



Kirstie Spence

Portfoliomanagerin
London

Emerging-Market-Anleihen drei Monate nach dem Tiefpunkt

Im Überblick

- Viele Arten von Emerging-Market-Anleihen halten wir noch immer für attraktiv bewertet – absolut sowie im Vergleich zu anderen Marktsegmenten.
- Den Emerging Markets droht wohl keine große Schuldenkrise, zumindest nicht in den nächsten Jahren.
- Weil risikoärmere Anleihen immer teurer werden, dürfte sehr viel Liquidität in den Markt strömen. Gut für die Schwellenländer wäre auch eine Erholung der Weltkonjunktur.

Welche Folgen hat COVID-19 für die Emerging Markets?

In den meisten Ländern der Erde hat sich das Virus schnell verbreitet, auch in den Emerging Markets. Wie viele Menschen infiziert sind, wird man wahrscheinlich nie erfahren, da Tests in den Schwellenländern schwieriger sind als in den Industrieländern. Fest steht aber, dass sich in den Emerging Markets die Bereitschaft zu einem völligen Lockdown in Grenzen hält, zumal er sich hier auch nur schwer umsetzen und kontrollieren lässt. Die Regierungen der Schwellenländer müssen zwischen den sozialen und wirtschaftlichen Kosten der Pandemiebekämpfung und den gesundheitlichen Folgen von COVID-19 abwägen.

Dies dürfte vor allem zwei Konsequenzen haben. Erstens werden pandemiebedingte Rezessionen in den Schwellenländern wohl weniger stark sein als in den Industrieländern. Am stärksten sind die Rezessionen in den Ländern mit den strengsten und längsten Lockdowns, vor allem, wenn sie zu spät umgesetzt wurden. Der zweite Punkt ist spekulativer. Vielleicht finden die Schwellenländer einen Weg, besser mit dem Virus zu leben, aber sie dürften es kaum unter Kontrolle bringen. Wenn Herdenimmunität die Lösung ist und die Sterblichkeit von COVID-19 in den allermeisten Emerging Markets niedriger ist als bislang angenommen, könnte man mit dem Virus leben, bis es einen Impfstoff gibt. So hält man es auch mit anderen Infektionskrankheiten, die hier oft zum Alltag gehören. Wenn man das akzeptiert, wird die Rezession weniger tief.

Heißt das, dass den Emerging Markets keine schweren Rezessionen drohen?

Nicht unbedingt. Die Kosten der versuchten Lockdowns, der Stillstand des Welthandels und der Mangel an Investitionen verursachen hohe Kosten und haben unmittelbare Auswirkungen auf die Emerging Markets. Vergleichsweise gut dürften sich Länder mit weniger offenen Volkswirtschaften halten, da sie nicht so abhängig von der Weltkonjunktur sind. Sehr häufig handelt es sich dabei ausgerechnet um ärmere Länder, sogenannte Frontiermärkte.

Eine wichtige Rolle wird die Konjunkturerholung spielen. In unserem Negativszenario sind die Rezessionen in den Schwellenländern tiefer und länger als bislang vermutet, sodass das Potenzialwachstum nachlassen könnte. Das kann passieren, wenn der private Sektor weniger investiert, das Humankapital Schaden nimmt – durch steigende Arbeitslosigkeit – und der Welthandel schrumpft. All dies würde die Produktivität dämpfen. Auch könnte die Deglobalisierung an Fahrt gewinnen, die schon vor der Pandemie eingesetzt hatte.

Die meisten Schwellenländer haben geld- und fiskalpolitische Programme aufgelegt, die zweifellos das Wachstum fördern, auch wenn die steigenden Schulden bisweilen Sorgen machen. Im Positivszenario würden die Schwellenländer ihre Konjunkturprogramme auf Infrastruktur und langfristige Projekte ausrichten, was den oft dringend nötigen Wachstumsschub auslösen würde. In „normaleren“ Zeiten werden nur mit großer Zurückhaltung neue Schulden aufgenommen, zumal der Internationale Währungsfonds (IWF) eine strenge Haushaltsdisziplin vorschreibt und dies auch von den Märkten geschätzt wird. Jetzt aber haben viele Emerging Markets die Chance, lange überfällige große Infrastrukturprojekte voranzutreiben.

Die Frontiermärkte sind in den letzten zehn Jahren stark gewachsen, die übrigen Emerging Markets aber wohl nicht. Was sind die Gründe, und was bedeutet die derzeitige Lage für die Wachstumsaussichten der Schwellenländer?

Meiner Ansicht nach gibt es für den Wachstumsunterschied vor allem zwei Gründe: Zunächst einmal ist es meist leichter, von einem Land mit niedrigem zu einem Land mit mittlerem Einkommen aufzusteigen, als von einem Land mit mittlerem Einkommen zu einem mit hohem. Ein mittleres Einkommen erreichen Länder meist recht schnell, sobald sie einige Grundregeln beachten und beispielsweise die Steuereinnahmen steigern, für Preisstabilität sorgen und durch wirtschaftliche Stabilität attraktiv für ausländische Direktinvestitionen werden.

Der Aufstieg zu einem „reichen“ Land ist aber eine sehr viel größere Herausforderung. Nötig sind umfassende Strukturreformen, die oft Jahre brauchen und deren Nutzen sich häufig noch sehr viel später zeigt. Das Bildungssystem muss reformiert werden, die Arbeitsproduktivität muss steigen, und man muss in die Infrastruktur investieren. All dies erfordert Visionen und ein sehr viel langfristigeres Denken, als es die kurzen Amtszeiten der Regierungen in den meisten demokratisch geführten Schwellenländern zulassen. Autokraten haben zwar mehr Zeit, doch kann hier die politische Stabilität ein Problem sein. In vielen größeren Schwellenländern – Mexiko, Brasilien, Südafrika, Russland und der Türkei – war dies in den letzten zehn Jahren der Fall, sodass die Wirtschaft nur schwach wuchs. In vielen Ländern schien es sogar Rückschläge zu geben.

Der zweite Punkt ist das Wachstum der Industrieländer. Wenn ein Land ein mittleres Einkommensniveau erreicht, ist es fast zwangsläufig stärker in die

Weltwirtschaft integriert. Sein Schicksal hängt daher stärker von internationalen Entwicklungen ab. In den letzten zehn Jahren befand sich aber ein Großteil der Industrieländer in einem Tief, mit hohen Schulden und Austeritätsprogrammen. Vielen Frontiermärkten kam unterdessen das Wachstum Chinas zugute.

Hier sehe ich aber Licht am Ende des Tunnels: Ich glaube nicht, dass die Industrieländer diesmal wieder auf Austerität setzen, um ihre hohen Schulden abzubauen. Dafür fehlt es schlicht an politischem Willen. Zumindest vorübergehend dürften die Industrieländer versuchen, die Krise mit hohen Ausgaben zu bekämpfen. Sowohl die Fed als auch die Europäische Zentralbank (EZB) haben gezeigt, dass sie alles Nötige tun, um für Liquidität und lockerere Finanzbedingungen zu sorgen. Auch die Fiskalprogramme der meisten Industrieländer sind groß und umfassend. Aus meiner Sicht reagiert man jetzt ganz anders als nach der internationalen Finanzkrise. Für die Wachstumsperspektiven der Schwellenländer scheint mir dies erheblich wichtiger zu sein als das, was in den Ländern selbst getan wird. Das große Fragezeichen aber ist China. Ich bin mir allerdings recht sicher, dass man dem Beispiel anderer Länder folgt und das Wachstum fördert.

Alles in allem rechne ich damit, dass die Konjunktur der Schwellenländer umfassend gestützt wird - durch Maßnahmen der Länder selbst, aber auch durch die Maßnahmen anderer Länder. Das ist wichtig. Ohne Wachstum könnte die Verschuldung vielleicht schon in fünf Jahren nicht mehr nachhaltig sein. Wie auch immer: Die nächsten Jahre sind nicht das Problem. Die Emerging Markets brauchen Wachstum, wenn sie ein weiteres verlorenes Jahrzehnt vermeiden wollen. So seltsam es klingt, durch diese Krise haben die Emerging Markets vielleicht die Chance, endlich zu wachsen.

Viele Emerging Markets scheinen es den Industrieländern gleichzutun und Liquidität bereitzustellen, die Zinsen zu senken und selbst Quantitative Easing zu betreiben. Was bedeutet das für die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen? Droht eine neue Schuldenkrise?

Viele Emerging-Market-Länder haben es den Industrieländern gleichgetan und die Geldpolitik gelockert. Das Risiko eines starken und schließlich nicht mehr nachhaltigen Schuldenanstiegs ist daher nicht von der Hand zu weisen. Zweifellos wird es in einigen Länder zu einer Schuldenkrise kommen. Zurzeit gibt es in fünf Emerging Markets Zahlungsausfälle, was sehr viel ist. Diese Länder restrukturieren gerade ihre Schulden oder werden dies bald tun. Interessant ist aber, dass in vier dieser Länder bereits vor der Krise eine Restrukturierung absehbar war - im Libanon, Argentinien, Sambia und Venezuela. Nur in Ecuador ist COVID-19 der Grund für den Zahlungsausfall.

Einige Länder waren schon vor der Krise hoch verschuldet und leiden jetzt unter den Folgen der Pandemie. Dazu zählen auch Länder, die stark in den Welthandel eingebunden sind oder vom Tourismus oder Rohstoffexporten leben. Ein Beispiel für ein stark vom Fremdenverkehr abhängiges Land ist Sri Lanka. Und dann gibt es noch Länder wie Brasilien, deren Auslandsschulden gerade noch tragbar scheinen, die aber im Inland verschuldet sind und deren Inlandsschulden aufgrund der Maßnahmen gegen die Krise noch weiter steigen.

So oder so: Es werden aber nicht alle Emerging Markets in die Krise stürzen, und es ist auch nicht davon auszugehen, dass die gesamte Assetklasse aufgrund der Neuverschuldung der letzten Jahre implodiert.

Warum, glauben Sie werden die meisten Schwellenländer mit steigenden Schulden zuretkommen?

Ich sehe vor allem drei Gründe. Erstens: Zwar ist das Emissionsvolumen in den letzten zehn Jahren insgesamt stark gestiegen, doch liegt dies vor allem daran, dass jetzt immer mehr Länder und Unternehmen Anleihen begeben. Es ist also nicht so, dass sich einzelne Länder jetzt wesentlich stärker verschulden als früher, von China einmal abgesehen. Möglich wurde dies durch das Quantitative Easing der Industrieländer und die Jagd nach Rendite. Viele neue Emittenten haben eine recht niedrige Schuldenstandsquote von höchstens 50% des BIP. Manchmal ist die Quote aber zu hoch, doch liegt das meist an zu hohen Inlandsschulden. Die Notenbank kann Inlandsschulden übernehmen, man kann die Inflation forcieren und fällige Titel leichter durch neue ersetzen. Dennoch nimmt auch bei steigenden Inlandsschulden der Zinsaufwand zu. Die Zinsstrukturkurve verschiebt sich, die Währung wertet ab und es werden oft mehr Kurzfristtitel begeben. Das alles verursacht hohe wirtschaftliche Kosten, ist aber etwas anderes als die Nichtbedienung von Auslandsschulden. Bei Lokalwährungsanleihen sind Zahlungsausfälle höchst selten.

Zweitens hat man sich infolge der Pandemie zu vielerlei Liquiditätsmaßnahmen entschlossen. Der IWF vergibt Notkredite und stockt vorhandene Kreditlinien auf, die G20 gewähren Schuldenerleichterungen, und die Fed führt neue Dollar-Swaplinien ein, um nur einige Beispiele zu nennen. An den Märkten schöpfte man daher Vertrauen und rechnete mit besser koordinierten Hilfen für die Schwellenländer, falls nötig. Offensichtlich sind die Industrieländer zu allem bereit, um eine weltweite Depression zu verhindern - wovon viele Emerging Markets profitieren. Darüber hinaus kann den Schwellenländern durch bilaterale Maßnahmen geholfen werden. Sie bekommen Geld für ihre Loyalität und bisweilen auch dafür, dass sie den Industrieländern Förderrechte gewähren.

Schließlich ist auch der Marktzugang wichtig. Die Sorge, dass den Schwellenländern die Märkte verschlossen bleiben, dürfte vorbei sein. Wenn Länder im Inland wie im Ausland Anleihen begeben können, die Risikoprämien angemessen sind und es Anreize gibt, an einem weiteren Rückgang zu arbeiten, droht keine Schuldenkrise. Anfang April war das noch nicht sicher. Jetzt hat sich viel verbessert. Die Märkte öffnen wieder und funktionieren - noch nicht für alle und vielleicht auch mit einigen durchaus gesunden Kursschwankungen. Aber immerhin werden Anleihen emittiert, bewertet und gehandelt, und die meisten Titel sind stabil. Weltweit gibt es reichlich Liquidität, was zu Mittelzuflüssen in die Assetklasse führt. Daran wird sich meiner Meinung nach auch nichts ändern. Ich glaube aber, dass die Risikoprämien der Emerging Markets auch weiterhin höher sein werden als die Risikoprämien von Titeln, die die Fed zur Stützung der Wirtschaft kauft.¹

Was bedeutet all dies jetzt für Emerging-Market-Anlagen?

Die Spreads US-dollardenominierte Titel sind seit dem Höchststand im März bislang nur um rund 50% zurückgegangen.² Ich halte sie gemessen an den Risiken für attraktiv. Aufgrund des Konjunkturausblicks rechne ich nicht mit einer vollständigen Erholung der Spreads. Ich glaube aber, dass die Jagd nach Rendite auch Anleihen zugutekommt, die die Fed nicht kauft - und damit auch

1. Die Fed hat erklärt, eine Reihe unterschiedlicher Wertpapiere zu kaufen, um die Wirtschaft zu stützen.

2. Hartwährungsanleihen gemessen am JPMorgan EMBI Global Diversified. Quelle: JPMorgan

Emerging-Market-Titeln. Sehr wahrscheinlich ist ein weiterer Spread-Rückgang, sodass die Anleihen schließlich etwa 25% günstiger bewertet sind als vor der Krise.

Bei Hartwährungsanleihen brachen höher verzinsliche Anleihen während des Ausverkaufs deutlich stärker ein als Investmentgrade-Titel und erholten sich danach auch weniger stark. Wegen des Ausblicks und der Art der Liquiditäts-hilfen halte ich dies für folgerichtig und setze daher auch in Zukunft auf beides: High Yield zur Diversifikation und wegen ihres Zinsvorsprungs, Investmentgrade-Titel wegen eines möglichen Spread-Rückgangs. Es wird aber auch Zeiten geben, in denen die Risikobereitschaft wieder abnimmt, und manchmal werden die Zinsen wichtiger sein als die Spreads. Ich meine, dass ein Portfolio dies abbilden sollte.

Emerging-Market-Anleihen, vor allem aus dem Energiesektor, sind stark von Rohstoffen abhängig. Weltweit war Öl eines der Assets, die sich bislang am wenigsten von ihrem Tief im März erholt haben.³ Wenn die Konjunkturprogramme allmählich wirken und die Pandemie nachlässt, rechne ich aber auch beim Öl mit einer Erholung.

Die Emerging-Market-Währungen haben deutlich abgewertet und seitdem etwa die Hälfte ihrer Verluste wieder wettgemacht. Die derzeitigen Wechselkurse erscheinen mir fair. Die Währungen müssen niedriger bewertet sein als vor der Krise, damit sie die Erholung nicht behindern. Ich würde nicht mit einer größeren Aufwertung rechnen, zumindest nicht kurzfristig, halte aber eine erneute starke Abwertung für unwahrscheinlich.

Die Anomalie sind die Renditen von Lokalwährungsanleihen. Meist sind sie heute auf dem niedrigsten Stand seit Jahresbeginn.⁴ Bei einigen Lokalwährungsanleihen kam es nicht zu einem ausgeprägten Ausverkauf, bei anderen hingegen schon, aber die haben sich dann stark erholt. Das ist logisch: Überall wurden die Leitzinsen deutlich gesenkt, was die Renditen ebenfalls fallen ließ. Interessant ist, dass die Zinsstrukturkurven der meisten Schwellenländer wesentlich steiler geworden sind, wegen der unsicheren Wirtschaftslage, der unklaren Inflationserwartungen und der niedrigeren Wechselkurse. Ich selbst setze deshalb gerne auf Langläufer in Ländern mit steilen Zinsstrukturkurven, allerdings ohne insgesamt übergewichtet zu sein – schließlich drohen Inflationsrisiken. Die Ausnahme sind asiatische Investmentgrade-Titel: In Asien können die Zinsen meiner Ansicht nach noch weiter fallen, da die Märkte eher den Industrieländermärkten gleichen.

3. WTI. Quelle: Bloomberg

4. JPMorgan GBI-EM Global Diversified. Quelle: JPMorgan

Kirstie Spence ist Anleihenportfoliomanagerin bei der Capital Group. Außerdem ist sie Mitglied des Fixed Income Management Committee. Spence hat 24 Jahre Investmenterfahrung und arbeitet seit Beginn ihrer Laufbahn bei der Capital Group. Zuerst war sie Analystin für Emerging-Market-Hartwährungsanleihen mit Schwerpunkt Europa, Naher Osten, Afrika und Lateinamerika. Außerdem analysierte sie Unternehmensanleihen aus dem Telekommunikationssektor. Sie kam als Teilnehmerin des Associates Program zum Unternehmen. Das Programm dauert zwei Jahre, in denen die Teilnehmer in unterschiedlichen Unternehmensbereichen tätig sind. Spence hat einen Master in Germanistik und Internationale Beziehungen von der University of St. Andrews (Schottland).

Alle Daten Stand 12. Juni 2020, falls nicht anders angegeben.

Die Aussagen einer bestimmten Person geben deren persönliche Einschätzung am Tag der Veröffentlichung wieder. Sie entspricht möglicherweise nicht der Meinung anderer Mitarbeiter der Capital Group oder ihrer Tochtergesellschaften. Die zur Verfügung gestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und stellen keine Beratung dar. Diese Angaben dienen nur der Information. Sie sind kein Angebot, keine Aufforderung und keine Empfehlung zum Kauf oder zum Verkauf der hier erwähnten Wertpapiere oder Anlageinstrumente.

Risikofaktoren, die vor einer Anlage zu beachten sind:

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

Dieses von der Capital International Management Company Sàrl (CIMC), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, herausgegebene Dokument dient nur der Information. CIMC wird von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, der Luxemburger Finanzmarktaufsicht) reguliert, ist eine Tochtergesellschaft von Capital Group Companies, Inc. (Capital Group) und wird in Deutschland über ihre Niederlassung von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) reguliert. Die Capital Group trifft angemessene Maßnahmen, um Informationen aus Drittquellen zu beziehen, die sie für verlässlich hält. Das Unternehmen gibt aber keine Garantie und übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit, Verlässlichkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Sie sind weder umfassend noch eine Anlage-, Steuer- oder sonstige Beratung.

© 2020 Capital Group. Alle Rechte vorbehalten. CR-370527 STR DE