

Warum sich eine strategische Position in Emerging-Market-Anleihen lohnen kann

Autoren



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



Jonathan Barry, FSA, CFA
Managing Director
Investment Solutions Group

Im Überblick

- Europäische Investoren sollten eine strategische Anlage in Emerging-Market-Anleihen erwägen.
- Mit Emerging-Market-Anleihen kann man in wachstumsstarke Volkswirtschaften investieren, und die Assetklasse ist gereift: Marktvolumen, Liquidität und Kreditqualität sind heute besser.
- Die geringe Korrelation zwischen Lokal- und Fremdwährungsanleihen spricht für eine Kombination beider Assetklassen.
- Mit Emerging-Market-Anleihen lassen sich Portfolios diversifizieren, da sie nur wenig mit anderen Assetklassen korreliert sind.

Nach dem turbulenten Börsenjahr 2022 droht Anlegern 2023 neues Ungemach. Es gibt aber auch Lichtblicke: Die Inflation fällt allmählich, die Notenbanken erhöhen die Zinsen nicht mehr so stark, und Anleihen sind durchweg attraktiv bewertet.

Auch deshalb sollten sich europäische Investoren genauer mit Emerging-Market-Anleihen befassen. Sie bieten oft attraktivere Renditen als andere Anleihen – bei einer Volatilität unter der von Aktien.

Emerging-Market-Anleihen sind europäischen Anlegern zwar nicht fremd, aber doch in vielen Portfolios unterrepräsentiert. Ähnlich wie mit Emerging-Market-Aktien kann man mit ihnen in Länder investieren, die sehr viel wachstumsstärker und produktiver sind als die klassischen Industrieländer. Außerdem ist die Assetklasse in den letzten 30 Jahren stark gereift. In den frühen 1990ern bestand der Index nur aus wenigen Ländern, und nach der Emerging-Market-Krise von den mittleren 1990ern bis zu den frühen 2000ern galt die Assetklasse als hochriskant. Heute sind aber viele Emittenten sehr solide, und ihre Kreditqualität hat sich verbessert. Markttiefe und Marktliquidität haben zugenommen, weil das Marktvolumen mittlerweile auf etwa 4,7 Billionen US-Dollar gestiegen ist.¹ Fast 16% des internationalen Anleihenuniversums entfallen heute auf Emerging Markets.



Abbildung 1: Emerging-Market-Anleihen in Prozent des Bloomberg Multiverse Index



Quelle: Bloomberg. Monatsdaten vom 31. Januar 1999 bis zum 30. Dezember 2022. Der Bloomberg Multiverse Index bildet den internationalen Anleihenmarkt umfassend ab. Er kombiniert den Global Aggregate Index mit dem Global High Yield Index.

Es gibt zwei Arten von Emerging-Market-Anleihen: Fremd- und Lokalwährungstitel. Fremdwährungsanleihen sind meist in US-Dollar, aber auch in Euro und Yen denominated. Lokalwährungsanleihen werden in der Landeswährung des Emittenten begeben. Fremdwährungsanleihen kann man in Euro absichern oder auf die Währungsabsicherung verzichten. Bei Lokalwährungsanleihen ist eine Währungsabsicherung oft wenig praktikabel; sie ist häufig schwierig und teuer.

Was zeichnet Emerging-Market-Anleihen aus?

Wer eine Anlage in Emerging-Market-Anleihen erwägt, muss Volatilität und Korrelationen der Assetklasse kennen. Oft heißt es, Lokalwährungsanleihen seien volatil als Fremdwährungstitel. Tatsächlich aber hängt die Volatilität von der Heimatwährung des Investors ab. Wie Abbildung 2 zeigt, waren Lokalwährungsanleihen für US-Investoren in den letzten zehn Jahren wirklich volatil. Für sie betrug die durchschnittliche Volatilität 11,4% gegenüber 9,0% bei Fremdwährungsanleihen. In Euro gerechnet sieht es aber anders aus: Dann waren Lokalwährungsanleihen mit nur 9,2% Volatilität sehr viel stabiler. Für eurobasierte Investoren waren sie ebenso stabil wie Fremdwährungsanleihen, deren Volatilität nicht währungsgesichert ebenfalls 9,2% betrug. Eine Absicherung von Fremdwährungsanleihen in US-Dollar hätte die Volatilität nur leicht auf 9,0% gesenkt.

Abbildung 2: 10-Jahres-Volatilität von Emerging-Market-Anleihen

	Lokalwährungsanleihen	Fremdwährungsanleihen (nicht währungsgesichert)	Fremdwährungsanleihen (währungsgesichert)
In US-Dollar	11,4%	9,0%	9,0%
In Euro	9,2%	9,2%	9,0%

Quelle: FactSet SPAR. Fremdwährungsanleihen = JPMorgan EMBI Global Diversified Index, Lokalwährungsanleihen = JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index. Angaben für die Zeit vom 31. Dezember 2012 bis zum 31. Dezember 2022.

Es gibt zwei Arten von Emerging-Market-Anleihen: Fremd- und Lokalwährungstitel. ▲



Abbildung 3 zeigt die Korrelationen zwischen den beiden Arten von Emerging-Market-Anleihen. Sie beträgt etwa 0,7 (mit leichten Unterschieden, je nachdem, ob die Fremdwährungsanleihen in Euro abgesichert werden oder nicht). Das spricht für ein gewisses Diversifikationspotenzial.

Abbildung 3: 10-Jahres-Korrelationen

	Lokalwährungsanleihen	Fremdwährungsanleihen (abgesichert in Euro)	Fremdwährungsanleihen (nicht währungsgesichert)
Lokalwährungsanleihen	1,00	0,68	0,74
Fremdwährungsanleihen (abgesichert in Euro)	0,68	1,00	0,66
Fremdwährungsanleihen (nicht währungsgesichert)	0,74	0,66	1,00

Quellen: FactSet SPAR, Bloomberg, Fremdwährungsanleihen = JPMorgan EMBI Global Diversified Index, Lokalwährungsanleihen = JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index. Angaben für die Zeit vom 31. Dezember 2012 bis zum 31. Dezember 2022. Erträge in Euro.

Emerging-Market-Anleihen in einem eurodenominierten Portfolio

Lohnt es sich, ein eurodenominiertes Portfolio um Emerging-Market-Anleihen zu ergänzen? Dazu schätzten wir die Ertragsersparungen eines eurobasierten Investors in den nächsten zehn Jahren. Ausgangspunkt sind die aktuellen Renditen, bereinigt um Absicherungskosten, Ausfallquoten und die beim aktuellen Marktumfeld zu erwartende Währungsentwicklung. Die Volatilität schätzten wir anhand von Vergangenheitsdaten und berechneten dann die erwarteten Sharpe Ratios (Abbildung 4).

Abbildung 4: Erwarteter Ertrag, Volatilität und Sharpe Ratio von Emerging-Market-Anleihen

	Geldmarkt	Lokalwährungsanleihen	Fremdwährungsanleihen (währungsgesichert)
Erwarteter Ertrag p.a.	2,4%	4,6%	4,7%
Erwartete Volatilität	0,4%	9,2%	9,0%
Erwartete Sharpe Ratio	k.A.	0,25	0,29

Quellen: Bloomberg, FactSet, S&P Global Ratings Research, S&P Global Market Intelligence. Weitere Einzelheiten zur Ableitung der Ertragsersparungen finden Sie in Anmerkung 2. Schätzungen der Indexvolatilität auf Basis der Zeit vom 31. Dezember 2012 bis zum 31. Dezember 2022. Ertrag und Volatilität von Geldmarktanlagen auf Basis der MFS Long Term Capital Market Expectations (Euro Edition) im Januar 2023. Geometrische 10-Jahres-Erträge. Die Erwartungen dienen nur zur Information. Es handelt sich um allgemeine Einschätzungen von Märkten, Branchen und Sektoren sowie anderen allgemeinen Wirtschafts- und Marktbedingungen und nicht um eine Empfehlung oder Anlageberatung. Hinweise auf künftige erwartete Erträge und die künftige Performance sind keine Versprechen oder Schätzungen der tatsächlichen Performance, die ein Investor erreichen kann. Man sollte sich nicht auf diese Angaben verlassen. Die Prognosen dienen nur der Illustration. Man sollte sie nicht als Beratung auffassen, nicht als Empfehlung interpretieren und auch keine Performancegarantie darin sehen. Die Prognosen beruhen auf subjektiven Schätzungen und Annahmen, die noch nicht eingetreten sind und möglicherweise nicht eintreten werden. Die Projektionen haben natürliche Grenzen, weil sie nicht auf tatsächlichen Transaktionen, sondern auf Modellen und von MFS zusammengestellten Daten beruhen. **Die erwarteten Erträge sind keine Performanceziele oder Performanceerwartungen irgendeines MFS-Portfolios oder Beratungsmandats. BITTE BEACHTEN SIE DIE WICHTIGEN HINWEISE ZU DEN ANNAHMEN IN DIESEM DOKUMENT.**



Unter diesen Annahmen modellierten wir unterschiedliche Kombinationen von Fremd- und Lokalwährungsanleihen (Abbildung 5).

Abbildung 5: Fremd- und Lokalwährungsanleihen kombiniert

	0% FW 100% LW	10% FW 90% LW	20% FW 80% LW	30% FW 70% LW	40% FW 60% LW	50% FW 50% LW	60% FW 40% LW	70% FW 30% LW	80% FW 20% LW	90% FW 10% LW	100% FW 0% LW
Ertrag p.a.	4,66%	4,69%	4,72%	4,74%	4,75%	4,76%	4,77%	4,77%	4,76%	4,76%	4,74%
Volatilität p.a.	9,20%	8,92%	8,68%	8,51%	8,39%	8,34%	8,35%	8,43%	8,57%	8,76%	9,01%
Sharpe Ratio	0,25	0,26	0,27	0,27	0,28	0,28	0,28	0,28	0,28	0,27	0,26

Erwartungen über zehn Jahre. Quelle: siehe Anmerkungen zu Abbildung 4.

Demzufolge sind die Sharpe Ratios in einer Spanne zwischen 40% Fremd- und 60% Lokalwährungsanleihen bzw. 80% Fremd- und 20% Lokalwährungsanleihen am höchsten. Die Sharpe Ratios der kombinierten Portfolios sind etwas höher als die der beiden nicht kombinierten, weil Fremd- und Lokalwährungsanleihen, wie Tabelle 3 zeigt, nur wenig miteinander korreliert sind. Daraus schließen wir, dass eine Kombination aus 50% Fremd- und 50% Lokalwährungsanleihen ein guter Ausgangspunkt sein kann, wenn eurobasierte Investoren Emerging-Market-Anleihen kaufen wollen.

Die Berechnungen in Abbildung 5 unterstellen, dass Fremdwährungsanleihen in Euro abgesichert sind. Eine nicht währungsgesicherte Variante führt aber zu ähnlichen Ergebnissen. Wir meinen daher, dass eurobasierte Investoren ihre Fremdwährungspositionen strategisch absichern sollten. Dennoch halten wir es für sinnvoll, bei entsprechenden Marktbedingungen die Absicherungsquote taktisch zu senken.



Kombination mit anderen Assetklassen

Interessant ist auch die Korrelation zwischen Emerging-Market-Anleihen und anderen Assetklassen, die bei eurobasierten Investoren beliebt sind (Abbildung 6).

Abbildung 6: Korrelation zwischen Emerging-Market-Anleihen und anderen Assetklassen

	Lokalw.-anleihen (nicht währungs-gesichert)	Fremdw.-anleihen (währungs-gesichert)	Emerging-Market-Aktien	Aktien Welt	Aktien Europa ohne GB	Investment-grade-Anleihen USA	Aggregate-Anleihen Welt	Aggregate-Anleihen Europa	High Yield Europa	Investment-grade-Anleihen Europa
Lokalw.-anleihen (nicht währungs-gesichert)	1,00	0,68	0,71	0,53	0,47	0,53	0,42	0,42	0,53	0,53
Fremdw.-anleihen (währungs-gesichert)	0,68	1,00	0,65	0,55	0,60	0,83	0,64	0,60	0,79	0,76

Quelle: FactSet SPAR. Angaben für Korrelationen für die Zeit vom 31. Dezember 2012 bis zum 31. Dezember 2022 für folgende Indizes: Emerging-Market Aktien = MSCI Emerging Markets Index, Aktien Welt = MSCI ACWI, Aktien Europa ohne Großbritannien = MSCI Europe ex-UK Index, Investmentgrade-Anleihen USA = Bloomberg US Corporate Investment Grade Index, Aggregate-Anleihen Welt = Bloomberg Global Aggregate Index, Aggregate-Anleihen Europa = Bloomberg Euro Aggregate Index, High Yield Europa = Bloomberg Pan-European High Yield Index, Investmentgrade-Anleihen Europa = Bloomberg Euro Aggregate Credit Corporate Index, Lokalwährungsanleihen = JPMorgan GBI-EM Global Diversified (Local) Index, Fremdwährungsanleihen (währungsgesichert) = JPMorgan EMBI Global Diversified (Hedged) Index. Angaben in Euro.

Die Korrelationen reichen von 0,42 bis 0,79. Das spricht dafür, dass sich Portfolios mit Emerging-Market-Anleihen diversifizieren lassen.

Fazit

Europäische Investoren sollten eine strategische Anlage in Emerging-Market-Anleihen erwägen. Mit ihnen kann man in wachstumsstarke Volkswirtschaften investieren, und die Assetklasse ist gereift: Marktvolumen, Liquidität und Kreditqualität sind heute besser. Die geringe Korrelation zwischen Lokal- und Fremdwährungsanleihen spricht für eine Kombination beider Assetklassen. Außerdem lassen sich mit Emerging-Market-Anleihen Portfolios diversifizieren, da sie nur wenig mit anderen Assetklassen korreliert sind. ▲



Anmerkungen

¹ Quelle: J.P. Morgan. Marktkapitalisierung folgender Indizes: JPMorgan EMBI Global Index, JPMorgan CEMBI Broad Diversified Index und JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index, Stand Dezember 2022, umgerechnet in Euro.

² Geschätzte Erträge von Fremdwährungsanleihen auf Basis der Indexrenditen des JPMorgan EMBI Global Diversified Index und des JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index am 30. Dezember 2022, bereinigt um die erwarteten Kosten der Währungsabsicherung des Fremdwährungsanleihenindex, den langfristigen Durchschnitt der Ausfall- und Wiedereinbringungsquoten und den erwarteten Inflationsunterschied zwischen dem Euroraum und den Ländern im Lokalwährungsanleihenindex. Ausfallquotenschätzungen auf Basis der gewichteten Nettoausfallquote von Fremdwährungsanleihen mit Ratings von AA, A und BBB von 1975 bis 2021.

	Lokalwährungsanleihen	Fremdwährungsanleihen (währungsgesichert)
Rendite am 31. Dezember 2022	6,9%	8,0%
Erwartete Absicherungskosten	k.A.	-2,2%
Ausfallquotenbereinigung	-0,5%	-1,1%
Inflationsbereinigung	-1,8%	k.A.
Erwarteter 10-Jahres-Ertrag	4,6%	4,7%

Diese Angaben dienen nur zur Information. Es handelt sich um allgemeine Einschätzungen von Märkten, Branchen und Sektoren sowie anderen allgemeinen Wirtschafts- und Marktbedingungen und nicht um eine Empfehlung oder Anlageberatung. Die gezeigten erwarteten Erträge sind hypothetisch und nicht repräsentativ für ein konkretes Mandat. Zur Modellierung wurden bestimmte Annahmen getroffen, die vermutlich nicht eintreffen. Es wird keine Haftung oder Garantie dafür übernommen, dass die Annahmen sinnvoll sind oder dass alle für die Ertragsberechnung relevanten Annahmen genannt bzw. vollständig bedacht wurden. Projektionen und zukunftsgerichtete Annahmen sind keine Garantie der künftigen Performance. Die erwarteten Erträge sind keine Performanceziele oder Performanceerwartungen irgendeines MFS-Portfolios oder Beratungsmandats.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seinen Tochtergesellschaften (zusammen „Bloomberg“). Bloomberg oder seine Lizenzgeber besitzen alle geistigen Eigentumsrechte an den Bloomberg-Indizes. Bloomberg hat dieses Dokument weder bestätigt noch genehmigt, garantiert weder die Richtigkeit noch die Vollständigkeit irgendeiner hierin enthaltenen Information, gibt keine explizite oder implizite Garantie im Zusammenhang mit den daraus gezogenen Schlüssen und schließt im größten nach anwendbarem Recht zulässigen Umfang jedwede Haftung oder Verantwortung für Schäden aus, die im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen.

Die Informationen stammen aus Quellen, die wir für verlässlich halten. J.P. Morgan übernimmt aber keine Garantie für ihre Vollständigkeit und Genauigkeit. Der Index wird mit Genehmigung von J.P. Morgan genutzt. Er darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von J.P. Morgan weder vervielfältigt noch genutzt oder weiterverbreitet werden. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. Alle Rechte vorbehalten.

Quelle der Indexdaten: MSCI. MSCI gibt keinerlei explizite oder implizite Garantien oder Gewährleistungen und übernimmt keinerlei Haftung für die hierin enthaltenen MSCI-Daten. Die MSCI-Daten dürfen weder weitergegeben noch als Grundlage für andere Indizes, Wertpapiere oder Finanzprodukte genutzt werden. Dieses Dokument wurde von MSCI weder erstellt noch genehmigt oder geprüft.

„Standard & Poor's“ und „S&P“ sind eingetragene Handelsmarken von Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones ist eine eingetragene Handelsmarke von Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones). S&P Dow Jones Indices LLC hat ihre Nutzung genehmigt, und MFS darf sie zu bestimmten Zwecken nutzen. Der S&P 500® ist ein Produkt von S&P Dow Jones Indices LLC. Das Unternehmen hat MFS die Nutzung des Index genehmigt. Die Produkte von MFS werden von S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P oder ihren Tochterunternehmen nicht gefördert, angeboten, vertrieben oder beworben. Weder S&P Dow Jones Indices LLC noch Dow Jones, S&P oder ihre Tochterunternehmen treffen eine Aussage darüber, ob diese Produkte empfehlenswert sind.

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 Institutional Advisors, Inc. (MFSI), MFS Investment Management und MFS Fund Distributors, Inc.; **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.

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) (ABN 68 607 579 537) 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 registrierte 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. Alle Finanzinstrumente gehen mit Risiken einher, unter anderem dem Risiko von Marktschwankungen, sodass Investoren ihr investiertes Kapital verlieren können. Investoren sollten vor einer Anlage den Verkaufsprospekt und/oder die in Art. 37-3 des Financial Instruments and Exchange Act genannten Dokumente sorgfältig lesen.