

Schwellenländeranleihen: Anlass zum Optimismus

Claudia Calich - Fondsmanagerin & Head of Emerging Market Debt

August 2021

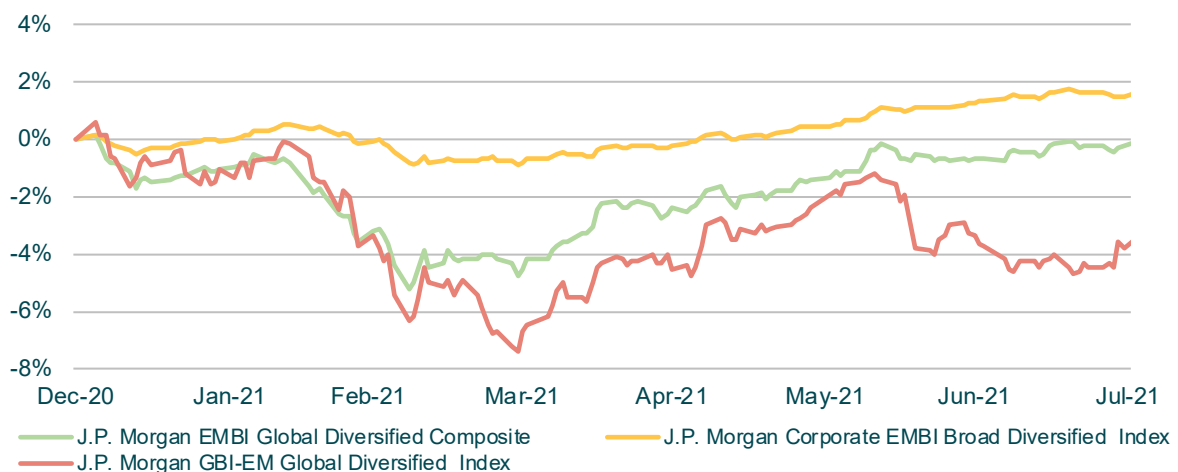
- In der zweiten Jahreshälfte 2020 haben sich die Renditen der Anleihen aus Schwellenländern in eindrucksvoller Weise erholt. Im bisherigen Jahresverlauf 2021 geriet diese Entwicklung ins Stocken.
- Die Ungewissheit über weitere COVID-19-Ausbrüche und neue Virusvarianten bleibt, und die Anleihebewertungen behalten wir im Blick. Vor diesem Hintergrund prüfen wir, ob die Zeit reif ist, damit die Anleiherenditen in den Schwellenländern zur guten Performance anderer risikoreicher Anlageklassen aufschließen können.
- Die Kreditaufschläge in den Schwellenländern haben sich weiter verengt, wir sehen jedoch weiterhin vielversprechende Marktsegmente. Die Bewertungen halten wir im Vergleich zu den meisten anderen Anleihemärkten für günstig. Diese Einschätzung wird zunehmend durch ein sich verbesserndes globales Wirtschaftsumfeld und durch verschiedene makroökonomische Indikatoren unterstützt, die für Schwellenländeranleihen in die richtige Richtung zu gehen scheinen.

Der Wert der Vermögenswerte eines Fonds und die daraus resultierenden Erträge können sowohl fallen als auch steigen. Dies führt dazu, dass der Wert Ihrer Anlage steigen und fallen wird. Es gibt keine Garantie dafür, dass der Fonds sein Ziel erreichen wird, und Sie bekommen möglicherweise weniger zurück, als Sie ursprünglich investiert haben. Bitte beachten Sie, dass bei Erwähnung von Wertentwicklungen die frühere Wertentwicklung keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung darstellt.

In der zweiten Jahreshälfte 2020 haben sich die Renditen der Schwellenländeranleihen in eindrucksvoller Weise erholt. Im bisherigen Jahresverlauf 2021 geriet diese Entwicklung ins Stocken: Ein recht solides zweites Quartal konnte das schwächere Auftaktquartal nicht ausgleichen. Ein stärkerer US-Dollar und ein Anstieg der Kreditkosten – gemessen an den Renditen der US-Staatsanleihen – belasteten die Renditen der Anlageklasse (siehe

Abbildung 1). Die geringere Duration von Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern trug dazu bei, dass sich dieses Marktsegment in der ersten Jahreshälfte besser entwickelte. Staatsanleihen – besonders solche in Landeswährung – schnitten am schlechtesten ab. Vermögenswerte in Landeswährung legten im April und Mai deutlich zu. Die aggressiven Töne

Abbildung 1. Entwicklung der Schuldtitel aus Schwellenländern im Jahr 2021 bis heute (Gesamtrendite in %)



Die frühere Wertentwicklung stellt keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung dar.

Quelle: M&G, JP Morgan, 30. Juli 2021. Renditen in US-Dollar ausgewiesen.

der US-Notenbanksitzung im Juni führten dann zu einem erneuten Verkaufsdruck, da der US-Dollar stärker wurde.

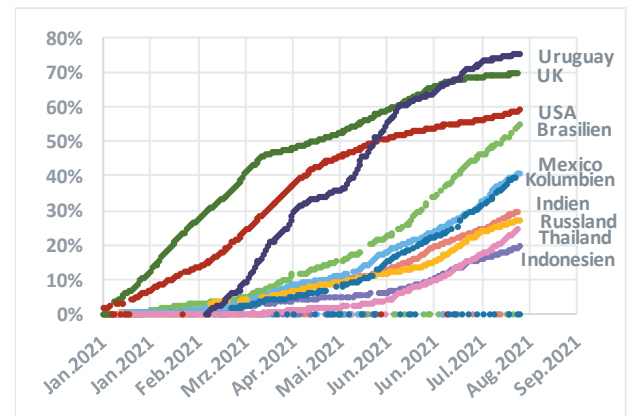
Schwellenländeranleihen lieferten im Juli und bis zum 18. August (dem Datum der Erstellung dieses Berichts) unterschiedliche Renditen. Anlagen in Lokalwährungen schnitten aufgrund einer allgemeinen Abschwächung der lokalen Währungen gegenüber dem US-Dollar unterdurchschnittlich ab. Anlagen in Hartwährungen dagegen legten dank der Abflachung der Renditekurve von US-Staatsanleihen etwas zu.

Die Gesundung der Weltwirtschaft schreitet voran, und die Gefahr durch COVID-19 scheint in vielen Ländern mit hohen Impfquoten zurückzugehen – wobei in manchen Schwellenländern zugegebenermaßen noch einiges zu tun bleibt. Könnten wir jetzt an einem Wendepunkt für die Anlageklasse stehen? Wir möchten die Risiken aufgrund der vergleichsweise langsameren Impfkampagnen in den Schwellenländern nicht herunterspielen. Doch wir sehen mehrere Gründe für Optimismus für die Anlageklasse.

Anleihen aus Schwellenländern: Gründe für Optimismus für den weiteren Jahresverlauf 2021

Das **Wirtschaftswachstum** in den Schwellenländern hat sich erholt und bleibt sehr robust. Das zeigen die jüngsten Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF): Sie sagen ein Wachstum von 6,3 % in diesem Jahr und 5,2 % im Jahr 2022 voraus.¹ Interessanterweise geht der IWF jetzt von etwas ausgewogeneren Wachstumsaussichten in den verschiedenen Schwellenländern aus. So hat er die Prognosen für Asien im Juli leicht nach unten korrigiert, von einem sehr hohen Niveau im April aus. Das lag vor allem an den Auswirkungen der jüngsten COVID-19-Entwicklung in Indien. Für andere Regionen – besonders für Lateinamerika – hat der IWF seine Wachstumserwartungen dagegen erhöht. Die jüngsten Impfdaten scheinen diesen Ausblick zu stützen (siehe Abbildung 2): Die Impfquoten in großen Teilen Lateinamerikas haben sich im Vergleich zu Teilen Asiens rasch verbessert.² Je höher die Impfquoten werden und je besser die Länder mit dem Virus zu leben lernen, desto unwahrscheinlicher sind unserer Meinung nach weitere virusbedingte Wachstumsschocks.

Abbildung 2. Anteil der Bevölkerung, der mindestens eine Dosis des COVID-19-Impfstoffs erhalten hat

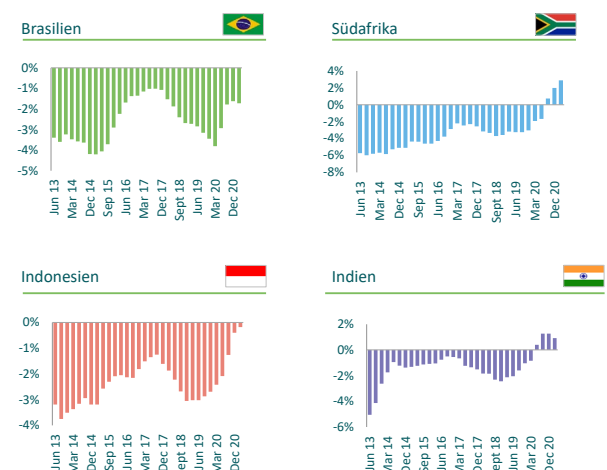


Quelle: Ourworldindata.org

Die COVID-19-Krise führte zu globalen Ungleichgewichten auf der Nachfrage- und Angebotsseite. In vielen Schwellenländern **verbesserte sich dadurch die Leistungsbilanz**. In einigen erreichte sie den besten Stand seit vielen Jahren (siehe Abbildung 3).

Gesunde Leistungsbilanzsalden verringern die Abhängigkeit der Schwellenländer von ausländischen Kapitalzuflüssen und von weiteren Volatilitätsschüben der Märkte. Dies sollte unserer Meinung nach die Währungen der Schwellenländer unterstützen.

Abbildung 3. Leistungsbilanzdynamik in ausgewählten Schwellenländern



Quelle: M&G, Bloomberg, März 2021 (letzte verfügbare Daten).

Die **Währungen der Schwellenländer** sind (gemessen an der Währungskomponente des GBI EM Global Diversified-Index von JP Morgan) von Anfang Januar bis zum 18. August 2021 um mehr als 3 % gefallen. Damit erscheinen

¹ Weltwirtschaftsausblick des IWF (Aktualisierung vom Juli 2021).

² Quelle: ourworldindata.org.

sie uns unterbewertet. Nach der globalen Finanzkrise 2007-2009 kam es zu starken und anhaltenden Zuflüssen in Anleihen aus Schwellenländern. Dadurch gewannen viele der lokalen Währungen an Wert, während der US-Dollar historische Tiefststände markierte. Dieses Mal fielen die Zuflüsse in die Währungen der Schwellenländer geringer aus. Zudem hat der US-Dollar nach den Höchstständen während der Pandemie zwar abgewertet; er ist aber immer noch deutlich teurer als in den Jahren 2011-2014. Unserer Einschätzung nach könnten die Währungen der Schwellenländer für Anleger mittelfristig Chancen bieten.

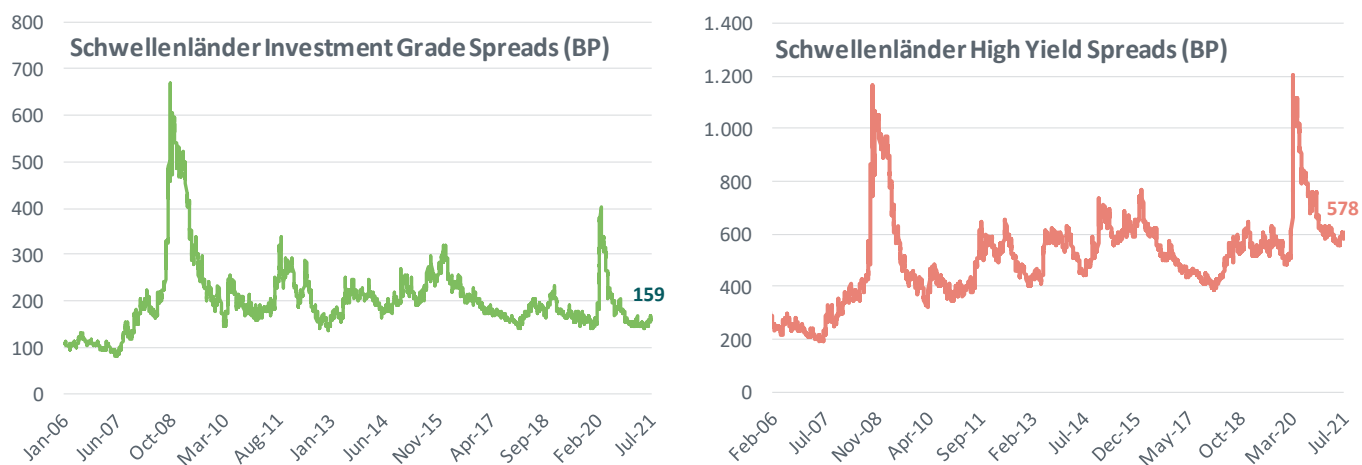
In den USA wird bereits über eine **Verschärfung der Geldpolitik** gesprochen. Wir gehen jedoch davon aus, dass die US-Notenbank Fed auch in Zukunft unterstützend agieren wird („akkommodierend“). Das gilt umso mehr, als sich die Entscheidungsträger zu einem „durchschnittlichen Inflationsziel“ bekannt haben. Viele Zentralbanken der aufstrebenden Volkswirtschaften haben einer Zinsentscheidung der Fed schon vorgegriffen: Sechs ihrer 15 größten Zentralbanken haben in diesem Jahr bereits mindestens eine Zinserhöhung vorgenommen. Allein im Juni gab es die meisten Zinserhöhungen seit 2011: in Brasilien, Tschechien, Ungarn, Mexiko und Russland. Dies trägt dazu bei, das Inflationsrisiko zu verringern und die Währungen für ausländische Investoren attraktiver zu machen.

Nach dem Ende der Lockdowns und der Erholung der Rohstoffmärkte hat sich der Preisauftrieb in den Schwellenländern in den letzten Quartalen beschleunigt. Unserer Ansicht nach **dürfte sich die Inflation in den Schwellenländern jedoch weiterhin in Grenzen halten**.

Die Kapazitätsreserven in vielen Volkswirtschaften sind weiterhin groß. Sie sollten unserer Meinung nach Produktionslücken flexibel schließen können, sogar bis weit ins Jahr 2022 hinein. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben in den letzten zehn Jahren an Glaubwürdigkeit gewonnen. Viele von ihnen haben bereits ihre Bereitschaft zu Zinserhöhungen bekundet, was unsere Einschätzung stützt. Ein Großteil des jüngst zu beobachtenden Preisauftriebs in den Schwellenländern scheint vorübergehender Natur zu sein. Den Grund dafür sehen wir eher in kurzfristig wirksamen Faktoren, Angebotsengpässen und statistischen Basiseffekten. Wir glauben, dass sich dies langfristig ausgleichen wird. Die jüngsten Daten von JP Morgan deuten daraufhin, dass der Preisauftrieb bei den Lebensmitteln bereits wieder nachzulassen beginnt.

Die Weltwirtschaft hat in den letzten 18 Monaten einen Schock erlitten. Dennoch weisen die Unternehmen der Schwellenländer unserer Einschätzung nach derzeit **relativ gesunde Kreditkennzahlen** auf. Jüngsten Analysen zufolge hat sich der Nettoverschuldungsgrad der dortigen Unternehmen im Jahr 2020 nur geringfügig verschlechtert. Er ist zudem immer noch deutlich niedriger als bei Unternehmen in den Industrieländern.³ Einen interessanten Anhaltspunkt liefert die gleiche Quelle auch für den „Deckungsgrad“. Dieser Wert zeigt an, wie leicht ein Unternehmen Zinszahlungen aus seinem Cashflow leisten kann. Der Deckungsgrad ist bei Schwellenländer-Unternehmen mit Hochzinsanleihen zum ersten Mal seit 2013 höher als bei vergleichbaren Firmen aus den USA. Vor diesem Hintergrund erwarten wir bei hochverzinsten Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern für das Jahr 2021 relativ niedrige

Abbildung 4. Kreditspreads von Schwellenländern in Hartwährung - Investment Grade vs. High Yield



Quelle: JP Morgan Indizes, 31. Juli 2021

³ Analyse aus dem EM Corporate 2021 Midyear Outlook von JP Morgan.

Ausfallraten – ca. 2 % bis 3 %. Dies sollte für Anleger interessant sein, die sich über die mögliche Volatilität und Zinssensitivität der Anleihemärkte der Schwellenländer Gedanken machen.

Die **Kreditaufschläge** von Anleihen aus Schwellenländern haben sich kräftig erholt. Im Investment-Grade-Bereich haben sie fast wieder das Niveau von vor der Pandemie erreicht – sowohl bei Staats- als auch bei Unternehmensanleihen. Allerdings müssen die meisten Länder jetzt eine höhere Schuldenlast tragen als vor der Pandemie. Das schwächt insgesamt den Wert von Staatsanleihen mit Investment-Grade-Rating. Unserer Ansicht nach spiegeln die Spreads diese Belastung nicht mehr wider (siehe Abbildung 4, linke Seite). Ausgewählte hochverzinsliche Staatsanleihen halten wir dagegen weiterhin für attraktiv bewertet (siehe Abbildung 4, rechte Seite).

Im Juli genehmigte der IWF eine Zuteilung von **Sonderziehungsrechten (SZR)** im Wert von 650 Milliarden US-Dollar. Das soll von der Pandemie betroffene Volkswirtschaften voranbringen. Die Schwellenländer erhalten insgesamt 275 Mrd. US-Dollar. Dies ist die größte SZR-Zuteilung in der Geschichte des IWF; die letzte gab es während der globalen Finanzkrise im Jahr 2009. Wir halten dies für einen positiven Schritt, der die Finanzen einiger Länder in höchst willkommener Weise stärken wird. Für Investoren sollte dies die Anlagechancen in Staatsanleihen aus Schwellenländern und Frontier-Märkten verbessern.

Zusammenfassung

Wir gehen davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern weiter verstärken wird.

Begünstigt wird dies durch die fortschreitenden Impfkampagnen. Diese sollten zu verbesserten Fundamentaldaten von Staats- und Unternehmensemitteln beitragen. Gleichzeitig dürften die Produktionsengpässe in vielen Schwellenländern die Inflation unter Kontrolle halten. Zugleich sollten die gesunden Leistungsbilanzen die möglichen Auswirkungen von reduzierten Anleihekäufen der Fed („Tapering“) abmildern. Die Risiken des laufenden Kampfes gegen COVID-19 – einschließlich noch nicht entdeckter Varianten – wollen wir keinesfalls herunterspielen. Doch angesichts der oben genannten Faktoren sehen wir der Entwicklung der Anlageklasse im weiteren Jahresverlauf 2021 optimistisch entgegen. Dabei sind allerdings die Unterschiede beim Tempo der Impfkampagnen und Wiedereröffnungen zu berücksichtigen. Dies könnte zu einem zunehmend differenzierten makroökonomischen Bild in den Schwellenländern führen. Wir halten es daher für entscheidend, dass Investoren in der Anlageklasse weiterhin einen flexiblen, aktiven Ansatz verfolgen.

Anlagen in Anleihen werden durch Zinssätze, Inflation und Kreditratings beeinflusst. Es ist möglich, dass Anleiheemittenten keine Zinszahlungen leisten oder das Kapital nicht zurückzahlen. Alle diese Ereignisse können den Wert der vom Fonds gehaltenen Anleihen verringern.

Die Anlage in Schwellenmärkten ist mit einem größeren Verlustrisiko verbunden, unter anderem aufgrund höherer politischer, steuerlicher und wirtschaftlicher Risiken, Wechselkursrisiken und aufsichtsrechtlicher Risiken. Es kann Probleme beim Kauf, Verkauf, der Verwahrung oder Bewertung von Anlagen in diesen Ländern geben.