



## Weiterhin attraktive Chancen an vier wichtigen Credit-Märkten



**Damien McCann**  
Anleihen-Portfoliomanager



**David Bradin**  
Investmentdirektor Anleihen

### Im Überblick

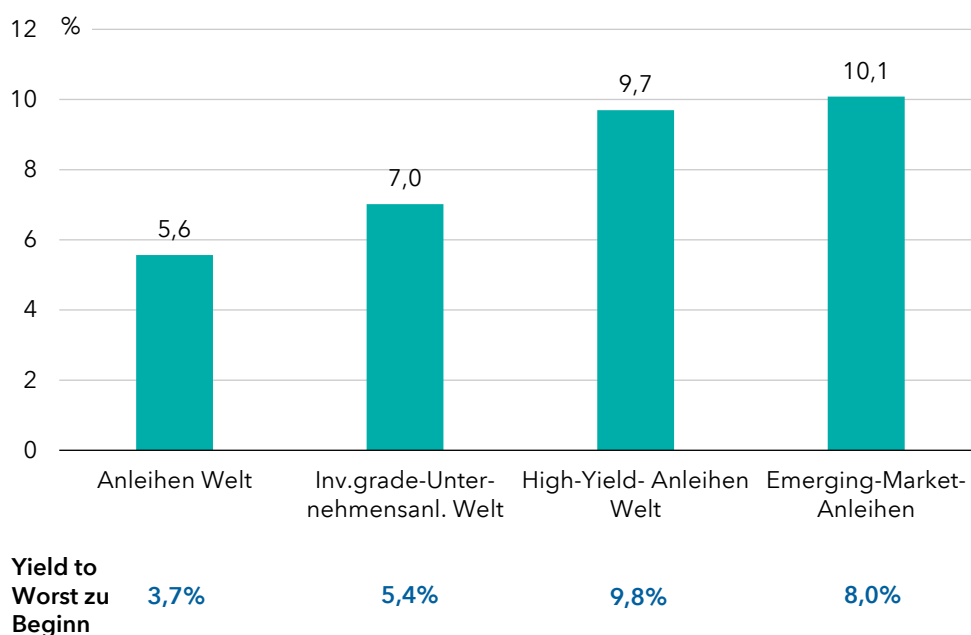
- Hohe Inflation und steigende Zinsen schaden Anleihen. Vier wichtige Credit-Märkte bieten aber weiterhin interessante Chancen.
- Der High-Yield-Markt scheint heute so stabil wie seit Jahren nicht mehr, und die Bewertungen von Investmentgrade-Anleihen könnten Neuanlagen interessant machen.
- Die Emerging-Market-Spreads sind zwar hoch, aber angesichts der Herausforderungen vielleicht nicht hoch genug. Dennoch bietet auch dieser Markt nach wie vor viele Möglichkeiten. In den USA wiederum sprechen die guten Haushaltsfinanzen für Investitionen in ausgewählte Verbriefungen.
- Die unsichere Wirtschaftslage mahnt zur Vorsicht, was Diversifikation umso wichtiger macht. High-Yield- und Emerging-Market-Anleihen kann man mit bonitätsstärkeren Investmentgrade-Titeln und Verbriefungen kombinieren.

2022 war kein einfaches Jahr für Anleihen. Die Inflation ist gestiegen, das Weltwirtschaftswachstum ging zurück.

Die Unsicherheit dürfte zwar bleiben, doch sind die aktuellen Renditen ein interessanter Einstiegszeitpunkt für langfristige Anleger. In fast allen Marktsegmenten sind die Renditen heute höher als in letzter Zeit. Wenn sich die Vergangenheit wiederholt, stellt das in nächster Zeit hohe Erträge in Aussicht.

Die höheren laufenden Erträge können den Gesamtertrag stabilisieren, wenn es zu Kursverlusten kommt. Mit klassischen Festzinsanlagen könnte sich der Bedarf an laufendem Ertrag heute sehr viel besser abdecken lassen als in den letzten Jahren.

### Bei Renditen wie heute waren die Langfristerträge meist hoch Durchschnittlicher 5-Jahres-Ertrag beim derzeitigen Renditeniveau (%)



Renditen und Erträge vom 30. September 2022. Quellen: Capital Group, Bloomberg. Auf Basis von Daten ab 2000 (Emerging Markets ab 2003, High Yield ab März 2001). Durchschnittliche Monatserträge der Sektoren, wenn die Renditen um maximal +/- 30 Basispunkte von der angegebenen Yield to Worst abweichen. Renditen der folgenden Indizes: Bloomberg Global Aggregate Index, Bloomberg Global Investment Grade Corporates Index, Bloomberg Global Corporate High Yield Index, 50% JPMorgan EMBI Global Diversified Index/50% JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index.

Alle vier großen Credit-Sektoren - High-Yield, Investmentgrade-Anleihen, Emerging-Market-Anleihen und Verbriefungen - bieten Investoren heute vielfältige Mehrertragschancen durch Einzelwertanalysen und Titelauswahl. Wer langfristig denkt und ausgewogen investiert, kann Kursschwankungen daher abmildern.

#### 1. High Yield wird seinem Namen endlich gerecht

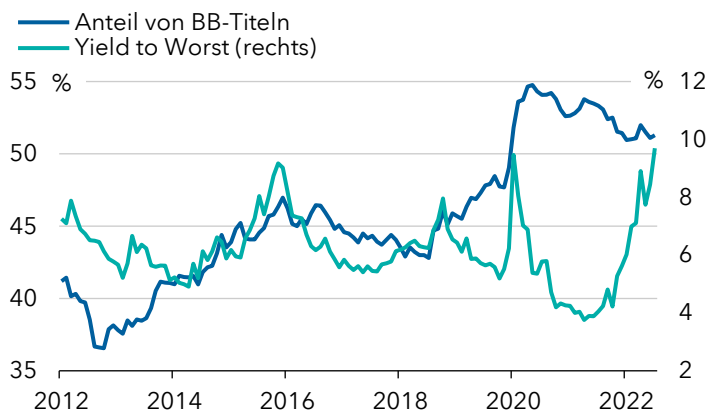
Mit Renditen von 9,7% scheinen amerikanische High-Yield-Anleihen wieder attraktiv. Wenn die Fundamentaldaten weiterhin besser sind, als man angesichts des nachlassenden Wirtschaftswachstums erwarten sollte, ist der Zeitpunkt für Neuinvestitionen günstig. Fundamental ist die Assetklasse heute so gesund und stabil wie seit Jahren nicht mehr. Der Markt ist größer und diversifizierter, und

die durchschnittliche Kreditqualität ist höher als in früheren Abschwüngen. Über 50% des Marktes entfallen auf Titel mit BB-Rating, wie die folgenden Abbildungen zeigen.

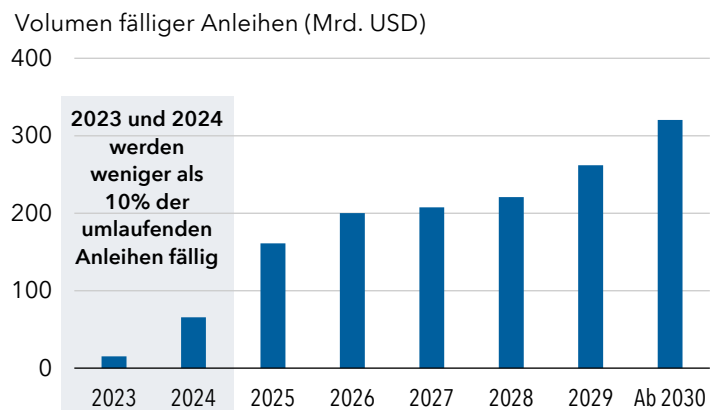
Und doch sind wir vorsichtig, da sich die Spreads dieses Jahr im Vergleich zu denen bonitätsstärkerer Anleihen nur wenig ausgeweitet haben. Wenn die Risikobereitschaft der Anleger wegen der schwächeren Konjunktur abnimmt, könnte das High-Yield-Anleihen besonders stark treffen. Weil wir bei einer Rezession in den USA mit Minderertrag gegenüber Investmentgrade-Titeln und Verbriefungen rechnen, haben wir unsere Gewichtung zuletzt gesenkt. Dennoch hat der Sektor viele Stärken, die wir bei unserer Positionierung ebenfalls berücksichtigen.

Günstig ist beispielsweise, dass sich der Finanzierungsbedarf der Emittenten in nächster Zeit in Grenzen hält. Sie haben die niedrigen Zinsen und das günstige Kreditumfeld der letzten Jahre genutzt, sodass sie bei den jetzt höheren Renditen nur wenige neue Titel begeben müssen. Das Emissionsvolumen könnte daher noch mindestens ein Jahr lang niedrig bleiben.

### Bessere Kreditqualität und höhere Renditen ~



### Fälligkeitsstruktur am High-Yield-Markt†



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

~Stand 30. September 2022, gemessen am Bloomberg US High Yield Corporates Index 2% Issuer Cap. Quelle: Bloomberg

† Stand 30. September, gemessen am Bloomberg US High Yield Corporate Index. Quelle: Bloomberg

Die 12-Monats-Ausfallquote von 1,6% ist im Vergleich mit der Vergangenheit niedrig.<sup>1</sup> Ein guter Indikator für die künftigen Ausfälle ist der Anteil von Problemanleihen. Der Anteil von *Distressed Debt* liegt heute im mittleren einstelligen Bereich. Wir rechnen daher zwar mit einer leichten Zunahme der Ausfälle, aber keineswegs mit einem starken Anstieg.

Wichtig erscheint uns auch der Anteil von Anleihen mit einem Rating von CCC oder weniger. Auch dieser Anteil ist mit etwa 13% so niedrig wie selten. Im Dezember 2007 waren es noch 20%.<sup>2</sup>

Aufgrund dieser drei Kennzahlen sind wir für den High-Yield d-Sektor optimistisch und halten unsere derzeitige Positionierung für angemessen.

1. Stand 30. September 2022. Rollierende 12-Monats-Erträge. Quelle: JPMorgan

2. Stand 30. September. Gemessen am Bloomberg US High Yield Corporates 2% Issuer Cap Index. Quelle: Blomberg

Unterdessen ist die durchschnittliche Duration amerikanischer High-Yield-Anleihen niedriger als die von Investmentgrade-Titeln.<sup>3</sup> Eine geringere Zinssensitivität ist interessant, wenn die Notenbanken die Inflation eindämmen wollen.

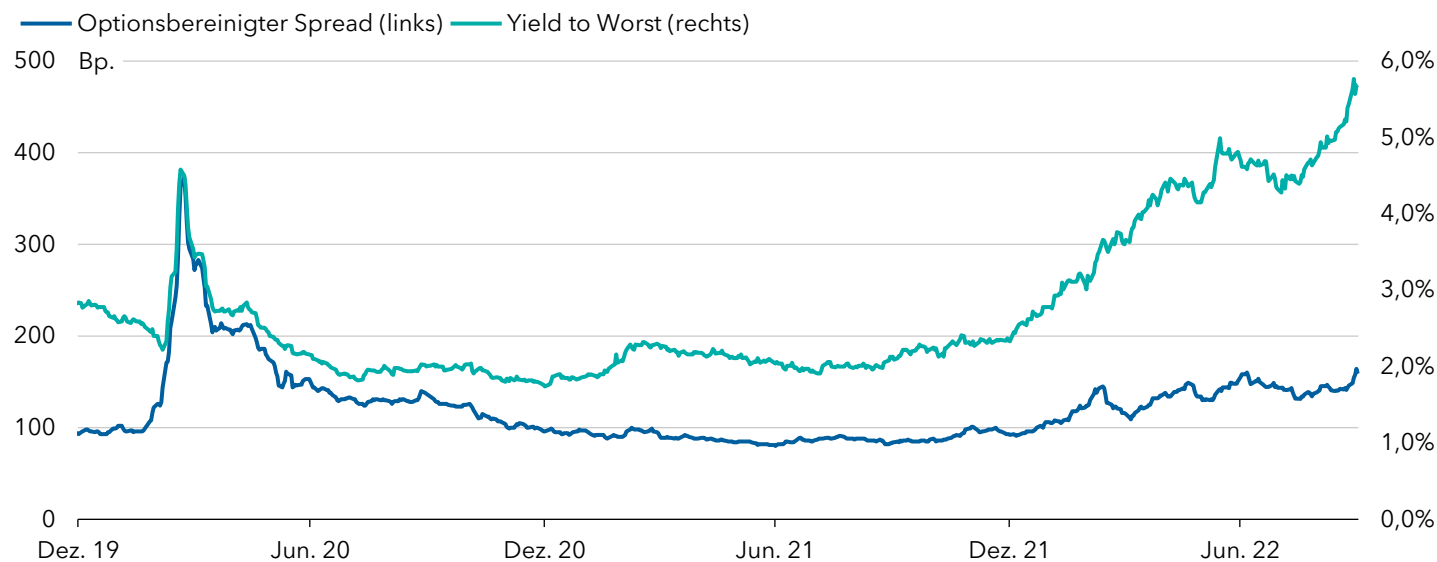
In einer sektorübergreifenden Credit-Strategie dürfen High-Yield-Anleihen nicht fehlen, da sie üblicherweise die höchsten laufenden Erträge erwirtschaften – und laufende Erträge über den Marktzyklus einen wesentlichen Anteil am Gesamtergebnis haben. Größe und Vielfalt des Sektors sorgen für vielfältige Mehrwertchancen durch Fundamentalanalysen, Ratingklassenallokation und Branchenauswahl.

## 2. Investmentgrade-Unternehmensanleihen: Höhere Kreditqualität, aber größere Zinssensitivität

Wie andere Anleihen haben auch Investmentgrade-Unternehmensanleihen dieses Jahr kräftig verloren. Seit Jahresbeginn liegen sie um 18,7% im Minus.<sup>4</sup> Doch auch hier haben sich die Bewertungen dadurch stark verbessert, und die Durchschnittsrendite ist auf 5,7% gestiegen.<sup>5</sup> Nicht zuletzt deshalb haben wir die Gewichtung von Investmentgrade-Titeln angehoben.

Aber auch hier muss man vorsichtig sein. Es droht eine Rezession oder zumindest ein starker Abschwung. Die Spreads könnten sich deshalb noch mehr ausweiten, wenn auch wohl nicht so stark wie bei Unternehmensanleihen mit niedrigerer Kreditqualität. Andererseits ist das Risiko von Verlusten jetzt geringer als in früheren Abschwüngen, da die Spreads bereits stark gestiegen sind.

### Renditen und Spreads amerikanischer High-Yield-Anleihen



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

Stand 30. September 2022 auf Tagesdatenbasis. Gemessen am Bloomberg US Corporate Index. Bp.: Basispunkte.

Quellen: Bloomberg, Capital Group

3. Stand 30. September 2022. Gemessen an der modifizierten Duration des Bloomberg US High Yield Corporates 2% Issuer Cap Index und des Bloomberg US Corporate Index.

Quelle: Bloomberg

4. Stand 30. September 2022. Angaben in US-Dollar. Gemessen am Bloomberg US Corporate Index. Quellen: Bloomberg, Barclays

5. Stand 30. September 2022. Gemessen am Bloomberg US Corporate Index. Quelle: Bloomberg

Fundamentaldaten und Konsumklima sind derzeit zwar gut, könnten aber nachlassen. Schwächeres Wachstum und höhere Inflation sind Risikofaktoren, die die Gewinnmargen der Unternehmen gefährden könnten. Wegen der soliden Finanzen, sowohl von Finanz- als auch von Industrieanleihen-Emittenten, halten wir eine tiefe Rezession zurzeit aber nicht für den wahrscheinlichsten Fall.

Wegen der unsicheren Wirtschaftslage bleibt aber auch im Investmentgrade-Bereich eine sorgfältige Einzelwert- und Sektorauswahl wichtig. Dennoch kann Volatilität aber auch eine Chance sein, vor allem, wenn man wie wir Mehrertrag durch fundamentale Einzelwertanalysen anstrebt.

Hinzu kommt, dass Investmentgrade-Titel ein Portfolio erkennbar stabilisieren können. Sie können für Ausgewogenheit sorgen und die Verluste in schwierigen Zeiten begrenzen, vor allem in der Abschwungphase des Konjunkturzyklus. Die Duration von Investmentgrade-Anleihen ist länger, und die Coupons haben jetzt einen größeren Anteil am Gesamtertrag. Bei einer leichten Rezession, in der die Zinsen etwas fallen, könnte die längere Duration die Assetklasse stabilisieren. Hinzu kommt, dass sich die Investmentgrade-Spreads im Abschwung und bei nachlassenden Fundamentaldaten längst nicht so stark ausweiten wie die High-Yield-Spreads. Grund ist die höhere Kreditqualität.

### 3. Diversifizierte Erträge und Renditen mit Emerging-Market-Titeln

Die anhaltende Inflation, das nachlassende Weltwirtschaftswachstum, die straffere Geldpolitik in den USA, die enorme US-Dollaraufwertung und nicht zuletzt die unsichere Weltlage durch den Krieg zwischen Russland und der Ukraine sowie die Spannungen zwischen China und Taiwan belasten Emerging-Market-Anleihen. Und doch sind wir für den Sektor optimistisch, sind doch manche höher verzinsliche Staats- und Unternehmensanleihentitel aus Emerging-Market-Ländern günstig bewertet.

Interessant ist der Sektor wegen seiner größeren Vielfalt, auch wenn es hier nicht so viele Emittenten wie am Unternehmensanleihenmarkt gibt. Die Kreditqualität ist ebenfalls heterogen, sodass man bei Bedarf zwischen verschiedenen Ratingklassen umschichten kann. So lässt sich das Risiko-Ertrags-Profil anpassen, ohne dass man die generelle Gewichtung von Emerging-Market-Anleihen ändern muss.

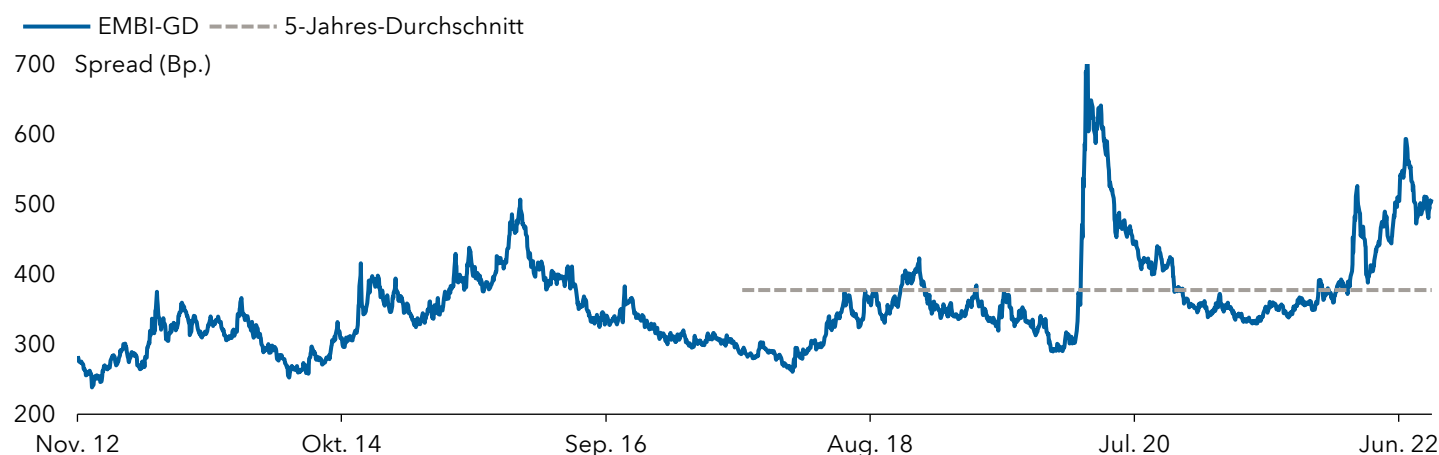
Die hohe Inflation und die steigenden Lebenshaltungskosten führen auch zu höheren Haushaltsdefiziten, die schon jetzt über früheren Höchstständen liegen. Viele Emerging-Market-Notenbanken beenden gerade die Straffung der Geldpolitik, während andere aufgrund der hohen Inflation und der schwachen Währungen Glaubwürdigkeitsprobleme haben. Die Außenbilanzen vieler Länder haben sich aufgrund der Corona-Lockdowns und der Währungsabwertungen verbessert. Andererseits hat der Druck auf manche Emerging-Market-Währungen zu einem Abbau der Fremdwährungsreserven geführt.

Die Emerging-Market-Spreads sind im Vergangenheitsvergleich hoch, woran aber einzelne Problemanleihen einen großen Anteil haben. Vielleicht sind sie für das derzeit schwierige Umfeld aber noch nicht hoch genug. Dennoch bietet die Assetklasse unserer Ansicht nach auch weiterhin interessante Anlagemöglichkeiten. Dazu zählen etwa die Titel von Investmentgrade-Emittenten wie Mexiko und Panama, die kurzfristig keine Fremdwährungsanleihen begeben müssen, aber auch einige hochverzinsliche Emittenten wie Ägypten, denen die Emission von Fremdwährungstiteln keine Probleme bereitet.

Ausgewählte höher verzinsliche Emerging-Market-Titel scheinen uns ebenfalls interessant. Hier setzen wir auf stabilere Emittenten, deren Spreads sich wie die der gesamten Assetklasse ebenfalls ausgeweitet haben. Beispiele sind die Dominikanische Republik und der Senegal.

Noch ist keineswegs sicher, ob China seine Null-COVID-Politik bald beendet. Falls ja, könnte das das Wachstum der Emerging Markets deutlich stärken. Wir glauben aber nicht, dass dann auch die Rohstoffpreise deutlich zulegen. Schließlich ist das Weltwirtschaftswachstum noch immer schwach, und die Globalisierung wird zurückgefahren. Die beste Entwicklung wäre ein Ende des Krieges zwischen Russland und der Ukraine, aber damit rechnen wir einstweilen nicht. Alles in allem macht die Kombination aus einer recht schwachen Weltkonjunktur und hoher Inflation die Lage für Fremdwährungsanleihen nicht einfach. Wir müssen daher wählerisch sein, zumal die Fed weitere Zinserhöhungen plant.

### Emerging-Market-Spreads im Vergangenheitsvergleich hoch



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

Stand 21. September 2022. Quellen: JPMorgan, Bloomberg

### 4. Verbriefungen: Chancen durch eine differenzierte Sicht auf den amerikanischen Konsum

Am amerikanischen Verbriefungsmarkt investieren wir in ABS, CMBS, Non-Agency RMBS und CLOs.<sup>6</sup> Weil die Finanzbedingungen straffer werden und die Zinsen steigen, bevorzugen unsere Portfoliomanager zurzeit ABS. Das hat auch mit ihrer differenzierten Einschätzung des amerikanischen Konsums zu tun. Die Finanzen der amerikanischen Haushalte sind gut – wegen der guten Arbeitsmarktlage und des Ersparnisaufbaus während der Pandemie, ermöglicht nicht zuletzt durch umfangreiche Konjunkturpakete. Weil es einige Jahre dauern kann, bis diese Ersparnisse ausgegeben sind, könnte der Konsum auch bei einem Abschwung recht stabil bleiben. Angesichts der derzeitigen Phase des Finanzzyklus und der großen Liquiditätsbestände setzen die Portfoliomanager jetzt mehr auf höhere Kreditrisiken als auf eine längere Duration.

Im ABS-Segment haben Automobil- und Studentenkredite eine kürzere Duration und höhere Kreditrisiken. Sie können ein Portfolio daher gut diversifizieren, vor allem, wenn man auf laufenden Ertrag setzt und es auch Unternehmensanleihen

6. ABS: Asset-Backed Securities, CMBS: Commercial Mortgage-Backed Securities, RMBS: Residential Mortgage-Backed Securities, CLOs: Collateralised Loan Obligations.

enthält. Die Kreditqualität privater Studentendarlehen hat sich verbessert, weil Präsident Biden einen Schuldenerlass verfügt hat, gegen den allerdings geklagt wurde. Er betrifft zwar nur Kredite des Bundes, aber viele Studierende haben neben privaten auch staatliche Kredite, sodass ihre Verschuldung zurückginge. Wenn Bidens Pläne umgesetzt werden, könnte das dem Studienkreditsektor weiter nützen.

Im Vergleich zu ABS sind CMBS konjunktursensitiver und daher stärker vom Abschwung betroffen. Außerdem ist die Duration wegen der üblichen Laufzeit gewerblicher Kredite länger. Unsere Portfoliomanager setzen hier auf höherrangige Titel und meiden wegen der schwächeren Konjunktur Mezzanintranchen.

Am CMBS-Markt finden unsere Portfoliomanager auch Finanzierungen für Lagerhäuser, Datenzentren und Industriebauten interessant. Hier ist das Kreditprofil oft besser als bei Büro- und Einzelhandelsobjekten, die stärker von einem Abschwung betroffen sein könnten.

Bei Non-Agency RMBS investieren wir vor allem in Credit Risk-Transfer Securities, Verbriefungen ursprünglich staatlicher Kredite, die an den privaten Sektor verkauft wurden. Für den größten Risikofaktor halten die Portfoliomanager hier eine mögliche Laufzeitverlängerung. Da die Zinsen steigen, könnten die Kreditnehmer an ihren Hypothekenkrediten festhalten. Wer während der Pandemie zu Zinsen unter 3% neue Kredite aufgenommen oder alte verlängert hat, dürfte sie in nächster Zeit kaum zurückzahlen. Entsprechend sorgfältig analysieren wir das Durationsrisiko am Hypothekenanleihenmarkt.

CLOs bieten immer mehr Chancen, doch muss man auch hier wählerisch sein und jeden Einzelfall betrachten. Die Turbulenzen britischer Pensionsfonds sorgen zurzeit für eine schwierige Markttechnik und führen zu Verkäufen höherwertiger Tranchen. Wir rechnen mit einem hohen CLO-Angebot und damit einhergehend mit einer gewissen Spreadvolatilität. Außerdem könnten einige amerikanische und asiatische Banken wegen der Volatilität ihre Käufe einstellen. Wir behalten das Marktsegment weiter genau im Blick, da die Bewertungen wohl allmählich attraktiver werden.

Verbriefungen sind in einem diversifizierten Anleihenportfolio deshalb interessant, weil sie nur schwach mit Unternehmensanleihen korreliert sind. Für den Sektor sind oft andere Fundamentaldaten wichtig als für Staats- und Unternehmensanleihen. Man kann also ähnliche Renditen bei einer angemessenen Diversifikation erzielen. Der Verbriefungsmarkt ist kleiner und weniger liquide als der Markt für Investmentgrade-Unternehmensanleihen, und die Ratings liegen dichter beieinander. Die Duration ist kurz, und die Kreditqualität ist hoch, was langfristig für attraktive Renditen und ein defensives Profil sorgt. Außerdem gibt es nur wenig Research, sodass unser Analystenteam viele fehlbewertete Titel finden kann.

## Fazit

Alle vier Credit-Sektoren sind wichtig, weil sie für stetige und langfristige laufende Erträge sorgen können. Während High-Yield- und Emerging-Market-Anleihen hohe Erträge in Aussicht stellen, können Investmentgrade-Titel und Verbriefungen das Portfolio stabilisieren. Die kürzere Duration von High Yield und Verbriefungen macht diese Marktsegmente auch weniger zinssensitiv als Investmentgrade- und Emerging-Market-Titel. Alles in allem lässt sich die

Spreadkorrelation verringern, wenn man auch Verbriefungen und Staatsanleihen ins Portfolio aufnimmt. Hier sind ganz andere Fundamentalfaktoren wichtig als bei Unternehmensanleihen wie High-Yield- und Emerging-Market-Titeln.

Wegen der unsicheren Marktlage halten wir aber einen ausgewogenen und diversifizierten Ansatz heute für wichtiger denn je.

---

**Damien J. McCann** ist Anleihen-Portfoliomanager bei Capital Group. Er hat 22 Jahre Investmenterfahrung ausschließlich in unserem Unternehmen. Er hat einen Bachelor in BWL mit Schwerpunkt Finanzen von der California State University, Northridge. Außerdem ist er Chartered Financial Analyst®. McCann arbeitet in Los Angeles.

**David Bradin** ist Investmentdirektor Anleihen bei Capital Group. Er hat 16 Jahre Investmenterfahrung und ist seit sechs Jahren im Unternehmen. Er hat einen MBA von der Wake Forest University und einen Bachelor in Mediated Communications von der North Carolina State University. Bradin arbeitet in Los Angeles.

---

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. Durch Währungsabsicherung wird versucht, dies zu begrenzen, aber es gibt keine Garantie, dass die Absicherung vollständig erfolgreich ist.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in festverzinslichen Wertpapieren, Derivative, 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.

**In Deutschland** ist CIMC über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert.

**In der Schweiz** wird diese Mitteilung von Capital International Sàrl (autorisiert und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA)), einer Tochtergesellschaft der Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), herausgegeben.

© 2022 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. **CR-426425 STR DE AT CH (DE) P**