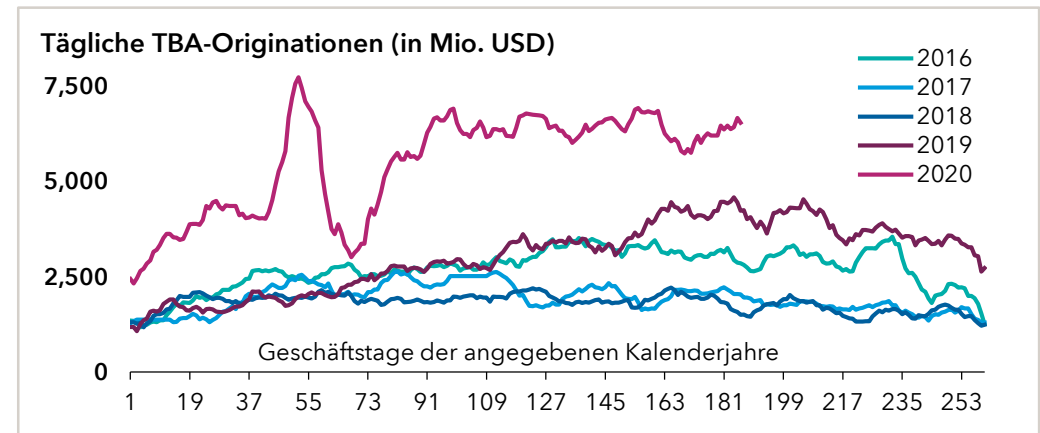
**Auch wenn Mortgage-Backed Securities (MBS) insgesamt gar nicht so attraktiv sind,** halten wir einzelne Agency-Anleihen für interessant. Beispielsweise bieten niedrig verzinsliche Hypotheken am TBA-Markt ein ordentliches Ertragspotenzial - da die Fed interveniert und die Finanzbedingungen interessant sind.

## Refinanzierungswahrscheinlichkeit so hoch wie seit 2003 nicht mehr



Quelle: Riskspan. Stand September 2020. Die Kurven zeigen, wie zinsensitiv die Hausbesitzer sind. Eine steilere Kurve spricht für eine höhere Refinanzierungswahrscheinlichkeit, wenn die Zinsen fallen. CPR: Ausmaß der vorzeitigen Tilgungen durch die Hausbesitzer. Refinanzierungsanreiz: Basispunkte, um die ein Hausbesitzer seinen Hypothekenzins senken kann, wenn er einen neuen Vertrag abschließt.

## 2020 deutlich mehr MBS-Emissionen als in früheren Jahren



Quelle: Citi. Rollierender 10-Tages-Durchschnitt bis September 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 JPMorgan 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 JPMorgan 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.

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

**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 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 festverzinslichen Wertpapieren, Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.**

Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus externen 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. Bei dem Dokument handelt es sich um allgemeine Informationen. Ihre persönlichen Ziele, Ihre finanzielle Situation und Ihre Anforderungen sind nicht berücksichtigt. Bevor Sie auf Grundlage irgendeiner dieser Informationen handeln, sollten Sie prüfen, wie relevant sie für Ihre persönlichen Ziele, Ihre finanzielle Situation und Ihre Anforderungen sind.

Falls nicht anders angegeben, wird dieses Dokument von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegeben und dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert und ist ein Tochterunternehmen der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

In Großbritannien wird dieses Dokument von Capital International Limited herausgegeben, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen. Capital International Limited ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group).

In der Schweiz wird dieses Dokument von Capital International Sàrl herausgegeben, einem von der Schweizer Finanzmarktaufsicht (FINMA) genehmigten und regulierten Unternehmen. Capital International Sàrl ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc.

In Asien (ohne Japan) wird dieses Dokument von Capital International, Inc. herausgegeben, einem Unternehmen der Capital Group, eingetragen in Kalifornien, USA. Die Haftung der Unternehmen der Capital Group ist beschränkt.

In Australien wird dieses Dokument von Capital Group Investment Management Limited (ACN 164 174 501 AFSL No. 443 118) herausgegeben, einem Unternehmen der Capital Group mit Sitz Level 18, 56 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australien.

Alle Handelsmarken der Capital Group sind Eigentum von The Capital Group Companies, Inc. oder einer Tochtergesellschaft in den USA, Australien oder einem anderen Land. Alle anderen genannten Unternehmens- oder Produktnamen sind Handelsmarken oder eingetragene Handelsmarken der jeweiligen Unternehmen. © 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten.

© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-377060 ACE/AxJ**