

Schwellenländeranleihen nach Corona - auf zu neuen Höhen

Turbulentes 2020 endete positiv - wirtschaftlicher Aufschwung gibt Rückenwind

Für Schwellenländeranleihen war 2020 eines der volatilsten Jahre seit langem. Letztlich zeigte sich jedoch einmal mehr die Widerstandsfähigkeit der Anlageklasse. Hohe Renditen im Schwellenländeranleihemarkt fallen einem dabei nicht so einfach in den Schoß – denn um diese zu verdienen bedarf es einer geschickten Steuerung ihrer Volatilität, wofür 2020 ein sehr gutes Beispiel war. Die Anlageklasse erfuhr im ersten Quartal ihren heftigsten Einbruch seit fast 20 Jahren, nur um ein Quartal später wie Phönix aus der Asche wieder aufzuerstehen – mit dem zweitstärksten Quartal seit ebenfalls 20 Jahren. Trotz einer Volatilität, die zeitweise so hoch war wie während der globalen Finanzkrise 2008, beendeten alle Anlagesegmente der Assetklasse das Jahr im deutlich positiven Bereich (Abbildung 1). Schwellenländer-Staatsanleihen erzielten einen positiven Ertrag von 5,3%. Sie profitierten von einer deutlichen Spread-Einengung im vierten Quartal sowie von ihrer längeren Duration in einem Umfeld stabiler, bzw. im späteren Verlauf nur moderat steigender US-Treasury-Renditen. EM-Unternehmensanleihen schnitten mit einer Performance von 7,1% sogar noch besser ab, sowohl absolut als auch risikoadjustiert, da sie in den Hochzeiten der Krise eine deutlich geringere Volatilität aufwiesen, als EM-Staatsanleihen. Lokalwährungsanleihen legten um 2,7 % zu, was vor allem auf eine starke Rally der Währungskomponente im vierten Quartal zurückzuführen war.

Wir erwarten, dass es 2021 und darüber hinaus noch deutlich besser werden kann. Trotz fundamentaler Probleme einer aus der Covid-19 Pandemie resultierenden steigenden Schuldenlast und steigender Inflation sprechen die globale Wachstums-erholung, anhaltende geld- und fiskalpolitische Stimuli, eine weniger aggressive Geopolitik und attraktive Bewertungen für Investments in Schwellenländeranleihen.

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Schwellenländeranleihen im Jahr 2020 – am Anfang volatil – am Ende mit Rückenwind

Eine globale Wirtschaftserholung ebnet den Weg

Abb 1: EM Lokalwährungsanleihen hinken hinterher

Performance von EM HW* Staatsanleihen, EM HW Unternehmensanleihen und EM Lokalwährungsanleihen (alle in USD)



Zeitraum: 12.03.2015 - 12.03.2021 *HW: Hartwährung, d.h. US-Dollar
Quelle: Bloomberg, JP Morgan

Insbesondere Letzteres wird noch offensichtlicher im Vergleich mit den immer noch sehr niedrigen oder sogar negativen Renditen von Anleihen in den Industrieländern (Abbildung 2). Allein das befeuert die Jagd nach Rendite, was auch einen großen Teil der starken Kapitalzuflüsse in letzter Zeit erklärt. Aber auch aus Gründen der Diversifikation, sowohl aus einer reinen Anleihen-, als auch aus Multi-Asset Perspektive, sollten Schwellenländeranleihen noch stärker in der Asset Allokation berücksichtigt werden.

Fundamentale Treiber - fast alle Ampeln auf grün

In der Vergangenheit wurden die Schwellenländer oft voreilig zum Gewinner von Krisen erklärt, nur um später festzustellen, dass diese Einschätzung fehlerhaft war, oftmals weil das Wachstum in den Ländern fehlte. Im Falle von Covid-19 scheint es jedoch anders zu sein. Dieses Mal zeigen alle Wachstumsindikatoren steil nach oben.

Erhebliche geld- und fiskalpolitische Stimulierungsmaßnahmen der größten Volkswirtschaften der Welt befeuern das globale Wirtschaftswachstum. Die wichtigsten Zentralbanken haben ihre Systeme mit Liquidität geflutet; die Zinssätze sind nahe null oder sogar negativ. Zusätzlich hat die US-Notenbank ihre geldpolitische Strategie umgestellt, indem sie beschloss, dass das Inflationsziel künftig nur noch im Durchschnitt bei zwei Prozent liegen solle. Die Inflation darf damit zukünftig auch für einige Zeit über diesem Ziel liegen, falls sie zuvor über einen längeren Zeitraum darunter lag. Dass vergangene Inflation berücksichtigt wird ist neu, bisher galt nur der Blick nach vorn. Dies ist als ein klares Anzeichen für eine Verlängerung ultralockerer Geldpolitik in den USA zu werten. Gleiches gilt für die Europäische Zentralbank (EZB), nicht zuletzt, weil die Peripheriestaaten wie Portugal und Irland sehr stark unter dem Coronavirus leiden und daher möglicherweise länger als ursprünglich angenommen geldpolitische Stimuli benötigen. Daher dürften die kurzfristigen Zinssätze auf beiden Seiten des Atlantiks gedeckelt bleiben, selbst wenn beide Regionen zu deutlich höherem Wachstum zurückkehren.

Das Tandem aus geldpolitischer Unterstützung durch die Zentralbanken und massiven fiskalischen Hilfen durch die Politik sollte das Wachstum deutlich über das Niveau vor der Corona-Krise treiben, und dabei den höchsten Stand seit vielen Jahren erreichen. Schwellenländer, die in der Krise sogar deutlich weniger an

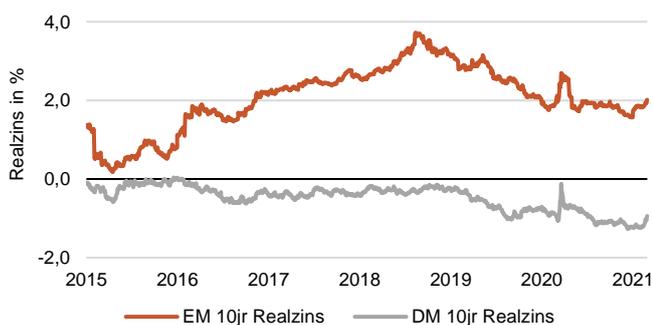
Schwellenländer profitieren vom Tandem aus monetärer und fiskalischer Unterstützung durch die großen Zentralbanken

Die Zinssätze in den Industrieländern sind nach wie vor sehr negativ. Inflationsbereinigt bieten EM-Zinsen einen deutlichen Renditevorteil

In den Schwellenländern sanken die Wachstumsraten 2020 weniger stark in den Industrieländern - und werden 2021 trotzdem stärker steigen

Abb 2: EM Realzinsen weiterhin deutlich höher als in den entwickelten Märkten

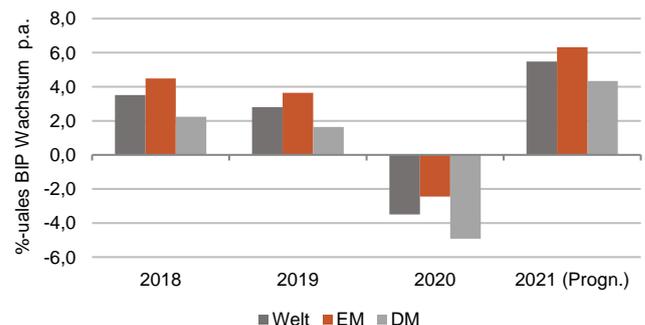
EM Realzinsen (gleichgewichteter Durchschnitt des 10yr Realzins von Türkei, Russland, Südafrika, Brasilien, Mexiko, Indonesien) vs. DM Realzinsen (gleichgewichteter Durchschnitt des 10yr Realzins von den USA, Europa, UK, Japan, Australien)



Zeitraum: 15.03.2015 - 15.03.2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb 3: EM Wachstum schlägt DM Wachstum

Jährliche Wachstumsraten seit 2018



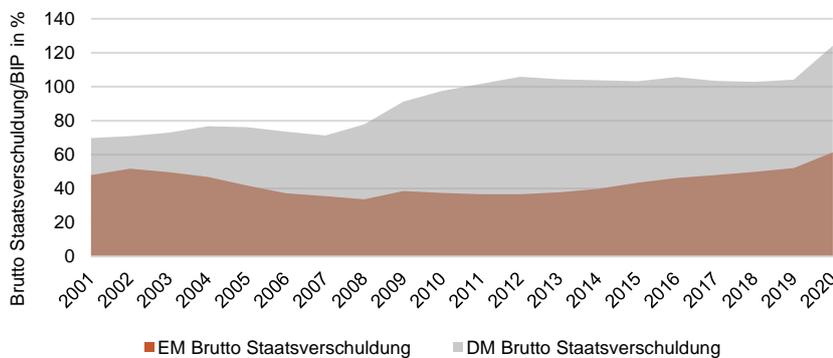
Zeitraum: per Ende Jan 2021
Quelle: IMF GEF 2021

Wachstum einbüßen als Industrienationen, werden diesen Aufschwung anführen (siehe Abbildung 3).

Natürlich haben Krisen und anschließende Erholungen, die durch geld- und fiskalpolitische Unterstützung angetrieben werden, ihren Preis: kurzfristig drohen Unternehmenspleiten sowie steigende Arbeitslosigkeit – zudem besteht längerfristig das Risiko einer Schuldenüberlastung. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) hat die Covid-19-Krise die Haushaltsdefizite der entwickelten Volkswirtschaften 2020 um 11% des BIPs erhöht, in den Schwellenländern um 6%. 2021 dürfte die Staatsverschuldung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf 125% des BIPs steigen, in den Schwellenländern dagegen nur auf 62% (Abbildung 4).

EM mit niedrigeren Haushaltsdefiziten und geringerer Verschuldung als DM

Abb 4: Schwellenländer nur halb so verschuldet wie Industrienationen



Zeitraum: per Ende Jan 2021
Quelle: IMF GEF 2021

Hohe Verschuldungsgrade in den Schwellenländern sind tragbar, solange der risikolose Zins - egal ob in harter Währung (USD, EUR) oder in lokaler Währung - niedrig ist. Nach einer langen Phase von Zinssenkungen erleben viele Schwellenländer gerade die niedrigsten lokalen Zinsniveaus ihrer Geschichte. Dies ermöglichte es ihnen im vergangenen Jahr ebenfalls eine eigene Politik der quantitativen Lockerung einzuleiten, um die Liquidität in ihren einheimischen Märkten weiter zu sichern, eigene Fiskalpakete zu schnüren und somit die lokale Wirtschaft am Laufen zu halten. Schwächere Länder, wie z.B. Paraguay und Guatemala, die nicht über diese Möglichkeiten verfügten, wurden durch Notkreditprogramme des IWF ohne Auflagen der sonst üblichen politischen Maßnahmen und Reformen unterstützt, da zu den Hochzeiten von Corona der Fokus auf einer bedingungslosen Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit der Länder lag.

In Zukunft ist eine deutliche Verbesserung der Lage zu erwarten. Hohe Schulden verschwinden zwar nicht über Nacht, aber das Zusammenspiel von hohem Wirtschaftswachstum, niedrigen Zinsen und weiterhin unterstützenden Zentralbanken macht das Management und den sukzessiven Abbau deutlich einfacher und garantiert gleichzeitig einen guten Zugang zu den Weltfinanzmärkten.

Als positiver Treiber für Schwellenländeranleihen spielt auch die wirtschaftliche Stärke Chinas eine zentrale Rolle. Das Land hat sich mit am schnellsten von der Pandemie erholt und ist als einzige der großen Volkswirtschaften im Jahr 2020 nicht geschrumpft. Die wirtschaftliche Entwicklung des bevölkerungsreichsten Landes der Erde gilt als Frühindikator für das zu erwartende Wachstum in vielen Schwellenländern.

Verbessertes Wachstum und niedrige Finanzierungskosten sollten die Fundamentaldaten der Verschuldung stabilisieren

Die Belebung der wirtschaftlichen Aktivität in China, die Erholung der Rohstoffpreise und geringere geopolitischen Risiken sind positive Treiber für Schwellenländeranleihen

lenländern. Impulse erwartet man sich durch den neuen Fünfjahresplan, der auf dem Volkskongress im März verabschiedet wurde. Dabei wird der Fokus auf einer Stärkung der Inlandsnachfrage und der eigenen Innovationskraft liegen. Nichts desto trotz ist damit zu rechnen, dass die Nachfrage nach Produkten aus dem Ausland, insbesondere an Rohstoffen, weiter ansteigen wird. Diese Entwicklung ist für viele exportabhängige Entwicklungsländer von zentraler Bedeutung, da China der Hauptabnehmer vieler Rohstoffe ist. Viele dieser Nationen hatten 2020 neben Corona auch mit einem starken Preisverfall, insbesondere der Ölpreise, zu kämpfen. Während einige wenige Rohstoffimporteure – insbesondere Indien und die Türkei – vorübergehend profitiert haben waren die Auswirkungen auf die Schwellenländer insgesamt eher negativ. Ein Jahr nach dem Ausbruch der Covid-19 Pandemie, haben sich die Rohstoffpreise wieder erholt und spiegeln mehr als jeder andere Sektor die voranschreitende globale Wirtschaftserholung wider. Zusätzlich wird diese noch durch eine deutliche Reduzierung geopolitischer Risiken unterstützt. Von der neuen US-Regierung werden im Handelskonflikt zwischen den USA und China wieder diplomatischere Töne erwartet, wovon auch die Schwellenländer, insbesondere im internationalen Handel mit den beiden Weltmächten, profitieren sollten.

Die Tatsache, dass sich die US-Notenbank mit aktuell steigenden Inflationserwartung offensichtlich wohlfühlt, gepaart mit der kürzlichen Verabschiedung eines weiteren milliardenschweren US-Fiskalpaket, sorgte für steigende US-Zinsen, bzw. für eine Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro. Während wir davon ausgehen, dass Zinsen in den USA durchaus noch etwas weiter steigen können, glauben wir nicht, dass eine weitere Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro wahrscheinlich ist. Vielmehr erwarten wir mittelfristig eine Abschwächung gegenüber zyklischen Schwellenländerwährungen.

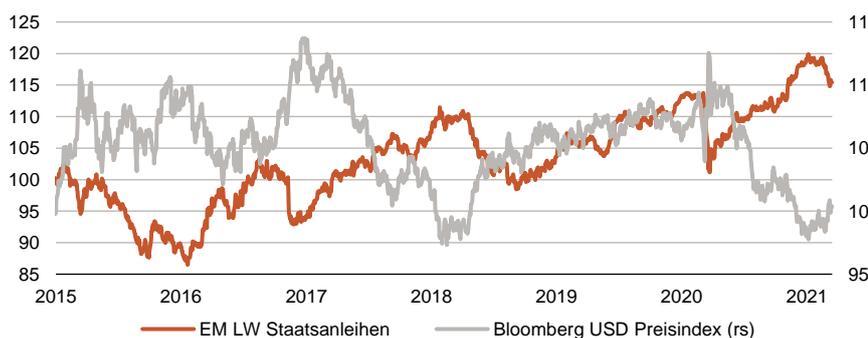
Auf der einen Seite wird die US-Notenbank alles tun, um sicherzustellen, dass ein möglicher Anstieg der US-Realrenditen keine Bedrohung für die globale Finanzstabilität darstellt.

Auf der anderen Seite werden sich Anleger aus auf US-Dollar lautenden sicheren Anlagen und US-Dollar-Kassenpositionen zurückziehen, um an der globalen Wirtschaftserholung zu partizipieren. Dies öffnet die Tür für einen strukturellen US-Dollar-Abwertungstrend - mit positiven Auswirkungen auf die Verschuldung der Schwellenländer: Zum einen wird es für diese Länder einfacher, Haushalts- und Außendefizite zu finanzieren, zum anderen verbessern sich die Bilanzen von Staaten mit einem negativem Nettoauslandsvermögens. Dies dürfte zu kleineren Leistungs-

Selbst bei steigender Inflation hält die US-Notenbank die Finanzierungsbedingungen in Schach - und bewahrt die globale Finanzstabilität

Abb 5: Ein schwacher US-Dollar unterstützt EM Lokalwährungsanleihen (alles in USD)

Raus aus dem sicheren Hafen - rein in EM Lokalwährungen



Stand: 26.02.2021

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

bilanzdefiziten und einem geringeren Bedarf an Kapitalzuflüssen zur Deckung dieser Defizite führen. Ihre gesamtwirtschaftliche Position dürfte sich verbessern, was ihre jeweilige Währung zunächst stabilisieren und dann im nächsten Schritt gegenüber dem US-Dollar aufwerten lassen dürfte.

Technische Treiber - Nachfrageüberhang dominiert

Nach den starken und dramatischen Kapitalabflüssen vor allem im März vergangenen Jahres erholten sich die Zuflüsse in Schwellenländeranleihen, insbesondere in Hartwährungsanleihen, recht schnell wieder. Allein in den letzten sechs Monaten summieren sich die Zuflüsse auf fast 60 Mrd. US-Dollar. Die Erfahrung der Vergangenheit zeigt, dass sich diese Bewegung dieses Jahr im Rahmen der Wirtschaftserholung fortsetzen dürfte. Führende Broker-Dealer für EM-Anleihen¹ erwarten für den Rest des Jahres 2021 weitere Zuflüsse in Höhe von 60-70 Mrd. US-Dollar.

Technische Faktoren bedingen eine Übernachfrage nach Schwellenländeranleihen

Die Aussichten sind also günstig wie auch Abbildung 6 verdeutlicht. Die globalen Einkaufsmanagerindizes als Konjunkturbarometer stehen so hoch wie lange nicht mehr. Dies spricht für Investments in zyklische Assets wie Schwellenländeranleihen. Gleichzeitig sind die Realzinsen in den entwickelten Ländern weiterhin nahe ihren Tiefständen, was zur Folge hat, dass insbesondere Schwellenländer ihre notwendigen Finanzierungen in Hartwährung zu weiterhin günstigen Konditionen erhalten können. Die Jagd nach Rendite am Anleihemarkt setzt sich ebenfalls fort – da vergleichbare Anleihen aus entwickelten Ländern keine Alternative darstellen.

Zyklisch getriebene Zuflüsse in Schwellenländeranleihen dürften zunehmen

Aber auch jenseits dieser Aspekte gibt es gute Gründe für die Annahme, dass Zuflüsse in die Anlageklasse weiter anhalten werden, da Aussichten auf höhere Renditen und eine bessere Portfoliodiversifikation gerade in einem Umfeld steigender Zinsen wichtig sind. Entgegen der weit verbreiteten Meinung, dass EM-Schuldttitel nur in einem Umfeld stabiler oder fallender US-Treasury-Renditen eine Outperformance erzielen können, haben sie oft eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit in einem Umfeld steigender US-Zinsen bewiesen. Darüber hinaus hat eine Studie von Morgan Stanley gezeigt, dass in vergangenen Perioden, in denen die 10-jährigen US-Treasury-Renditen gestiegen sind, EM-Anleihen und EM-Währungen dann recht gut abgeschnitten haben², wenn die Bewegung nicht von steigenden Realzinsen getrieben wurde. Wie in Abbildung 7 zu sehen, war die bisherige Aufwärtsbewe-

EM-Anleihen können sich in einem Umfeld fallender oder steigender US-Treasury-Renditen positiv entwickeln

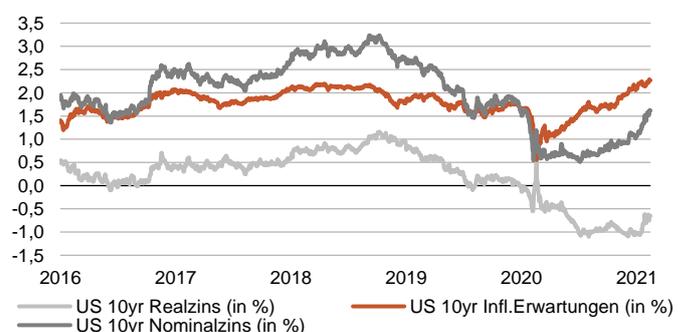
Abb 6: Wirtschaftsaktivität und (Re)finanzierungskosten sind so günstig wie selten



Zeitraum: per Ende Feb 2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Abb 7: Steigende Inflationserwartungen bisher Haupttreiber steigender US Zinsen

Nominalzinsen vs. Realzinsen vs. Inflationserwartungen ("Break-Evens")



Zeitraum: per Ende Feb 2021
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

¹ JP Morgan EM Outlook and Strategy für 2021.

² Morgan Stanley Global EM Strategist: "How would a UST sell-off affect EM?" (November 2020)



gung der US-Treasury-Renditen vor allem von steigenden Inflationserwartungen der Anleger getrieben.

Auf der Angebotsseite wird das Emissionsvolumen für Schwellenländeranleihen etwas geringer ausfallen als 2020, was aus Angebot-Nachfrage-Sicht positiv zu werten ist. Dies kommt jedoch nicht ganz überraschend, da insbesondere in der zweiten Hälfte des letzten Jahres eine deutlich über den Erwartungen liegende Emissionstätigkeit zu verzeichnen war. Viele Schwellenländer suchten Zugang zu den Kapitalmärkten, um ihre anschwellenden Haushaltsdefizite zu finanzieren, die größtenteils aus der Notwendigkeit von Covid-19-Hilfspaketen resultierten. Dieser Druck sollte nachlassen. Daher wird erwartet, dass sich das Angebot an Staatsanleihen in naher Zukunft etwas verlangsamen wird. Ein etwas anderes Bild ergibt sich im Unternehmensanleihe-segment, wo ein leichter Anstieg der Emissionsvolumina erwartet wird³. Auch das kommt wiederum wenig überraschend. Nachdem es in den Schwellenländern im Gegensatz zu den USA oder Europa keine Direktkäufe von Unternehmensanleihen durch Zentralbanken gibt, haben diese noch etwas länger mit den ökonomischen Nachwirkungen der Pandemie zu kämpfen. Dies sollte jedoch kein Rückschlag sein, da die allgemein steigende Nachfrage nach Schwellenländeranleihen ein etwas höheres Angebot an Unternehmensanleihen leicht absorbieren dürfte.

Emissionsvolumen im Jahr 2021 etwas geringer als in der Vergangenheit

Anleihen aus Schwellenländern - welche Instrumente gibt es?

Bei einer Investition in Schwellenländeranleihen haben Investoren die Wahl zwischen drei verschiedenen Segmenten - Staatsanleihen in Hartwährung, Unternehmensanleihen in Hartwährung und Staatsanleihen in lokaler Währung.

EM-Staatsanleihen

EM-Staatsanleihen in Hartwährung werden von Schwellenländern emittiert und sind überwiegend in US-Dollar und zu einem geringeren Teil in Euro denominiert. Im Gegensatz zu europäischen oder US Staats- und Unternehmensanleihen haben EM-Staatsanleihen in der Regel eine Laufzeit von durchschnittlich 8-9 Jahren, was darauf zurückzuführen ist, dass die meisten Staaten dazu neigen, in Laufzeiten von 10 -30 Jahren zu emittieren. Das bedeutet, dass die damit verbundenen Risiko- und Renditetreiber hauptsächlich Bewegungen der US-Treasury-Renditen und das inhärente Kreditrisiko des EM-Staates selbst sind. Letzteres ist der so genannte Risikoaufschlag oder auch Sovereign Spread genannt. Bei einem Niveau von derzeit etwa 370 Basispunkten erhalten Anleger eine attraktive Risikoprämie für ihr Investment in EM-Staatsanleihen, insbesondere im Vergleich zu den viel niedrigeren oder sogar negativen Renditen bei DM-Staatsanleihen.

Die Wertentwicklung von EM-Staatsanleihen hängt von der Entwicklung der Risikoaufschläge und den Renditen von US-Staatsanleihen ab

Schwellenländer müssen aus fundamentaler und makroökonomischer Sicht gründlich analysiert werden. Die nahezu V-förmige Erholung der Staatsanleihen in der zweiten Jahreshälfte 2020 verlief äußerst homogen, d.h. alle Staaten haben mehr oder weniger in gleichem Maße an der ersten Erholung teilgenommen – nachdem unabhängig von Bonität und Laufzeit alle Emittenten zum Hochpunkt der Corona-Krise gleichermaßen abgestraft wurden. Da die verantwortlichen Regierungen in den Schwellenländern nun von akutem Covid-19-Krisenmanagement zum Wirtschaftserholungsmanagement übergehen, werden sich Länder und Regionen im nächsten Schritt deutlich heterogener entwickeln. Anleger sollten jedoch nicht nur diversifizieren, sondern vor allem differenzieren, denn die Unterschiede zwischen einzelnen Ländern sind enorm.

Auf dem Weg vom Krisenmanagement zum Wirtschaftserholungsmanagement ist Länderdifferenzierung entscheidend

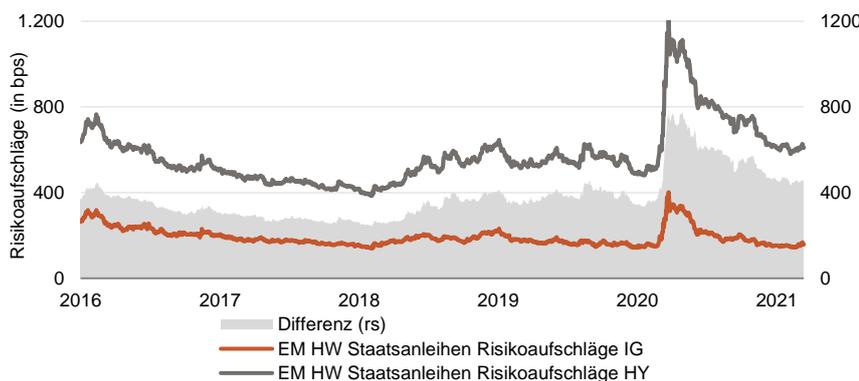
³ JP Morgan EM Outlook and Strategy für 2021

Viele Schwellenländer verzeichneten bereits vor Covid-19 schwächelnde Wachstumswahlen. Dringend notwendige Strukturreformen wurden versäumt oder nur unzureichend in die Wege geleitet. Auch wenn jetzt eine Erholung der Weltwirtschaft bevorsteht, dürften Sorgen über den längerfristigen Wachstumspfad und vor allem die Schuldenfähigkeit vieler Schwellenländer bestehen bleiben. Gerade Schwellenländer, die in den vergangenen Jahren makroökonomische Anpassungen vorgenommen haben und einen starken Willen zu echten Strukturreformen zeigen, sollten jetzt im Rahmen einer sorgfältigen Fundamentalanalyse besonders berücksichtigt werden. Der alleinige Fokus auf Wachstum ist nicht ausreichend, zusätzliche Faktoren müssen ebenfalls berücksichtigt werden. Wie geht ein Land mit steigenden Haushaltsausgaben um? Steigen die Devisenreserven wieder an? Wie sieht es mit Direktinvestitionen aus dem Ausland aus? Wie exponiert sind Länder gegenüber zyklischen Faktoren wie beispielsweise Rohstoffpreise?

In der ersten Erholungsphase nach dem Corona Schock haben sich Länder mit Investment-Grade-Rating deutlich besser geschlagen als solche aus dem High-Yield-Bereich. Die Investment-Grade Risikoaufschläge haben sich von ihren Höchstständen im März und April letzten Jahres schnell wieder auf das Niveau vor der Pandemie eingeeengt. Somit bieten besser bewertete Staatsanleihen aktuell weder viel Spielraum für eine zusätzliche Spread-Einengung noch einen wesentlichen Puffer gegen einen potenziell weiteren Anstieg der US-Treasury-Renditen. Da High-Yield-Staatsanleihen den zyklischeren Teil des Segments darstellen und deren Spreads noch nicht einmal in der Nähe des Niveaus von Anfang 2020 liegen, sehen wir hier deutliches Einengungspotential, und eine größere Widerstandsfähigkeit gegenüber steigenden US-Zinsen (Abbildung 8).

In Bezug auf die Länderauswahl stellt Ägypten ein perfektes Beispiel für den High-Yield-Staatsanleihensektor dar. Das Land, dessen Haupteinnahmequelle der Tourismussektor ist, wurde während der Corona-Krise hart getroffen, hat aber seitdem

Abb 8: EM HW High-Yield Risikoaufschläge sind attraktiv - absolut und relativ



Zeitraum: 01.03.2016 - 01.03.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan

eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit hinsichtlich negativer Auswirkungen der zweiten Welle von Covid-19 gezeigt. Die Devisenreserven haben mehr als 50% des im letzten Jahr erlittenen Rückschlags wieder aufgeholt und liegen nun wieder bei über 40 Mrd. USD (Abbildung 9). Das Land ist eines der wenigen Schwellenländer sein, dass auch 2020 positive Wachstumswahlen ausweisen kann. Im aktuellen Jahr soll sogar laut den jüngsten Wirtschaftsprognosen des IWF das Wachstum wieder über 5% liegen. Zusätzlich profitiert das Land von einem günstigen Anleihen Fäl-

Die Fundamentaldaten werden wieder eine Rolle spielen, wobei das Hauptaugenmerk auf dem Zusammenspiel von langfristigem Wachstum und Schuldenfähigkeit liegt

Die Risikoaufschläge hochverzinslicher Staatsanleihen sind sowohl absolut als auch relativ gesehen attraktiv im Vergleich zu ihren Pendanten aus dem Investment-Grade Bereich

Ägyptische Staatsanleihen können von einer fundamentalen Erholung der Wirtschaft profitieren



ligkeitsprofil. Für das gesamte Jahr 2021 stehen keine Anleiherückzahlungen an – und auch 2022 wird nur eine Anleihe fällig. Speziell mit dem Blick auf eine Rückkehr zur Normalität stellt eine sich verzögernde Impfung der Bürger das größte Risiko dar, aber mit einem Risikoaufschlag von je nach Laufzeit durchschnittlich mehr als 550 Basispunkten bewerten wir das Land als eines der überzeugendsten High-Yield-Ländern im Anlageuniversum.

Tabelle 1: Repräsentative Investment-Grade und High-Yield Länderkennzahlen

	ÄGYPTEN	INDONESIEN
BONITÄT/RATING	B/B2	BBB/Baa2
DURATION	7.13 jr	9.43 jr
RENDITE	6.80%	3.30%
RISIKOAUFSCHLAG	534 bp	164 bp

Stand: per Ende Feb 2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan

EM-Unternehmensanleihen

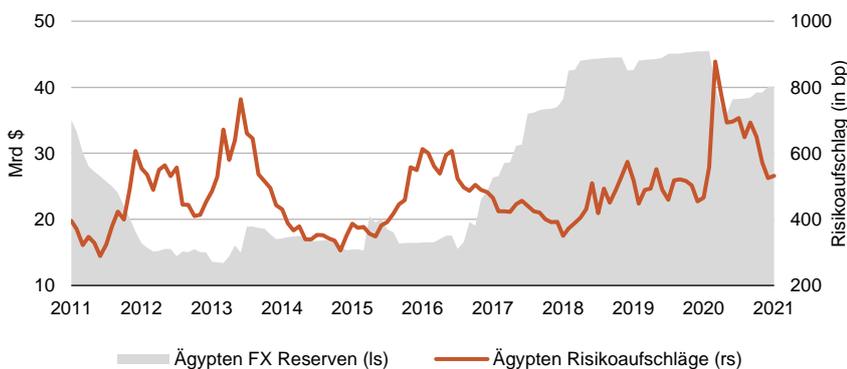
Neben Staatsanleihen emittieren auch viele Unternehmen aus Schwellenländern attraktive Anleihen in Hartwährung. Diese wurden in der Vergangenheit von Anlegern oft vernachlässigt - sie galten als zu komplex zu verstehen und zu schwierig zu durchschauen, und daher als zu riskant, um in sie zu investieren. Die Wahrheit ist, dass EM-Unternehmensanleihen nicht nur während der Covid-19-Pandemie sondern auch schon davor eine bemerkenswert widerstandsfähige Anlageklasse waren.

Das Segment EM-Unternehmensanleihen ist deutlich breiter als EM-Staatsanleihen⁴. Während das Staatsanleihensegment aus mehr als 160 Ländern besteht, umfasst das Universum der Unternehmensanleihen tatsächlich mehr als 700 Emittenten, angesiedelt in knapp 60 Ländern.

EM-Hartwährungsunternehmen sind eine bemerkenswert widerstandsfähige Anlageklasse

Ein Universum von mehr als 700 Emittenten bietet Anlegern eine breite Auswahl an Unternehmensanleihen

Abb 9: Ägypten - setzt sich die wirtschaftliche Erholung fort - besitzen Risikoaufschläge weiteres Einengungspotential



Zeitraum: 31.01.2011 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, IMF, eigene Berechnungen

Unternehmen haben im Durchschnitt eine höhere Kreditqualität als Staaten im EM-Hartwährungsraum

⁴ Als Referenz für das EM-Unternehmensanleihen Universum wird der JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified (CEMBI) Index verwendet, der sich aus US-Dollar denominierten Anleihen von Unternehmen aus Schwellenländern zusammensetzt.

Wie bereits erwähnt, wird der Bereich der EM-Unternehmensanleihen oft als risikoreicher beschrieben als Staatsanleihen, wahrscheinlich weil Anleger ein geringeres Maß an Transparenz befürchten, wenn sie es mit Unternehmen, statt mit Staaten zu tun haben. Wenn man etwas genauer hinsieht, ist das Gegenteil der Fall. Zwar gibt es auf den ersten Blick keinen großen Unterschied in der durchschnittlichen Kreditqualität von EM-Unternehmensanleihen (BBB-/BAA3) und EM-Staatsanleihen (BBB-/BA1). Eine Analyse in Bezug auf die Bonitätsstruktur zeigt jedoch, dass 27,7% des Staatensegments aus B- und C-gerateten Schuldtiteln bestehen. Das ist mehr als 10% mehr als bei EM-Unternehmensanleihen, die nur auf knapp 15% Anleihen niedrigster Bonität kommen.

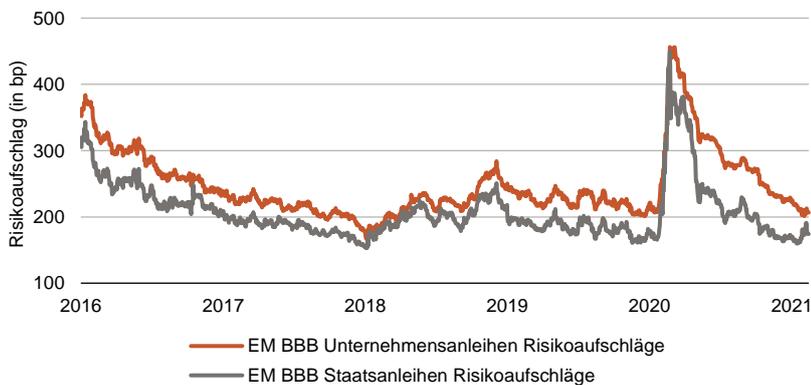
Dieser Bonitätsvorteil ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die asiatische Region, auf die fast 40% aller EM-Unternehmensemissionen fallen, der Haupttreiber für viele Investment-Grade Emissionen war. Neue Anleihe deals aus Asien finden in der Regel gute Unterstützung durch lokale Marktteilnehmer, die gerne in auf US-Dollar lautende Anleihen einheimischer Unternehmen investieren.

EM-Unternehmensanleihen haben im Durchschnitt eine deutlich geringere Duration als EM-Staatsanleihen. EM-Unternehmen bevorzugen in der Regel Anleihen mit Laufzeiten zwischen 5 und 10 Jahren, während sich das Laufzeitenprofil von Staatsanleihen aus Schwellenländern in den vergangenen Jahren weiter in den Bereich von 10 bis 30 Jahren verschoben hat. Angepasst auf gleiche Bonität und gleiche Duration bieten Unternehmensanleihen aus Schwellenländern im Vergleich zu Staatsanleihen sogar eine attraktive und relativ konstante Risikoprämie (Abbildung 10).

Der Markt für Hartwährungsunternehmen in den Schwellenländern ist auf asiatische Emittenten ausgerichtet

EM-Hartwährungsunternehmen haben im Durchschnitt eine geringere Duration als Staatsanleihen, bieten aber trotzdem einen höheren Risikoaufschlag

Abb 10: Mehr Spread für weniger Duration



Zeitraum: Per Ende Feb 2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan

Aus fundamentaler Sicht durchlebten auch EM-Unternehmensanleihen im Jahr 2020 schwierige Quartale. Unternehmensgewinne in allen Sektoren und allen Regionen brachen ein. Vergleichbar mit den Staatsanleihen begann die Erholung jedoch relativ zügig in der zweiten Jahreshälfte. Aber auch hier müssen regional Unterschiede gemacht werden. Während viele Unternehmen aus Asien die Pandemie eher früher als später relativ unbeschadet hinter sich gelassen haben, hinken viele Unternehmen aus Lateinamerika einer nachhaltigen Erholung noch hinterher. Letztere dürften jedoch überproportional von einer Fortsetzung der Erholung der Rohstoffpreise profitieren, beispielsweise einige der größten Metallproduzenten mit starken Exportaktivitäten in Richtung China, insbesondere aus dem Bergbau in Brasilien.

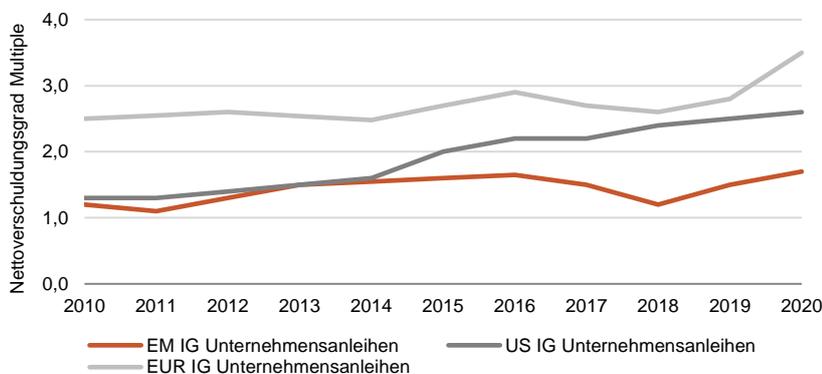
Aus regionaler Sicht führt Asien die Erholung bei Unternehmensanleihen an, während Lateinamerika abfällt, aber aufgrund seiner hohen Rohstoffsensitivität starkes Aufholpotential hat

Tatsächlich haben die Kredit- und Verschuldungskennzahlen von EM-Unternehmen, die auch schon vor der Corona-Krise bemerkenswert robust waren, kaum gelitten. Das liegt daran, dass die meisten EM-Unternehmen ein konservatives Bilanzmanagement an den Tag legen und trotz rückläufiger Gewinne über große Mengen an Liquidität in ihren Bilanzen verfügen, was ihre Nettoverschuldungsquoten niedrig und stabil hält (Abbildung 11). Kostensenkungen, Investitionsaufschub und das Aussetzen von Dividendenzahlungen reduzieren Liquiditätsabflüsse und verbessern die Überlebensfähigkeit der Unternehmen. Zusätzlich unterstützt, dass ein Großteil der vergangenen und zukünftigen Anleiheemissionen sich auf die Refinanzierung und nicht die Finanzierung neuer Investitionen konzentriert.

Die Kreditkennzahlen von EM-Unternehmen sind solide - trotz eines Gewinneinbruchs im Jahr 2020 aufgrund der Corona-Krise

Abb 11: Auch nach 2020 sind EM Unternehmen geringer verschuldet als Unternehmen aus Europa und den USA

Nettoverschuldungsgrad = Nettoverschuldung im Verhältnis zum EBITDA über die vergangenen 12 Monate. Historische Betrachtung für Investment-Grade Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern, Europa und den USA.



Zeitraum: 31.12.2009 - 31.12.2020
Quelle: JP Morgan

Hinsichtlich einer Portfolioallokation in EM-Staats- oder -Unternehmensanleihen müssen sich Anleger einige Dinge bewusst machen. EM-Unternehmensanleihen gelten aufgrund ihrer geringeren Duration, ihrer höheren Kreditqualität und ihrer diversifizierten institutionellen Anlegerbasis als die defensivere Anlageklasse. Der Eintritt hat einen höheren Preis, in Form von höheren Transaktionskosten aufgrund geringerer Liquidität, was aber durch die im Vergleich zu Staatsanleihen deutlich geringere Volatilität im Zeitverlauf kompensiert wird. EM-Staatsanleihen hingegen sind das offensivere Anleihesegment. Der höhere Grad an „Direktionalität“ ist vor allem auf die hohe Beteiligung kurzfristiger, gewinnorientierter ETF-Investments zurückzuführen sowie die relativ einfache Möglichkeit für Investoren auch Short-Positionen einzugehen. Dementsprechend werden EM-Staatsanleihen in aggressiven Erholungsphasen besser abschneiden (wie bspw. im zweiten Halbjahr 2020), sind aber auch größeren Drawdowns bei Marktausverkäufen ausgesetzt (wie in den Hoch-Zeiten der Covid-19 Pandemie im März vergangenen Jahres).

Die Anlegerschaft in EM-Unternehmensanleihen ist gut diversifiziert, wodurch die Kapitalflüsse weniger durch taktische ETF-Positionierung getrieben werden

Unabhängig von ihrer fundamentalen Situation kann es auch aus technischen Gründen sinnvoll sein, EM-Staatsanleihen gegenüber EM-Unternehmensanleihen vorzuziehen. Ein klarer „Tradingview“ ist oft einfacher in einem Staatsanleiheninvestment umzusetzen. Im Vergleich zu Unternehmensanleihen sind Staatsanleihenemissionen meistens etwas liquider, was auch an ihren üppigeren Emissionsgrößen liegt. Ein weiterer Aspekt, den Anleger im Auge behalten müssen, ist aktives Laufzeitenmanagement. Oftmals haben EM-Unternehmen nur eine begrenzte Anzahl von Anleihen zur Auswahl. EM-Staaten haben in der Regel ein größeres Lauf-

EM-Unternehmensanleihen haben mehr Emittenten, aber weniger Anleihen pro Emittent als Staatsanleihen, sodass sich Letztere besser für eine taktische Positionierung eignen



zeitspektrum mit zahlreichen Anleihen mit unterschiedlichen Fälligkeiten und bieten die Möglichkeit, taktische Kurven- und Durationspositionen einzugehen.

EM-Lokalwährungsanleihen

Die Anlagemöglichkeit mit der wahrscheinlich höchsten Sensitivität zum Wirtschaftszyklus und die auch am meisten von einer anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft profitiert ist eine Anlage in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung. Unter EM Local Debt versteht man Anleihen, die in der lokalen Währung des EM-Emittenten und nicht in einer Hartwährung wie US-Dollar oder Euro ausgegeben werden. In diesem Anleihesegment gibt es ausschließlich staatliche Emittenten, da die Entwicklungsländer noch keine liquiden inländischen Märkte für Unternehmensanleihen haben. Wenn überhaupt, werden Anleihen in lokaler Währung von EM-Unternehmen in Form von Schuldverschreibungen ausgegeben.

Im Verlauf der letzten Jahre herrschte großer Optimismus seitens der Anleger, dass EM-Lokalwährungsanleihen nach mageren Jahren nun bessere Zeiten bevorstehen, nur um dann enttäuscht festzustellen, dass diese EM-Hartwährungsanleihen aus reinen Performancesicht wieder deutlich hinterherhinkten. Doch so paradox es auch klingen mag, die Corona-Krise könnte nun der Wendepunkt für lokale EM-Anleihen zum Besseren sein.

Die Corona-Krise als Chance für EM-Lokalwährungsanleihen.

Der Haupttreiber von lokalen Schwellenländeranleihen ist die Währungskomponente und nicht der Spread. Während Anleger in EM-Staats- oder Unternehmensanleihen in Hartwährung dem Spread-Risiko in Bezug auf die Hartwährungsrenditekurve ausgesetzt sind, sind Marktteilnehmer in EM-Lokalanleihen dem Währungsrisiko ausgesetzt. Während in einem Risk-Off Szenario die Kurse von EM-Hartwährungsanleihen aufgrund von Spread-Ausweitungen fallen, sinken die Kurse von EM-Lokalwährungsanleihen aufgrund einer Abwertung der lokalen Währungen gegenüber dem US-Dollar. In der Vergangenheit wurde das EM Lokalwährungssegment oft in einer zu vereinfachten Art und Weise dargestellt, wie z.B. als "eine Anlage mit niedriger Duration und hoher laufender Verzinsung, bei der hohe Kupons aus lokalen Schwellenländern die höhere Volatilität der Anlage ausgleichen".

Das Risiko von Staatsanleihen in Schwellenländern wird durch die Entwicklung der Landeswährung bestimmt

Tabelle 2: Unterschiede zwischen EM Staatsanleihen, EM Unternehmensanleihen und Lokalwährungsanleihen

	EM-STAA-TS-ANLEIHEN	EM-UNTERNEHMENS-ANLEIHEN	EM-LOKAL-WÄHRUNGS-ANLEIHEN
KONSTITUENTEN	Staatsanleihen, Quasi-Staatsanleihen	Unternehmens- und Finanzanleihen	Staatsanleihen
HAUPT BM-INDEX	JP Morgan EMBI Global Div.	JP Morgan CEMBI Broad Div.	JP Morgan GBI EM Global Div.
BONITÄT/ RATING	BB+/Ba1	BBB-/Baa3	BBB/Baa2
ANZAHL DER LÄNDER	74	60	19
ANZAHL DER EMITTENTEN	166	751	19
DURATION	8.44	4.99	5.28
YIELD	4.48%	4.27%	4.54%
RISIKOAUFSCHLAG	324 bp	299 bp	-

Zeitraum: per Ende Feb 2021
Quelle: JP Morgan

Um die Performance dieses Segments wirklich zu verstehen, muss man ihre Treiber analysieren. Die schlechte Performance von EM-Lokalwährungsanleihen ist zu einem sehr großen Teil auf die lokale Währungskomponente zurückzuführen. Hätte ein US-Investor vor zehn Jahren 100 US-Dollar in einen EM-Lokalwährungsindex⁵ investiert, hätte seine Gesamtrendite nur etwa 16,8% betragen, obwohl er jedes Jahr einen durchschnittlichen Kupon von 6,2% kassiert hätte: Grund ist, dass fast der gesamte kumulierte Zinsertrag durch die negative Währungsperformance verloren wurde (Abbildung 12).

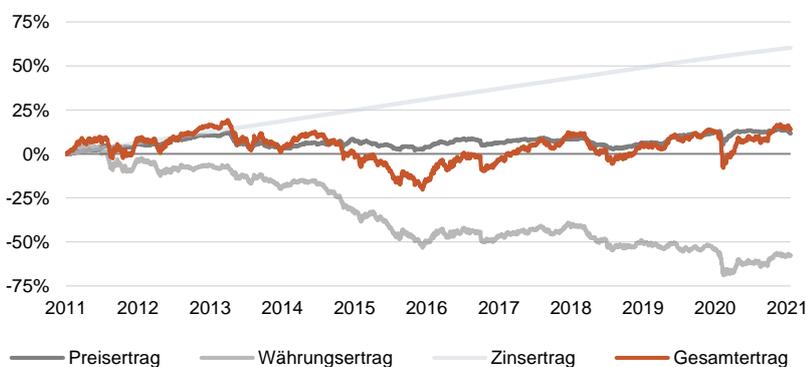
Der „Katalysator“ für ein erneutes Comeback der Schwellenländerwährungen ist die globale wirtschaftliche Erholung. Diese sollte die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus den Schwellenländern deutlich erhöhen, da diese Länder nach Jahren der Währungsabwertung attraktive Handelsverhältnisse bieten. Mit anderen Worten, man könnte das Produkt X im Inland für 10 US-Dollar kaufen oder den günstigen Wechselkurs nutzen und diese 10 US-Dollar in 36 peruanische Sol umtauschen, was die Kaufkraft von zwei anstatt nur einem Produkt X in Lima hätte. Da es sich bei den meisten dieser Produkte um Rohstoffe handelt und die Rohstoffpreise bei verbesserten Wirtschaftsaussichten steigen dürften, sollten Schwellenländerwährungen davon profitieren können. In der Tat gibt ein Blick auf die Richtung der Rohstoffpreise und des US-Dollars Anlegern eine gute Vorstellung, wohin sich EM-Währungen bewegen könnten (Abbildung 13). Zusätzlich gibt es aber noch einen weiteren technischen Faktor, der uns zuversichtlich für einen Aufwärtspfad für EM-Lokalwährungen stimmt.

Eine in den vergangenen Jahren noch nie dagewesene politische Unsicherheit, größtenteils ausgelöst durch die US-Regierung unter Präsident Donald Trump, erhöhte die Risikoprämie bei EM-Assets, und speziell die von EM-Währungen. Plötzliche und manchmal willkürliche Volatilitätsspitzen ließen Anleger immer wieder relativ schnell aus ihren Anlagen in lokalen Schwellenländeranleihen aussteigen. Trotz hoher Zinsen in den lokalen Schwellenländermärkten flüchteten und fürchteten Anleger die Assetklasse. Die Währungsvolatilität war zu groß, trotz Kompensation durch hohe Kupons fielen die Kurse. Insofern sind

Bei einer fundamentalen Erholung können EM-Währungen von steigendem Wachstum in Kombination mit günstigen „Terms of Trade“ profitieren

In der Vergangenheit scheuten viele Investoren aufgrund der erhöhten politischen Risikoprämie vor Investitionen in lokale Schuldtitel zurück

Abb 12: Wenig Ertrag übrig - trotz hoher Zinsen und einer Haltedauer von 10 Jahren



Zeitraum: 26.02.2011 - 26.02.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, eigene Berechnungen

⁵ Als Referenz für das EM-Lokalwährungsanleihen Universum wird der JP Morgan Government Bond Index EM (GBI EM) Index verwendet, der sich aus in EM Lokalwährung denominierten Anleihen von Schwellenländern zusammensetzt.

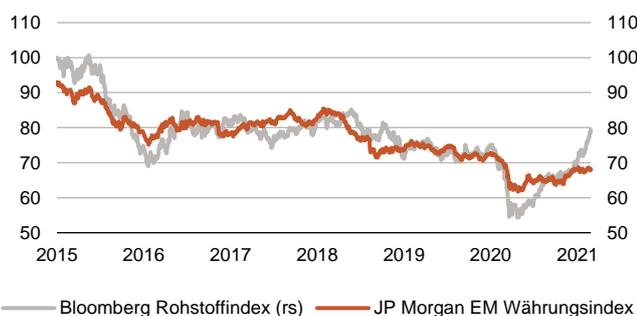
Lokalwährungsanleihen aktuell alles andere als ein Konsenstrade. Marktteilnehmer nähern sich erst langsam wieder einem Investment an.

Vor dem Hintergrund einer nachhaltigen Reduktion von wirtschaftlichen- und handelspolitischen Risiken sollte die Volatilität der EM-Währungen zurückgehen, und die Kapitalzuflüsse in die Anlageklasse wieder steigen. Jüngste Anstiege der Zuflüsse in EM-Lokalwährungsanleihen waren eindeutig durch die Erholung der lokalen Währungen getrieben. Im Gegensatz zur Zins- und Durationskomponente ist die Währungskomponente der maßgebliche Treiber für nachhaltige Zuflüsse in diesem Segment (Abbildung 14).

Die Richtung der lokalen Währungen bestimmt die Richtung der Kapitalflüsse in die lokalen EM-Schulden

Abb 13: Wenn Rohstoffpreise steigen - ziehen EM Währungen nach

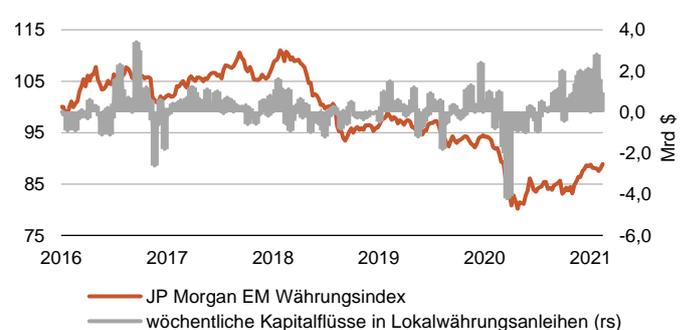
Rohstoffpreise und die Performance von EM Währungen sind eng miteinander korreliert. Zieht man diese Verbindung in Betracht, sollten EM Währungen den jüngst beobachteten Anstieg der Rohstoffpreise noch nachholen.



Zeitraum: 31.01.2015 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, eigene Berechnungen

Abb 14: Die EM Währungsperformance als Treiber für Kapitalzuflüsse in EM-Lokalwährungsanleihen

Die Performance von EM Währungen gilt als guter Indikator für Kapitalzu- oder -abflüsse in EM-Lokalwährungsanleihen



Zeitraum: 31.01.2016 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, eigene Berechnungen

Schwellenländeranleihen - interessante Aspekte aus Multi-Asset Perspektive

Die Erkenntnisse bezüglich fundamentaler Entwicklung, Bewertungen und verfügbarer Instrumente aus den Schwellenländern sind jedoch nicht nur aus einer Fixed Income, sondern auch aus einer Multi-Asset Perspektive wichtig und sollten Teil einer langfristigen Anlageentscheidung sein.

EM-Staatsanleihen beispielsweise erweisen sich langfristig deutlich stabiler als von vielen erwartet. Betrachtet man die 12-Monats-Renditen von auf US-Dollar lautenden EM-Staatsanleihen über die vergangenen 20 Jahre, so waren fast 98% aller Zeiträume positiv. Die durchschnittliche jährliche Rendite betrug in diesem Zeitraum ca. 8,5%. Seit 1999 gab es nur drei Kalenderjahre mit Verlusten überhaupt. Niemals lag die Assetklasse zwei Jahre in Folge im Minus. Im Vergleich dazu erzielten globale Aktien und US High-Yield Anleihen im selben Zeitraum nur eine Rendite von 5,6%, bzw. 7,0% p.a. Dies unterstreicht eindrucksvoll die Attraktivität der Anlageklasse, insbesondere wenn man bedenkt, dass sowohl globale Aktien, als auch US High-Yield Anleihen in diesem Zeitraum eine höhere Volatilität, sowie mehr Perioden mit negativen 12-Monats-Renditen aufwiesen (Abbildung 15).

EM-Hartwährungs-Staatsanleihen waren in den letzten 20 Jahren eines der renditestärksten Segmente der Anlageklasse

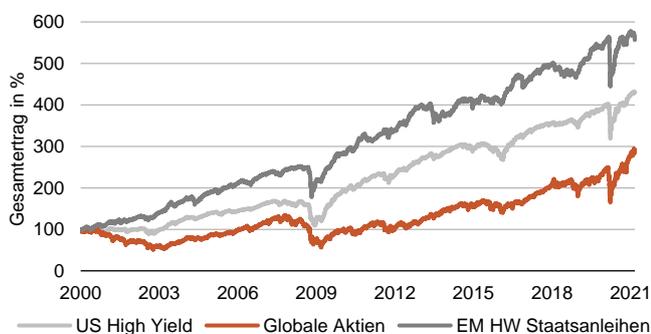
Wie andere risikobehaftete Anlageklassen erlebten auch Staatsanleihen aus Schwellenländern in den letzten 20 Jahren deutliche Kursverluste - doch folgten sehr oft nicht minder schnelle Erholungen. Für das Aufholen von vorübergehenden Wertverlust von mehr als 10% benötigten EM-Staatsanleihen im Durchschnitt nur sieben Monate, vergleichbare Drawdown-Phasen bei globalen Aktien dauerten mehr als doppelt so lange. Sicherlich lässt sich ein Teil davon mit der Marktliquidität erklären, aber was hier heraussticht, ist die „Buy-the-Dip“-Mentalität vieler strategisch agierender EM-Anleihen-Investoren. Anlagen in Schwellenländer-Staatsanleihen dienen einem langfristigen Anlageziel, wobei Investments in volatilen Zeiten nicht gescheut, sondern vielmehr als attraktive Einstiegspunkte genützt werden. (Abbildung 16).

EM-Hartwährungsunternehmen liefern konstant überdurchschnittliche risikoadjustierte Renditen

Über die Staatsanleihen der Schwellenländer hinaus hat sich das Segment der EM-Unternehmensanleihen zu einer Anlageklasse entwickelt, die insbesondere in den letzten Jahren bemerkenswerte risikoadjustierte Renditen erzielen konnte (Abbildung 17). Vor allem in Zeiten steigender US-Treasury-Renditen können Unternehmensanleihen als Diversifikationselement mit einem attraktiven risikoadjustiertem Auszahlungsprofil dienen. Bei vergleichbarer durchschnittlicher Rating- oder Kreditqualität bieten sie sogar eine höhere Rendite als europäische Unternehmensanleihen, selbst wenn man die Kosten für die Absicherung⁶ des US-Dollar- Währungs-exposures berücksichtigt (Abbildung 18).

Abb 15: Performance EM HW Staatsanleihen vs. US High-Yield vs. globale Aktien seit 31.12.1999 (in US-Dollar)

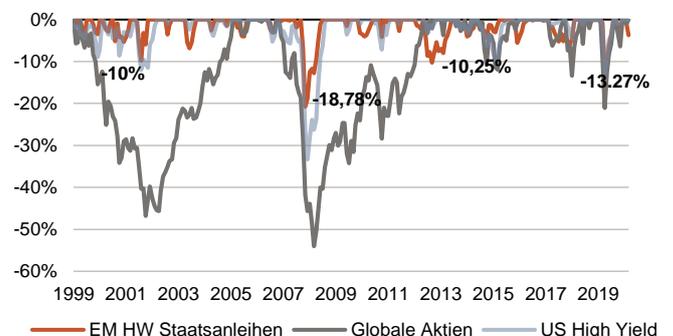
Als Marktproxies wurden der MSCI World für globale Aktien, der Bloomberg Barclays US Corporate High-Yield für US High-Yield Anleihen, und der JP Morgan EMIB Global Diversified für EM HW Staatsanleihen benützt.



Zeitraum: 31.12.1999 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, Barclays, JP Morgan

Abb 16: Drawdown-Vergleich EM HW Staatsanleihen vs. globale Aktien seit 31.12.1999 (in US-Dollar)

Als Marktproxies wurden der MSCI World für globale Aktien, der Bloomberg Barclays US Corporate High-Yield für US High-Yield Anleihen, und der JP Morgan EMIB Global Diversified für EM HW Staatsanleihen benützt. Drawdown ist definiert als Rückgang von einem temporären Höchststand zum tiefsten Punkt von mehr als 10%.

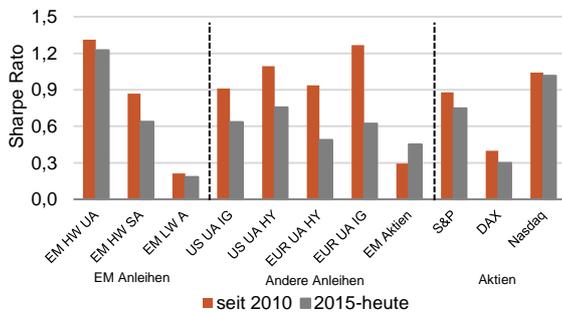


Zeitraum: 31.12.1999 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, eigene Berechnungen

⁶ Die Absicherungskosten für eine US-Dollar denominated Anleihe zurück in Euro betragen aktuell 0.85% p.a.

Abb 17: Über mittel- und langfristige Zeiträume können EM Unternehmensanleihen absolut und relativ überzeugen

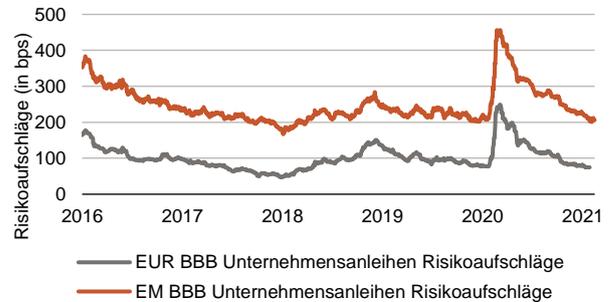
Annualisierte Sharpe Ratios basierend auf wöchentlichen Renditen über zwei verschiedene Zeiträume.



Zeitraum: per Ende Feb 2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch, Barclays, eigene Berechnungen

Abb 18: EM Unternehmensanleihen - hoher Carry bei guter Kreditqualität

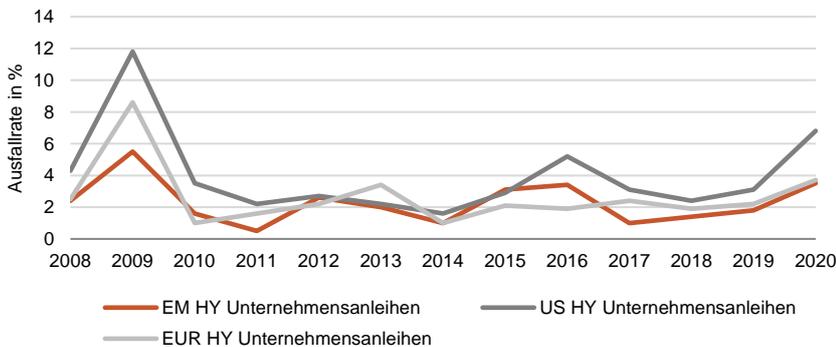
Insbesondere unter Anbetracht der gesunkenen US-Dollar Absicherungskosten bieten EM Unternehmensanleihen einen Mehrwert gegenüber EUR Unternehmensanleihen gleicher Kreditqualität.



Zeitraum: 31.01.2016 - 31.01.2021
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Merrill Lynch, eigene Berechnungen

EM-Unternehmensanleihen haben sich in den letzten Finanzkrisen als sehr widerstandsfähig erwiesen. So zeigen EM-Unternehmensanleihen entgegen der landläufigen Meinung sowohl während der globalen Finanzkrise 2008 als auch während der Covid-19-Krise im vergangenen Jahr deutlich niedrigere Ausfallraten als US-High-Yield Unternehmensanleihen. Darüber liegen die Ausfallraten in den letzten Jahren sogar noch unter denen europäischer Unternehmensanleihen (Abbildung 19).

Abb 19: Auch nach Corona bleiben die Ausfallraten von EM Unternehmensanleihen verhältnismäßig niedrig



Zeitraum: 31.12.2007 - 31.12.2020
Quelle: Bloomberg, JP Morgan, Standard & Poor's

Zusätzlich bieten EM-Unternehmensanleihen höhere Recovery-Rates als Unternehmensanleihen aus den Industrieländern. Mit 42% ist die durchschnittliche Recovery Rate bei EM-High-Yield Unternehmensanleihen deutlich höher als z. B. im US-High-Yield Anleihe segment (21%).⁷

⁷ JP Morgan Research per 31.12.2020.

Im Rahmen einer globalen Wirtschaftserholung, mit steigenden Wachstumswerten, aber auch steigender Inflation sollten EM Lokalwährungsanleihen das attraktivste Anlagesegment darstellen. Gerade bei dann zu erwartenden steigenden US-Zinsen sollten Anleger zyklische Lokalwährungsanleihen mit überschaubarem Durations-exposure bevorzugen.

In einer fundamentalen Erholung mit steigenden US-Renditen sollten Anleger zyklischen Anlagen mit niedriger Duration bevorzugen

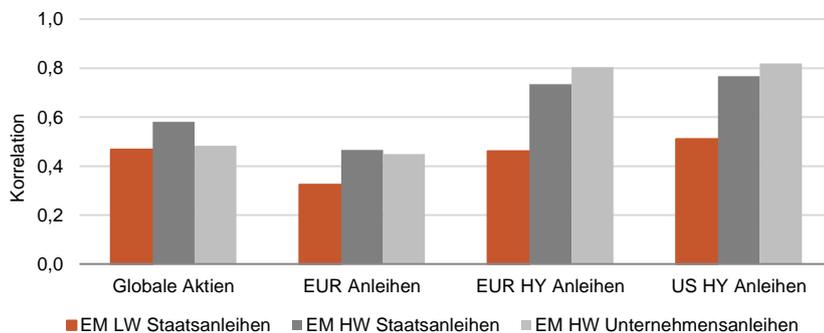
Eines der überzeugendsten Argumente für eine Allokation von EM-Lokalwährungsanleihen, ist das Diversifizierungspotenzial. Innerhalb des Bereichs der Schwellenländeranleihen haben Lokalwährungsanleihen im Vergleich zu Hartwährungsanleihen in der Vergangenheit die größten Diversifizierungsvorteile geboten – gemessen an der relativ niedrigen Korrelation des Segments zu anderen Anlagen, die in einem klassischen Portfoliomix in der Regel allokiert sind (Abbildung 20).

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

Der Diversifizierungsvorteil von lokalen EM-Anleihen wird primär durch zwei unterschiedliche Ertragsquellen angetrieben: Aufwertungspotenzial durch Fremdwährung und relativ hohe lokale Zinsen. Diese sollten sich mittelfristig durch die Rückkehr der organischen Reflation ebenfalls wieder erhöhen. Die Geschwindigkeit dieses Vorgangs hängt letztlich von der Geschwindigkeit der Impfungen und der

Abb 20: Gegenüber klassischen Portfolioanlagen bieten EM Lokalwährungsanleihen das größte Diversifikationspotential im EM Anleihen Bereich

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



Zeitraum: per Ende Feb 2021

Quelle: Bloomberg, Barclays, JP Morgan, eigene Berechnungen

Lockerung der Abstandsregelungen ab, d.h. von der Verbesserung der Bedingungen für die Erleichterung der Geschäftstätigkeit. Tatsache ist, dass die Zentralbanken der Schwellenländer auf den organischen Reflationsdruck reagieren können, während die EZB und die FED vorerst untätig bleiben werden. Ein daraus resultierender Anstieg der Zinsdifferenzen zwischen EM-Lokalwährung und Euro, bzw. US-Dollar würde Schwellenländerwährungen weiteren Aufwind verleihen. Anleger sollten dies berücksichtigen und ihr Portfolio, insbesondere ihre Rentenanlagen, mit EM-Lokalwährungsanleihen diversifizieren.



Erkenntnisse für Investoren

Für Schwellenländer haben sich die Herausforderungen, die aus der Covid-19 Pandemie entstanden sind, in strukturelle wirtschaftliche Vorteile verwandelt. Eine Erholung des globalen Wirtschaftswachstums, robuste Fundamentaldaten und attraktive Bewertungen, insbesondere in den zyklischsten Bereichen, rücken die Anlageklasse Schwellenländeranleihen wieder in den Fokus. Dennoch bleiben zwei wesentliche Risiken bestehen. Zum einen könnten sich die Covid-19-Impfstoffe als nicht so erfolgreich erweisen wie erwartet. Dies betrifft vor allem Verzögerungen bei den Lieferungen und die (Un-)Fähigkeit, mit Virusmutationen umzugehen. Andererseits könnte es zu einer früher als erwarteten Ende der ultralockeren Geldpolitik seitens der großen Zentralbanken kommen – was dann wiederum möglicherweise den US-Dollar aufwerten und Realzinsen steigen lassen würde, und sich somit die Refinanzierungsbedingungen für viele Schwellenländer erschweren würden.

Trotz verbleibender Unsicherheiten überwiegen deutlich die Vorteile – weshalb Schwellenländeranleihen langfristig einen Platz in den Portfolios der Anleger haben sollten. Die Märkte sind liquider, tiefer und heterogener geworden. Außerdem werden Staats- und Unternehmensanleihen besser und nachhaltiger regiert, bzw. gemagt als in der Vergangenheit.

Anleger mit einer höheren Risikotoleranz sollten das attraktive Rendite-Risiko-Profil von High-Yield Staatsanleihen nutzen. Hinsichtlich einer längerfristigeren strategischen Allokation bieten sich EM-Unternehmensanleihen und Lokalwährungsanleihen an. Erstere besitzen eine geringere Duration als EM-Staatsanleihen, und weisen sich auch im Krisenfall als deutlich schwankungsärmer aus. Letztere bieten neben attraktiven Diversifikationseigenschaften ein hohes Aufwertungspotenzial durch die zyklische Währungskomponente nach Jahren der Underperformance.

**BERENBERG**

PARTNERSHIP SINCE 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN



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

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es 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 Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument 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 Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: März 2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg (Germany)
Phone +49 40 350 60-0
Fax +49 40 350 60-900
www.berenberg.com
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de