



Vontobel

# Fünf Argumente dafür, jetzt in Emerging-Markets- Anleihen zu investieren

**4**  
**Fünf Argumente dafür, jetzt in Emerging-  
Markets-Anleihen zu investieren**

**9**  
**Die grössten Sorgen der Anleger –  
darum sind sie kontrollierbar**

**13**  
**Ist die Zeit des Abwartens vorüber?**



—  
**Sergey Goncharov**  
Portfolio Manager



—  
**Carlos de Sousa**  
Emerging Markets Strategist,  
Portfolio Manager



—  
**Adrian Bender**  
Client Portfolio Manager

## Zusammenfassung

Nun, da sich die US-Notenbank Fed mitten in ihrem Zinserhöhungszyklus befindet, die Disinflation bereits eingesetzt hat und der Markt einen Leitzins von 5 Prozent innert weniger Monate einpreist, stellt sich die Frage, ob die Zeit gekommen ist, Barpositionen abzubauen und das Engagement in Schwellenländern zu erhöhen.

Zwei Drittel der Teilnehmer an unserer Umfrage unter 300 institutionellen Anlegern gaben an, dass sie ihr Engagement in Emerging-Markets-Anleihen in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich erhöhen werden.

Ungeachtet der Verkaufswelle bei EM-Titeln sprechen unserer Ansicht nach mehrere Gründe für die Anlageklasse. Die Renditen sind inzwischen ausgesprochen attraktiv. Die Wachstumsprognosen des Internationalen Währungsfonds für Schwellenländer übertreffen die von Industrieländern. Ein hohes Mass an Diversifikation kann die spezifischen Risiken erheblich reduzieren.

Zu den üblichen Argumenten gegen EM-Anleihen zählen der starke US-Dollar, begleitet von energischen Zinsschritten der Fed, das Risiko einer globalen Rezession und das höhere Ausfallrisiko dieser Anlagen. Wir erläutern, warum diese Risiken unserer Ansicht nach kontrollierbar sind.

Passives Abwarten jedenfalls dürfte 2023 nicht die beste Anlagestrategie sein.

# Fünf Argumente dafür, jetzt in Emerging-Markets-Anleihen zu investieren

Das Jahr 2022 war für die Finanzmärkte in allen Anlageklassen eines der schwärzesten seit Jahrzehnten. Risikoreiche Anlagen wie Emerging-Markets-Papiere haben besonders gelitten. Daher wird das EM-Segment als risikobehaftet wahrgenommen und ist in Anlegerportfolios entsprechend unterrepräsentiert.

Wir haben im Mai 2022 eine Umfrage veröffentlicht, die wir unter mehr als 300 institutionellen Anlegern in Europa, Nord- und Südamerika sowie der Region Asien-Pazifik durchgeführt haben. Dabei haben wir festgestellt, dass zwei Drittel der Teilnehmer ihr Engagement in EM-Anleihen in den nächsten zwei Jahren aus folgenden Gründen voraussichtlich erhöhen werden:

- 64 Prozent der Befragten entschieden sich für Fixed-Income-Anlagen in Schwellenländern, um Diversifikation, ESG-Performance und Renditen zu erzielen.
- Mehr als drei von vier Anlegern setzen auf aktive Strategien bei Fixed-Income-Anlagen aus Schwellenländern, da sie in Fehlbewertungen und Marktineffizienzen eine Chance zur Alpha-Generierung sehen.
- Diversifikation, Erträge und die ESG-Ausrichtung sprechen für EM-Unternehmensanleihen.

Wenig überraschend brachten die Teilnehmer der Umfrage auch Bedenken im Hinblick auf EM-Anleihen zum Ausdruck.

In diesem Beitrag gehen wir auf fünf Gründe ein, die diese Anlageklasse unserer Ansicht nach besonders attraktiv machen, und erläutern, warum wir die aktuellen Bedenken der Anleger für kontrollierbar halten.



### 1. Ein anhaltender, massiver Ausverkauf hat Chancen für langfristig orientierte Anleger geschaffen

Die Verluste des Jahres 2022 waren hauptsächlich auf den abrupten Übergang von einer über ein Jahrzehnt andauernden Phase äusserst niedriger Inflation zu einer unsicheren Periode mit hoher globaler Inflation zurückzuführen. Anlagen aus Schwellenländern waren davon mit am stärksten betroffen.

Die Einpreisung der Zinsentwicklung traf risikoreiche Anlagen im Allgemeinen besonders hart, weshalb das EM-Segment inzwischen wenig überraschend überaus negativ wahrgenommen wird.

Der 14-monatige Ausverkauf war für die Anleger entmutigend. Der JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI), der Referenzindex für EM-Unternehmensanleihen, verzeichnete zwischen dem Beginn des Ausverkaufs im September 2021 und dem Oktober 2022 nur drei verhalten positive Renditemonate.

Zum Vergleich: Der Ausbruch der Pandemie Anfang 2020 führte zu einem zweimonatigen und US-Präsident Donald Trumps freihandelsfeindliche Rhetorik 2018 zu einem fünfmonatigen Ausverkauf. Dies waren die längsten Phasen seit dem zweimonatigen Ausverkauf während der Weltfinanzkrise.

Anleihen, Spreads und Aktien wurden gleichermaßen in Mitleidenschaft gezogen. Der Krieg in der Ukraine verschärfte die globale Inflationsproblematik und untergrub den Optimismus. Allerdings scheint sich die Stimmung im Hinblick auf die Schwellenländer seit dem 10. November, als die gemeldeten Inflationszahlen in den USA geringer als befürchtet ausfielen, deutlich verbessert zu haben.

Zwar sollte ein einzelner Datenpunkt nicht überbewertet werden, doch diese Meldung hat bestätigt, dass die Disinflation tatsächlich eingesetzt hat und die jährliche Gesamtinflation im vierten Monat in Folge zurückgeht. Zudem wurde damit bestätigt, dass die Fed sich dem Ende des Zinserhöhungszyklus nähert und daher wahrscheinlich das Tempo ihrer Zinsschritte drosseln und im ersten oder zweiten Quartal 2023 eine Pause einlegen dürfte.

Vor diesem komplexen Hintergrund wandten sich Anleger in Scharen vom EM-Segment ab. Seit Jahresbeginn wurden in grossem Umfang EM-Anleihen veräussert (im Volumen von schätzungsweise USD 80 Milliarden nach EPFR-Daten per Mitte November). Anleger scheinen viel Liquidität zu halten, die sie zu investieren beabsichtigen dürften, sobald sich die Lage stabilisiert.

Dies dürfte in Verbindung mit der geringen Zahl an Primäremissionen im Jahr 2022 positive technische Faktoren für 2023 bedingen. Im vierten Quartal 2022 nahm die Emissionstätigkeit in den Schwellenländern leicht zu, was auf eine ausgewogenere Einschätzung der Marktteilnehmer schliessen lässt.

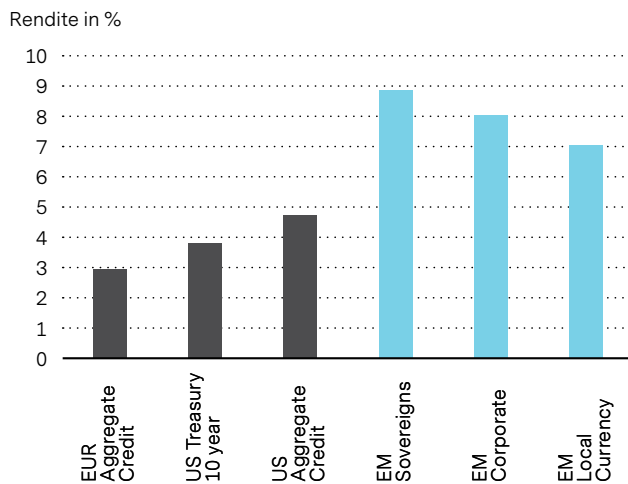
Diese Primäremissionstätigkeit beinhaltete diverse Emissionen, bei denen der Prämienspread gegenüber der bestehenden Emittentenkurve auffällig gross war. Primärmärkte sind für aktive Vermögensverwalter, die tendenziell Prämien für Neuemissionen zahlen und die Liquidität der Märkte und Portfolios verbessern, ebenfalls ein sehr ergiebiges Feld.

### 2. EM-Anleihen bieten höhere Renditen und eine geringere Duration als solche aus Industrieländern

Volatile Märkte schaffen Chancen. Angesichts steigender Zinsen, einer Ausweitung der Spreads und allgemein höherer Renditen wurde der frühere Konsens, Aktien (hauptsächlich US-Aktien) seien immer die beste Wachstumsanlageklasse, deutlich infrage gestellt. Mit anderen Worten: Das Mantra von der Alternativlosigkeit von Aktien ist Geschichte. Der Fixed-Income-Sektor – mit Papieren aus Schwellenländern als wachsendem und zunehmend beliebtem Teilsektor – ist wieder eine attraktive Anlageoption.

Dabei stellt sich die Frage: Wozu überhaupt EM-Titel, wenn die Renditen für US-Unternehmensanleihen über 5,5 Prozent liegen?

#### EM-Anleihen erzielen höhere Renditen



Die vergangene Performance stellt keinen Indikator für die aktuelle oder zukünftige Perf. Quelle: Bloomberg, Vontobel Asset Management, Stand: 21 November 2022.

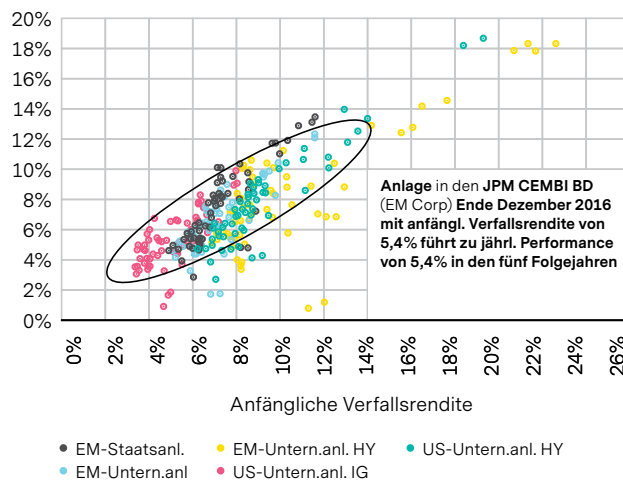
Abgesehen davon, dass auch 5,5 Prozent immer noch weit unter der Inflation liegen, liefern EM-Anleihen deutlich höhere Renditen als ihre Pendanten aus Industrieländern. So verzeichnen beispielsweise EM-Unternehmens- und Lokalwährungsanleihen eine Rendite von rund 8 bzw. 7 Prozent, während EM-Staatsanleihen in Hartwährung eine Rendite von fast 9 Prozent bieten.

Im Vergleich liegt die Rendite für fünf- und zehnjährige US-Treasuries unter 4 Prozent und für deutsche Bundesanleihen bei gerade einmal 2 Prozent.

In der Vergangenheit führten höhere Anfangsrenditen über einen Fünf-Jahres-Zeitraum zu gegenüber dem Referenzindex höheren annualisierten Renditen.

### Bei EM-Staatsanleihen korrelieren die Gesamttrenditen stark mit den Anfangsrenditen

Annualisierte Gesamttrendite (Zeithorizont 5 J.)



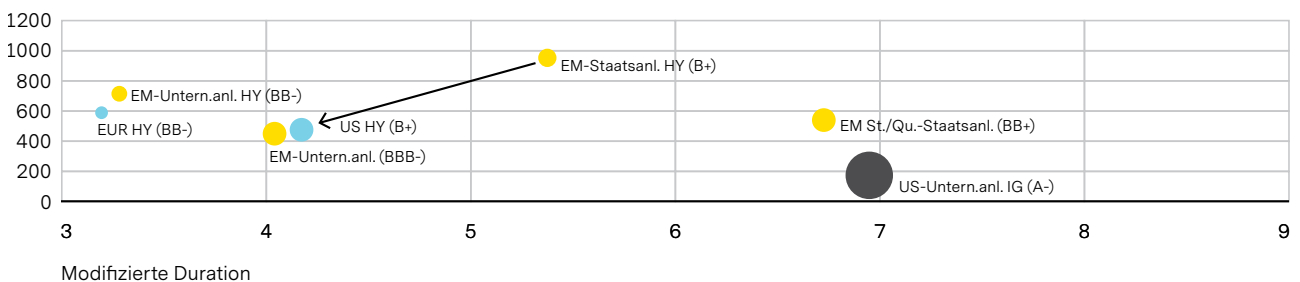
Hinweis: Jeder Punkt stellt eine rollierende 5-Jahres-Rendite gegenüber der ursprünglichen, anfänglichen (Verfalls-) Rendite des Index dar. EM-Staatsanl. stehen für den JPM EMBI GD, EM-Untern.anl. für den JPM CEMBI BD, Untern.anl. HY für den HY-Teilindex des JPM CEMBI BD, US-Untern.anl. IG für den ICE BofA US Corporate Index und US-Untern.anl. HY für den ICE BofA US High Yield Index.  
 Quelle: Vontobel Asset Management, Bloomberg, 31. Dezember 2001 – 31. Dezember 2021.

Für EM-High-Yield-Spreads sieht die Prognose im Vergleich zu ihren Pendanten aus Industrieländern ebenfalls deutlich günstiger aus. Die Grafik links vergleicht Spread und Duration und zeigt auf einen Blick, dass Titel aus Schwellenländern (grün) höhere Spreads bieten als High-Yield- (pink) und Unternehmensanleihen (blau) aus Industrieländern. Im Vergleich der Marktsegmente zeigt sich, dass EM-HY-Unternehmensanleihen im Vergleich zu US-High-Yields bessere Bewertungen und geringere Durationsrisiken, aber dennoch einen Spread-Aufschlag aufweisen. Hochverzinsliche EM-Staatsanleihen weisen bei demselben Rating und einer etwas höheren Duration einen Spread-Aufschlag von fast 100 Prozent auf.

Aus diesem Grund könnten EM-Unternehmensanleihen eine Alternative für Anleger darstellen, die vor dem Hintergrund von Rezessionsängsten und Zinserhöhungen in den Industrieländern auf der Suche nach höheren Spreads und Renditen sowie geringerer Duration sind. Da in den USA und einigen Schwellenländern bereits die Disinflation eingesetzt hat, könnten EM-Staatsanleihen in Hartwährung mit höherer Duration und weit höheren Spreads unterdessen die ideale Subassetklasse für Anleger darstellen, die Duration optimistischer sehen.

### Höhere Spreads und geringere Duration als US-Hochzinsanleihen mit besserem Rating

Spread (in Bp.)



Quelle: ICE BofA Merrill Lynch US Corporate Index, ICE BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index, J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified, J.P. Morgan EMBI Global Diversified, ICE BofA Merrill Lynch US High Yield Index, ICE BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index, Stand: 31.10.2022, Bloomberg. Durchschnittliche Index-Ratings in Klammern. Grösse der Kreise repräsentiert Marktwert in Mrd. USD.

### 3. Die Wachstumsaussichten des IWF für Schwellenländer übertreffen die von Industrieländern

Der IWF hat seine Prognose für das globale BIP-Wachstum im Oktober nach unten korrigiert und das erhöhte Risiko einer globalen Rezession hervorgehoben. Allerdings fiel die Abwärtskorrektur für Europa und die USA viel gravierender aus als für die Schwellenländer.

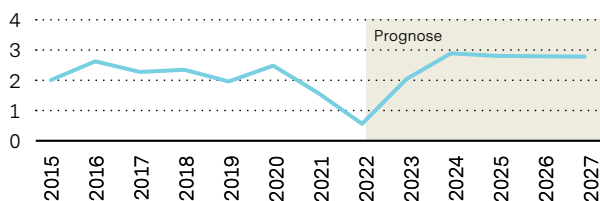
Das bedeutet, dass nach der etwas aussergewöhnlichen Erholungsphase nach der Pandemie, in der das Wachstum der Industrieländer fast mit dem der Schwellenländer Schritt hielt, die Differenz in puncto BIP-Wachstum wieder auf ihr normales Niveau zurückkehren und die Schwellenländer ihr vorheriges Wachstumstempo wieder aufnehmen dürften.

Das gilt trotz der viel schwächeren Wachstumsprognose für China: Die COVID-Lockerungen dürften schrittweise erfolgen und die Konjunkturmassnahmen verhalten bleiben. Andernfalls ist Steigerungspotenzial gegeben.

Das BIP-Wachstum ist keine signifikante Variable zur Ermittlung der relativen EM-Spreads. Es eignet sich zwar als Indikator für EM-Aktien, aber nicht für die Spreads festverzinslicher EM-Anlagen. Kurz gesagt ist schnelles Wachstum manchmal nicht nachhaltig, während langsames Wachstum manchmal die Folge von Sparmassnahmen ist, die die Schuldentragfähigkeit wiederherstellen.

Doch ebenso, wie ein starker US-Dollar die Stimmung eintrüben kann, führt ein schnelleres BIP-Wachstum in Schwellenländern im Vergleich zu den Industrieländern üblicherweise zu einer Aufhellung der Anlegerstimmung (das berühmte Prinzip, dass Barmittel Wachstum suchen).

### Grössere Wachstumsdifferenz zwischen EM und DM und dadurch neues Interesse am Markt erwartet



Die vergangene Performance stellt keinen Indikator für die aktuelle oder zukünftige Performance dar.  
Quelle: IMF WEO. Prognosen sind lediglich Ansichten; ohne Gewähr; die tatsächlichen Ergebnisse können erheblich abweichen. EM = Emerging Markets, DM = Industrieländer (Developed Markets), Stand: 31. August 2022.

### 4. Niedrige Ausfallraten und stabile Bilanzen

Im Durchschnitt sehen die Bilanzen der EM-Unternehmen solider aus als die ihrer Pendanten aus den Industrieländern. Das erklärt, warum sie im Schnitt besser bewertet werden (trotz Begrenzung durch Staatsanleihen, weil Unternehmensanleihen in manchen Ländern trotz solider Fundamentaldaten schlechter bewertet werden als diese) und langfristig eine geringe durchschnittliche Ausfallrate von bloss 3,7 Prozent aufweisen.

Doch in diesem Jahr ist es anders. Die Immobilienkrise in China und die Sanktionen gegen Russland nach dem Angriff auf die Ukraine, die bei russischen Unternehmensanleihen zu Ausfällen geführt haben, trieben die Ausfallrate von EM-HY-Unternehmensanleihen in den ersten zehn Monaten des letzten Jahres auf 11,3 Prozent. Die Ausfallrate dürfte 2023 auf vergleichbarem Niveau bleiben – oder auf 7,3 Prozent sinken, wenn Russland, das nicht mehr Teil des Index ist, ausgenommen wird (Quelle: JP Morgan).

Ohne den chinesischen Immobiliensektor und Unternehmensanleihen aus Russland und der Ukraine läge die Ausfallrate von EM-HY-Unternehmensanleihen 2022 bei nur einem Prozent – das ist alles andere als beunruhigend. Manche Ausfälle können für aktive Anleger sogar attraktive Chancen darstellen.

Darüber hinaus dürfte die Ausfallrate im chinesischen Immobiliensektor zwar hoch bleiben, die Anleihenkurse bilden dies aber nicht vollständig ab. Der Durchschnittskurs für chinesische HY-Immobilienanleihen im CEMBI Broad Index liegt zum jetzigen Zeitpunkt bei 28,5 Cent je Dollar, was das Abwärtspotenzial für Anleger künftig deutlich limitiert.

Auch bei Staatsanleihen kam es jüngst zu Ausfällen, was zu reisserischen Schlagzeilen und der bequemen Einschätzung führte, die Emerging Markets seien eben «Emergency Markets». Die Fakten beweisen das Gegenteil:

1. Russland und die Ukraine ausgenommen ist die Ausfallrate am Markt sehr gering.
2. Wenn Schwellenländer in Zahlungsverzug geraten, gibt es fast keine Ansteckungseffekte für Nachbarländer. Anleger sind in den vergangenen Jahren differenzierter in ihren Einschätzungen geworden und können seit der Ausfallwelle während der Pandemie nun zwischen hoffnungslosen und «normalen» Fällen unterscheiden.



#### **5. EM-Anleihen mit guter Diversifikation**

Diversifikation wird häufig unterschätzt. Zwar gab es im Segment der EM-Unternehmensanleihen einige konzentrierte Einbrüche, beispielsweise in Russland und der Ukraine, im chinesischen High-Yield-Segment und im mexikanischen Nichtbanken-Finanzsektor. Doch davon abgesehen scheinen die Ausfallraten angesichts der konkreten Gründe für diese Einbrüche unter Kontrolle zu sein.

Offenbar wird der geringe Ansteckungseffekt dieser Märkte von Anlegern nicht gewürdigt. Die makroökonomischen Sorgen in der Türkei wirkten sich nicht sonderlich auf die Nachbarländer aus. Die chinesische COVID-Welle setzt zwar der Weltwirtschaft, nicht aber einem bestimmten Sektor in Land A oder B zu. Das alles verdeutlicht uns, wie wichtig Diversifizierung beim Anlegen in Schwellenländern ist.

**«Offenbar wird der geringe Ansteckungseffekt dieser Märkte von Anlegern nicht gewürdigt.»**

Da mehr als 80 Länder als «Schwellenländer» eingestuft werden, ist dort eine viel stärkere Diversifikation als bei der Investition in bestimmte Regionen der Industrieländer möglich, in denen Einzelereignisse sich auf einen viel größeren Teil des Anlageuniversums auswirken.



# Die grössten Sorgen der Anleger – darum sind sie kontrollierbar

Die Stimmung im Hinblick auf EM-Titel war zuletzt besonders düster, da die Fed die Zinsen schneller erhöht hat als andere Zentralbanken in den Industrieländern. Die Folge war eine rasche Aufwertung des US-Dollar.

Auch das drohende Ende einer Ära des Liquiditätsüberschusses hat Ängste in Bezug auf mehrere Ausfälle an Frontier-Märkten geweckt, die in den letzten zehn Jahren erstmalig Eurobonds emittierten und jetzt feststellen müssen, dass sie keinen Marktzugang haben.

Gegen Anlagen in EM-Anleihen werden vor allem folgende Argumente vorgebracht:

1. Ein starker US-Dollar mit energischen Zinsschritten der Fed
2. Das Risiko einer globalen Rezession
3. Höhere Ausfallrisiken in den Schwellenländern

Wie stichhaltig sind diese Einwände?

## 1. Der US-Dollar hat gegenüber anderen Währungen aus Industriestaaten viel stärker aufgewertet als gegenüber EM-Währungen.

Der US-Dollar hat laut DXY-Index gegenüber wichtigen Währungen der Industrieländer in den ersten zehn Monaten des Jahres um 16,67 Prozent aufgewertet. Zu erwarten wäre, dass EM-Währungen unter dem Fed-Zinserhöhungszyklus stärker zu leiden hätten – das Jahr 2018 war ein gutes Beispiel dafür.

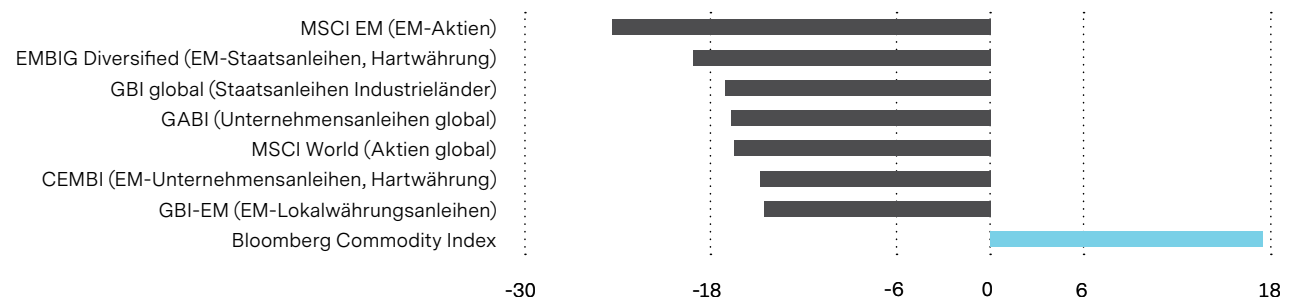
Die reine Devisenrendite des JP Morgan Government Bond Index-Emerging Markets allerdings lag im gleichen Zeitraum seit Anfang Jahr bei -10,87 Prozent. Anders ausgedrückt: Mehrere EM-Währungen entwickeln sich deutlich besser als andere Währungen aus Industrieländern. So haben der brasilianische Real, der mexikanische Peso und der peruanische Sol seit Anfang Jahr gegenüber dem Dollar an Wert gewonnen.

Im Normalfall geben EM-Währungen nach, wenn die US-Notenbank Fed das Carry durch Zinserhöhungen schwächt. Das Carry in Schwellenländern wurde in diesem Jahr jedoch nicht geschwächt. Vielmehr hat es trotz der Zinsschritte der Fed angezogen und mittlerweile den höchsten Stand seit Mitte 2017 erreicht.

Dies liegt daran, dass die Notenbanken in Schwellenländern und insbesondere in Lateinamerika sehr viel früher mit Zinserhöhungen begonnen haben als die Fed und dabei auch deutlich energischer vorgegangen sind: In einem Drittel der 15 grössten Länder im GBI-EM-Index liegen die Leitzinsen mittlerweile im zweistelligen Bereich. Einzelheiten dazu finden Sie in unserem **vorherigen Artikel**.

EM-Lokalwährungsanleihen haben sich trotz des steigenden Dollarkurses erheblich besser entwickelt als Hartwährungsanleihen. Sowohl Unternehmens- als auch Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern haben dank ihrer geringeren Duration eine bessere Performance verzeichnet als Staatsanleihen aus Industrieländern.

## EM-Lokalwährungsanleihen haben sich trotz steigenden Dollarkurses erheblich besser entwickelt als Hartwährungsanleihen



**Ein starker Dollar belastet die Schuldentragfähigkeit von Schwellenländern stärker – aber nur im Normalfall.**

Ein starker Dollar belastet einer gängigen Logik zufolge die externe Schuldentragfähigkeit von Schwellenländern: Wenn ein Staat sich Geld in einer Fremdwährung leiht und seine eigene Währung an Wert verliert, dann steigen seine Verbindlichkeiten, wenn sie in der Lokalwährung berechnet werden. Die Einnahmen bleiben jedoch unverändert, da sie zumeist in Inlandswährung durch Steuern generiert werden.

Das mag im Normalfall gelten, doch die Zeiten sind nicht normal. Erstens nehmen Schwellenländer Mittel in einer Mischung aus Lokal- und Fremdwährung auf. Wenn Verbindlichkeiten in Lokalwährung die Hälfte der öffentlichen Verschuldung des Landes ausmachen, reduziert das den Effekt eines starken Dollars bereits um die Hälfte.

Zudem verfügen viele Schwellenländer über stark regressive Steuersysteme, besonders Entwicklungsländer, in denen Umsatzsteuern und Einfuhrzölle wichtiger sind als Einkommensteuern. Vor dem Hintergrund einer hohen Inflation nehmen die Erträge aus Umsatzsteuern und Zöllen umgehend zu, während die Entwicklung bei der Einkommensteuer verzögert abläuft. Aus diesem Grund sind die Steuererträge in vielen Schwellenländern 2022 schneller gestiegen als das BIP – einige verzeichnen gemessen am BIP-Anteil sogar höhere Erträge als vor der Pandemie.

**«Die Steuererträge sind in vielen Schwellenländern 2022 schneller gestiegen als das BIP – einige verzeichnen gemessen am BIP-Anteil sogar höhere Erträge als vor der Pandemie.»**

Die Zusammensetzung der Verschuldung ist extrem heterogen. Sie reicht von Ländern wie Argentinien, das aufgrund der chronisch hohen Inflation hauptsächlich in Fremdwährungen leiht, bis zu Brasilien, wo 97 Prozent der öffentlichen Verschuldung auf die Lokalwährung lautet und deshalb in puncto Schuldentragfähigkeit fast gar nicht von einem starken Dollar betroffen sein dürfte.

Zweitens erleben auch die Schwellenländer eine hohe globale Inflation. Wenn ein Land in diesem Jahr 10 Prozent Inflation verzeichnete, liegt sein nominales BIP selbst ohne Wachstum auch um 10 Prozent höher, was die relative Stärke des Dollars mehr als ausgleichen würde.



## 2. Üblicherweise weiten sich die High-Yield-Spreads in Rezessionsphasen. Spricht das vor dem Hintergrund der globalen Konjunkturschwäche nicht dafür, Schwellenländer zu meiden?

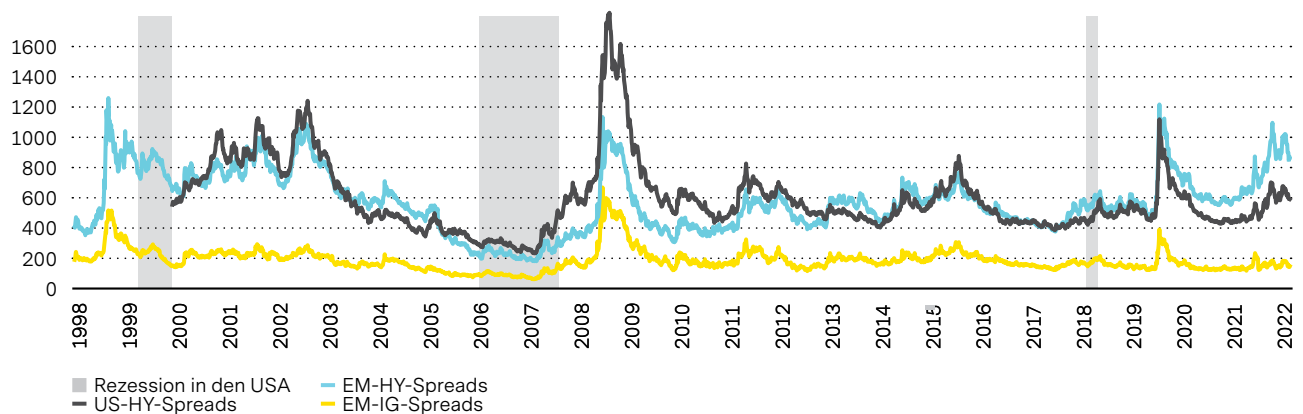
Grundsätzlich ja, doch die EM-HY-Spreads lagen jüngst bei 1000 Basispunkten – fast so hoch wie im Dezember 2008, als die Weltfinanzkrise bereits in vollem Gange war, und höher als während der Rezession von 2001 in den USA. Die Spreads verengten sich im November (auf unter 900 Bp.), als die US-Inflationszahlen erste Belege für eine Disinflation lieferten. Dieses Niveau ist dennoch sehr hoch, zumal die Konjunkturdaten zeigen, dass die Wirtschaft stabil bleibt und keine unmittelbare Rezession droht.

Wir haben an anderer Stelle bereits betont, wie unwahrscheinlich es ist, dass die Rezession so schwerwiegend wie während der Finanzkrise ausfallen wird. Im Gegensatz dazu wirken die US-HY-Spreads gemessen an ihrer historischen Entwicklung nicht stark geweitet. Das absolute Renditeniveau ist nur deshalb so hoch, weil US-Treasuries stark gestiegen sind.

Die Spreads von EM-HY-Staatsanleihen in Hartwährung liegen nun fast auf dem Niveau während der globalen Finanzkrise und höher als während der Rezession von 2001. Die Spreads hochverzinslicher US-Anleihen dagegen bewegen sich nahe an ihrem historischen Durchschnitt.

**«Bestimmte Länder dürften vorübergehend ohne Marktzugang auskommen, ohne umschulden zu müssen, was Chancen für Anleger schafft.»**

Spreads EM-HY-Staatsanleihen in Hartwährung ggü. Spreads US-HY



US-HY-Spreads: Datenreihe aus US-HY-Kreditspread des J.P. Morgan Global Aggregate. EM-HY- und IG-Spreads: Datenreihe aus diversifizierten Subindizes des J.P. Morgan EMBIG.  
Rezession in den USA: Macrobond-Datenreihe basierend auf NBER-Konjunkturzyklusdatierung.  
Quelle: Bloomberg, Macrobond, Vontobel AM. Stand: 23. November 2022.

### **3. Wird es nicht zu einer Ausfallwelle im EM-Segment kommen, wenn die High-Yield-Spreads so stark geweitet bleiben?**

Man könnte argumentieren, dass die HY-Spreads im EM-Segment gerade wegen des hohen Ausfallrisikos geweitet sind. Umgekehrt könnte man auch sagen, dass es angesichts so grosser Spreads sogar Länder mit tragbarer Verschuldung geben mag, die keinen Marktzugang haben.

Bei der IWF-Konferenz in Washington, D.C. im Oktober taten mehrere Anleger ihre Sorge kund, dass eine Ausfallwelle im EM-Segment unvermeidlich sei, wenn die Lage unverändert bliebe.

Tatsächlich würden, sofern die Spreads dauerhaft so stark geweitet bleiben, wie es im Oktober der Fall war, selbst Länder mit soliden Fundamentaldaten in Schwierigkeiten geraten. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass sich die globale Inflation Ende 2024 immer noch bei fast 10 Prozent und der Fed-Leitzins bei ungefähr 5 Prozent bewegen wird. Die US-Inflationszahlen im Oktober – dem vierten Monat rückläufiger Gesamtinflation – bestätigen, dass die aktuelle Lage nicht von Dauer sein dürfte.

Einige Analysten haben daraus den voreiligen Schluss gezogen, dass Ländern ohne Marktzugang bald die Liquidität ausgehen dürfte und sie zur Restrukturierung ihrer Schulden gezwungen sein würden. Diese Schlussfolgerung beruht jedoch auf der irrigen Annahme, dass Entwicklungsländer die Fälligkeit ihrer Schuldtitel laufend verlängern müssen – wie es Industrieländer in der Regel tun.

Doch auf die meisten Entwicklungsländer trifft dies nicht zu. Sie emittieren meist in unregelmässigen Abständen Eurobonds (d.h. Auslandsschulden) mit einer eher opportunistischen Strategie. So haben die meisten afrikanischen Eurobond-Emittenten keine umfassenden Fälligkeiten vor 2024 oder 2025 zu erwarten. Folglich können es sich die Länder leisten, den globalen Kapitalmärkten fernzubleiben, bis sich die Finanzierungsbedingungen verbessert haben.

Hinzu kommt, dass sie sich beim Verlust des Marktzugangs in der Regel auf mehrere Kreditgeber der letzten Instanz stützen können. Der IWF fungiert zusammen mit anderen multilateralen Institutionen wie der Weltbank sowie regionalen Entwicklungsbanken als Kreditgeber letzter Instanz. Zudem geniessen verschiedene Staaten Unterstützung durch bilaterale Partner, die diese Auffangrolle ebenfalls übernehmen können. So wird Ägypten beispielsweise durch die an Petrodollars reichen Golfstaaten unterstützt.

Selbstverständlich gibt es auch schwarze Schafe. In den kommenden zwei Jahren dürften wir im Hinblick auf die Zahl der Länder, die eine Umschuldung vornehmen, mehr Ausfälle beobachten. Doch da die Anleihen notleidender Länder zu oder unter 40 Cent je Dollar gehandelt werden, während der durchschnittliche Erholungswert in Schwellenländern 52–53 Cent je Dollar beträgt, scheint dies bereits eingepreist zu sein.

Kurz gesagt: Das aktuelle globale makroökonomische Umfeld birgt viele Herausforderungen, und es dürfte in den kommenden zwei bis drei Jahren tatsächlich zu weiteren Restrukturierungen von Staatsschulden kommen, da nicht alle Länder solide Fundamentaldaten aufweisen.

Da Entwicklungsländer jedoch auf verschiedene Kreditgeber letzter Instanz zurückgreifen können und meist nur unregelmässig Eurobonds emittieren, dürften bestimmte Länder vorübergehend ohne Marktzugang auskommen, ohne umschulden zu müssen, was Chancen für Anleger schafft.



# Ist die Zeit des Abwartens vorüber?

Insgesamt werden zwei Drittel der Teilnehmer unserer im Mai 2022 veröffentlichten Umfrage unter 300 institutionellen Anlegern ihr Engagement in EM-Anleihen in den kommenden zwei Jahren voraussichtlich erhöhen.

Das globale makroökonomische Umfeld ist weiterhin sehr herausfordernd. Der Ausverkauf an den Fixed-Income-Märkten scheint jedoch grösstenteils hinter uns zu liegen. Die Fed hat ihren Zinszyklus zwar noch nicht beendet, Überraschungen durch unerwartete Zinsschritte sind künftig aber weniger wahrscheinlich: Anzeichen einer Disinflation sind erkennbar und der Markt geht nicht mehr von einer Kehrtwende der Fed aus. Die Märkte haben die deutlich kommunizierte Absicht der Fed, die Zinsen so lange auf erhöhtem Niveau zu belassen, bis man sich dem Inflationsziel nähert, bereits eingepreist.

Eine genaue Aussage darüber, wann die Inflation spürbar zurückgehen, die Fed ihre Zinserhöhungen einstellen, der Dollar abwerten und die Stimmung gegenüber Risikoanlagen sich deutlich aufhellen wird, ist fast unmöglich.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass all das im Laufe des Jahres 2023 geschehen wird. Und wenn der Zeitpunkt kommt, sprechen die geringen Engagements in der Anlageklasse in Verbindung mit attraktiven Bewertungen, den besseren Wachstumsprognosen und der sehr schwachen Emissionstätigkeit von EM-Schuldnern dafür, dass sich EM-Anleihen gut entwickeln.

Zu bedenken ist auch, dass Lokalwährungen eine deutlich bessere Wertentwicklung als Hartwährungen aufweisen. Wesentliche Gründe dafür wurden bereits genannt: eine flexiblere Zinspolitik sowie eine Verbesserung der Wachstumsdifferenz und der Leistungsbilanzen. Interessanterweise lässt sich das nicht an den Asset-Allocation-Trends ablesen. Mit Blick auf 2023 sprechen unserer Ansicht nach überzeugende Argumente für Lokalwährungsanleihen als weiteres Diversifikationssegment innerhalb der Emerging Markets.

Abwarten mag 2022 die beste Haltung gewesen sein, aber die Zeiten ändern sich.



14 Fünf Argumente dafür, jetzt in Emerging-Markets-Anleihen zu investieren  
Nur für institutionelle Anleger / nicht zur öffentlichen Präsentation oder Weitergabe

#### Rechtliche Hinweise

Dieses Marketingdokument wurde von einem oder mehreren Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen «Vontobel») zur Verteilung an institutionelle Kunden in AT, CH, DE, LI, LU, ES, FI, FR, GB, IT, NL, NO, SE, AU, HK (professionelle Anleger), SG (nur professionelle Anleger), US (institutionelle Anleger), CA (institutionelle Anleger) und zur Verwendung in den USA (Offshore) und in bestimmten Ländern Lateinamerikas (mit Einschränkungen) erstellt.

Das vorliegende Dokument wurde ausschliesslich zu Informationszwecken von einer Gesellschaft der Vontobel-Gruppe (im Folgenden «Vontobel») erstellt und freigegeben. Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung, eine Aufforderung oder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren an Personen in Rechtsordnungen dar, in denen ein solches Angebot, eine solche Aufforderung, ein solcher Kauf oder Verkauf nach den Wertpapiergesetzen dieser Rechtsordnung rechtswidrig wäre. Die Eignung der hierin erörterten Wertpapiere, Produkte oder Dienstleistungen für bestimmte Anleger kann nicht gewährleistet werden. Die hierin enthaltenen Ansichten verstehen sich per Oktober 2022 und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Die Nutzung der hierin enthaltenen Informationen liegt in der alleinigen Verantwortung des Lesers.

Einige der bereitgestellten Informationen können Prognosen oder sonstige zukunftsgerichtete Aussagen zu künftigen Ereignissen oder der künftigen finanziellen Entwicklung von Ländern, Märkten und/oder Anlagen enthalten. Diese Aussagen sind lediglich Ansichten. Die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können wesentlich davon abweichen. Leser müssen die Relevanz, Genauigkeit und Angemessenheit solcher Informationen selbst beurteilen und die ihrer Einschätzung nach zu diesem Zwecke erforderlichen oder angemessenen eigenen Überprüfungen anstellen. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen beruhen auf den besten Informationen, die an dem im Dokument angegebenen Datum verfügbar waren. Obwohl wir der Auffassung sind, dass die bereitgestellten Informationen auf zuverlässigen Quellen beruhen, können wir die Qualität, Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen nicht garantieren, einschliesslich solcher, die von Dienstleistern im Bereich Wertpapierhandel und Statistik oder anderen externen Quellen bezogen wurden oder auf diesen basieren.

Die erläuterten Anlagen sind nur zur Veranschaulichung angegeben, und es besteht keine Gewähr dafür, dass der Berater Anlagen mit den gleichen oder ähnlichen Eigenschaften wie die angeführten Anlagen tätigen wird. Die Anlagen werden nur zu Diskussionszwecken dargestellt und sind keine zuverlässigen Indikatoren für die Performance oder das Anlageprofil von Composites oder Kundenmandaten. Der Leser sollte ferner nicht davon ausgehen, dass die genannten Anlagen rentabel waren oder sein werden oder dass künftig von uns getroffene Anlageempfehlungen oder Anlageentscheidungen rentabel sein werden.

Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse, weshalb die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf dieses Dokument nicht anwendbar sind. Vontobel und/oder seine Verwaltungsräte, sein Management und seine Angestellten halten oder hielten unter Umständen Effekten beurteilter Unternehmen, handeln oder handelten mit Effekten der betreffenden Unternehmen oder waren als Market Maker tätig. Zudem können die vorgehend erwähnten juristischen und natürlichen Personen für Kunden mit diesen Effekten gehandelt haben oder Corporate Finance Services oder andere Dienstleistungen erbracht haben.

Die angewendeten Umwelt-, Sozial- und Governance-Strategien und -Kriterien («ESG») können subjektiver Natur sein. Die im Rahmen von ESG-Prozessen angestellten Überlegungen können sich je nach Art der Anlage und Emittent unterscheiden und je nach Anlage können andere Faktoren identifiziert oder berücksichtigt werden. Die zur Beurteilung von ESG-Komponenten verwendeten Informationen können sich je nach Anbieter und Emittent unterscheiden, da es sich bei «ESG» um kein einheitlich definiertes Merkmal handelt. ESG-Strategien können zum Verzicht auf Marktchancen führen, die von Strategien ohne diese Kriterien genutzt werden können. Es kann nicht garantiert werden, dass die angewendeten Kriterien und Techniken erfolgreich sein werden. Sofern in den Fondsunterlagen oder im Anlageziel des Fonds nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Informationen nicht als Hinweis darauf zu verstehen, dass der Fonds ein Anlageziel mit ESG-Fokus verfolgt, sondern als Beschreibung, wie ESG-Kriterien und -Faktoren im Rahmen des allgemeinen Anlageprozesses berücksichtigt werden.

Obwohl Vontobel der Auffassung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen des geltenden Urheberrechts vorgesehen, dürfen die hier vorliegenden Informationen ohne die ausdrückliche schriftliche Zustimmung von Vontobel in keiner Form und auf keine Weise vervielfältigt, angepasst, einer Drittpartei per Upload zur Verfügung gestellt, per Link oder Frame eingebunden, öffentlich aufgeführt oder weiterverbreitet werden. Vontobel entbindet sich, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, von jeglicher Haftung für Schäden oder Verluste, die sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder deren Fehlen ergeben. Haftungsansprüche, die infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich nach unserem Ermessen und soweit gesetzlich zulässig auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrags. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, denen dieses Dokument zur Verfügung gestellt wird, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen.

Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Indikator für derzeitige oder künftige Ergebnisse. Weder Asset Allocation noch Diversifizierung garantieren Gewinne oder einen Schutz vor Verlusten in fallenden Märkten. Indizes werden nicht gemanagt. Gebühren und Ausgaben sind nicht enthalten. Die direkte Anlage in einen Index ist nicht möglich.

**Grossbritannien:** Die Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, hat ihren eingetragenen Sitz in Third Floor, 22 Sackville Street, London W1S 3DN. Die Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und in eingeschränktem Mass von der Financial Conduct Authority (FCA) reguliert. Einzelheiten über das Ausmass der Regulierung durch die FCA sind bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung London, auf Anfrage erhältlich.

**Deutschland:** Die Vontobel Asset Management SA, Zweigniederlassung München, hat ihren eingetragenen Sitz in der Leopoldstrasse 8–10, 80802 München, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und unterliegt einer begrenzten Regulierung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Einzelheiten zum Umfang der Regulierung sind auf Anfrage bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung München, erhältlich.

**Italien:** Die Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, hat ihren eingetragenen Sitz in Piazza degli Affari 3, I-20123 Mailand, Italien (Telefon: 026 367 344). Die Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, ist von der Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) zugelassen und in eingeschränktem Mass von der italienischen Nationalbank und der CONSOB reguliert. Einzelheiten über das Ausmass der Regulierung durch die italienische Nationalbank und die CONSOB sind bei der Vontobel Asset Management SA, Niederlassung Mailand, auf Anfrage erhältlich.

**USA:** Vontobel Asset Management, Inc. ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission als Anlageberater nach dem Investment Advisers Act von 1940 in der jeweils gültigen Fassung in den USA registriert. Die Registrierung als Anlageberater bei der U.S. Securities and Exchange Commission bedeutet nicht, dass ein bestimmtes Niveau an Fähigkeiten oder Fachwissen vorliegt. Beratungsleistungen für die in diesem Dokument erörterte Strategie werden durch eine Participating-Affiliate-Struktur zwischen Vontobel Asset Management, Inc., der Vontobel Asset Management AG und Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd. angeboten. Wo zutreffend, können Mitglieder der Anlageberatung als «Associated Persons» eingestuft werden und dadurch als Teil der Participating-Affiliate-Struktur SEC-Auflagen unterliegen.

**Kanada:** Vontobel führt seine Anlage- und Geschäftsaktivitäten wie folgt aus: Vontobel Asset Management Inc. nimmt die International Adviser Exemption (Ausnahme für internationale Berater) in den Provinzen Alberta, British Columbia, Saskatchewan, Ontario und Quebec sowie die Investment Fund Manager Exemption (Ausnahme für Investmentfondsmanager) in Ontario und Quebec in Anspruch. Die Vontobel Asset Management AG nimmt die Investment Fund Manager Exemption in den Provinzen Ontario und Quebec in Anspruch.

**Zusatzhinweis für USA (Offshore) und Lateinamerika:** Das vorliegende Marketingdokument wurde zur alleinigen Verteilung an institutionelle / professionelle Anleger ausschliesslich in bestimmten Rechtsordnungen erstellt. Vontobel bietet eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen, die sich einzig an qualifizierte Anleger aus bestimmten Ländern und Regionen richten. Die für Sie verfügbaren Produkte und Dienstleistungen richten sich nach dem Land Ihres rechtmässigen Wohnsitzes. Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf von Anlageprodukten oder -dienstleistungen an Personen in Rechtsordnungen dar, in denen eine solche Aufforderung oder ein solches Angebot rechtswidrig oder verboten wäre.

Für die Nutzung durch Finanzberater / Anlagespezialisten ausschliesslich in bestimmten Rechtsordnungen. Vontobel bietet eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen, die sich einzig an qualifizierte Anleger aus bestimmten Ländern und Regionen richten. Die für Sie verfügbaren Produkte und Dienstleistungen richten sich nach dem Land Ihres rechtmässigen Wohnsitzes. Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder eine Aufforderung noch ein Angebot zum Kauf von Anlageprodukten oder -dienstleistungen an Personen in Rechtsordnungen dar, in denen eine solche Aufforderung oder ein solches Angebot rechtswidrig oder verboten wäre. Darüber hinaus sind diese Informationen nicht zur Nutzung in Rechtsordnungen gedacht, die Vontobel einer Registrierungs-, Lizenzierungs- oder sonstigen Genehmigungspflicht innerhalb dieser Rechtsordnung oder dieses Landes unterwerfen würden. Es liegt in der Verantwortung des Empfängers, sich zu informieren und geltende Vorschriften und Einschränkungen in seinen jeweiligen Rechtsordnungen zu beachten. Die hierin enthaltenen Informationen sind in keiner Rechtsordnung für Privatanleger und/oder zur Verteilung an die Öffentlichkeit gedacht.

Vontobel behält sich das Recht vor, die hierin enthaltenen Informationen jederzeit ohne vorherige Ankündigung zu ändern oder zu korrigieren. Die unbefugte Offenlegung, Verwendung oder Verbreitung dieses Dokuments im Ganzen oder in Teilen ist untersagt. Es darf nicht vervielfältigt, kopiert oder Dritten zur Verfügung gestellt werden.

Bank Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zürich  
[vontobel.com](http://vontobel.com)