

Eaton Vance-Marktkommentar: Bei Emerging Market Debt zählen jetzt wieder Fundamentaldaten

Die Rentenmärkte der Schwellenländer stehen an einem kritischen Punkt. Wo Anleger dennoch Potenzial finden und warum eine sorgfältige Fundamentalanalyse und ein effizienter Handel entscheidend sind, erläutert das Emerging Markets Debt-Team von Eaton Vance in diesem White Paper.

Michael A. Cirami, CFA, Portfolio Manager, Co-Director Global Income, Eaton Vance

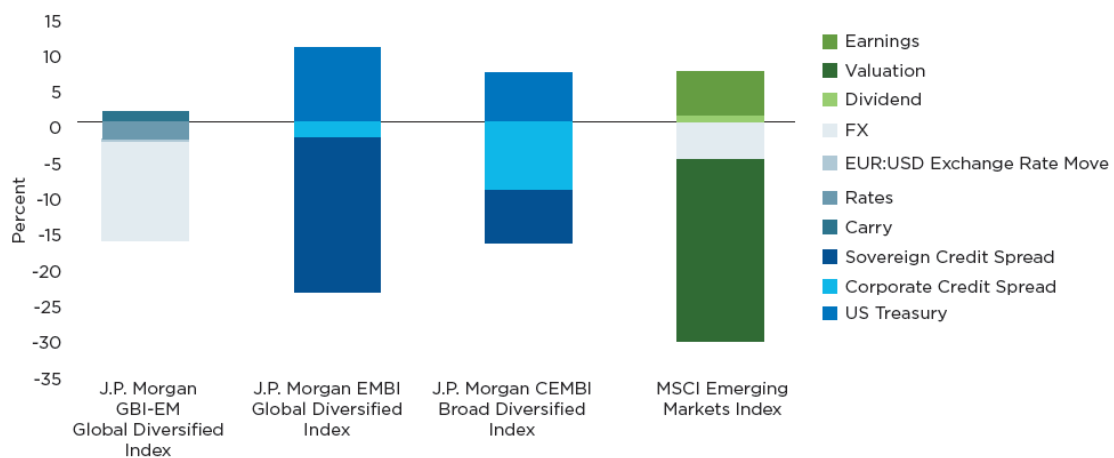
Marshall L. Stocker, Ph.D., CFA, Portfolio Manager, Director Country Research Global Income team, Eaton Vance

Bradford Godfrey, CFA Institutional Portfolio Manager Director Alternative & Asset Allocation Strategies, Eaton Vance

- Die Volatilität im Zusammenhang mit dem Ausbruch von COVID-19 und der dramatische Ölpreisrückgang im 1. Quartal 2020 führten zu einem umfangreichen Ausverkauf von Risikoaktiva, darunter auch zu erheblichen Abflüssen aus Emerging-Market (EM)-Debt-Fonds.
- Da der technische Gegenwind nach der intensiven Volatilität im März 2020 nachgelassen hat, sind wir der Ansicht, dass die Fundamentaldaten als ein wichtiger Performance-Treiber bei den Schwellenländer-Schulden wieder in den Vordergrund rücken.
- Wir meinen, die Zinssätze der Schwellenländer sind attraktiv bewertet, wenn sie im Vergleich zu den entwickelten Märkten und auf inflationsbereinigter Basis analysiert werden, auch wenn wir in unserem Ausblick für Währungen neutraler geworden sind.
- Wir bleiben in Bezug auf Staatsanleihen der Schwellenländer neutral. Der Sektor bietet historisch gesehen überzeugende Bewertungen, viele Emittenten sind jedoch mit einem schwierigen makroökonomischen Umfeld konfrontiert.
- Wir glauben, dass die Qualität von Research und Analyse sowie die Fähigkeit, Zugang zu den Märkten zu erhalten, für Manager in dieser für die Schwellenländer kritischen Zeit künftig der Schlüssel zum Anlageerfolg sein werden.

Das erste Quartal war offensichtlich eine schwierige Zeit für Risikoanlagen. Die Situation für Emerging Markets-Schuldtitel (EMD) war nicht anders, mit Nettoabflüssen aus EMD-Fonds in Höhe von 29 Milliarden US-Dollar. In der Graphik A zeigen wir unsere eigenen Bewertungen für die zugrunde liegenden Risikofaktoren, die die Performance der EMD-Indizes bestimmten.

Exhibit A
Emerging-market Q1 2020 performance review



Quellen: J.P. Morgan, Eaton Vance-Berechnungen. Die Renditezuschreibungen für den Corporate Credit Spread und den Sovereign Credit Spread werden modelliert, indem die gesamte Spread-Rendite in ihre beiden Komponenten zerlegt wird: den Spread für Staatsanleihen und den Spread für Unternehmen gegenüber Staatsanleihen. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Die zur Verfügung gestellten Daten dienen nur zu Informationszwecken. Die Performance in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Im Bereich der Hartwährungen waren die Credit Spreads von Staaten und Unternehmen die am stärksten betroffenen Segmente. Dies stimmt mit dem überein, was wir normalerweise bei einer „Liquiditätskrise“ erwarten würden. Die Spreads weiteten sich deutlich aus, der J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) Global Diversified sank um 21,78%, der J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI) Broad Diversified nahm um 7,45% ab. Werden die zusätzlichen 9,50%, die durch die Spread-Ausweitung bei Unternehmensanleihen entstanden sind, zu der entsprechenden Spread-Entwicklung bei Staatsanleihen hinzugerechnet, so kostete die aggregierte Spread-Ausweitung den CEMBI fast 17,0%. Der starke Rückgang der Renditen der US-Treasuries wirkte sich positiv auf die EMD in Hartwährung aus und trug dazu bei, die Rückgänge in anderen Bereichen teilweise auszugleichen. Insgesamt verzeichneten der EMBI und der CEMBI Rückgänge in Höhe von 13,38% bzw. 10,17%.

Bei EMD in Landeswährung war der Devisenhandel mit einem Rückgang von 13,90% die größte Belastung für den J.P. Morgan Government Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM) Global Diversified. Das Sinken des Wechselkurses war für den größten Teil des gesamten Rückgangs von 15,21% gegenüber dem GBI-EM im Quartal verantwortlich. Der Ansturm auf den US-Dollar und andere Reservewährungen beschleunigte den Rückgang. Bemerkenswert ist jedoch, dass der Wechselkurs EUR-USD einen schwächeren Einfluss auf die Index-Performance hatte. Für osteuropäische Emittenten betrachten wir den EUR-USD-Kurs als einen darin beinhalteten Risikofaktor für an den US-Dollar gebundene Währungen.

Die aktuelle Situation und die Aussichten für die Zukunft

Wir betrachten die Marktentwicklung in Form von Phasen. Die erste Phase begann Anfang bis Mitte März, als die Verwerfungen an den Finanzmärkten und die Volatilität als Reaktion auf die COVID-19-Pandemie und den dramatischen Rückgang des Ölpreises recht stark zunahmen. Als sich der Ausverkauf von Risikoanlagen verstärkte, wurde der Bereich EMD auch von einem technischen Gegenwind durch große Abflüsse aus der Anlageklasse erschüttert.

Die erste Phase scheint abgeschlossen zu sein, aber es gibt ein kritisches Element, das etwas in den Hintergrund gerückt ist: Der Ausverkauf vom März 2020 war der erste Test des Finanzsystems seit der globalen Finanzkrise. Die Ursachen dafür, das „Ausloten“ der Märkte und die Art und Weise, wie die Anleger inmitten der Volatilität gehandelt haben, sind dabei unterschiedlich. Wir schätzen, dass in der ersten Phase 75 % der Preisbewegungen auf Marktverwerfungen und 25 % auf die Fundamentaldaten der Länder zurückzuführen waren. Jetzt, da wir in die zweite Phase eintreten, hat sich die Situation etwas umgekehrt: 75% der Preisbewegungen wurden durch die Fundamentaldaten und nur 25% durch die technischen Faktoren und den Überhang aus der ersten Phase verursacht.

Wir glauben, auch wenn wir kurzfristig weiterhin starke Bewegungen sehen, werden letztlich die Fundamentaldaten die wichtigsten Treiber für die künftigen Asset-Preise sein. Unser Research hat gezeigt, dass die Wirtschaftspolitik auf Länderebene historisch gesehen langfristig und insbesondere in Zeiten von Stress für die Performance am wichtigsten war. Länder mit großer wirtschaftlicher Freiheit haben historisch gesehen bessere Renditen erzielt. Dort geht es um mehr Rechtsstaatlichkeit, einfachere Geschäftsabläufe, starke Institutionen und eine solide Geldpolitik.

Sind Schwellenländer anfälliger für die COVID-19-Pandemie als Industrieländer?

Es ist bekannt, dass Schwellenländer nicht besonders gut auf eine pandemiebedingte Krise im Gesundheitswesen vorbereitet sind. Dabei gibt es unserer Meinung nach drei Aspekte, die zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht richtig erfasst werden. Erstens stützen die Daten nicht die These einer Ausbreitung bei warmem Wetter. Einerseits sind einige der 130 Länder, die wir analysieren, äquatorial gelegen, haben warmes Wetter und nicht viele Fälle gemeldet. Andererseits ist der Prozess noch in einem frühen Stadium. Viele dieser Länder sind einfach weniger mit der Weltwirtschaft und dem internationalen Reiseverkehr verbunden, was den Ausbruch höherer Infektionsraten verzögert hat. Ägypten zum Beispiel erlebt jetzt einen Anstieg der Infektionsraten.

Der zweite Aspekt betrifft die social distancing-Politik. Obwohl in einigen Ländern, wie z.B. in Weißrussland und Brasilien, nationale Führungspersonlichkeiten sich eher für einen Business-as-usual-Ansatz ausgesprochen haben, wissen wir, dass Einzelpersonen und lokale Regierungschefs eigene Maßnahmen ergriffen haben, um die Mobilität einzuschränken. Das wird durch den Rückgang der Mobilitätsdaten bestätigt, was darauf hindeutet, dass selbst ohne eine koordinierte nationale Reaktion eine gewisse soziale Distanzierung in diesen Ländern stattfindet.

Drittens haben wir in den Schwellenländern und darüber hinaus keine wirklich konventionelle politische Antwort auf den angebotsseitigen Schock einer Pandemie. Sicherlich sehen wir aggressive fiskalische und monetäre Reaktionen, aber wir sehen auch anderswo eine andere neuartige Politik.

Einige Politiken werden sich als wirksam, andere als weniger wirksam erweisen. So beobachten wir zum Beispiel die Kredit-Stundungs-Politik derzeit sehr genau. Als Reaktion auf die Krise diskutieren einige Länder über eine bis zu zwölfmonatige Stundung bei Verbraucherkrediten, aber mit wenig Klarheit darüber, wie sich die Kredite in Zukunft entwickeln werden und wer diese Haftung übernehmen wird. In diesem Sinne beobachten wir derzeit viel politisches Abenteuerium, das sehr genau verfolgt werden muss.

Wie haben sich die beiden Schocks im Hinblick auf die Kreditqualität im gesamten EMD-Universum ausgewirkt?

Wie erwartet, haben wir Anzeichen einer Verschlechterung festgestellt. Obwohl wir uns normalerweise wenig auf die Rating-Agenturen fokussieren, haben sie schnell und spürbar gehandelt. Zum Beispiel haben wir im März Rating-Herabstufungen sowohl für Südafrika als auch für Oman erlebt, zwei Länder, bei denen wir seit langem Bedenken haben. Was die Ausfälle betrifft, so waren einige Länder bereits vor COVID-19 in diese Richtung unterwegs. Argentinien ist wie der Libanon ein bekanntes Beispiel. Ecuador hat Pläne zur Umstrukturierung kurzfristiger Verbindlichkeiten angekündigt, während Sambia Restrukturierungsberater eingestellt hat. Die Seychellen, die nur wenige auf dem Radar haben, deuteten an, dass sie Verhandlungen mit Gläubigern aufnehmen möchten. Der notleidende Handel mit angolanischen, tadschikischen und sri-lankischen Anleihen lässt vermuten, dass auch diesen Ländern ein Zahlungsausfall droht.

Letztendlich wird die Politik zunehmend bedeutender für die Performance der einzelnen Länder. Die Schwellenländer haben die unorthodoxere Politik ihrer Konkurrenten in den Industrieländern übernommen. Dabei haben viele Zentralbanken die Zinsen in dieser Krise aggressiv gesenkt und einige wenige sogar eine Lockerung der Geldpolitik durchgeführt. Leider neigen die Schwellenländer dazu, schwächere Institutionen zu haben, was wiederum neue Probleme schaffen könnte. In Ungarn und Slowenien zum Beispiel wissen wir, dass die Schritte zur Bekämpfung von COVID-19 nicht sehr demokratiefreundlich waren.

Ganz allgemein haben die Schwellenländer mit der COVID-19-Politik zum ersten Mal auf eine Krise mit einer Lockerung der Finanz- und Geldpolitik reagiert. Eine offene Frage ist, wie nachhaltig dies sein wird. Im Moment lautet unser Urteil, dass es für einige, aber nicht für alle nachhaltig sein wird. Was die Zentralbankpolitik betrifft, so werden die Behörden über geldpolitische Feuerkraft verfügen, solange sie das Vertrauen der Märkte haben. In dieser Hinsicht werden die weiter gefassten politischen Reaktionen auf COVID-19 wahrscheinlich am wichtigsten sein, da sie die Ansichten der Investoren zu einem bestimmten Markt bestätigen werden. Abgesehen davon bleibt die Situation für viele Länder höchst unsicher. Die Wirtschaftsprognosen werden regelmäßig nach unten revidiert und stellen bestenfalls Schätzungen dar. Wir haben viele Gespräche mit politischen Entscheidungsträgern geführt und sie werden oft als Erste zugeben, dass es schwierig ist, zum jetzigen Zeitpunkt solide Prognosen zu erstellen.

Ist eine deutliche Verschlechterung der wirtschaftlichen Gesundheit der Schwellenländer-Volkswirtschaften zu erwarten?

Viele Schwellenländer sind abhängig von Öl, Tourismus und Geldtransfers oder einer Kombination davon. Wie wichtig diese Abhängigkeit ist, zeigt sich zum Beispiel daran, dass in der Türkei die Kreditkartenkäufe von Ausländern um 90% zurückgehen. In allen Schwellenländern gehen wir derzeit davon aus, dass die Wirtschaftsleistung zwischen 2% und 7% gegenüber dem vorherigen Ausgangswert zurückgehen wird. Die Zahlen könnten je nach Land besser oder schlechter ausfallen. Aufgrund bisheriger Analysen und Gespräche mit politischen Entscheidungsträgern gehen wir davon aus, dass die Haushaltsdefizite um etwa 5% größer sein werden.

Insgesamt erwarten wir einen starken Rückgang, dem eine langsame Erholung folgt. Der IWF hat erklärt, dass bis zu 1 Billion USD an Mitteln zur Unterstützung der Länder zur Verfügung stehen könnten, aber das wären Kredite, keine Zuschüsse. Es ist verständlich, dass es viele Länder gibt, die um Hilfe gebeten haben. Nigeria hat gerade 3,4 Milliarden US-Dollar beim IWF beantragt, zusätzlich zu 2,5 Milliarden US-Dollar von der Weltbank und 1,5 Milliarden US-Dollar von der Afrikanischen Entwicklungsbank. Das sind ziemlich große Beträge und wir erwarten noch viel weitere Anträge dieser Größenordnung.

Gibt es eine Systematik für die Analyse von Ländern im Hinblick auf COVID-19 und wirtschaftliche Ergebnisse?

Da es sich um einen angebotsseitigen Schock handelt, achten wir besonders auf die Zahlungsbilanz. Diese wird für die Fähigkeit eines Landes wichtig sein, auf externe Herausforderungen zu reagieren. Auch die technischen Aspekte der nationalen Gesundheitssysteme spielen eine Rolle. Wie ist zum Beispiel die Kapazität der Gesundheitsversorgung eines Landes in Bezug auf die Zahl der Betten und Ärzte pro Kopf? Einige Schwellenländer verfügen über größere Kapazitäten als andere, was auch für die politische Stabilität von Bedeutung sein kann.

Wir befassen uns auch mit bestimmten ESG-Aspekten, die stärker in den Vordergrund rücken, wenn ein Land mit einem großen negativen externen Einfluß wie z.B. COVID-19 konfrontiert ist. In Bezug auf soziale Aspekte kann der Grad des Vertrauens und der Solidarität in einer Gesellschaft die Einstellung zu sozialer Distanzierung beeinflussen, die wiederum die Infektionsraten und damit das Ausmaß der wirtschaftlichen Auswirkungen bestimmen kann. Auch die Regierungsführung ist in dieser Hinsicht wichtig. Setzen Behörden sozialdistanzierende Maßnahmen durch oder vernachlässigen sie diese? Über wie viel politisches Kapital verfügen Führungskräfte und wie geben sie es aus? Auch hier gibt es Länder, die in der Regierungsführung stärker oder schwächer sind, und wir denken, dass es darauf ankommen könnte, wie sich die Ereignisse im Zusammenhang mit COVID-19 auf diesen Märkten auswirken.

Wie wird sich COVID-19 auf die Beziehungen zwischen den USA und China auswirken?

Das Verhältnis hat sich bereits vor der Pandemie verschlechtert, wird jetzt aber leider weiter beeinträchtigt. Die Spaltung ließe sich charakterisieren, daß auf der einen Seite der Kampf zwischen den Verfechtern der Transparenz im Westen herrscht und auf der anderen Seite Chinas Ansatz, anderen Schwellenländern finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen. Wir wissen zum Beispiel

bereits, dass Chinas bilaterale Kreditvergabe lange Zeit undurchsichtig war. Unserer Ansicht nach ist es wahrscheinlich, dass wir noch mehr solcher Transaktionen sehen werden. China verfügt über reichlich Ressourcen, die andere Länder benötigen, nicht zuletzt seine Beatmungsgeräte und medizinischen Testkits.

Gleichzeitig haben der Westen und insbesondere die USA diese Ressourcen aus den Schwellenländern beschlagnahmt, zum Beispiel Masken in Bangkok. China bietet zwar medizinische Ressourcen an, doch scheint es hier an Transparenz zu mangeln. Berichte deuten darauf hin, dass einige Geräte defekt sind. Das ist nicht überraschend, da wir den gleichen Mangel an Transparenz von China in Bezug auf das Virus selbst gesehen haben. Wir haben nicht rechtzeitig von COVID-19 in China erfahren und wissen immer noch nicht, wie viele Fälle es in dem Land gab.

Wir glauben, dass dies in Zukunft der Kompromiss sein wird, wenn es um China im Bereich EMD geht. Anfang April zum Beispiel erklärte Nigeria, dass es nicht auf Eurobonds verzichten werde und dazu keine zusätzlichen Informationen preisgab. Es ist jedoch wahrscheinlich, dass Nigeria China um eine Umschuldung seiner bilateralen Schulden bitten wird. Dazu ist China möglicherweise bereit, wenn man den jüngsten Nachrichten glaubt.

Wo sind in Zukunft die überzeugendsten Chancen im Bereich EMD?

In Graphik B ist unser Ausblick abgebildet und wo wir Wertschöpfungspotenziale der verschiedenen investierbaren Risikofaktoren im Bereich EMD sehen. Bei den Zinssätzen haben wir unseren Ausblick auf eine Übergewichtung erhöht. Wir glauben, dass die Zinssätze im Vergleich zu den entwickelten Märkten und inflationsbereinigt sowie im Zusammenhang mit der Lockerung der Zentralbankpolitik ziemlich überzeugend erscheinen. Es ist erwähnenswert, dass die Märkte mit robusteren und attraktiveren Zinskurven eher im Bereich der weiter entwickelten Länder des EMD-Raums liegen und nicht zu den Märkten mit höheren Renditen und geringerer Qualität gehören.

Exhibit B Emerging-market outlook						
	Underweight	Moderate Underweight	Neutral	Moderate Overweight	Overweight	Summary
Currency			◆			Reduced to neutral. While FX sell-off has been significant, economic and financial challenges loom large.
Local Interest Rates					◆	Moved to overweight; higher yields, combined with lower policy rates in EM and DM, create attractive environment for high-quality countries.
Sovereign Credit			◆			Market sell-off has led to some countries offering attractive valuations, but economic uncertainty remains.
Corporate Credit				◆		Upgrade to moderate overweight.
EM Equities			◆			Maintain at neutral.

Quelle: Eaton Vance. Die zur Verfügung gestellten Daten dienen nur zu Informationszwecken und sollten nicht als Anlageberatung angesehen werden.

Was die Währungen betrifft, so haben wir unsere Bewertung von einer Übergewichtung auf neutral reduziert. Auch wenn es verlockend ist, den großen Ausverkauf in vielen Ländern als attraktiven Einstieg zu betrachten, wollen wir nicht unterschätzen, wie groß der Schock für die Schwellenmärkte war. Wenn wir uns Land für Land ansehen, scheint es uns, dass ein Großteil des Ausverkaufs gerechtfertigt war, da die Währungen zu diesem Zeitpunkt fair bewertet erscheinen. Dennoch gibt es für die Währungen der Schwellenländer insgesamt ein angemessenes Maß an Differenzierung.

Wir behalten eine neutrale Sichtweise in Bezug auf Staatskredite bei. Wir glauben zwar, dass die Bewertungen auf historischer Basis attraktiv erscheinen und sehen Spielraum für mögliche Verbesserungen, wenn die Klarheit über die Erholung zunimmt. Viele Emittenten werden aber kurzfristig mit einem schwierigen finanziellen und wirtschaftlichen Umfeld konfrontiert sein.

Schließlich haben wir die Unternehmensanleihen auf eine moderate Übergewichtung heraufgestuft. Obwohl es sich um ein schwieriges wirtschaftliches Umfeld handelt, sind die Unternehmenskredite der Schwellenländer ein vielfältiges Universum, und viele der Emittenten sind nationale Champions und wichtige Unternehmen mit Zugang zu Kapitalmärkten und Finanzierung. Wir sind sogar der Meinung, dass diese Unternehmen möglicherweise etwas besser auf plötzliche Unterbrechungen vorbereitet sind als ihre Konkurrenten in den Industrieländern.

Insgesamt bleiben wir bei unserer neutralen Haltung gegenüber EMD. Für viele Länder wird es eine Herausforderung sein, und die Preisrückgänge allein reichen nicht aus, um dies auszugleichen.

Wir möchten ein besseres Verständnis und eine größere Klarheit der politischen Reaktionen über das hinaus, was zur Stabilisierung der Märkte eingeführt worden ist. Natürlich brauchen wir auch mehr Klarheit im Zusammenhang mit COVID-19, was eine Strategie und einen Zeitplan für die Entwicklung eines Impfstoffs miteinschließt.

Welches sind die Hauptvariablen, um zu entscheiden, entweder vorsichtig zu bleiben oder das Risiko in den Portfolios zu erhöhen?

Unsere Ansichten über das EMD-Universum werden tatsächlich auf der Basis von Land zu Land und Risikofaktor für Risikofaktor gebildet. Wenn wir eine unserer Ansicht nach überzeugende Anlage identifizieren, gehen wir ein höheres Risiko ein. Wenn wir das nicht tun, werden wir defensiver. Es liegt auf der Hand, dass wir in der ersten Phase der Volatilität risikoscheuer geworden sind. Alles in allem bleiben wir nach wie vor defensiv. Aber jetzt, da die Fundamentaldaten in der zweiten Phase an Bedeutung gewinnen, haben wir Gelegenheiten am Rand des Anlageuniversums gefunden und wieder ein gewisses Risiko in unsere Portfolio-Positionierung eingebracht.

Da die Fundamentaldaten wieder in den Vordergrund rücken, werden fundiertes Fachwissen, die Qualität von Research und Fundamentalanalyse sowie der Zugang zu den Märkten für den Anlageerfolg in dieser Anlageklasse mehr denn je von Bedeutung sein.