

Mariusz Banasiak

Die Dynamik bei Investitionen in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung verschiebt sich

In den letzten Jahren haben Anleger Investitionen in Lokalwährungs-Schwellenländeranleihen (EMLC) gemieden, aber die Dynamik des Sektors hat sich vor Kurzem in eine weitaus optimistischere Richtung bewegt. Die Korrelationen zwischen Währungen und den lokalen Zinssätzen gingen in drei Phasen zurück. Vermutlich werden sie im Bereich dieser niedrigeren Niveaus bleiben. Das Renditeprofil der Anlageklasse ist zwischen Währungs- und Laufzeitprämien ausbalancierter. Von Anleihen mit langer Laufzeit, mit hoher Qualität bis hin zu hochverzinslichen Anlagen mit kürzerer Laufzeit und attraktiven Carry- und Roll-Down-Eigenschaften bietet die Anlageklasse Anlegern vielfältige Möglichkeiten.

Der historische Tiefstand der Staatsanleihenrenditen ist eines der deutlichsten Kennzeichen der weltweit zeitgleichen Lockerung der Geldpolitik während der

vergangenen zwei Jahre. Als sich die Zentralbanken mit den Folgen der Covid-19-Pandemie auseinandersetzten, wandten sich einige von ihnen auch einer unkonventionellen Politik zu. Die Kombination aus niedrigeren Leitzinsen und Änderungen in den Reaktionsmechanismen der Zentralbanken führte zu einem Paradigmenwechsel bei der Alpha-Generierung im Bereich Emerging Markets Local Currency Debt (EMLC).

Historisch unausgewogenes Risikoprofil

Unter dem Gesichtspunkt des heutigen Renditeumfelds sind EMLC eine attraktive Anlageklasse. So umfasst sie relativ hochverzinsliche Anlagen, bietet Anleihen mit langer Laufzeit in mehreren Ländern mit hoher Qualität und stellt eine geografische Vielfalt über das gesamte Qualitäts-

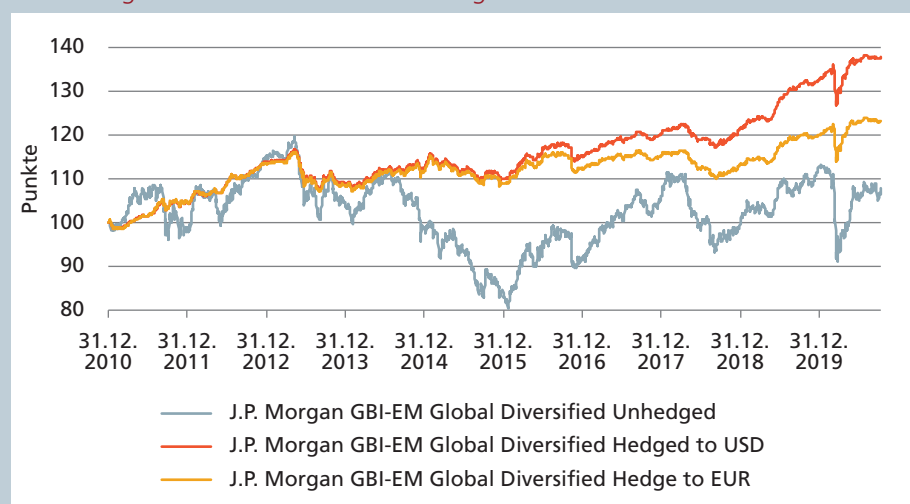
spektrum hinweg dar. Dennoch sind die Zuflüsse in diese Anlageklasse in den letzten zehn Jahren hinter denen anderer festverzinslicher Vermögenswerte – einige mit ähnlichen oder sogar weniger attraktiven Eigenschaften – zurückgeblieben. Warum also haben einige Anleger, insbesondere diejenigen, die nach Rendite und Duration streben, den Sektor augenscheinlich außer Acht gelassen? Ein Hauptgrund hierfür könnte das historisch unausgewogene Renditeprofil der EMLC sein. Ein Exposure gegenüber Schwellenländerwährungen (EMFX) ist einer der wichtigsten Gründe, in EMLC zu investieren, wenn die Zinsdifferenzen zu den Währungen der Industrieländer hoch sind.

Seit dem „Taper Tantrum“ im Jahr 2013 entwickelte sich der Kurs der EMFX durchweg schwächer als der des US-Dollars und die wenig überzeugenden Renditen waren mit einer hohen realisierten Volatilität verbunden. Angesichts der hohen Korrelation zwischen EMFX und Zinssätzen wurden die Währungen zur vorherrschenden Risikoquelle bei Investitionen in EMLC. Eine Verlängerung der Duration inmitten relativ flacher Ertragskurven konnte das Wechselkursrisiko nicht ausgleichen. Zum Beispiel betrug die Renditedifferenz zwischen fünf- und zehnjährigen Anleihen in den meisten Ländern in den Jahren 2013 bis 2019 etwa 25 bis 50 Basispunkte, wobei die Währungsvolatilität zwischen 10 und 15 Prozent lag.

Die Aufschlüsselung der EMLC-Renditen liefert mehrere Anhaltspunkte für die Gesamterträge des Sektors seit 2003:

1. Von den acht Jahren, in denen die EMFX-Renditen negativ ausfielen, wiesen

Abbildung 1: Gesamtrenditen J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified



Quelle: PGIM Fixed Income



sieben negative Renditen für den gesamten EMLC Index auf, da Carry- und Kursgewinne die EMFX-Abwertung gegenüber dem Dollar nicht ausgleichen konnten.* Dieses Merkmal besteht seit der Einführung des Index in den frühen 2000er-Jahren, wobei 2005 die einzige Ausnahme bildet.

2. Der Umfang der Drawdowns in Jahren der Devisenabwertung überstieg den Umfang der Gewinne in Jahren der Devisenaufwertung.

3. Lokalwährungen haben niedrige risikobereinigte Renditen erzielt, wodurch die risikobereinigten Gesamtrenditen des EMLC ebenfalls niedriger ausfielen.

4. Der laufende Ertrag trug mehr zur Gesamttrendite bei als der Kursanstieg; da-

ren Information Ratio abgesicherter lokaler Anleihen? Vereinfacht ausgedrückt liegt es daran, dass die Kosten für die Absicherung zu hoch waren. Darüber hinaus unterstützt der Devisenhandel die Carry-Möglichkeiten im gesamten EMLC-Sektor.

Abbildung 2 zeigt den laufenden Ertrag des Referenzindex, aufgeteilt in Währungs- und Hedged-Yield-Komponenten. Die fünf Jahre nach dem Taper Tantrum waren ungewöhnlich, da der überwiegende Teil des Ertrags aus der Währungskomponente stammte und die Währungsabsicherung von EMLC für jeden längeren Zeitraum aufgrund der hohen Zinsunterschiede zwischen Währungen der Schwellen- und Industrieländer die laufende Verzinsung deutlich geschmälert hätte. Zum Beispiel betrug im Juni

„Ein ausgewogenes Renditeprofil erhöht die Flexibilität der Portfoliokonstruktion.“

her bleibt der Zinssatz in diesem Sektor ein wichtiger Faktor für die Gesamttrendite, was bei den meisten festverzinslichen Anlagen der Fall ist.

5. Zwischen Lokalwährungen und Zinsen gab es meist eine Korrelation; in Jahren, in denen die Währungen abwerteten, stiegen die Anleiherenditen tendenziell an, und zwar besonders in Zeiten, in denen die Währungen um mehr als 5 Prozent abwerteten. Diese Korrelation hat jedoch nicht immer gehalten, zum Beispiel in den Jahren 2020, 2014, 2011, 2008 und 2005.

Der Einfluss der Währungen auf die EMLC-Renditen wirft die Frage nach der Performance auf, wenn das Währungsrisiko abgesichert wird. Abbildung 1 zeigt, dass die Absicherung des Währungsrisikos in Dollar und Euro die Renditevolatilität historisch gesehen verringert und zu einer höheren Gesamttrendite von 2011 bis 2020 geführt hat.

Warum sind also EMLC-Mandate in der Regel nicht abgesichert, trotz der höhe-

ren Information Ratio abgesicherter lokaler Anleihen? Vereinfacht ausgedrückt liegt es daran, dass die Kosten für die Absicherung zu hoch waren. Darüber hinaus unterstützt der Devisenhandel die Carry-Möglichkeiten im gesamten EMLC-Sektor.

2013 die nominale Rendite des Index 6,4 Prozent, wobei die Währung 5,4 Prozentpunkte und die Laufzeitprämie (die durch die abgesicherten Anleiherenditen dargestellt wird) nur 1,0 Prozentpunkte ausmachten.

Kosten für Währungs-Hedging gesunken

Wenn wir die Devisenkassakurse als das vordere Ende der lokalen Anleihekurve eines Schwellenlandes betrachten, kommen wir zu dem Schluss, dass die Währungspositionierung während des größten Teils des letzten Jahrzehnts die treibende Kraft hinter der Alpha-Generierung bei EMLC war. Die Lokalwährungszinsen fielen verhältnismäßig hoch aus. Der Renditevorteil durch Verlängerung der Duration war vergleichsweise niedrig beziehungsweise in bestimmten Zeiträumen sogar negativ. Die Absicherung war immer eine zweitrangige Überlegung, da der relativ hohe laufende Ertrag von EMFX einen der Hauptanreize für diese Anlageklasse darstellte.



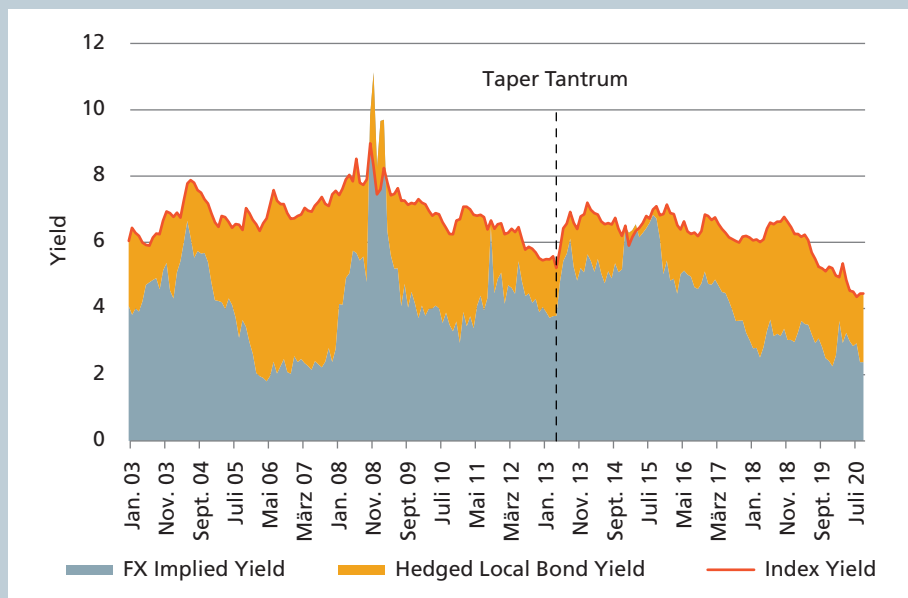
Mariusz Banasiak

Leiter Lokalwährungen und Devisen,
PGIM Fixed Income, Newark, NJ, USA

Laut Autor haben sich viele Investoren vor Investments in Schwellenländeranleihen in Lokalwährung, sogenannten Emerging Markets Local Currency Debt (EMLC), zurückgehalten, da sie starken Kurs- und Währungsschwankungen unterliegen. Einen großen Einfluss hatte der als „Taper Tantrum“ bekannte Marktchock im Jahr 2013, als der damalige Fed-Chef Ben Bernanke die Anleihekäufe der US-Zentralbank beendete. Seitdem hätten die Kurse der Schwellenlandwährungen durchweg schlechter als der US-Dollar performt. Seit Mitte 2018 habe sich das Renditeprofil dieser Anleihegattung jedoch ausgewogener entwickelt und damit für mehr Flexibilität bei der Portfoliokonstruktion gesorgt. Als zentrales Thema bei der Anlage in EMLC sieht der Autor die Korrelation zwischen Währung und Zinsen, die jedoch je nach geld- und fiskalpolitischen Entscheidungen schnell wechseln könnten. Niedrigere Absicherungskosten würden nun zudem ein echte Wahl zwischen Währungs- und Zinsentscheidungen ermöglichen. (Red.)

Seit Mitte 2018 hat sich das Renditeprofil ausgewogener entwickelt, da etwa 50 Prozent der Indexrendite aus dem Währungsrisiko und 50 Prozent aus der Laufzeitprämie stammen (Abbildung 3). Ein ausgewogenes Renditeprofil erhöht die Flexibilität der Portfoliokonstruktion bei Berücksichtigung der Vorteile einer unabhängigen Behandlung von Währungs- und Laufzeitentscheidungen, was Investoren aus zwei verschiedenen Perspektiven attraktive Optionen bietet:

Abbildung 2: Laufender Ertrag des Referenzindex (in Prozent)



Quelle: PGIM Fixed Income

Erstens, das abgesicherte Engagement bietet jetzt attraktive Renditen im Vergleich zu anderen globalen festverzinslichen Sektoren; und zweitens, wenn Währungspositionen bevorzugt werden; schaffen nicht abgesicherte Exposures zusätzliche Renditemöglichkeiten in einer Welt, in der die US-Notenbank implizit eine schwächere US-Dollar-Politik über ihr neues flexibles Rahmenwerk für Inflationsziele verfolgt.

Zwar sind die Kosten für die Absicherung des Wechselkursrisikos dramatisch gesunken, der Rückgang allein reicht jedoch nicht aus, um eine Entscheidung über die Absicherung des Wechselkursrisikos zu treffen. Die Korrelation zwischen Währungen und Zinsen spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Obwohl beide positiv korreliert sind, ist die Beziehung dynamisch. Korrelationen neigen dazu, bei starken Ausverkäufen des Marktes in die Höhe zu

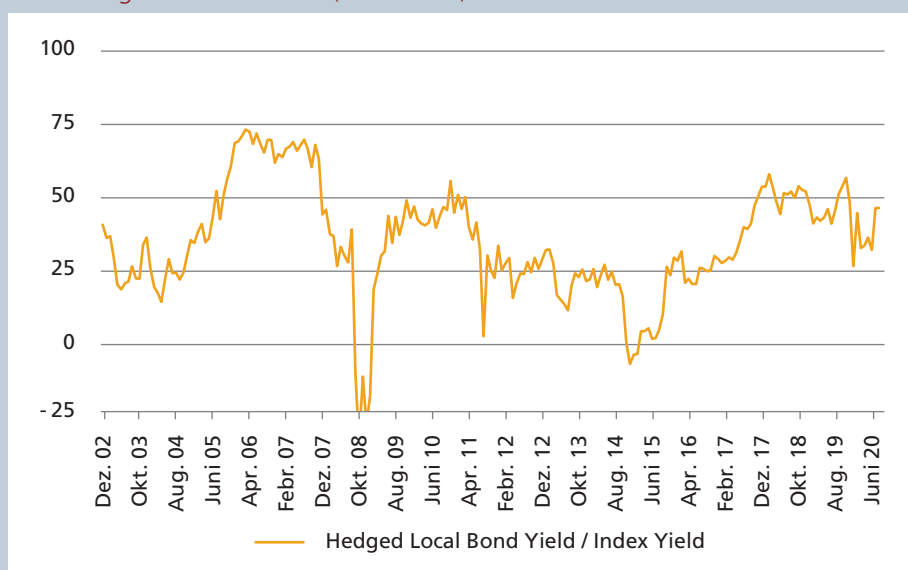
schnellen und in weniger volatilen Perioden auf ein günstigeres Niveau zurückzukehren. Darüber hinaus ist die Korrelation zwischen Währungen und Zinssätzen in jedem Land unterschiedlich, was die Vielfalt innerhalb der Anlageklasse widerspiegelt.

Bedeutende Rolle der Marktbedingungen

Der Referenzindex enthält Länder mit einem Kreditrating von AA (zum Beispiel Chile und Tschechische Republik) bis hinunter zu BB (beispielweise Brasilien, Südafrika und Türkei). In der Regel haben Länder mit niedrigerem Rating, wie zum Beispiel Südafrika, eine größere Anfälligkeit und Abhängigkeit von externen Finanzierungen, was zu einer höheren Korrelation zwischen ihren Währungen und Anleiherenditen führt (siehe Abbildung 4). Mit Korrelationen von bis zu 0,8 und der Währung, die den größten Teil der Gesamrendite lokaler Anleihen ausmachte, betrachteten die Vermögensverwalter historisch gesehen den Handel mit südafrikanischen Lokalwährungsanleihen ähnlich. Dies führt dazu, dass sie entweder in nicht abgesicherte lokale Anleihen oder in Derivate investieren.

Währenddessen haben Länder mit einer höheren Bonität, wie zum Beispiel Polen, auf lange Sicht nahezu Nullkorrelationen zwischen Währungen und Zinsen. Dies ermöglicht Vermögensverwaltern eine leichtere Trennung von FX- und Zinspositionierungsentscheidungen. Abbildung 4 zeigt jedoch, dass sich diese Korrelationen mit der Zeit ändern. Russland beispielsweise wird traditionell als ein Land mit höheren Renditen angesehen, wobei der Ausverkauf des Rubels 2014 aufgrund der geopolitischen Turbulenzen vielen Investoren noch frisch in Erinnerung ist. Russische Vermögenswerte galten jedoch über weite Strecken des Jahres 2020 als sichere Häfen innerhalb der Schwellenländer und die Wechselkurs-Zins-Korrelationen an den lokalen russischen Märkten gingen Mitte 2020 zurück, bevor sie sich mit dem Wiederaufleben geopolitischer Spannungen wieder umkehrten. Diese Beispiele

Abbildung 3: Indexrendite (in Prozent)



Quelle: PGIM Fixed Income

zeigen, dass Länder schnell zwischen hohen und niedrigen Korrelationen wechseln können, da sich die geld- und fiskalpolitischen Entscheidungsrahmen ändern.

Auch die Marktbedingungen können für das Korrelationsniveau im gesamten Sektor eine bedeutende Rolle spielen. Beispielsweise stiegen die Korrelationen im ersten Quartal 2020 sprunghaft an, als alle Risikoaktiva als Reaktion auf die Auswirkungen der Covid-Pandemie verkauft wurden. In der anschließenden Rally kehrten sich die Korrelationen um. Die Korrelationen in der Post-Covid-Welt sind in den letzten zwei Jahren auf den niedrigsten Stand gesunken. In mehreren Niedrigzinsländern wie Chile, der Tschechischen Republik, China und Malaysia wurden die Korrelationen sogar negativ. In Ländern mit hohen Renditen wie der Türkei, Mexiko, Indonesien, Russland und Südafrika hat sich die Entwicklung der lokalen Zinsen und Währungen stärker auseinanderentwickelt, als dies in der Vergangenheit der Fall war.

Die Korrelationen zwischen Schwellenländerwährungen und Zinsen sind im Laufe der drei Phasen seit dem Ausbruch der Covid-Pandemie und dem Paradigmenwechsel im Zentralbankwesen gesunken. Ähnlich wie bei den Zentralbanken der Industriestaaten veranlasste der große disinflationäre Schock die Zentralbanken der Emerging Markets zu aggressiven Zinssenkungen und zu einer unkonventionelleren Geldpolitik, was zu schwächeren Währungskursen und niedrigeren Anleiherenditen führte. Die erste Phase fand von Ende März bis Anfang April 2020 statt, als die Zentralbanken der Schwellenländer die Leitzinsen aggressiv senkten. Dies hatte zur Folge, dass die meisten Anleihekurven der Schwellenländer dynamisch steiler wurden und die Währungen abwerteten. Diese Reaktionsfunktion wurde bei qualitativ hochwertigen Ländern wie Polen, Tschechien und Chile erwartet, aber auch Hochzinsländer wie Südafrika, Türkei und Brasilien folgten diesem Beispiel. In der zweiten Phase, die begann, nachdem die Fed verschiedene Vermögensmärkte in den USA mit einem Backstopp versehen hatte, leiteten die Zentralbanken eine Welle unkonven-

KNOW HOW

SIE HABEN EINE AUSGABE VERPASST?

Einfach nachbestellen unter

WWW.KREDITWESEN.DE/EINZELHEFT

Ebenfalls jederzeit online für Sie verfügbar:
einzelne Beiträge oder das komplette E-Paper

UNSERE ZEITSCHRIFTEN – EXPERTENWISSEN FÜR SIE



FRITZ
KNAPP 
HELMUT
RICHARDI 
VERLAGSGRUPPE

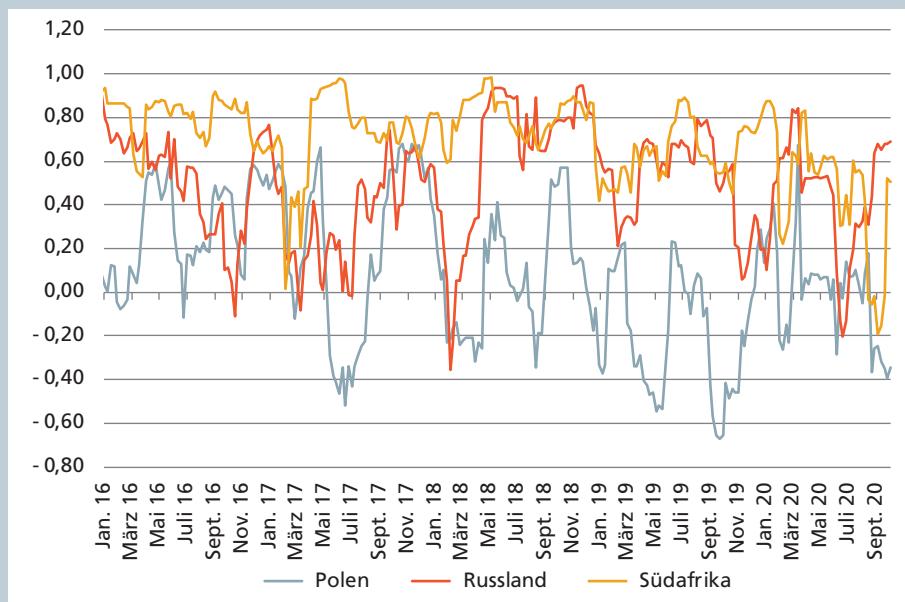
Postfach 70 03 62 | 60553 Frankfurt am Main
Telefon + 49 (0) 69 / 97 08 33 - 25
Telefax + 49 (0) 69 / 7 07 84 00
E-Mail vertrieb@kreditwesen.de
Internet www.kreditwesen.de

tioneller Politik ein, die das hintere Ende der EMLC-Zinskurven unterstützte. Die Währungen der Schwellenländer werteten auf und die Kurven verflachten sich infolgedessen. Der Sektor befindet sich

lich der Inflation spiegelt sich in den Terminzinskurven wider, wobei für die meisten Länder in den nächsten zwei bis fünf Jahren moderate Zinserhöhungen einpreist sind.

anfänglichen Kritik, dass „die Renditen zu niedrig“ oder „die Volatilität zu hoch“ seien, hat sich inzwischen der Einwand entwickelt, dass „die Renditen auf historischen Tiefstständen liegen“. Asset-All-ocation-Entscheidungen werden jedoch häufig eher auf relativ als auf absoluter Basis getroffen, und die EMLC-Renditen bleiben im Vergleich zu anderen festverzinslichen Sektoren attraktiv.

Abbildung 4: Korrelation zwischen Währungen und Zinsen



Quelle: PGIM Fixed Income

derzeit in der dritten Phase einer gemischten Performance gegenüber dem US-Dollar und die meisten EM-Zinskurven werden wieder steiler. Beispielsweise liegt das Zinsdifferenzial der meisten fünf- bis zehnjährigen Anleihekurven im Bereich von 75 Basispunkten bei einer Währungs- volatilität von weniger als 10 Prozent.

Historische Tiefstände für Wechselkurs- und Zinsrelationen

Nachdem die Wechselkurs- und Zinskorrelationen im Juni und Juli historische Tiefstände erreicht hatten, stiegen die Korrelationen im August leicht an. PGIM geht zwar davon aus, dass sie die Talsohle durchschritten haben, ist aber auch der Auffassung, dass ein signifikanter Anstieg vom jetzigen Niveau unwahrscheinlich ist. Angesichts der großen Produktionslücken und der unter den Zielvorgaben liegenden Inflation werden die meisten Zentralbanken der Schwellen- und Industrieländer zögern, politische Anpassungen vorzunehmen. Die Unsicherheit hinsicht-

Zu den Faktoren, die die Prognosen beeinträchtigen könnten, gehören ein starker Inflationsanstieg, der die Zentralbanken dazu zwingt, die Lockerung der Geldpolitik rückgängig zu machen und die Zinssätze aggressiv zu erhöhen, eine steil ansteigende Defizit-Schulden-Spirale, die zu erheblichen Herabstufungen der Kreditwürdigkeit führt oder geopolitische Spannungen aufgrund erneuter Handelskonflikte. Diesen Faktoren sind jedoch vor dem aktuellen makroökonomischen Hintergrund, wo sich die Zentralbanken der Industrieländer längerfristig in einer Warteschleife befinden und der Aufschwung des US-Dollars nach mehr als einem Jahrzehnt relativer Stärke nachlassen könnte, nur geringe Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Auch wenn sich die Niedrig-Korrelations-Hypothese nicht bestätigen sollte, bedeuten die niedrigen implizierten Renditen der Schwellenländerwährungen, dass es weniger kostspielig ist, das Währungsrisiko abzusichern.

Jahrelang haben Anleger Währungen von Schwellenländern gemieden. Aus der

Ausgewogene Entwicklung des Renditeprofils

Darüber hinaus hat sich das Argument für einen schwächeren US-Dollar inmitten des neuen Inflationsregimes der US-Notenbank und der Überbewertung der Währung verstärkt. Die Aufnahme Chinas in den J.P. Morgan GBI-EM Index und andere wichtige Fixed-Income-Indizes, wie zum Beispiel der Barclays Global Aggregate, hat die durchschnittliche Bonitätsqualität der wichtigsten EMLC-Indizes allmählich verbessert, was ein gutes Vorzeichen für die Wahrnehmung der Anlageklasse in der breiteren Basis der Fixed-Income-Anleger darstellt.

Zudem hat sich das Renditeprofil von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung ausgewogener zwischen Währungs- und Laufzeitprämienrenditen entwickelt. Und niedrigere Absicherungskosten ermöglichen eine echte Wahl zwischen Währungs- und Zinsentscheidungen, was zu einer größeren Portfoliodiversifizierung führt. Daher können aktiv verwaltete lokale Anleiheportfolios die sich verändernde Dynamik innerhalb der Anlageklasse ausnutzen und den Kunden eine vielfältige Mischung aus qualitativ hochwertigen langfristigen Anleihen zusammen mit kurzfristigen, hochverzinslichen Anlagen mit attraktiven Carry- und Roll-Profilen anbieten. Infolgedessen erwartet PGIM, dass die Zuflüsse in diesen Sektor in Zukunft zunehmen werden, da der EMLC-Sektor zu einem strategischen Bestandteil von Asset-Allocation-Entscheidungen wird.

Fußnote

* Der EMLC Index, auf den im gesamten Artikel Bezug genommen wird, bezieht sich auf den J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index.