



Mehrwertchancen mit Lokalwährungsanleihen.



Kirstie Spence
Portfoliomanagerin
London
23 Jahre Investmenterfahrung
(Stand 31. Dezember 2017)

Ist jetzt ein guter Zeitpunkt für Emerging-Market-Anleihen?

Die Zeiten sind vorbei, in denen man Emerging-Market-Anleihen einfach nur kaufte oder verkaufte. Der Markt hat sich entwickelt. Heute kann man ein Portfolio zusammenstellen, das auf verschiedene weltweite Entwicklungen, aber auch auf binnengesetzliche oder einzelwertspezifische Faktoren angemessen reagiert. Bei der Capital Group stehen uns so viele Märkte zur Verfügung, dass wir letztlich jede beliebige Makroeinschätzung umsetzen und das Portfolio entsprechend positionieren können. Es gibt Zeiten, in denen die Korrelationen zwischen den einzelnen Märkten hoch sind und man kaum noch Unterschiede sieht. Meist können wir aber differenzieren - zwischen Ländern mit fundamentalen Problemen und solchen, die bei einem Ausverkauf nur mitgezogen werden.

Wo sehen Sie an den Emerging Markets Mehrwertchancen?

Die gute Weltwirtschaft - stabiles Wachstum bei niedriger Inflation - und bessere Fundamentaldaten haben Emerging-Market-Anleihen in den letzten zwei Jahren genutzt. US-dollardenominierte Titel scheinen jetzt zwar ein wenig teuer, doch bei Lokalwährungsanleihen sehen wir aus mehreren Gründen noch Chancen.

Da ist zum einen die Zinsdifferenz: In manchen Industrieländern sind die Renditen noch immer negativ. In den Emerging Markets sind aber 5% bis 6% üblich.

Zum anderen ist die Geldpolitik in den Industrieländern noch immer verzerrt. In den Emerging Markets sehen die Zinsstrukturkurven aber so aus, wie man es gewohnt ist - meist mit positiver Steigung und Realrenditen über null. Die Geldpolitik ist dabei durchaus vorausschauend; die Notenbanken wollen die Inflation senken oder kontrollieren. Schließlich sind einige Emerging-Market-Währungen so niedrig bewertet wie seit mehreren Jahren nicht mehr, und allein das macht sie schon attraktiv. Unser Modell für den fundamentalen Gleichgewichtswechselkurs, das sogenannte FEVER-Modell, zeigt, dass die meisten Emerging-Market-Währungen weitgehend fair oder sogar leicht unterbewertet sind.

Wie sind Sie in Lokalwährungsanleihen positioniert?

Noch vor nicht allzulanger Zeit hatten wir bei Lokalwährungsanleihen auf eine lange Duration gesetzt, weil die Zinsstrukturkurven eine recht starke positive Steigung hatten. Grundsätzlich gilt das noch immer, aber es gibt auch zwei neue Entwicklungen: In vielen Ländern - Mexiko ist ein gutes

Beispiel – sind die Zinsstrukturkurven 2017 wesentlich flacher geworden. Daher haben wir das Durationsrisiko etwas verringert, insbesondere auch wegen des Ausverkaufs der Währung. An vielen neuen Märkten haben sich unterdessen gerade erst die Renditenniveaus etabliert, nicht selten nach Währungsabwertungen. Dies war etwa in einigen afrikanischen Ländern der Fall. Alles in allem hüte ich mich hier vor einer zu langen Duration, da die Zinsstrukturkurven flach oder gar invertiert sind.

Was halten Sie zurzeit von dollardominierten Anleihen?

Für US-Dollar-Anleihen aus den Emerging Markets bin ich weniger optimistisch. Nach zahlreichen Herabstufungen sind die Titel des EMBIGD1 keine Investmentgrade-Assetklasse mehr. Insbesondere die Kreditqualität größerer Investmentgrade-Emittenten dürfte sich weiter verschlechtern. Und doch sind die Spreads von Fremdwährungsanleihen auf ihren Nachkrisendurchschnitt zurückgegangen.

Dennoch gibt es noch einzelne günstig bewertete Titel – insbesondere im Nahen Osten, etwa aus dem Irak und aus Bahrain. Hier werden neue Anleihen begeben, und im Fünfjahressegment lässt sich durchaus ein ordentlicher Zinsaufschlag verbuchen. Man ist also nicht gezwungen, neben Kreditrisiken auch Durationsrisiken einzugehen.

Bei Dollaranleihen finde ich einen "Barbell-Ansatz"² interessant. So kann ich bei kürzeren Laufzeiten höhere Spreadrisiken eingehen und zugleich bei möglicherweise sichereren Titeln (etwa aus Mexiko) auf eine höhere Duration setzen.

Wie schätzen Sie die Risiken der Assetklasse ein?

Anfang 2017 und ganz sicher 2016 gab es meiner Ansicht nach eine Reihe wichtiger Extremrisiken, etwa den Brexit, die Wahlen in Frankreich, die

chinesische Konjunktur, die Politik von Präsident Trump und die Art und Weise, wie die Fed die amerikanische Geldpolitik gestrafft hat. All dies hatte Auswirkungen auf die Emerging Markets – weniger aufgrund seiner fundamentalen Relevanz, sondern weil die Märkte Unsicherheit generell nicht mögen. Fast alle diese Unsicherheiten haben sich aber jetzt verflüchtigt. Die Risiken durch Wahlen – beispielsweise in den USA, Großbritannien, Frankreich, Deutschland und Argentinien – sind weitgehend verschwunden. Die Fed hat sehr klar gesagt, welche Geldpolitik sie anstrebt (was in den Kursen weitgehend berücksichtigt ist), und die chinesische Konjunktur scheint ausreichend stimuliert worden zu sein, damit die Wirtschaft weiter moderat wächst. Die Extremrisiken haben sich meist nicht bewährheit, und das Makroumfeld ist wirklich gut. Jetzt haben wir es eher mit länderspezifischen und binnengesetzlichen Risiken zu tun.

Noch immer sind viele Emerging Markets hoch verschuldet. Halten Sie das für ein Risiko?

Im Großen und Ganzen steigt die Verschuldung der Schwellenländer mit zunehmendem Entwicklungsstand. Wenn Volkswirtschaften strukturelle Fortschritte machen, nehmen meist die Schulden zu, weil mehr Kredite aufgenommen werden. Zu einem Problem wird das erst, wenn ein bestimmter Grenzwert überschritten wird. In den Industrieländern lag die kritische Schwelle meist bei etwa 100% des Bruttoinlandsprodukts, aber die Emerging Markets sind noch weit davon entfernt. Schulden können aber zu einem Problem werden, wenn sie kurzfristig, in Fremdwährungen denomiiniert oder in bestimmten Teilen der Wirtschaft konzentriert sind. Gestiegen sind aber nicht nur die Schulden der Schwellenländer, sondern auch ihre Laufzeiten. In einigen Ländern ging die Auslandsverschuldung zugunsten von Inlandsschulden zurück, und nicht selten kam es zu einer stärkeren Streuung der Gläubigerländer

1 JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBIGD).

2 Eine "Barbell" ist eine Anlagestrategie vorwiegend für Anleihen, bei der die Hälfte des Portfolios aus lang laufenden und die andere Hälfte aus sehr kurz laufenden Anleihen besteht. Der Begriff leitet sich daraus ab, dass die Anlagestrategie wie eine Hantel aussieht (englisch: barbell), mit Gewichten an beiden Enden und nichts dazwischen.

und der Wirtschaftsbereiche, die das Fremdkapital aufnehmen (wie Haushalte und Unternehmen). So richtig es ist, die Gesamtverschuldung im Blick zu behalten, so unwahrscheinlich ist meiner Ansicht nach in nächster Zeit eine Finanzkrise.

Wie gehen Sie mit Ausverkäufen am Markt und möglichen Dominoeffekten um?

Heute gibt es nicht mehr die ausgeprägten Dominoeffekte von früher, die zur Tequilakrise 1994, zur Russlandkrise 1998 oder zum Zahlungsausfall Argentiniens im Jahr 2001 führten. All dies hatte mit festen Wechselkursen zu tun. Als die Währungen dann endlich abwerteten, kam es quasi über Nacht zu massiven Schuldenkrisen. In diesem Monat kam es in Venezuela zu einem Zahlungsausfall, der kaum auf andere Länder übergriff.

Noch immer passiert es aber, dass Stimmungskrisen auf andere Länder übergreifen, etwa beim Taper Tantrum im Jahr 2013. Viele Investoren

positionieren sich dann passend zur erwarteten Notenbankpolitik. Ich halte es hingegen für sinnvoller, mögliche geldpolitische Szenarien zu betrachten und dann zu berechnen, wie sich mein Portfolio jeweils entwickelt. Mein Ziel ist ein Portfolio, das sich bei unterschiedlichen Entwicklungen recht stabil hält.

Weil die Capital Group eine längerfristige Perspektive einnehmen kann, können wir volatile Marktphasen recht gut überstehen. Mit unserer ausgeprägten Researchkompetenz wollen wir Anleihen identifizieren, die sich bei nachlassender Volatilität wieder erholen. Beim Taper Tantrum habe ich jedes einzelne Land betrachtet, um mir ein Bild davon zu machen, ob es seine Schulden zurückzahlen kann, ein Inflationsschock in Sicht ist, der die inländischen Renditen stark beeinflussen kann, und ob inländische oder ausländische Investoren die Reißleine ziehen würden.

Lokalwährungen: Unsere Überzeugungen

Strategische Langfristpositionen



Indien: Aus drei Gründen ist Indien eine wichtige strategische Langfristposition. Erstens bieten indische Anleihen das, was man von traditionellen Emerging-Market-Anleihen kennt: attraktive nominale und reale Renditen bei einer fallenden Inflation und einer fair bewerteten Währung. Zweitens finden im Land Strukturreformen statt, unter anderem die gerade bekannt gegebene Rekapitalisierung der Banken. Daher kam es zu starken Kapitalzuflüssen aus dem Ausland. Schließlich ist Indien mit anderen Schwellenländermärkten eher weniger korreliert. Als es im Oktober 2017 an vielen Lokalwährungsanleihenmärkten zu einem Ausverkauf kam (zum Beispiel Türkei und Mexiko), hielt sich Indien recht gut.



Mexiko: Trotz mancher Unsicherheit wegen der bevorstehenden Wahlen halte ich mexikanische Anleihen für fundamental unterbewertet. Sie dürften sich daher auf Zweijahressicht gut entwickeln.



Russland: Russland ist ein Musterbeispiel für die Bedeutung der Inlandszinsen. Die Notenbank legt großen Wert darauf, die Inflation zu senken, und die Realzinsentwicklung ist attraktiv. Außerdem geht das russische Wirtschaftswachstum zurück, was gut für Lokalwährungsanleihen sein dürfte.

Kernpositionen, die aber genau beobachtet werden müssen



Brasilien: Ich bin nicht davon überzeugt, dass die wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen Brasiliens am Markt ausreichend wahrgenommen werden. Dies gilt insbesondere für die Fähigkeit der Regierung, die Rentenreform durchzusetzen. Dennoch bleiben brasilianische Anleihen und der Real attraktiv bewertet, insbesondere im Vergleich zu anderen Ländern.



Südafrika: Die Regierung scheint sich nicht genügend um eine ordentliche Fiskalpolitik zu bemühen. Dennoch ist die Rendite attraktiv, denn der Markt ist recht hoch entwickelt. Die Institutionen sind alles in allem stabil, und die Probleme des Landes sind wohlbekannt. Wir haben deshalb die Duration in Südafrika erhöht, als die Zinsstrukturkurve 2017 steiler wurde.



Türkei: In der Türkei gibt es zurzeit eine Reihe wirtschaftlicher und politischer Probleme. Dazu zählen die beständig hohe Inflation, die Verschlechterung der Staatsfinanzen sowie internationale Spannungen. Doch all diese Schwierigkeiten sind wohlbekannt und in den Anleihenkursen sowie dem Wechselkurs der Lira weitgehend enthalten.

Neue Märkte

In letzter Zeit haben viele Länder erstmals Lokalwährungsanleihen begeben. Oft haben sie ordentliche Fundamentaldaten, und die Renditen liegen über denen der etablierteren Emittenten. Sobald die Investoren diese neuen Märkte entdecken, ist ihre Performance oft sehr gut - was nicht selten zu einer Herausforderung wird. Beispielsweise empfahl unser Ägypten-Analyst das Land, nachdem die Notenbank eine große Währungsabwertung bekannt gegeben und den Wechselkurs freigegeben hatte. In der Theorie dürfte eine schwächere Währung dem Export nutzen und ausländische Direktinvestitionen begünstigen. Da wir einer der ersten ausländischen Investoren waren, wollten wir die Lage prüfen und sicher sein, dass wir bei Bedarf eine Ausstiegsstrategie haben. Wir kauften daher zunächst sehr kurz laufende ägyptische Staatstitel, mit etwa drei bis vier Wochen Laufzeit. Schritt für Schritt, als unser Vertrauen wuchs, steigerten wir die Laufzeit auf ein Jahr. Wenn Ägypten weitere Fortschritte macht, dürfte es mehr Titel in lokaler Währung geben. Die Zinsstrukturkurve dürfte sich dann vervollständigen, sodass wir unsere Positionen schrittweise ausbauen können.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

- Diese Präsentation ist keine Investmentberatung oder persönliche Empfehlung.
- Wert und Ertrag von Anlagen können schwanken, sodass Anleger ihr investiertes Kapital möglicherweise nicht oder nicht vollständig zurück erhalten.
- Die Ergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf künftige Ergebnisse.
- Wenn Ihre Anlage währung gegenüber der Währung aufwertet, in der die Anlagen des Fonds denomi niert sind, verliert Ihre Anlage an Wert.
- Je nach Strategie können Risiken bei Investitionen in Emerging Markets und/oder High-Yield-Anleihen auftreten. Emerging-Market-Anlagen sind volatil und ggf. auch illiquide.

Dieses Dokument wurde von Capital International Limited, einem von der UK Financial Conduct Authority genehmigten und regulierten Unternehmen, erstellt. Capital International Limited ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Das Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren und bildet keine Grundlage für Privatanleger. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Quellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

Für Deutschland: Capital International Limited unterliegt in Deutschland über seine Niederlassung der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. © 2018 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-317260 STR DE (DE AT)