

Wo lassen sich interessante Emerging-Market-Lokalwährungsanleihen finden?

Autoren



Ward Brown, CFA, Ph.D.
Fixed Income Portfolio Manager



Robert M. Almeida, Jr.
Portfoliomanager und
Global Investment Strategist

Was sind die wesentlichen Unterschiede zwischen dollardenominierten Emerging-Market-Anleihen und Lokalwährungstiteln?

Lokalwährungsanleihen sind in Landeswährung denominiert. Wenn man der brasilianischen Regierung in Landeswährung Geld leiht, nimmt sie den Kredit in Real und nicht in US-Dollar auf. Die Anleihen reagieren daher auf andere Faktoren. Der wichtigste ist die Inflation, ähnlich wie bei US-Staatsanleihen. Wenn die Fed die Zinsen erhöht, steigen die US-Renditen und die Kurse fallen. Nicht anders ist es bei Lokalwährungsanleihen: Als die brasilianische Notenbank ihren Leitzins letztes Jahr anhub, gaben sie nach. Der wichtigste Unterschied ist, dass Brasiliens Konjunktur keine Auswirkungen auf Dollaranleihen hat – weil sie in US-Dollar denominiert sind. Auch die brasilianische Inflation spielt keine Rolle. Entscheidend für dollardenominierte Papiere ist das Ausfallrisiko, das natürlich auch für Lokalwährungstitel wichtig werden kann. Hinzu kommen aber Konjunktur und Inflation.

Sie sprachen von Inflation und Konjunktur. Was ist Ihnen sonst noch wichtig?

Man braucht ein gutes Makroumfeld. Die Staatsfinanzen müssen nachhaltig sein. Die Staatsverschuldung muss konstant sein oder fallen. Meist sind dann auch die Preise stabil. Die Inflationserwartungen laufen nicht aus dem Ruder, und das Inflationsziel der Notenbank ist glaubwürdig. Das ist das Ideal. Zwar erfüllen es nur wenige Emerging Markets, doch halten wir Ausschau nach Ländern, die sich dorthin entwickeln.

Haben sich die fiskalpolitischen Rahmenbedingungen verbessert?

Sehr sogar. In den späten 1990ern und frühen 2000ern waren Emerging-Market-Krisen an der Tagesordnung. Das Makroumfeld war damals ganz anders als heute. Es gab feste Wechselkurse, die oft unrealistisch waren. Viele Länder verabschiedeten sich dann von der Währungsanbindung und führten Inflationsziele ein. Die Fiskalpolitik wurde glaubwürdiger, und damit auch die Inflationsziele. In den zehn Jahren vor Corona ging die Inflation in den Emerging Markets kontinuierlich zurück, auch wegen der besseren Wirtschaftspolitik. Makroreformen und Inflationsentwicklung erklären, warum die Assetklasse so lange so erfolgreich war.

Erklären Sie uns doch einmal die bisherigen vier Marktzyklen von Lokalwährungsanleihen.

Bei einer zu hohen Inflation erhöht die Notenbank gemeinhin die Zinsen. Wenn das eine Rezession auslöst, werden sie wieder gesenkt. Für die Emerging Markets sind aber auch die USA wichtig. Wenn die Fed die Zinsen erhöht und die Emerging-Market-Notenbank nicht, wird ihre Währung vermutlich abwerten. Wenn dann die Inflation steigt, muss die Emerging-Market-Notenbank die Zinsen ebenfalls anheben.

Im Einzelnen: Der Konjunkturzyklus beginnt damit, dass sich die US-Wirtschaft erholt und die Fed allmählich die Zinsen erhöht. In Phase 2 setzt sie ihre Zinserhöhungen fort. Die Geldpolitik wird restriktiver, was die Emerging Markets allmählich zu spüren bekommen. Ihre Währungen werten ab, und die Emerging-Market-Notenbanken heben die Zinsen ebenfalls an. In Phase 3 lässt die Fed ihren Leitzins unverändert. Zum Schluss folgt Phase 4, mit zwei Möglichkeiten: einer weichen oder einer harten Landung. Bei einer weichen Landung geht die Inflation zurück, und eine Rezession wird vermieden. Weil die Inflation fällt, senkt die Fed die Zinsen. Bei einer harten Landung fällt die US-Wirtschaft in die Rezession, und die Zinsen werden noch stärker verringert. In beiden Fällen folgen die Emerging-Market-Notenbanken dem amerikanischen Beispiel und senken ihre Zinsen ebenfalls.

Ein interessanter Einstiegszeitpunkt für Lokalwährungsanleihen ist, wenn die Notenbanken mit Zinssenkungen beginnen. Sobald die Fed genug zur Stabilisierung getan hat, fließt wieder Kapital in die Emerging Markets, und der US-Dollar wertet etwas ab. Die Emerging-Market-Währungen werten also auf, weshalb auch die Inflation zurückgeht. Die Emerging-Market-Notenbanken können ihre Zinsen daher weiter senken. Die Wirtschaft wächst wieder, und es fließt Geld ins Land. Letztlich kommt es in Phase 4 zu positiven Rückkopplungseffekten.

Risikobehaftete Wertpapiere und die Realwirtschaft senden unterschiedliche Signale. Wie schätzen Sie die Weltwirtschaft ein? Was bedeutet das für die Fed und andere Notenbanken?

Die Notenbanken müssen zunächst einmal für Preisstabilität sorgen, auch wenn das eine Rezession auslöst. Ich halte eine Rezession für sehr wahrscheinlich. Die Notenbanken betrachten nachlaufende Indikatoren wie die Kerninflation. Daran richten sie ihre Geldpolitik aus, sodass sie die Leitzinsen wohl kaum senken, bevor die Arbeitslosigkeit zu steigen beginnt. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit ist letztlich der Beginn einer Rezession, und wenn sie steigt, dann meist kräftig. Ich halte eine Rezession zurzeit wie gesagt für sehr wahrscheinlich.

Die Frage ist, welche Assetklassen ausreichend für das Rezessionsrisiko entschädigen. Oft sprechen wir mit unseren Kollegen darüber, wann eine weiche Landung denkbar wäre. Sie ist nicht unbedingt wahrscheinlich, aber doch möglich. Risikobehaftete Wertpapiere würden dann gut abschneiden. Betrachten wir aber Emerging-Market-Anleihen: Nur bei einigen ist eine harte Landung in den Kursen berücksichtigt, aber am Markt rechnet man auch nicht sicher mit einer weichen. Emerging-Market-Anleihen, aber auch andere Assetklassen, könnten dann durchaus zulegen. Allerdings bieten risikobehaftete Titel keinen angemessenen Ausgleich für eine harte Landung. Daher sollte man in vielen Assetklassen vorsichtig sein, vor allem bei der Risikoallokation. Viele Wertpapierkurse berücksichtigen das aus meiner Sicht sehr hohe Risiko einer harten Landung nur unzureichend.

Lassen Sie uns noch einmal über Emerging-Market-Anleihen und das Anlageuniversum sprechen. Womit sollten sich Anleger jetzt befassen?

Wir haben ja schon über den klassischen Konjunkturzyklus gesprochen: Erst erhöht die Fed die Zinsen, dann folgen die Emerging-Market-Notenbanken. Aber dieser Marktzyklus war anders. Schritt 1 und Schritt 2 waren vertauscht. Die Emerging-Market-Notenbanken haben ihre Geldpolitik sehr viel früher gestrafft als die Fed. Das ist wirklich bemerkenswert. Normalerweise werten die Emerging-Market-Währungen kräftig ab, wenn die Fed die Zinsen erhöht. Aber letztes Jahr war es nicht so. Zugegeben, der US-Dollar war sehr stark, aber er war auch stark gegenüber dem Euro und anderen Industrieländerwährungen. Die Emerging-Market-Währungen entwickelten sich ähnlich und ließen den Euro hinter sich – denn die Emerging-Market-Notenbanken hatten schon sehr viel früher mit Zinserhöhungen begonnen als Fed und EZB. Damit sind sie in einer ganz anderen Position. Bei einer harten Landung können die Emerging-Market-Notenbanken ihre Zinsen kräftig senken. In Brasilien beträgt der Leitzins zurzeit 13,5%, bei weniger als 4% Inflation. Die Geldpolitik wurde hier früher und stärker gestrafft. Der Puffer ist enorm.

Zu Beginn der letzten Phase eines Konjunkturzyklus geht die Risikobereitschaft der Anleger meist zurück, sodass sie in US-Dollar umschichten wollen. Für die großen Emerging-Market-Notenbanken ist das grundsätzlich nicht einfach, aber diesmal haben sie die Zinsen so stark erhöht, dass sie für den Fall einer Rezession mit einem drastischen Rückgang der Risikobereitschaft einen großen Puffer haben. Das könnte ihre Währungen stabilisieren. Traditionell folgten die Emerging-Market-Notenbanken der Fed mit einiger Verzögerung. Es kam dann zu einem Ausverkauf risikobehafteter Titel, sodass sie ihre Leitzinsen kräftig anheben mussten. So war es meistens, aber diesmal wird es meiner Meinung nach anders sein – weil die Zinsen in den Emerging Markets schon früher erhöht wurden als in den USA. Die Emerging-Market-Notenbanken sind in einer starken Position; sie können ihre Zinsen senken. Wenn die Fed ihre Geldpolitik lockert, bedeutet das für sie grünes Licht. Sie werden ihre Zinsen dann stark senken können, sodass der US-Dollar etwas nachgeben wird. Gerade dann kann man mit Lokalwährungsanleihen eine Menge verdienen.

Fazit

Lokalwährungsanleihen folgen einem klassischen Zyklus. Davon gab es in den letzten 20 Jahren vier. Jetzt nähern wir uns einer Phase, in der man mit Lokalwährungsanleihen ordentlich verdienen kann. Investoren sollten daher die Augen offenhalten.

Wir sprachen über Länder mit unterschiedlichem Finanzbedarf und unterschiedlichen Einnahmequellen. Ihre Konjunktur war aber stets stark von der Fed abhängig. Wie wichtig sind Fundamentalanalysen und Einzelwertauswahl?

Manche Punkte habe ich stark verallgemeinert. Natürlich gilt nicht alles für jeden Emerging Market. Umso wichtiger ist die Länderauswahl. Man muss unbedingt wissen, wo die Staatsfinanzen nicht solide sind. Natürlich können auch hier die Zinsen gesenkt werden, doch wenn ein Land ein Schuldenproblem hat, werden die Zinssenkungen ausgesetzt – und vielleicht werden die Zinsen sogar erhöht. Das gab es oft. Bei krisenanfälligen Ländern muss man wirklich vorsichtig sein. Wichtig ist die Länderallokation aber auch, um die Titel mit dem größten Aufwärtspotenzial zu finden.

In den Emerging Markets setzen wir nirgendwo auf eine überdurchschnittliche Duration. Dennoch sind manche Länder besonders attraktiv, und hier sehen wir auch die größten Gewinnmöglichkeiten. In manchen Regionen, etwa in weiten Teilen Asiens, halten wir Zinssenkungen aber nicht für besonders wahrscheinlich. Dort sind wir sehr vorsichtig. ▲

Die hier dargestellten Meinungen sind die des Autors/der Autoren und können sich jederzeit ändern. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und dürfen nicht als Empfehlung, Aufforderung oder als Anlageberatung verstanden werden. Prognosen sind keine Garantien.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS® und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.

Herausgegeben von: **USA:** MFS Investment Management; **Lateinamerika:** MFS International Ltd.; **Kanada:** MFS Investment Management Canada Limited. In Kanada wurde diese Publikation weder von der Finanzmarktaufsicht noch von einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft.

Bitte beachten Sie, dass dieses Dokument in Europa und der Pazifikregion nur für die Weitergabe an professionelle Investoren und institutionelle Kunden bestimmt ist.

Hinweise für Anleger in Großbritannien und der Schweiz: Herausgegeben in Großbritannien und der Schweiz von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Conduct Authority. MIL UK, ein indirektes Tochterunternehmen von MFS®, hat seinen Sitz in der One Carter Lane, London, EC4V 5ER. **Hinweise für Anleger in Europa (ohne Großbritannien und Schweiz):** Herausgegeben in Europa von MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), einem in Luxemburg für das Management von Luxemburger Fonds zugelassenen Unternehmen, das institutionellen Investoren Investmentprodukte und -leistungen anbietet. Der Unternehmenssitz ist in der Rue Albert Borschette 4, L-1246 Luxemburg, Tel. +352 2826 12800. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Andere dürfen sich nicht darauf verlassen. Auch darf das Dokument nicht an Personen weitergegeben werden, wenn eine solche Weitergabe gegen die geltenden Vorschriften verstoßen würde. **Singapur:** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M).

Australien/Neuseeland: MFS International Australia Pty Ltd. (MFS Australia) ist ein in Australien unter der Nummer 485343 eingetragener Finanzdienstleister. MFS Australia steht unter der Aufsicht der Australian Securities and Investments Commission. **Hongkong:** MFS International (Hong Kong) Limited (MIL HK) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die der Aufsicht der Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) untersteht und von ihr zugelassen wurde. MIL HK darf Wertpapiere handeln, regulierte Assetmanagementgeschäfte abschließen und bestimmte Investmentdienstleistungen „professionellen Investoren“ gemäß Securities and Futures Ordinance (SFO) anbieten. **Für professionelle Investoren in China:** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, ist eine regulierte chinesische Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Finanzmanagementberatung anbieten darf. **Japan:** MFS Investment Management K.K. ist zugelassen als Financial Instruments Business Operator, zugelassen als Kanto Local Finance Bureau (FIBO, Nr. 312), Mitglied der Investment Trust Association, Japan, und Mitglied der Japan Investment Advisers Association. Da die von den Investoren zu tragenden Gebühren von verschiedenen Umständen abhängen – Produkte, Dienstleistungen, Anlagezeiträume und Marktumfeld –, können weder deren Gesamthöhe noch die Berechnungsmethoden im Voraus offengelegt werden. Anlagen unterliegen Risiken wie Marktschwankungen. Investoren können ihr investiertes Kapital verlieren. Vor einer Anlage sollten Investoren den Prospekt und/oder die in Abschnitt 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.