

Emerging Market Debt im Langzeitcheck

Schwellenländeranleihen waren bisher für Rentenportfolios eine gute Idee, und es gibt keinen Grund zu der Annahme, dass sich das ändert.

Auch wenn Schwellenländeranleihen im Herbst 2018 nicht zu den Lieblingen der Anleger zählen: Bisher waren sie mittel- bis langfristig ein gutes Investment. Ein vollständiger Verzicht auf diese Assetklasse scheint also wenig ratsam. Als Diversifikationsinstrument haben sie wesentlich mehr zu bieten als höhere Renditen. Zsolt Papp, Investment Specialist im Emerging-Market-Debt-Team der Global-Fixed-Income-Gruppe von J.P. Morgan AM: „Investments in Emerging Market Bonds erlauben Investoren die Diversifizierung bestehender Portfolios nach Kriterien wie Geografie, Branchen oder eingegangenen Kreditrisiken.“ Aufgrund dieser im Vergleich zu klassischen Industrieländeranleihen breiteren Auswahl können laut Papp Investoren mittels EMD das übergreifende Chancen-Risiko-Profil breit aufgestellter Portfolios verbessern. Das Diversifikationspotenzial ist enorm: Investoren haben die Wahl unter Emittenten aus mehr als 70 Ländern, aus über 600 Unternehmen und mehr als 30 verschiedenen Lokalwährungen.

Sharpe Ratios im Vergleich

Anleger finden bei Schwellenländeranleihen zwar höhere Renditen vor, müssen dafür aber stärkere Schwankungen im Vergleich zu Industrieländerstaatsanleihen bester Qualität in Kauf nehmen. Die Frage lautet daher, ob sich ein Engagement auch risikoadjustiert lohnt. Darauf von Institutio-

nal Money angesprochen, erklärt Papp: „Festverzinsliche Emerging Markets Assets bieten im Vergleich zu Anleihen entwickelter Länder wettbewerbsfähige risikoadjustierte Renditen“, und er verweist dabei auf die von seinem Team erstellte Auswertung „Rendite und Volatilität unter der Lupe“. Dieser Aufstellung, die den Zeitraum von 1. Februar 2004 bis 31. Juli 2018 abdeckt, sind einige interessante Details zu entnehmen. Die beste annualisierte Rendite in Höhe von 7,6 Prozent haben Inves-



» Investoren, die ihren Portfolios Schwellenländeranleihen beimischen, erzielten höhere Renditen und Sharpe Ratios.«

Michael Hasenstab, Chief Investment Officer bei Templeton Global Macro

toren zwar mit US-High-Yields-Bonds realisiert, sie mussten dafür aber eine jährliche Volatilität von 8,6 Prozent verkraften. Etwas weniger Rendite, nämlich 7,4 Prozent, verdiente man mit Emerging-Markets-Hartwährungsanleihen, deren Volatilität liegt aber auch nur bei acht Prozent. Vergleicht man die Sharpe Ratios dieser beiden Bondmärkte, dann liegen die Schwellenländer mit 0,71 versus 0,68 vorn.

Verglichen damit schnitten die Schwellenländer-Bond-Segmente „Hartwährungs-Unternehmensanleihen“ und „Lokalwährungs-Staatsanleihen“ deutlich ungünstiger ab. Deren annualisierte Renditen lagen bei

jeweils 6,2 Prozent, die Sharpe Ratios erreichen aber nur mehr Werte von 0,61 beziehungsweise 0,38.

Aufgrund der attraktiveren risikoadjustierten Renditen empfiehlt nicht nur Papp institutionellen Anlegern ganz grundsätzlich die Beimischung von Schwellenländer-Bonds. Auch Michael Hasenstab, Chief Investment Officer von Templeton Global Macro, sieht in einer Diversifikation mithilfe dieser Papiere eine sinnvolle Portfoliostrategie. Seine Empfehlung gilt dabei ins-

besondere für Investoren aus Kerneuropa, ganz speziell aus Deutschland: „Investoren, die ihren Portfolios aus Kern-Euro-land-Anleihen in den vergangenen 15 Jahren Hart- und Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern beigemischt haben, erzielten auf Ebene der Gesamtportfolios höhere Renditen und bessere Sharpe-Ratio-Werte“, erklärt Hasenstab auf Anfrage von Institutional Money.

Hartwährungsanleihen

Angesichts der erwähnten historischen Ertrags- und Risikodaten bei Schwellenländeranleihen scheinen Hartwährungsemis-

Rendite und Volatilität unter der Lupe

Historischer Vergleich von annualisierten Renditen, Volatilitäten und der Sharpe Ratio

	EM-Hartwährungs-Staatsanleihen	EM-Corporate-Bonds	US-High-Yield-Bonds	US-IG-Corporate-Bonds	EM-Lokalwährungs-Staatsanleihen	US-Staatsanleihen	Eurozonen-Investment-Grade-Staatsanleihen
Annualisierte Rendite	7,4 %	6,2 %	7,6 %	5,4 %	6,2 %	3,5 %	3,8 %
Annualisierte Volatilität	8,0 %	7,4 %	8,6 %	5,1 %	12,0 %	4,3 %	10,2 %
Sharpe Ratio	0,71	0,61	0,68	0,74	0,38	0,46	0,22

Schwellenländeranleihen müssen den Vergleich bei der annualisierten Rendite von 1. Februar 2004 bis Ende Juli 2018 nicht scheuen. Am lukrativsten im Emerging-Market-Debt-Universum waren Staatsanleihen in Hartwährung. Hartwährungs-Unternehmensanleihen und Lokalwährungsanleihen rentierten gleich, wobei die Volatilität bei Lokalwährungsanleihen doch zwölf Prozent ausmachte.

Quelle: J.P. Morgan, Daten in US-Dollar

sionen die bessere Wahl zu sein. Dieses älteste und bei westlichen Investoren etablierteste EMD-Universum bot Ende August Renditen von rund 6,5 Prozent. Das fehlende zusätzliche Währungsrisiko dürfte sie auch aus der Sicht der meisten Großanleger attraktiver machen, wobei sich Anleger, die diesen Bereich bevorzugen, gerade in diesen Tagen bestätigt sehen. „Hartwährungsanleihen haben sich dieses Jahr besser gehalten als Lokalwährungsanleihen, die traditionell etwas volatil sind“, bestätigt Papp.

Wissenswert ist in diesem Zusammenhang, dass diese Bonds verglichen mit den unmittelbaren Alternativen auch Nachteile aufweisen. EM-Hartwährungsanleihen weisen im Vergleich zu Lokalwährungsanleihen, aber auch relativ zu EM-Unternehmensanleihen niedrigere Durchschnittsbonitäten (BB+ auf Indexebene) auf, hinzu kommt eine längere Duration von etwa 6,7.

Wer sich in diesen Tagen engagiert, kauft allerdings preisgünstiger als vor einem Jahr. BlackRocks EMD-Chef Sergio Trigo Paz spricht derzeit eine klare Kaufempfehlung aus: „EM-Hartwährungsanleihen sind nicht nur aufgrund der Fundamentaldaten günstig bewertet, sondern auch im Vergleich zu EM-Lokalwährungs- und US-Unternehmensanleihen.“

Unternehmensanleihen

Nicht nur bei EM-Hartwährungsanleihen von staatlichen Emittenten, sondern auch bei EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung lohnt sich ein genauerer Blick. Dabei müssen Investoren keine zusätzlichen Risiken hinsichtlich der Bonität oder der Duration eingehen: Ein Vergleich von EM-IG-Corporate-Bonds mit dem Rating „A“ über verschiedene Laufzeitbänder gegenüber US-IG-Corporate-Bonds und entsprechenden Euroland-Unternehmensanleihen zeigt, dass EM-IG-Corporate-Bonds um die 40 Basispunkte mehr Rendite bieten als beispielsweise US-IG-Corporate-Bonds (siehe Tabelle „EM-Unternehmensanleihen bieten mehr“).

Das Währungsrisiko zahlt sich meistens aus

Mehr Rendite erhalten Investoren bei Lokalwährungsanleihen. So wies der J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index zuletzt eine Rendite von etwa 6,8 Prozent aus. Und das bei einer Investment-Grade-Bonität von „BBB“ und einer relativ niedrigen Duration von knapp über fünf. Diese vergleichsweise hohen laufenden Zinsen sind auch notwendig: Denn sie reduzieren nicht nur Durationsrisiken, sondern müssen unter Umständen auch Verluste auf der Währungsseite ausgleichen. Sofern Investoren mit ihrem Lokalwährungs-Exposure nicht in eine Währungskrise geraten, was sich bis zu einem gewissen Grad durch eine entsprechend breite Diversifikation vermeiden lässt, rechnen sich derartige Engagements mittel- bis langfristig. In der Regel wird die Zinsdifferenz zwischen der Hart- und der Lokalwährung, also der Renditevorsprung, nicht zur Gänze durch die Währungsabwertung der Weichwährung ausgeglichen. Zusätzlich zu den höheren Renditen ermöglicht Lokalwährungs-Exposure Investoren auch eine Diversifikation weg vom US-Dollar.

Selbe Vola, mehr Ertrag

Die österreichische Investmentgesellschaft Spängler IQAM Invest hat die Auswirkungen einer Beimischung von Lokalwährungsanleihen auf ein Rentenportfolio für den Zeitraum zwischen 2005 und 2016 analysiert. Hätten Investoren einem europäischen Staatsanleihenport-

folio fünf Prozent Staatsanleihen aus Schwellenländern hinzugefügt, hätte sich die Volatilität des Portfolios (2,9 Prozent) kaum verschlechtert, während die Rendite um zirka 25 Basispunkte pro Jahr höher ausgefallen wäre. Dieselbe Berechnung unter der Annahme einer zehnzehnten Beimischung von Emerging-Markets-Anleihen hätte die Portfoliovolatilität auf knapp über drei Prozent erhöht, dafür aber weitere 25 Basispunkte an jährlicher Rendite gebracht.

Wichtiges Kriterium

Die gute Bonität von Lokalwährungsanleihen in Verbindung mit hohen Kupons spielt vor allem VAG-regulierten Großanlegern in die Hände, erklärt Lutz Röhmeyer, Gründer und Geschäftsführer der Berliner Fondsboutique Capitulum Asset Management. „Anlagen in Lokalwährungsanleihen sind besonders für regulierte Investoren attraktiv, da sie einen hohen Zinsvorsprung bieten, ohne die Ratingbegrenzungen zu tangieren. Dieser Vorteil soll dann wiederum die für Ausschüttungen dringend benötigten hohen ordentlichen Zinserträge gewährleisten.“

Entscheidende Frage

Die Frage, ob Investoren aktuell Hart- oder Lokalwährungsanleihen bevorzugen sollten, beantwortet Trigo Paz: „Lokal- und Hartwährungsanleihen bieten unserer Ansicht nach in den kommenden Monaten gleichermaßen Potenzial. Das Hartwährungssegment dürfte kurzfristig attraktive risikobereinigte Renditen bieten, während sich das Lokalwährungssegment allem Anschein nach besser zur Diversifikation eignet.“ Die kurzfristige Volatilität werde jedoch bei Lokalwährungspapieren vermutlich höher ausfallen.

Insgesamt dürfte vor allem für Anleger, die bisher festverzinsliche Papiere aus Schwellenländern gemieden haben, aktuell ein guter Zeitpunkt gekommen sein, sich noch einmal eingehend mit dem Thema zu beschäftigen.

EM-Unternehmensanleihen bieten mehr

Schwellenländer-Unternehmensanleihen im Vergleich zu ihren westlichen Pendanten

Rating	Laufzeit	ENDFÄLLIGKEITSRENDITE (YTM)		
		EM-IG-Hartwährungs-Corporate Bonds	US-IG-Corporate-Bonds	Euro-IG-Corporate-Bonds
A	0-3 Jahre	3,63 %	3,17 %	0,11 %
A	3-5 Jahre	3,98 %	3,50 %	0,52 %
A	5-7 Jahre	4,08 %	3,78 %	0,99 %
A	7-10 Jahre	4,32 %	3,98 %	1,36 %
A	10+ Jahre	4,71 %	4,35 %	1,83 %

Unternehmensanleihen in Hartwährung aus den Schwellenländern bieten bei vergleichbarem Rating und vergleichbaren Laufzeiten im Vergleich zu ihren Pendanten aus den USA und der Eurozone spürbar höhere Renditen. Damit stellt sich irgendwann die Frage nach einer höheren Gewichtung dieses EMD-Segments.

Quelle: J.P. Morgan, BoFAML, Daten per 31. 7. 2018