

## EM Lokalwährungsanleihen - warum es dieses Mal anders sein könnte

### EM-Lokalwährungsanleihen- robust in schwierigen Zeiten

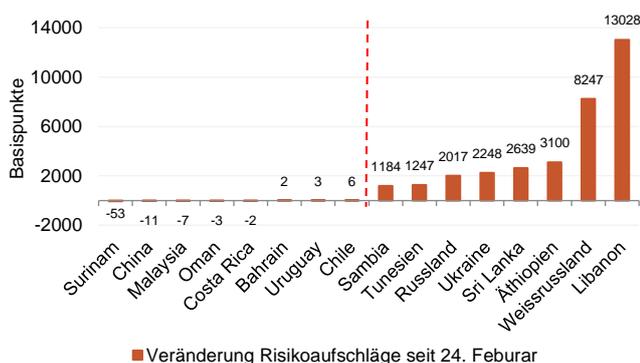
Die Anlageklasse der Schwellenländeranleihen hat einen der schwierigsten Jahresstarts der jüngeren Vergangenheit hinter sich. Zu Jahresbeginn waren vor allem kontinuierlich steigenden Zinsen - allen voran die von US-Staatsanleihen - der Hauptgrund für die in absoluten Zahlen negative Performance der Schwellenländeranleihen. Die Sorge um eine viel früher als erwartete Straffung der Geldpolitik und die Rücknahme der infolge der Covid-19-Pandemie aufgelegten Konjunkturprogramme in den USA sowie Wachstumssorgen in China trübten die Stimmung der Schwellenländeranleger ebenfalls. Zusätzlich zu diesen Belastungen kam jüngst mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine ein geopolitischer Schock hinzu, der nicht nur in vielen Ländern stagflationäre Impulse auslösen könnte (d.h. geringeres oder gar kein Wachstum bei gleichzeitig höher als erwarteter Inflation), sondern auch die Risikobereitschaft für Schwellenländeranleihen im Allgemeinen ernsthaft in Frage stellen könnte.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist dieser hohe Grad an Risikoaversion jedoch alles andere als gleichmäßig verteilt, weder auf Länderebene noch innerhalb der investierbaren Segmenten der Anlageklasse, d. h. Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung, sowie Staatsanleihen in Lokalwährung. Betrachtet man die Entwicklung der Risikoaufschläge von Staatsanleihen seit Beginn der russischen Invasion in der Ukraine am 24. Februar (siehe **Abbildung 1**), so wird deutlich, dass vor allem Rohstoffexporteure wie die Länder des Nahen Ostens profitiert haben, während Rohstoffimporteure wie Ägypten sowie die Länder, die sich im Krieg befinden, und die Länder in unmittelbarer geografischer Nähe zur Ukraine und Russland am meisten gelitten haben.

Wenn man von der Länderebene zu den investierbaren Segmenten der EM-Schulden übergeht, wird die Heterogenität noch deutlicher. Während Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung aufgrund der höheren Gewichtung

**Abb. 1: Entwicklung Risikoaufschläge EM Staaten**

Seit Beginn des russischen Angriffskriegs Ende Februar zeigen sich große Divergenzen auf den Risikoaufschlägen der EM Nationen hinsichtlich Energie Exporte und Kreditrating-Qualität.



Zeitraum: 31.12.2021 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

**Abb. 2: Performance EM Debt Anlagesegmente im Jahresvergleich**

Während EM Debt-Anlagen in Hartwährung im Jahresverlauf neue historische Tiefststände erreichten, kann sich das Pendant in Lokalwährung deutlich besser halten.



Zeitraum: 31.12.2021 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► Insights

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

*Im Rahmen von **Insights** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.*

*Die Marktentwicklung in EM Fixed Income ist dieses Jahr so heterogen wie selten*

russischer und ukrainischer Vermögenswerte sowie ihrer hohen Sensitivität gegenüber steigenden US-Staatsanleiherenditen offensichtlich stark an Wert verloren haben, schnitten Lokalwährungsanleihen deutlich besser ab. Nimmt man Russland aus der Betrachtung heraus, hält sich das Segment sogar noch etwas besser (siehe **Abbildung 2**). Dies mag für viele Anleger zunächst befremdlich klingen, da lokale Schwellenländeranleihen - das wahrscheinlich zyklischste Anlagesegment innerhalb der Schwellenländeranleihen Universums - häufig auch als das volatilste Anlageinstrument angesehen werden, da sie neben den bekannten Risikokomponenten aus Duration und Risikoaufschlag auch ein Währungsrisiko aufweisen.

Tatsächlich ist jedoch gerade die Währungskomponente, trotz des auch hier negativen Ertrags auf Jahressicht, der Haupttreiber für die deutliche Outperformance der Lokalwährungsanleihen im Jahr 2022 und wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend im Laufe des Jahres fortsetzen wird (siehe **Abbildung 3**).

### EM-Lokalwährungsanleihen - keine Erfolgsgeschichte der jüngeren Vergangenheit

Die Performance von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung in diesem Jahr fühlt sich wie eine Art Kehrtwende an, da das Segment in den vergangenen Jahren sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu Hartwährungsanleihen keine Erfolgsgeschichte war. Zwar herrschte in dieser Zeit allseits großer Optimismus seitens der Anleger, dass EM-Lokalwährungsanleihen nach mageren Jahren, in denen insbesondere Fremdwährungen deutlich gegenüber US Dollar und Euro abwerteten, nun bessere Zeiten bevorstünden - nur um dann enttäuscht festzustellen, dass ein ums andere Mal das Lokalwährungssegment seinem Pendant in Hartwährung aus reinen Performancesicht wieder deutlich hinterherhinkte, und zwar oftmals mit deutlichem Abstand (siehe **Abbildung 4**).

Die schlechte Performance der Lokalwährungsanleihen war zum Großteil auf die Währungskomponente zurückzuführen, wie wir bereits im vergangenen Jahr

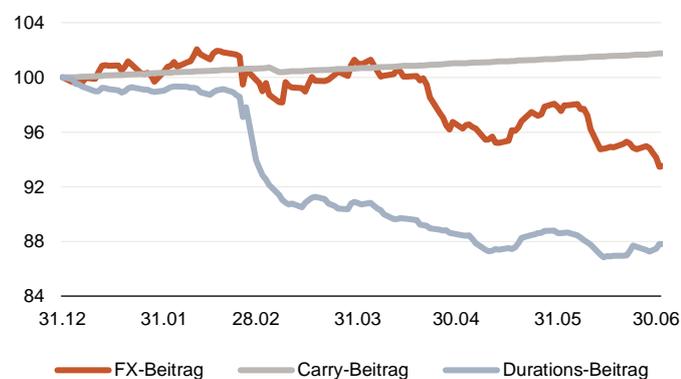
*EM Lokalwährungsanleihen ex. Russland stehen aktuell am besten da*

*EM Währungen als aktueller Treiber der Outperformance*

*Investoren waren in der jüngeren Vergangenheit pessimistisch gegenüber EM Lokalwährungsanleihen*

**Abb. 3: Performancekontribution EM Lokalwährungsanleihen im Jahresvergleich**

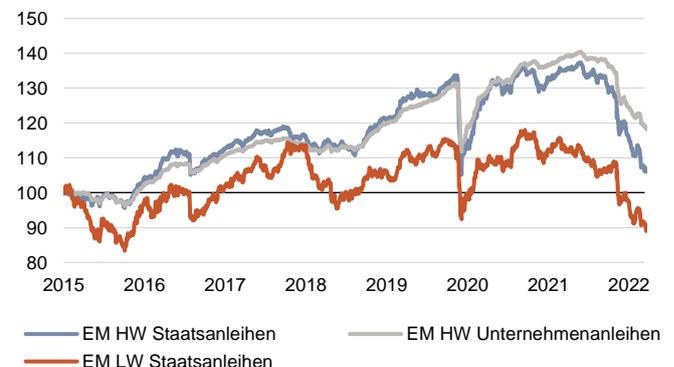
Der laufende Ertrag und die Währungsperformance können zumindest teilweise die stark negative Durationsperformance im Jahresverlauf kompensieren.



Zeitraum: 31.12.2021 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Berenberg

**Abb. 4: Auf die lange Sicht - EM Lokalwährungsanleihen hinken hinterher**

Trotz diesjähriger relativer Outperformance läuft der EM Lokalwährungsmarkt seinen Pendants in Hartwährung über die längere Frist immer noch hinterher.



Zeitraum: 01.01.2015 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Berenberg

ausführlich im Rahmen unserer Focus Publikation „Schwellenländeranleihen nach Corona – auf zu neuen Höhen!“ erörtert haben.<sup>1</sup> Einer der Hauptgründe für die lang anhaltende Währungsschwäche in den zurückliegenden zehn Jahren war der mangelhafte Umgang mit strukturellen Leistungsbilanzdefiziten in nennenswerter Höhe. Zusätzlich machte der Anlageklasse die kontinuierliche Stärke des US-Dollars zu schaffen.

*Strukturelle Leistungsbilanzdefizite machten vielen Schwellenländern in der Vergangenheit das Leben schwer*

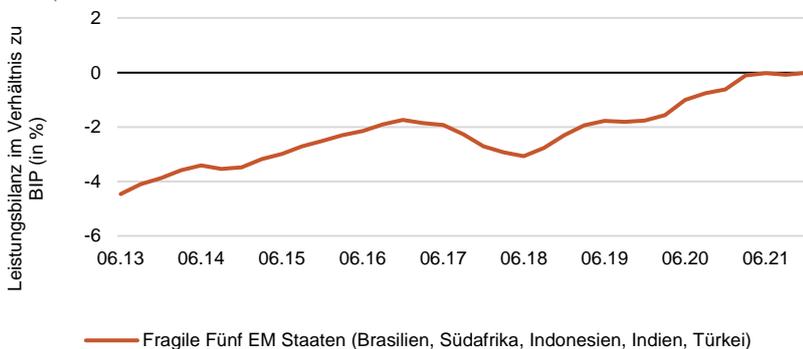
Im Allgemeinen werden Leistungsbilanzdefizite im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung durch Zuflüsse in der Kapitalbilanz ausgeglichen. Diese Zuflüsse können im positiven Falle durch Direktinvestition oder im negativen Falle durch Kreditaufnahme im Ausland entstehen. Genau das war bei vielen Schwellenländern der Fall, das heißt die sog. Nettovermögensposition des Landes verschlechterte sich oder - einfach formuliert - die Verschuldung stieg an. Um dem entgegenzuwirken begannen viele Schwellenländer, ihre Währung kontrolliert abwerten zu lassen. Das heißt, dass eine schwächere Währung unter sonst gleichen Bedingungen die Exporte eines Landes am Weltmarkt wettbewerbsfähiger und die Importe teurer macht, wodurch dann das Leistungsbilanzdefizit verringert wird. Für die meisten Schwellenländer reichte eine Währungsabwertung allein jedoch nicht aus, um tiefrote Leistungsbilanzen auszugleichen. Eine ganze Reihe von Ländern durchlief zusätzlich Wirtschaftskrisen, die ihre Defizite schließlich durch einen inländischen Nachfrageeinbruch und damit einem Importeinbruch zusätzlich haben schrumpfen lassen.

*Über Währungsabwertung und Wirtschaftskrisen gelang der Weg zu Leistungsbilanzüberschüssen*

So paradox es klingen mag und wie wir bereits vor einem Jahr darauf hingewiesen hatten.<sup>2</sup> Der Beginn der Corona-Krise im März 2020 könnte bereits der erste Wendepunkt für lokale EM-Anleihen zum Besseren gewesen sein, denn während die meisten Schwellenländer von der Pandemie hart getroffen wurden, hat diese Krise aber gleichzeitig die Leistungsbilanzen dieser Nationen durch einen massiven Importrückgang bzw. eine Währungsabwertung stark begünstigt. In Ländern wie Mexiko oder Südafrika waren die Bilanzen zum ersten Mal seit vielen Jahren wieder positiv. Infolgedessen ist bspw. die durchschnittliche Leistungsbilanz der sogenannten Fragile Five Staaten<sup>3</sup> jetzt sogar ausgeglichen (siehe **Abbildung 5**).

#### Abb. 5: Frühere Prügelknaben scheinen ihre Lektion gelernt zu haben

Gleichgewichteter Durchschnitt der Leistungsbilanzen der Länder Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und der Türkei seit dem Taper Tantrum im Jahre 2013.



Zeitraum: 30.06.2013 - 31.12.2021  
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Berenberg

<sup>1</sup> Berenberg Markets Focus 03/21: Schwellenländeranleihen nach Corona – auf zu neuen Höhen (S.11)

<sup>2</sup> Berenberg Markets Focus 03/21: Schwellenländeranleihen nach Corona – auf zu neuen Höhen (S.10)

<sup>3</sup> Fragile Five ist ein von Morgan Stanley in 2013 entworfener Begriff für fünf große EM Volkswirtschaften (Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei), deren Leistungsbilanzdefizite in der Vergangenheit durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert wurden. Im Falle stark steigender US Zinsen und niedriger Devisenreserven waren die Währungen dieser Länder sehr anfällig für Abwertungen.

Damit wurde sozusagen die fundamentale Grundlage für eine nachhaltige Outperformance von EM Local Debt (ohne Osteuropa)<sup>4</sup> gelegt, lange bevor die US-Notenbank Fed ihren Zinsanhebungszyklus auf aggressive Art und Weise einleitete und auch bevor der Russland-Ukraine-Krieg ausbrach.

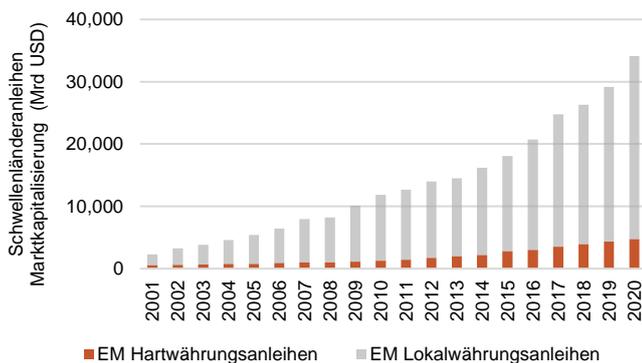
### Der EM Lokalwährungsmarkt – vielfältig und liquider als gedacht

Generell wird EM Local Debt von vielen Anlegern immer noch als eine Art Nischenanlageklasse angesehen. Allein die Größe des Marktes zeigt jedoch, dass dies bei weitem nicht der Fall ist. Der Gesamtwert der ausstehenden EM-Anleihen belief sich Ende 2020 auf mehr als 34 Billionen USD, was fast einem Viertel der weltweiten Schulden entspricht (siehe **Abbildung 6**). Dieser Anteil wächst kontinuierlich und lag vor einem Jahrzehnt nur bei 10 %. Trotz dieses rasanten Wachstums ist dieser Anteil der Schwellenländer an der globalen Länderverschuldung im Vergleich zum Anteil der Schwellenländer am weltweiten BIP von mehr als 40% immer noch äußerst gering. Dementsprechend liegt ihre Verschuldung im Verhältnis zum BIP nur halb so hoch wie die der entwickelten Volkswirtschaften.<sup>5</sup> Bei genauerer Betrachtung setzt sich die Gesamtverschuldung der Schwellenländer in Höhe von 34 Billionen USD aus 24,8 Billionen USD (85 %) an Schulden in Landeswährung und 4,3 Billionen USD (15 %) an Schulden in Hartwährung zusammen (siehe **Abbildung 7**). Tatsächlich ist der Markt für Lokalwährungsschulden der Schwellenländer in Wirklichkeit viel größer und sogar liquider als sein Pendant für Hartwährungen. Die Tiefe der lokalen Märkte ist vor allem auf das breitere Spektrum an in Frage kommenden Marktteilnehmern mit unterschiedlichsten Zielen wie etwa lokale Anleger vor Ort (Pensionsfonds und Vermögensverwalter), ausländische Anleger, Zentralbanken, sowie viele lokale Geschäftsbanken zurückzuführen. Diese Märkte sind daher hinsichtlich der Nachfrage und des Angebots sowie der zu Grunde liegenden Liquidität deutlich ausgewogener als der Hartwährungsmarkt.

*Der EM Lokalwährungsmarkt ist grösser, breiter und liquider als sein Pendant in Hartwährung*

**Abb. 6: Marktkapitalisierung EM Lokalwährungsanleihen vs. EM Hartwährungsanleihen**

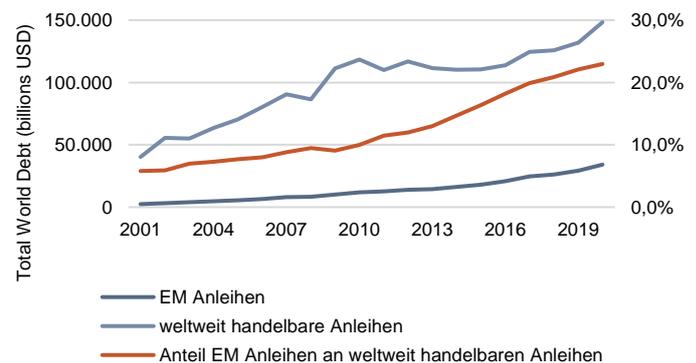
Unabhängig von Zyklen und Marktumfeldern konnte der Lokalwährungsmarkt stetig wachsen



Zeitraum: 31.12.2001 - 31.12.2020  
Quelle: Bank of America Merrill Lynch

**Abb. 7: Der Anteil von EM Lokalwährungsanleihen am globalen Fixed Income Markt wächst**

Mittlerweile beträgt der Anteil von EM Lokalwährungsanleihen am globalen Debt-Pool bereits über 20%, Tendenz steigend.



Zeitraum: 31.12.2001 - 31.12.2020  
Quelle: Bank of America Merrill Lynch

<sup>4</sup> Der CEE-Anteil der lokalen EM-Schulden macht nur einen geringen Teil der gesamten Marktkapitalisierung aus (siehe Abbildung 5).

<sup>5</sup> Berenberg Markets Focus 03/21: Schwellenländeranleihen nach Corona – auf zu neuen Höhen (S.3)

## Verschiedene Facetten machen den EM Lokalwährungsanleihenmarkt attraktiv

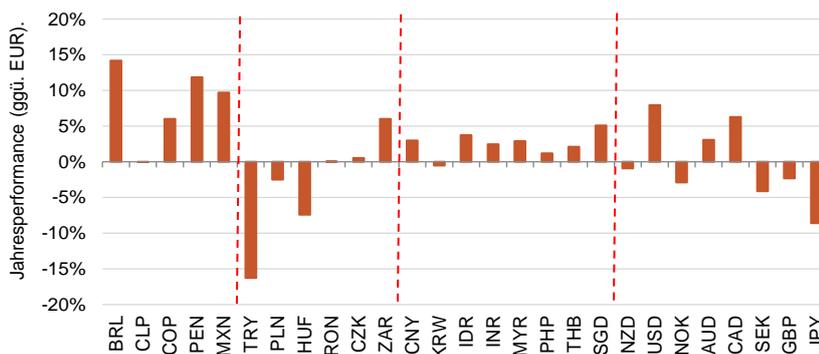
### Verbesserte Terms of Trade für viele EM-Länder

Der drastische Anstieg der Rohstoffpreise hat die Industrieländer und die Schwellenländer in unterschiedlichem Maße getroffen. In den entwickelten Volkswirtschaften wurde der Anstieg der Rohstoffpreise, insbesondere der Energiepreise, weitgehend mit den Auswirkungen auf die Inflation in Verbindung gebracht, während die Diskussion in den Schwellenländern vielschichtiger ist. Es ist korrekt, dass der Anstieg der Rohstoffpreise mit Schwerpunkt auf Lebensmittel und Energie die Inflationsentwicklung in allen Schwellenländern negativ beeinflusst. Es gibt jedoch einen wichtigen positiven Effekt, der dem entgegenwirkt, nämlich die Verbesserung der sogenannten Terms of Trade. Die Außenhandelsbilanzen der Schwellenländer, die Rohstoffe exportieren, haben sich im Jahr 2022 bereits deutlich verbessert. Die größten Nutznießer sind bisher die ölexportierenden Länder wie Kolumbien, deren Handelsbilanzsalden seit Jahresbeginn bereits um teilweise zweistellige Prozentzahlen gestiegen sind. Gleiches gilt für die meisten Golfstaaten, die in diesem Jahr Rekordhaushaltsüberschüsse erwarten. Die Handelsbilanzgewinne beschränken sich jedoch nicht nur auf die energielastigen Volkswirtschaften, sondern erstrecken sich auch auf die Exporteure von Metallen und Getreide. Zu den Ländern, die davon am meisten profitieren, gehören Indonesien und Südafrika. In Indonesien wuchsen die Staatseinnahmen seit Jahresbeginn um 38 %, während die Ausgaben nur um 1% stiegen. In Südafrika sind die Steuereinnahmen im Jahresvergleich um 25% gestiegen und liegen zum jetzigen Zeitpunkt bereits 15 % über dem Niveau von vor Beginn der Coronapandemie Anfang 2020 und stellt somit einen direkten Bezug zu rohstoffbasierten strukturell höheren Unternehmenssteuereinnahmen dar.

*Die Handelsbilanzen vieler Schwellenländer haben sich deutlich verbessert, insbesondere die von Rohstoff-Exporteuren.*

### Abb. 8: Überblick über die Währungsperformance ggü. Euro auf Jahressicht

Während Lateinamerika und Asien regional herausstechen, bildet Osteuropa das Schlusslicht. Die Performance ausgewählter Industrienationen ggü. Dem Euro zeigt ein gemischtes Bild.



Zeitraum: 31.12.2021 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Eine weitere wichtige Erkenntnis der jüngsten Entwicklungen in Bezug auf die Produktpreisinflation und die aktuelle geopolitische Lage ist, dass die Industrieländer ihre Bemühungen um eine Diversifizierung ihrer Lieferketten und ihrer Rohstoffimporte weg von Russland und zu Teilen auch China noch weiter verstärken werden. Dies kann für viele Schwellenländer von Vorteil sein, da sie dadurch eine wettbewerbsfähigere Handelsposition mit entwickelten Ländern erreichen können. Insgesamt verleiht die Rohstofffralle den Schwellenländern einen doppelten Auftrieb: Zum einen ermöglichen höhere Staatseinnahmen mehr Flexibilität in der Finanzierung -

<sup>6</sup> JP Morgan Research: "EM Asia Government Supply Update" (März 2022)

gerade jetzt wo es teurer wird, sich international zu finanzieren; und zum anderen dienen verbesserte Außenbilanzen auch dazu, die heimische Währung vor den negativen Auswirkungen hauptsächlich internationaler Kapitalabflüsse zu schützen, die im Sog stark steigender US Staatsanleihen Renditen durchaus eintreten können.

### Verbesserte Leistungsbilanzen geben den Zentralbanken der Schwellenländer mehr Spielraum

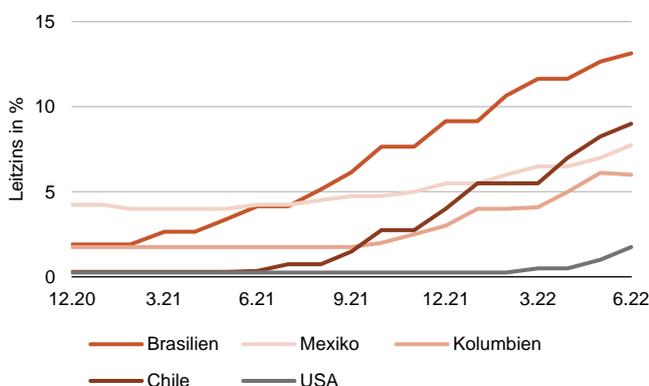
Während die Zinsanhebungszyklen der US-Notenbank in der Vergangenheit meist ein Auslöser für eine deutlich negative Wertentwicklung von EM Lokalwährungsanleihen waren, sind wir der Meinung, dass das Anlagesegment dieses Mal dem „Sturm“ steigender US-Staatsanleiherenditen größtenteils standhalten kann. Der Hauptunterschied zu früheren Zyklen besteht darin, dass fundamentale Ungleichgewichte in vielen Schwellenländern in den letzten drei Jahren erheblich reduziert werden konnten. Die Zahlungsbilanzen vieler Länder wurden gestärkt, indem die Finanzpolitik relativ straff und die Währungen schwach gehalten wurden, um Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen und Devisenreserven aufzubauen. Dies hat schlussendlich zu zwei entscheidenden Faktoren geführt, die sich von früheren Episoden stark unterscheiden.

Erstens bot es vielen Zentralbanken der Schwellenländer die Möglichkeit, rasch auf die weltweit steigende Inflation zu reagieren und die Zinssätze viel schneller anzuheben, als die meisten Marktteilnehmer erwartet hatten. Dies stand im Gegensatz zum eher langsamen und vorsichtigen Übergang der US-Notenbank zu einer geldpolitischen Normalisierung nach einer langen Periode geldpolitischer Anreize. Während viele Marktteilnehmer heute der Ansicht sind, dass die Fed eigentlich zu langsam auf die hohe Inflation reagiert hat,<sup>7</sup> kam diese Tatsache letztlich vielen Schwellenländern zugute, die in der Vergangenheit eng an die Fed-Zyklen gebunden waren und nun mehr Spielraum hatten, um unabhängiger zu handeln. Länder, die insbesondere von hohen Rohstoffpreisen profitieren (Kolumbien, Chile) oder deren Wirtschaft eng mit den USA verbunden sind (Mexiko), nutzten die Zeit, die ihnen eine langsam reagierende US-Notenbank verschaffte, um den Kompromiss zwischen dem Verzicht auf ein gewisses Wirtschaftswachstum und der Eindämmung der

*Wirtschafts- und Währungskrisen wurden genutzt, um fundamentale Ungleichgewichte zu reduzieren.*

**Abb. 9: Die Zentralbanken vieler Schwellenländer sind der amerikanischen Notenbank ein paar (Zins)Schritte voraus**

Während die amerikanische Notenbank im vergangenen Jahr zögerte, reagierten viele Schwellenländer proaktiv auf steigende Inflationen.



Zeitraum: 31.12.2020 - 30.06.2022  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

**Abb. 10: Der reale Wechselkurs der Schwellenländer ggü. dem US Dollar erscheint günstig**

Entgegen früherer Wirtschaftskrisen erscheinen die Währungen der Schwellenländer im Mittel als nicht überbewertet.



Zeitraum: 01.06.1997 - 31.05.2022  
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Berenberg

<sup>7</sup> Angesichts der eher flachen Renditekurve von US-Staatsanleihen preisen die Märkte eine US-Notenbank ein, die die Inflationsdynamik falsch eingeschätzt hat und damit bereits im letzten Jahr, als das

Inflation zu managen und zu kommunizieren (siehe **Abbildung 9**). Generell gilt für die Pläne der Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften zur Eindämmung des Inflationsdrucks, dass eine klare und kohärente Kommunikation der politischen Pläne das Verständnis der Öffentlichkeit für die Notwendigkeit des Strebens nach Preisstabilität fördert.

Zweitens führen verbesserte makroökonomische Bilanzen und ein aktives Vorgehen gegen die Inflation mit einem proaktiven Kommunikationsstil dazu, dass die Anleger das Handeln der Zentralbank für glaubwürdiger halten. Dies kann die politischen Entscheidungsträger in die Lage versetzen, eine drastische Abwertung ihrer Währungen in Zeiten sich verschärfender Außenfinanzierungsbedingungen zu verhindern, in denen steigende US-Realzinsen zu einer Aufwertung des US-Dollars führen und eine Kapitalrückführung aus den Schwellenländern zurück in die USA erzwingen könnten.

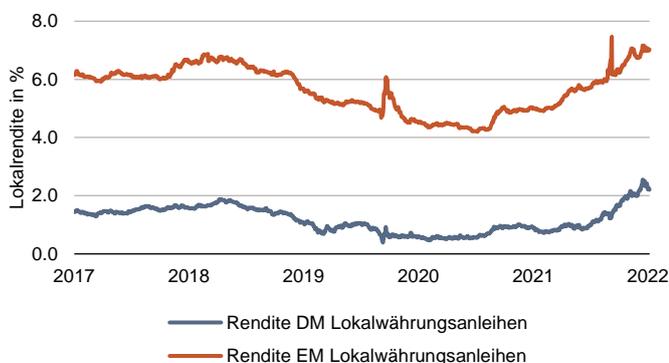
Tatsächlich wirken die meisten Schwellenländerwährungen nicht so überbewertet wie beispielsweise 2013, als die Renditen der US-Staatsanleihen ähnlich stark angestiegen waren (siehe **Abbildung 10**). Dementsprechend erscheinen sie aktuell weniger anfällig für weitere signifikante Abwertungsbewegungen.

### Attraktive Einstiegspunkte aus Sicht der Renditen

Der am meisten beachtete Benchmark-Index für lokale EM-Anleihen, der JP Morgan GBI-EM, rentiert derzeit mit 6,85%. Diese Rendite ist seit Anfang 2021 kontinuierlich gestiegen und liegt nun sogar deutlich über dem Höchststand von März 2020 (siehe **Abbildung 11**). Diese hohen Renditeniveaus sind eine direkte Folge des früheren Beginns von Zinsanhebungszyklen in vielen Schwellenländern im Vergleich zu den entwickelten Volkswirtschaften. Das aktuelle Level bietet den Anlegern nicht nur aus bewertungstechnischer Sicht einen attraktiven Einstieg, sondern auch weiterhin eine Rendite, die deutlich höher ist als die in den entwickelten Märkten (und das trotz der Tatsache, dass auch dort die Zinsen zuletzt deutlich stiegen). Das Argument für Investitionen in EM Local Debt auf diesen nominalen Renditeniveaus wird zusätzlich noch durch die Tatsache gestützt, dass einige Renditekurven der Schwellenländer selbst nach Abzug der ebenfalls stark gestiegenen Inflation deutlich

**Abb. 11: Renditevergleich EM Lokalwährungsanleihen gegenüber ihrem Pendant aus den Industrienationen**

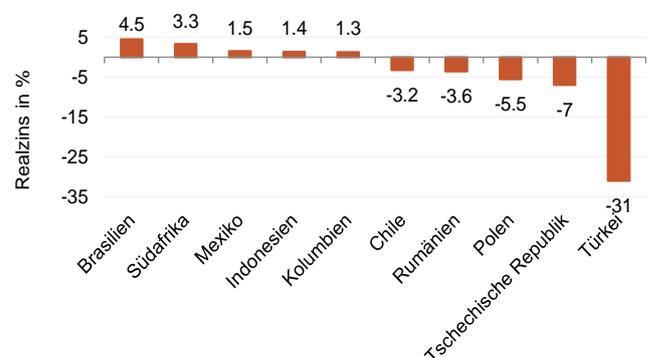
Trotz in den vergangenen 12 Monaten stark angestiegener Zinsen in den Industrienationen ist der Zinsunterschied weiterhin attraktiv aus Sicht der Schwellenländer.



Zeitraum: 01.07.2017 - 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Berenberg

**Abb. 12: Realzinsen sind im Schwellenländerbereich sehr heterogen verteilt**

Die Dispersion der Realzinsen in den Schwellenländern ist aktuell sehr groß. Lateinamerika hat hier die Vorreiterschaft, während Osteuropa mit stark negativen Ausprägungen zu kämpfen hat.



Zeitpunkt der Betrachtung: 01.07.2022  
Quelle: Bloomberg, Berenberg

Wirtschaftswachstum noch im Aufschwung war, ein offenes Fenster für eine geordneter Anpassung der Geldpolitik verpasst hat. Die Märkte preisen nun einen aggressiven Zinserhöhungszyklus ein, der die Wirtschaft überfordern und in einer Rezession enden könnte.

positive Realrenditen aufweisen. Angesichts der höchsten globalen Inflationswelle seit Jahrzehnten und den anhaltend negativen Realrenditen in der entwickelten Welt ist dies durchaus bemerkenswert. Gemeinsam mit der zunehmenden Heterogenität der Schwellenländer in Sachen Verschuldungsgrad bzw. der allgemeinen Leistungsfähigkeit der Schwellenländer überhaupt, sollte ein zentrales Kriterium für Anleger sein, die Volkswirtschaften, die bereits deutlich positive Realrenditen aufweisen (Brasilien, Südafrika, Indonesien), denjenigen vorzuziehen bzw. überzugewichten die negativ rentieren (Tschechische Republik, Polen, Rumänien). Dies ist in **Abbildung 12** deutlich zu sehen. Im Allgemeinen werden positive Realrenditen als äußerst förderlich für die Entwicklung der jeweiligen Währung angesehen.

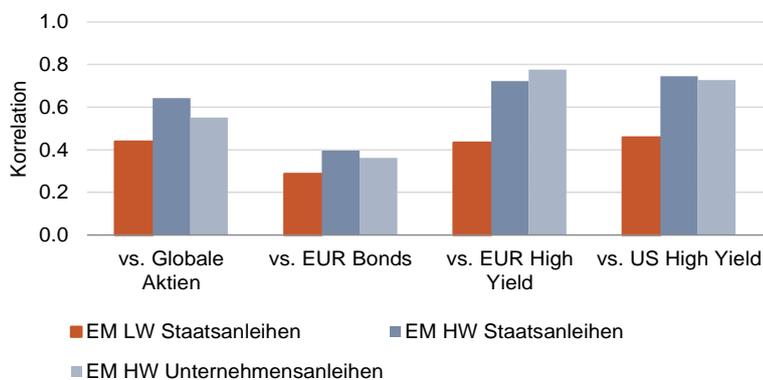
*Realzinsen sind ein guter Positionierungsindikator – Gerade Länder die von Rohstoffexporten profitieren und positive Realzinsen aufweisen haben in 2022 von Kapitalzuflüssen profitiert.*

### Diversifizierung

Eines der überzeugendsten Merkmale von EM Local Debt aus Allokationssicht ist das sich bietende Diversifizierungspotenzial. Im Bereich der Schwellenländeranleihen haben Lokalwährungsanleihen gemessen an der relativ geringen Korrelation des Segments zu anderen Anlageklassen, die in einem traditionellen Portfoliomix in der Regel einen signifikantes Gewicht haben, in der Vergangenheit die größten Diversifizierungsvorteile geboten - egal ob im Vergleich zu Hartwährungs-Staats- oder -Unternehmensanleihen (siehe **Abbildung 13**).

#### Abb. 13: Gegenüber klassischen Portfolioanlagen bieten EM Lokalwährungsanleihen das größte Diversifikationspotential im EM Anleihen Bereich

10-Jahres Korrelation der EM Anleiheensegmente ggü. klassischen Multi-Asset Portfolioanlagen, basierend auf wöchentlichen Renditen (alles in US-Dollar)



Zeitraum: per Ende Juni 2022  
Quelle: Bloomberg, Barclays, JP Morgan, eigene Berechnungen

Der Diversifizierungsvorteil ist in erster Linie auf die beiden unterschiedlichen Renditequellen zurückzuführen, den Schwellenländeranleihen in Lokalwährung bieten: Aufwertungspotenzial aus der Fremdwährung und relativ hohe lokale Renditen. Letztere wurden wie bereits beschrieben durch die hohe Inflationszahlen und die daraus resultierende frühe Reaktion in Form von Zinserhöhungen vieler EM-Zentralbanken erreicht. Dies steht in krassem Gegensatz zur Reaktionsfunktion der Zentralbanken in den USA und im Euroraum. Tatsächlich haben einige EM-Zentralbanken ihre Zinserhöhungszyklen bereits bis zum oder in die Nähe des neutralen Zinssatzes ausgedehnt. Manche Staaten wie Brasilien sind bereits darüber hinaus. Das bedeutet, dass diese Länder, wenn nötig bereits zeitnah zu einer geldpolitischen Lockerungspolitik übergehen könnten, selbst wenn der Straffungszyklus der Fed fortschreitet. Dies ist insofern von Bedeutung, als dass dies ein Steuerungsmechanismus ist sollten stark steigende US-Zinsen einen negativen Einfluss auf die einheimische Wirtschaft des Schwellenlandes haben. Diesen Spielraum hatten die EM-Nationen in der Vergangenheit nicht. Somit sollte dieser Kontrast die

*EM-Lokalwährungen bieten Diversifikationsvorteile und Währungsaufwertungspotenzial in einem zyklischen makroökonomischen Erholungsumfeld.*



möglichen negativen Auswirkungen steigender US-Realzinsen auf ihre Währungen weiter diversifizieren und wiederum positive Renditen aus der Zinsperspektive generieren. Anleger sollten dies berücksichtigen und ihre Bestände an Unternehmensanleihen und/oder Aktien durch eine Position in EM Local Debt diversifizieren.

### Heute wichtiger denn je - ein Argument für aktives Management Differenzierung

Die Invasion Russlands in die Ukraine hat auch gezeigt, wie wichtig aktives Management im Anleihebereich ist. Die Divergenz in Bezug auf die Performance der EM-Debt-Anlagesegmente, der Regionen, der Länder und auch der Asset Manager ist enorm. Nach der Panikreaktion an den Märkten unmittelbar nach dem Einmarsch Ende Februar als alles abverkauft wurde erfolgte eine erste deutliche Differenzierung der Anleger. Es wurde stark nach Proxy Hedges gesucht, um das Portfolio-Beta zu reduzieren. Dies erklärt, warum Anleihen aus Nachbarstaaten wie Polen, Ungarn und die Türkei in der Folge eine deutliche Underperformance aufwiesen. In Anbetracht der Ereignisse erfolgte dann die zweite Stufe der Differenzierung. Aufgrund der dann tiefen Performancezahlen im bisherigen Jahresverlauf kam es zu Kapitalabflüssen aus der Anlageklasse EM Debt - insbesondere von passiven Anlegern, die aufgrund ihrer recht hohen Bestände an russischen Anleihen durch die Situation stark belastet wurden.

*Aktives Management ist nötig um der stark angestiegenen Heterogenität des Marktes für Schwellenländeranleihen gerecht zu werden.*

Wir denken, dass insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres diese Situation für aktive Manager eine große Chance darstellt. Anleger können von drei Effekten profitieren, die unserer Meinung nach in absehbarer Zukunft dominieren werden. *Ersstens* werden die schweren Sanktionen gegen Russland mittelfristig anderen Schwellenländern zugutekommen. Die Rohstoffexporte aus Russland und der Ukrainemüssen ersetzt werden und zwar idealerweise von Ländern, die eine ähnliche Mischung aus Waren und Dienstleistungen exportieren und importieren wie Russland (und die Ukraine), deren direktes Handelsengagement in dieser Region, bzw. mit beiden Ländern jedoch relativ begrenzt ist.<sup>8</sup> *Zweitens* hat sich allein durch den Ausschluss Russlands aus den gängigen EM-Local-Debt-Indizes das absolute Gewicht anderer Schwellenländer erhöht (z. B. stieg das Indexgewicht höher gewichteter Länder wie bspw. Brasilien, Mexiko, Thailand und Malaysia um bis zu 1,0 % an), so dass nach Beruhigung des Marktes neuen Zuflüsse passiver Anleger diesen Ländern zugutekommen würden. *Drittens* ist die Tatsache, dass EM Local Debt mit Kapitalabflüssen umgehen muss, leider kein neues Phänomen, sondern in den letzten Jahren ziemlich regelmäßig aufgetreten. Viele Schwellenländer mussten in jüngerer Vergangenheit Krisen und Währungsabwertungsphasen durchlaufen, um ihre fundamentalen Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Insofern sind Lokalwährungsanleihen aktuell alles andere als ein Crowded Trade.<sup>9</sup> Marktteilnehmer nähern sich langsam wieder einem Investment an. Die Positionierung der Anleger ist aktuell noch überschaubar, was eine gute Voraussetzung für einen Einstieg und eine aktive Positionierung in den Ländern ist.

*Auf dem Weg vom Krisenmanagement zum Wirtschaftserholungsmanagement ist Länder und Währungsdifferenzierung entscheidend.*

<sup>8</sup> Das Prinzip des komparativen Vorteils wie zum Beispiel in Goldman "EM Macro Themes" diskutiert: „Mapping Economic Exposures to Russia and Ukraine“ (März 2022)

<sup>9</sup> Ein Crowded Trade ist definiert als eine Ansammlung ähnlicher Positionen in einem bestimmten Vermögenswert von Anlegern, die eine gemeinsame Anlagephilosophie haben und daher möglicherweise zur gleichen Zeit in dieselbe Richtung handeln wollen. Ändert sich diese Anlagephilosophie kann insbesondere der Ausstieg aus diesen Positionen zu erheblichen Verlusten führen.



## Erkenntnisse für Investoren

Obwohl die konjunkturelle Situation derzeit alles andere als rosig bezeichnet werden kann und die Wachstumsprognosen nach unten und die Inflationsprognosen nach oben korrigiert werden, sind wir der Meinung, dass derzeit ein attraktiver Einstiegspunkt für EM Local Debt ist. Insbesondere Lateinamerika zeigt Anzeichen für eine Abkopplung von zwei Schlüsselfaktoren, die sich negativ auf fast alle anderen Risiko-Assetklassen auswirken, nämlich eine aggressivere Fed und die geopolitischen Risiken, die sich auf Osteuropa konzentrieren. Lateinamerika und auch Teile Afrikas haben aufgrund steigender bzw. hoch bleibender Rohstoffpreise eine erheblich Realzinsprämie und positive Terms of Trade geschaffen, was nicht nur derzeit, sondern auch im Vergleich zur Vergangenheit ein deutlicher Unterschied ist.

Abgesehen von den langfristigen fundamentalen Argumenten, die für EM Local Debt sprechen (geringere Verschuldung, zukünftig höheres Wachstum) sprechen auch technische Faktoren für diese Anlageklasse:

- EM Local Debt bietet im Vergleich zu den immer noch niedrigen Renditen von DM-Anleihen attraktive Einstiegs-Renditen - auch wenn die DM-Länder langsam beginnen, die Zinsen anzuheben, wenn auch weniger entschlossen
- EM Local Debt hat Diversifizierungsvorteile für das globale Anleihenportfolio, was bei der Betrachtung der Q122-Performancezahlen erneut deutlich wurde
- Globale Anleger sind in EM Local Debt immer noch deutlich untergewichtet, was auf einen noch immer hohen Grad an Risikoaversion unmittelbar nach der russischen Invasion zurückzuführen ist, die Anleger von dieser Anlageklasse abschreckte.

Dennoch besteht auch Grund zur Vorsicht. Es besteht das Risiko eines länger andauernden Krieges zwischen Russland und der Ukraine, was die weltweiten Energie- und Lebensmittelpreise und damit auch die Inflation in den Schwellenländern noch weiter in die Höhe treiben könnte.

Die Kommunikation der US-Notenbank ist in letzter Zeit aggressiver geworden, auch die EZB schärfte jüngst ihre Wortwahl. Dies könnte mittelfristig zu einer weiteren Verschärfung der globalen Finanzbedingungen führen und Rezessionsängste verstärken.

Chinas gescheiterte Zero-Covid-Politik hat erneut zu Mobilitätsbeschränkungen geführt, die das Wachstum bremsen und einen der wichtigsten Handels- und Exportkanäle der Schwellenländer schwächen könnte. Mit Blick auf Lateinamerika sind die kürzlich beobachteten sozialen Unruhen in Peru und Sri Lanka ein negatives Beispiel für die möglichen gesellschaftlichen Folgen einer hohen Inflation. Auch die bevorstehenden Wahlen in Brasilien könnten eine gewisse Volatilität auslösen, die die Märkte derzeit noch nicht vollständig einpreisen.

Die Ereignisse und Entwicklungen der letzten Jahre haben gezeigt, dass die Schwellenländer mittlerweile so unterschiedlich und idiosynkratisch sind, dass aktives Management alternativlos erscheint. Strukturelle Elemente der Alpha-Generierung bei EM Local Debt - Zinsen, Währungen, Länder und Regionen - waren selten so heterogen wie im aktuellen Marktumfeld. Trotz der bereits stark gestiegenen Renditen einhergehend mit attraktiver Carry glauben wir, dass die aktive Positionierung in der Währungskomponente bis auf Weiteres der wichtigste Performancetreiber bleiben wird. Wenn die Zinserhöhungszyklen auslaufen und die Inflationserwartungen ihren Höhepunkt erreicht haben, wird mittelfristig Carry und Zinsperformance an Bedeutung gewinnen.

*Politische Risiken und globale Rezessionsängste könnten das aktuell schwierige Marktumfeld verlängern, jedoch erscheint vieles auf Seiten der Schwellenländer bereits eingepreist.*

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

## HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefanlagestrategie

## AUTOREN



**Robert Reichle, CFA, CQF | Leiter Fixed Income - Global & Emerging Markets**  
Fondsmanager des Publikumsfonds Berenberg EM Bonds und Berenberg Sustainable EM Bonds, ist spezialisiert auf die Umsetzung von globalen und Emerging Markets Anleihestrategien  
robert.reichle@berenberg.de

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► **Insights**

Aktien

**Anleihen**

Multi Asset

Risikofokussierte Lösungen

Nachhaltigkeit

Consulting

[www.berenberg.de/](http://www.berenberg.de/)

## WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Werbemitteilung. Es handelt sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Werbemitteilung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Sie sollten eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres- und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken dieser Fonds zu entnehmen sind. Die Verkaufsunterlagen können in deutscher Sprache bei der Universal-Investment-Gesellschaft mbH und der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden und stehen unter der Internetadresse [www.berenberg.de/fonds](http://www.berenberg.de/fonds) zur Verfügung.

Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: Juli 2022

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
Telefax +49 40 350 60-900  
[www.berenberg.de/](http://www.berenberg.de/)  
[MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de](mailto:MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de)