

Q2 2025

Neuer Ansatz für Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern



Katherine Renfrew

Head of Emerging Markets Corporates and Quasi-Sovereigns



John Espinosa

Head of Sovereigns



Melissa Zaccagnino

*Associate Portfolio Manager,
Emerging Markets Debt*



Jeffrey Smith

*Client Portfolio Manager,
Emerging Markets Debt*

Strategien, die in Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern investieren, verwalten die von ihnen gehaltenen Staats- und Unternehmensanleihen traditionell in separaten Portfolios.

Diese Studie stellt diese Vorgehensweise in Frage. Wir meinen, dass Anleger die derzeit üblichen Anlagemethoden überdenken sollten. Ein übergreifendes Hartwährungspotfolio, das sowohl in Staats- als auch in Unternehmensanleihen investieren kann, bietet unserer Ansicht nach mehrere Vorteile:

- *eine bessere Abbildung von Ländereinschätzungen*
- *eine effizientere Steuerung des aktiven Risikos und des Abwärtsrisikos*
- *eine bessere Erreichung von Risiko-/Rendite-Zielen*

DIE LÄNDERDYNAMIK IST ENTSCHEIDEND

Die Emerging Markets (EM) bieten Anlegern ein breites und vielfältiges Auswahluniversum, das von etablierten Kapitalmärkten wie Brasilien und den großen Kapitalpools Saudi-Arabiens bis hin zu weniger entwickelten Frontier-Märkten wie Ghana und der krisengeschüttelten Ukraine reicht.

Das Anlageuniversum der EM-Hartwährungsanleihen umfasst auf US-Dollar oder andere Industrieländerwährungen lautende Staatsanleihen, Anleihen quasistaatlicher Emittenten sowie Anleihen von Unternehmen, die ihren Sitz oder den Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit in einem Schwellenland haben.

Unabhängig vom Sektor und der Art der Wertpapiere ist das Länderrisiko bei EM-Anlagen in der Regel das zentrale Risiko. Umso wichtiger ist es, dass Anleger dieses Risiko richtig bewerten. Das Länderrisiko umfasst Aspekte wie eine geringere Regulierung und Überwachung der Märkte, eine instabile politische Lage, Kapitalkontrollen oder das Risiko von Enteignungen. Diese Risiken sind je nach Land sehr unterschiedlich ausgeprägt.

Sehr deutlich wird die Vielfalt dieser Märkte in der großen Streubreite der Renditen von EM-Anleihen. Abbildung 1 veranschaulicht dies anhand von Daten aus den letzten zehn Kalenderjahren. Wie ersichtlich, ist der Abstand zwischen den Ländern mit der besten und schlechtesten Performance in jedem Jahr sehr groß. Im Jahr 2024 verzeichnete der Spitzentreiter eine Rendite von 118 %, der Tabellenletzte dagegen einen Wertverlust von fast 6 % – eine Differenz von 124 Prozentpunkten. Die durchschnittliche Renditedifferenz zwischen den fünf besten und schlechtesten Ländern zeigt ein ähnliches Muster mit einer Spanne von über 80 Prozentpunkten im Jahr 2024. Darüber hinaus zeigen die Daten, dass

große Renditeunterschiede zwischen EM-Anleihemärkten ein Dauerthema sind, das in jedem Jahr zu beobachten ist.

Entsprechend groß ist der Einfluss der Länderauswahl auf die Portfolioergebnisse. Für die optimale Positionierung von EM-Anleiheportfolios ist ein umfassendes Verständnis der Länderrisiken daher unverzichtbar.

Die Länderperformance hängt vor allem von den Wachstumstreibern, der Inflationsdynamik, den Handelsbedingungen und der Staatsverschuldung der jeweiligen Länder ab. Anleger müssen die Fiskal- und Geldpolitik der Länder, die Liquidität ihrer Kapitalmärkte, ihre Import- und Exportaktivitäten, ihre Währungsdynamik und die Höhe ihrer Devisenreserven bewerten. Außerdem müssen sie neben finanziellen Indikatoren wie den Credit Spreads und Kreditratings auch qualitative Aspekte berücksichtigen. Dazu gehören die Integrität gesellschaftlicher Institutionen, politische Strukturen, Regierungsnormen, Rechtsstaatlichkeit, adäquate Gläubigerrechte im Insolvenzfall und ein angemessener Schutz von Minderheitsaktionären.

Diese Faktoren beeinflussen das Risikoprofil und das Renditepotenzial der Länder. Insofern sind Länderrisikofaktoren in der Regel die wichtigsten Determinanten der Performance von EM-Anleihen, insbesondere über längere Zeiträume.

Abb. 1: Renditen von Schwellenländeranleihen

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*	2023	2024
Bestes Land	41,8 %	41,2 %	57,1 %	14,0 %	31,7 %	17,3 %	48,0 %	6,9 %	116,5 %	118,4 %
Durchschnitt beste 5	24,7 %	34,0 %	30,0 %	4,4 %	27,6 %	14,6 %	22,4 %	3,3 %	73,8 %	79,5 %
JPM EMBI-GD	1,2 %	10,2 %	10,3 %	-4,3 %	15,0 %	5,3 %	-1,8 %	-17,8 %	11,1 %	6,5 %
Durchschnitt schlechteste 5	-13,4 %	-8,8 %	3,0 %	-15,7 %	-13,4 %	-39,6 %	-20,5 %	-52,6 %	-8,8 %	-2,8 %
Schlechtestes Land	-19,5 %	-36,3 %	0,5 %	-24,8 %	-36,5 %	-74,6 %	-29,7 %	-76,5 %	-34,3 %	-5,7 %

Rendite des JPMorgan EMBI Global Diversified Index. Quelle: Morningstar Direct, JPMorgan. Korrelationen über die letzten 3 Jahre (rollierend). Quelle: Morningstar Direct, JPMorgan. Korrelationen über die letzten 3 Jahre (rollierend). Beste, schlechteste – 2024: Libanon, Venezuela. 2023: El Salvador, Bolivien. 2022: Irak, Ukraine. 2021: Sambia, El Salvador. 2020: Uruguay, Libanon. 2019: Ukraine, Libanon. 2018: Mosambik, Sambia. 2017: Belize, Bolivien. 2016: Ecuador, Belize. 2015: Ukraine, Sambia. Die Performanceangaben beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit und sind keine Vorhersage oder Garantie für zukünftige Ergebnisse. *2022 ohne Russland, das aus dem Referenzindex ausgeschlossen wurde. Alle Zeiträume vor 2024 ohne Venezuela

AUSWEITUNG DES ANLAGEUNIVERSUMS

Anleger, die über Unternehmens- und Staatsanleihen in die ihrer Ansicht nach attraktivsten Schwellenländer investieren können, profitieren von zusätzlichen Hebeln zur Generierung hoher risikobereinigter Renditen im Vergleich zu Portfolios, die nur in Staatsanleihen investieren. Bei der Feinsteuerung ihrer länderspezifischen Positionierung sind letztere weitgehend auf den Hebel der Kurvenpositionierung beschränkt. Darüber hinaus eröffnet eine Ausweitung des Anlageuniversums auf Unternehmensanleihen größeren Spielraum für die Diversifikation und die Steuerung von Durations- und Qualitätsrisiken.

Wie Abbildung 2 zeigt, überschritt der Bestand an Hartwährungsanleihen von Unternehmen aus Schwellenländern nach dem Durchbrechen der 1-Billion-Dollar-Marke im Jahr 2012 im Jahr 2017 die 2-Billionen-Dollar-Marke und erreichte bis Ende 2024 einen Wert von 2,5 Billionen Dollar. Damit ist dieser Markt inzwischen deutlich größer als die Märkte für EM-Staatsanleihen in Hartwährung (1,5 Billionen US-Dollar) und US-Hochzinsanleihen (1,5 Billionen US-Dollar).¹

Ein weiteres Merkmal dieses Marktes, das auf den Staatsanleihemärkten deutlich seltener anzutreffen ist, ist die große Zahl von Erstemissionen staatsnaher Emittenten und Unternehmensemittenten.

Der kontinuierliche Eintritt neuer Emittenten in den Markt (siehe Abb. 3) erweitert das Anlageuniversum und ermöglicht eine bessere Diversifikation und Rendite. Dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Im Jahr 2025 werden EM-Unternehmen voraussichtlich Anleihen im Wert von insgesamt 383 Milliarden US-Dollar ausgeben — das wäre fast doppelt so viel wie das Emissionsvolumen von Staatsanleihen in Hartwährung.²

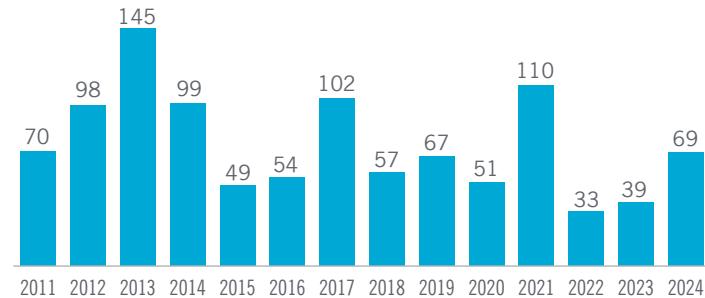
Anleger, die nur in EM-Staatsanleihen investieren, orientieren sich häufig am JPMorgan Emerging Market Bond Index (EMBI). Ihre Portfolios dürften bereits zu einem gewissen Grad in Unternehmensanleihen investiert sein, auch wenn diese vielleicht anders klassifiziert sind. Grund dafür ist, dass der EMBI eine bedeutende Unternehmensanleihe-Komponente durch eine fast 20-prozentige Allokation in quasistaatliche Emittenten hat, die als vollständig im Staatsbesitz definiert sind. Diese umfasst Anleihen im Wert von rund 339 Milliarden US-Dollar aus 27 verschiedenen Ländern (siehe Abb. 4), von denen nur ein kleiner Anteil (1 % quasistaatliche Anleihen) staatlich garantiert ist.

Abb. 2: Zunehmende Chancenvielfalt bei EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung



Quelle: J.P. Morgan, Stand: 31. Oktober 2024.

Abb. 3: Erstemissionen von EM-Unternehmen



Quelle: JPM Corporate Strategiepräsentation, Ausblick 2025. Stand: 26. Nov 2024
(neueste verfügbare Daten)

Abb. 4: Anlageeigenschaften von EM-Hartwährungsanleihen

Sektor	Marktkap. in USD (bezogen auf einen marktbreiten Index)	Investment Grade %	Durch-schn. Rating	Duration (Jahre)	Anzahl der Länder	Anzahl der Emittenten
Staatsanleihen (EMBI)	1,268 Bill. USD	34,8 %	BB+	6,65	72	79
Quasistaatliche Emittenten (EMBI)	0,291 Bill. USD	71,2 %	BBB+	5,99	27	83
Unternehmensanleihen (CEMBI)	1,166 Bill. USD	57,9 %	BBB-	4,13	63	748

Quelle: JPM, Stand: 31. Dez. 2024

Während JPMorgan eine strenge 100-Prozent-Regel für die Einstufung von Emittenten als quasistaatlich anwendet, gibt es eine Vielzahl von Emittenten, die zwischen dem Privatsektor und teilweisem Staatsbesitz angesiedelt sind. Bei einer strengen Beschränkung eines Anlageuniversums auf Anleihen staatlicher und quasistaatlicher Emittenten, die sich für die Aufnahme in den EMBI qualifizieren, entfällt ein wichtiger Hebel für die Generierung risikobereinigter Renditen.

Ein weiterer Faktor, den es zu berücksichtigen gilt, sind Börsengänge quasistaatlicher Emittenten, durch die diese nicht mehr für die Aufnahme in den breiteren EMBI Index in Frage kommen. Das kann einen unnötigen oder nachteiligen Portfolioumschlag zur Folge haben. Im Mai 2019 zum Beispiel befand sich der Ölkonzern Saudi Aramco zu 100 % im Staatsbesitz, als er seine erste Hartwährungsanleihe begab und sich damit für die Aufnahme in den EMBI qualifizierte. Staatliche Investoren wussten bereits, dass Saudi-Arabiens wirtschaftliche Stärke vor allem auf reichhaltigen, kostengünstigen und hochwertigen fossilen Brennstoffreserven beruht, die ausschließlich von Aramco verwaltet werden, sowie auf der Dominanz des Landes innerhalb der OPEC und auf dem weltweiten Ölmarkt. Mit dem Börsengang von Saudi Aramco im Januar 2020 wurden jedoch 3 % des Unternehmenskapitals an der Börse notiert. In der Folge wurden die Anleihen des Unternehmens vom EMBI in den JPMorgan Corporate Emerging Markets Index (CEMBI) übertragen.



Die Berücksichtigung von Unternehmensanleihen gibt Anlegern mehr und potenziell renditeträchtigere Optionen zur Ergänzung oder Substitution ihres Engagements in Staatsanleihen.

Dies verdeutlicht die etwas diffuse Definition von staatlicher Kontrolle und erklärt, warum Anleger im Hartwährungsuniversum einen breiter gefassten Ansatz verfolgen sollten. Weitere Beispiele für quasistaatliche Emittenten, die vom EMBI in den CEMBI umklassifiziert wurden, sind die Indian Railway Finance Corporation, die kasachische KazMunayGas und die Abu Dhabi National Energy Company. Diese Überschneidungen zeigen auch, wie wichtig ein gutes Verständnis der unternehmensspezifischen und staatlichen Perspektive bei Anleiheemissionen ist.

Anleger, die in ihren EM-Hartwährungsportfolios sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen und quasistaatliche Anleihen berücksichtigen, haben viel mehr Möglichkeiten, ihre Anlageüberzeugungen zum Ausdruck zu bringen und ihre Portfolios zu managen.

Dagegen könnten Anleger, die strengen Indexregeln folgen, ein Engagement in einigen der dynamischeren oder strategisch wichtigeren wirtschaftlichen Akteure aus Schwellenländern verpassen.

UNTERNEHMENSANLEIHEN ERGÄNZEN, RISIKEN MANAGEN

Unternehmensanleihen können eine wichtige Rolle beim Management des Abwärtsrisikos und des aktiven Risikos eines Hartwährungsportfolios spielen, wodurch Anleger effizienter Alpha generieren können.

Aufgrund der bereits erwähnten Renditestreuung müssen Portfolios, die nur aus Staatsanleihen bestehen, in der Regel ein höheres aktives Länderrisiko eingehen, um ihren Referenzindex zu schlagen. Ein enges, auf Staatsanleihen beschränktes Anlageuniversum kann zu Untergewichtungen von Ländern mit unterdurchschnittlichen Renditen, aber soliden Fundamentaldaten, führen. Ein breiteres Auswahluniversum, das auch Unternehmensanleihen umfasst, bietet Anlegern mehr und potenziell renditeträchtigere Optionen zur Ergänzung oder Substitution ihres Engagements in Staatsanleihen.

Chile zum Beispiel gehört zu den Ländern mit den solidesten Kreditfundamentaldaten in Lateinamerika und weist mit einer Bonitätsbewertung von A2, A und A- von Moody's, S&P und Fitch eines der stabilsten Ratingprofile unter den Schwellenländern auf. Dank der soliden Fundamentaldaten des Landes und seiner Fortschritte bei institutionellen Reformen hat sich der chilenische Markt für Unternehmensanleihen und Anleihen staatsnaher Emittenten sehr positiv entwickelt. Anlegern bietet er heute eine robuste und breitgefächerte Auswahl an Emittenten aus verschiedenen Sektoren und mit unterschiedlichen Ratingprofilen. Dadurch können Anleger, die nicht nur ein Engagement in chilenischen Staatsanleihen in Betracht ziehen, von den stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen des Landes sowie attraktiven Renditen und Spreads profitieren.

Im Gegensatz zur Stabilität Chiles hat die Türkei mit verschiedenen Wirtschaftsmodellen experimentiert. Seit kurzem verfolgt die türkische Regierung wieder eine orthodoxe Wirtschaftspolitik. Frühere, weniger konventionelle Wirtschaftspraktiken haben Investoren jedoch zu einer größeren Vorsicht gegenüber diesem Markt veranlasst. Das gilt insbesondere für Investoren, die sich auf Staatsanleihen und quasistaatliche Anleihen konzentrieren.

Abb. 5: Die Emittentenlandschaft spiegelt die Komplexität der Türkei wider, die besondere Expertise erfordert

	Türkischer Staat	Türkischer Staatsfonds	Exportkreditbank der Türkei	Turkiye Vakiflar Bankasi	Ford Otosan	Ulker Biskivi	TurkCell Iletisim Hizmetleri	Limak Cemento	Eregli Demir ve Celik Fabrikaları
Beschreibung der Emittenten	Regierung der Türkei.	Investiert in Finanzdienstleistungen, Verkehr und Logistik, Energie, Technologie, Telekommunikation, Landwirtschaft und Immobilien, Bedient inländische Kunden.	Stellt Exportkredite, Forderungsversicherungen und derivative Produkte bereit und bedient inländische Kunden.	Ist im Einlagengeschäft tätig und bietet Firmenkunden- und Investmentbanking-Dienstleistungen an. Kredit- und Vermögensverwaltungsdienstleistungen.	Produziert und vertreibt Lkw, Pkw, Busse, Anhänger und Pickups der Marke Ford. Größter Hersteller/ Exporteur von Nutzfahrzeugen in der Türkei.	Stellt Kekse, Waffeln, Schokolade her. Exporte in die Türkei, nach Europa, Nordamerika, Afrika und Asien.	Konvergente Kommunikations- und Technologie-lösungen mit regionaler Plattform und weltweiten Dienstleistungen.	Hersteller von Zement und zementbasierten Produkten mit Vertrieb in der gesamten Türkei.	Stellt Stahl für die Automobilindustrie, Rohrleitungen, Haushaltsgeräte und Maschinen her. Märkte in Europa, USA, Japan.
Sektor	Staatlicher Emittent	Quasistaatlich	Quasistaatlich	Teilweise quasistaatlich	Unternehmen	Unternehmen	Unternehmen	Unternehmen	Unternehmen
Industrie	Staatlich	Quasistaatlich	Quasistaatlich (Bank)	Quasistaatlich (Bank)	Automobilherstellung	Lebensmittelprodukte	Mobilfunk	Baustoffe	Metalle und Minen
Im EMBI enthalten	Ja	Ja	Ja	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein	Nein
Im CEMBI enthalten	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Qualität	BB-	BB-	BB-	B+	BB	BB	BB-	B	B+

Quelle: Nuveen, Bloomberg

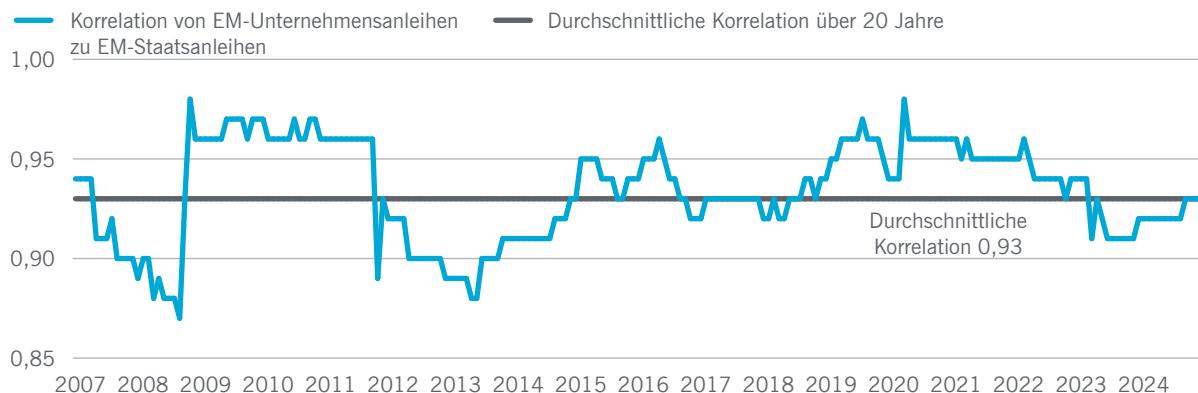
Wie Abbildung 5 zeigt, hat die Türkei jedoch eine Vielzahl von Unternehmensanleihen zu bieten, die je nach aktueller Wirtschaftslage zusätzliche Hebel für Investoren darstellen. Exporteure zum Beispiel können von einer schwächeren Währung profitieren, durch die sie im Inland geringere Inputkosten haben und für ihre Exportprodukte (in heimischer Währung) höhere Preise erzielen können. Viele türkische Unternehmen und Privatbanken haben vergangene Wirtschaftskrisen erfolgreich gemeistert, was Anlegern auch bei einem Politikwechsel weiterhin Vertrauen geben dürfte. Die Möglichkeit, in derartige Emittenten zu investieren, ist ein wichtiger Hebel zur Aussteuerung des Länderengagements und Risikoprofiles des Portfolios.

Viele, wenn auch nicht alle Unternehmensemittenten, bieten Zinsaufschläge im Vergleich zu Staatsanleihen in Hartwährung, was sich vorteilhaft auf die Diversifikation und Rendite auswirken kann.

Gleichzeitig können Anleger auf Veränderungen des politischen und wirtschaftlichen Umfelds reagieren, indem sie auf andere Instrumente zurückgreifen, um ihre Ländereinschätzungen abzubilden – zum Beispiel können sie Staats- und Unternehmensanleihen höher oder niedriger gewichten und die Auswahl der Emittenten in ihren Unternehmensanleihen-Allokationen anpassen.

Korrelationsdaten untermauern die These, dass eine Beimischung von Unternehmensanleihen das aktive Risiko, gemessen am Tracking Error, nicht notwendigerweise erhöht.

Abb. 6: Korrelationen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen aus Schwellenländern



EM-Unternehmensanleihen und EM-Staatsanleihen dargestellt durch den JPMorgan CEMBI Diversified bzw. den JPMorgan EMGBI Global Diversified. Quelle: Morningstar Direct, JPMorgan. Korrelationen über die letzten 3 Jahre (rollierend). Quelle: Morningstar Direct, JPMorgan. Korrelationen über die letzten 3 Jahre (rollierend).

MEINUNGARTIKEL. BITTE BEACHTEN SIE AUCH DIE WICHTIGEN HINWEISE AM ENDE DIESES ARTIKELS.

Abb. 7: Tracking Error über zehn Jahre

eVestment-Kategorien und -Benchmarks	Tracking Error gegenüber dem vom Manager bevorzugten Referenzindex über 10 Jahre
Global Emerging Markets Fixed Income, Hard Currency	Median 2,01
	Letztes Quartil (höchster) 2,87
	Erstes Quartil (niedrigster) 1,63
Hypothetisches Portfolio mit 60 % Staatsanleihen/40 % Unternehmensanleihen	1,47
JPM CEMBI Diversified	3,68
JPM EMBI Global Diversified	0,00

Quelle: eVestment, Nuveen. Daten bis 31. Dez. 2024. Hypothetisches Portfolio bestehend aus 60 % JPM EMBI-GD und 40 % JPM CEMBI-D.

Dies zeigt sich in der hohen Korrelation zwischen dem EMBI und dem CEMBI im Zeitverlauf. Wie Abbildung 6 zeigt, sind die Korrelationen zwischen Unternehmensanleihen aus Schwellenländern und Staatsanleihen hoch – im Durchschnitt der letzten 20 Jahre betrug die Korrelation 0,93. In diesem Zeitraum, der die globale Finanzkrise von 2008, die Euro-Staatsschuldenkrise von 2011, die Pandemie von 2020 und den Ausbruch des Krieges in der Ukraine im Jahr 2022 umfasst, blieben die Korrelationen mit Werten zwischen 0,87 und 0,98 konstant hoch.

Ebenso weist ein hypothetisches Portfolio aus 40 % Unternehmensanleihen und 60 % Staatsanleihen einen 10-Jahres-Tracking Error von nur 1,47 gegenüber dem JPM EMBI GD auf (Abb. 7).

Dasselbe hypothetische 40/60-Portfolio würde in der Kategorie „eVestment Global Emerging Markets Hard Currency“ im untersten Quintil hinsichtlich des Tracking Error rangieren, und auch seine Sharpe Ratio wäre über längere Zeiträume deutlich besser. Über einen Zeitraum von zehn Jahren beträgt die Sharpe Ratio dieses Portfolios 0,21 und ist damit um 40 % höher als die des JPM EMBI GD von 0,15.³

Eine weitere Überlegung für Anleger ist das Konzentrationsrisiko. Im Vergleich zu separaten verwalteten Staats- und Unternehmensportfolios sollte ein Portfolio, das sowohl in Unternehmens- als auch in Staatsanleihen investieren kann, theoretisch auch die Risiken minimieren können. Bei Staatsanleihen-Portfolios beschränken sich die Entscheidungen über die Wertpapierauswahl in der Regel auf die Kurvenpositionierung und bestenfalls eine Handvoll quasistaatlicher Anleihen, die vielleicht einen kleinen Spreadaufschlag gegenüber den entsprechenden Staatsanleihen bieten. Der bedeutendste Hebel, um höhere Renditen zu erzielen, ist die relative Gewichtung der Länder im Vergleich zum Referenzindex, d.h. die Länderallokation.

ABGRENZUNG DES ANLAGEUNIVERSUMS

Klassifizierung der Länderkohorten

Stabil

- Solide wirtschaftliche Rahmenbedingungen
- Starke Puffer vorhanden
- Überschaubarer Finanzierungsbedarf

Reformorientiert

- Aussichten verbessern sich
- Geht wichtige Strukturreformen an
- Potenzial für ein höheres BIP und besseres Investitionsklima

Rückständig

- Ausblick verschlechtert sich oder ist unsicher
- Bedarf für Strukturreformen
- Bedenken hinsichtlich der Kohärenz der Politik

Frontier

- Aufstrebende Märkte
- Gute potenzielle Wachstumsstories
- Niedrigere Korrelation

Krisengeplagt

- Bedeutendes Eventrisiko
- Politische, wirtschaftliche, strukturelle Instabilität
- Anhaltend schlechte/ sehr unsichere Prognose

Angesichts eines derart breiten Universums und einer derart vielfältigen Länderdynamik kann eine Klassifizierung von Schwellenländern mit ähnlichen Risikomerkmalen eine bessere Grundlage für Anlageentscheidungen schaffen. Für besonders hilfreich halten wir dies bei einer Ausweitung des Engagements in quasistaatliche Anleihen oder Unternehmensanleihen.

Bei seinen Länderanalysen bewertet das Emerging Markets Debt Team von Nuveen die rechtlichen Rahmenbedingungen, das Regierungssystem, die Infrastruktur und die Regulierungspolitik eines Landes und stuft dieses Land dann als stabil, reformorientiert, rückständig, aufstrebend oder krisengeplagt ein. Diese links dargestellte Kohortenklassifizierung gibt Aufschluss über die Lage eines Landes und wird zusammen mit technischen Faktoren, Bewertungen und der Wertpapierauswahl herangezogen, um die Gewichtung einzelner Länder zu bestimmen und den jeweiligen Überzeugungsgrad durch die verfügbaren Anlagemöglichkeiten bestmöglich abzubilden.

Dabei ist festzuhalten, dass diese Klassifizierung auf qualitativen und quantitativen Analysen basiert. Sie ist nicht statisch und kann sich in Abhängigkeit von länder spezifischen Entwicklungen ändern. Das Rahmengerüst ermöglicht eine dynamische Gruppierung von Ländern aus unterschiedlichen Regionen und mit unterschiedlichen Zinsniveaus und Kreditratings, die sich auf einem ähnlichen Entwicklungsweg befinden. Dadurch erhalten Anleger tiefere Einblicke in die Anlageklasse.

Obwohl dies ein wertvoller Hebel ist, kann eine zu starke Betonung der Ländergewichte auch zu längeren Phasen einer unterdurchschnittlichen Performance führen. Dafür kann schon eine negative Performance einer kleinen Anzahl dieser aktiven Positionen reichen, insbesondere bonitätsschwächerer Titel mit einem höheren Ausfallrisiko. Beispiele hierfür sind Portfolios, die 2018 vor der Verhängung von Sanktionen gegen Venezuela eine hohe Rückzahlungsquote für die ausgefallenen venezolanischen Staatsanleihen annahmen, Portfolios, die vor der Niederlage von Präsident Macri bei den Vorwahlen 2019 bullish für argentinische Staatsanleihen waren, oder Portfolios, die das Ausmaß der russischen Invasion in der Ukraine Anfang 2022 sowie die rasche, koordinierte Reaktion des Westens zum Ausschluss Russlands von den globalen Märkten unterschätzten. Derartige Portfolios hätten erhebliche Verluste erlitten, von denen sie sich vielleicht erst nach vielen Quartalen oder sogar Jahren wieder erholt hätten.

Unterdessen kann das aggregierte Risikoprofil von zwei separat gemanagten Unternehmensanleihen- und Staatsanleihenportfolios eine zu hohe Konzentration auf ein bestimmtes Land aufweisen, wenn die Manager die gleichen oder ähnlichen aktiven Risiken eingehen und sich der Positionierung des jeweils anderen nicht bewusst sind. Aufgrund der oben beschriebenen Exposition der Anlageklasse gegenüber länderspezifischen Risiken könnte sich dies als problematisch erweisen. Außerdem bedeutet es einen größeren Aufwand für Anleger, die möglicherweise zusätzliche Ressourcen benötigen, um zwei separate Teilportfolios und Investmentmanager im Rahmen ihres Gesamtportfolios zu überwachen.

Abb. 8: Emittentenprofil des EMBI

	Anzahl der Länder	Emittenten	% EMBI
Stabil	23	70	53,2
Reformorientiert	13	29	22,2
Rückständig	7	27	8,0
Frontier	22	25	12,9
Krisengeplagt	7	11	3,7

Abb. 9: Emittentenprofil des CEMBI

	Anzahl der Länder	Emittenten	% CEMBI
Stabil	24	231	57,5
Reformorientiert	9	70	16,1
Rückständig	6	132	22,0
Frontier	7	11	4,1
Krisengeplagt	1	2	0,3

Quelle: JPMorgan, Nuveen, Stand: 31. Dezember 2024

ANALYSE DES ANLAGEUNIVERSUMS

Eine Analyse der Benchmark-Eigenschaften verdeutlicht, warum Anlagen in Unternehmensanleihen attraktive Chancen eröffnen können, die einem nur auf Staatsanleihen und quasistaatliche Anleihen konzentrierten Portfolio verwehrt bleiben.

Ein Abgleich der Länderklassifizierung des Emerging Markets Debt Teams von Nuveen (siehe Kasten Abgrenzung des Anlageuniversums) mit dem EMBI und dem CEMBI verdeutlicht die Tiefe und Breite der Chancen. Die EMBI-Kategorie „stabil“ umfasst 23 Länder mit insgesamt 70 Emittenten, darunter auch staatsnahe Emittenten (Abb. 8). Die Ausweitung des Universums auf Unternehmensanleihen erweitert dieses um ein weiteres Land und auf über 300 Emittenten, wodurch ein wesentlich robusteres Anlageuniversum entsteht (Abb. 9).

Ähnlich sieht es in der Kategorie „reformorientiert“ aus, wo das Staatsanleihen-Universum aus lediglich 13 Ländern und 29 Emittenten besteht, das Unternehmensanleihen-Universum dagegen aus neun Ländern und 70 Emittenten. Die beiden Kategorien „stabil“ und „reformorientiert“ machen mehr als drei Viertel des CEMBI-Universums aus und bieten vielfältige Anlagechancen in Ländern, in denen Staatsanleihen in der Regel deutlich niedriger verzinst und vergleichsweise weniger attraktiv sind als das breitere EM-Anlageuniversum. Erfahrene EM-Anleger wissen um die Bedeutung der Diversifikation und sind sich bewusst, dass sich das Eingehen unterschiedlicher Risiken häufig positiv auf die Portfoliorendite auswirkt.

TIEFERE INVESTMENTEINBLICKE

Die Möglichkeit, in ein und demselben EM-Debt-Portfolio sowohl Staatsanleihen als auch Unternehmensanleihen zu halten, gibt Anlegern nicht nur mehr Instrumente an die Hand, um ihre Anlageeinschätzungen abzubilden und ihre Risiken zu steuern, sondern kann auch bessere Einblicke für Anlageentscheidungen eröffnen.

Die makroökonomischen Rahmenbedingungen eines Landes – wie die wirtschaftliche Dynamik, die Inflation und die Geld- und Fiskalpolitik – bestimmen das Geschäftsumfeld, wobei die Rechtsordnung von entscheidender Bedeutung ist. Ein eigenes Team für EM-Unternehmensanleihen, das über ein fundiertes Verständnis von Wirtschaftssektoren, Großunternehmen und internationalem Wettbewerb verfügt, kann wichtige Einblicke liefern, die bei einem rein auf Staatsanleihen fokussierten Ansatz fehlen könnten.

Die Zusammenführung von Einblicken auf Länder- und Unternehmensebene im Rahmen eines ganzheitlichen EM-Ansatzes mit weniger „blinden Flecken“ kann einen Wettbewerbsvorteil darstellen.

Die jüngsten Ereignisse in Panama sind ein gutes Beispiel für die Synergien zwischen Unternehmens- und Länderanalysen. Anfang 2024 verschlechterte sich Panamas finanzielle Lage. Die Bedenken in Bezug auf die Kreditwürdigkeit des Landes wurden durch die staatliche Schließung einer von First Quantum betriebenen Mine zusätzlich verstärkt, da diese das Wachstum bremsen und höhere Staatsausgaben nötig machen könnte. Eine Ergänzung von Länderanalysen durch Unternehmensanalysen kann bessere Anlageeinschätzungen ermöglichen. In diesem Fall zum Beispiel konnte so abgeschätzt werden, wie wahrscheinlich eine Wiedereröffnung der Mine und ein mögliches Schiedsgerichtsverfahren waren. Nach einer deutlichen Spreadausweitung aufgrund des Risikos einer Ratingherabstufung kündigte die unter zunehmendem Druck stehende panamaische Regierung an, sich stärker über den lokalen Markt zu finanzieren. Das bedeutete eine deutliche Abkehr von ihrer traditionellen Konzentration auf den Eurobond-Markt. Unternehmensanalysten konnten dann die Kapazitäten des lokalen Bankensektors bewerten und die Durchführbarkeit der Regierungspläne beurteilen, was eine bessere Länderanalyse ermöglichte.

Dies verdeutlicht, wie ein Verständnis der Entwicklungen auf staatlicher Ebene bessere Einschätzungen des Ausblicks für bestimmte Sektoren – und damit bestimmte Emittenten und Anleihen – ermöglicht.

Genauso kann ein fundiertes Verständnis des lokalen Bankensektors eine bessere Einschätzung des Ausblicks für die Staatsanleihen des betreffenden Landes ermöglichen. Anzeichen von Stress im Bankensystem – zum Beispiel ein Anstieg notleidender Kredite – können Frühindikatoren für makroökonomische Probleme sein. Sie können aber auch zeigen, ob die Wirtschaftspolitik die gewünschten Ergebnisse zeigt.

Wenn zum Beispiel eine Zentralbank ihre Geldpolitik strafft, Branchenanalysen aber zeigen, dass die Kreditmenge in einem anderen Bereich des Finanzsektors wächst, wäre dies ein wichtiger Hinweis auf die realwirtschaftliche Wirkung der Geldpolitik, der vermutlich Auswirkungen auf die Einschätzung der Staatsanleihen des Landes hätte.

Bei der Bonitätsanalyse von Unternehmensanleihen spielt das Konzept der „Sovereign Ceiling“ („staatliche Deckelung“) eine wichtige Rolle. Es besagt, dass Unternehmen als Schuldner aus strukturellen Gründen fast immer eine schlechtere Kreditqualität als ihr „Heimatstaat“ haben, seinen Rating-„Deckel“ also nur sehr selten durchstoßen können. Selbst die bestgeführten Unternehmen sind einem Abwärtsrisiko ausgesetzt, wenn sie ihren Sitz in einem krisengeschüttelten Land haben. Umgekehrt wiegen negative unternehmensspezifische Entwicklungen im Zweifel schwerer als eine gute Entwicklung der heimischen Wirtschaft. Umso wichtiger ist eine ganzheitliche Betrachtung von Unternehmensanleihen, die nicht nur Makroeinschätzungen auf Länderebene, sondern auch unternehmensspezifische Faktoren berücksichtigt.

FAZIT

Ein neuer Ansatz für Hartwährungsanleihen aus Schwellenländern eröffnet neue Chancen für Anleger. Ein Portfolio mit der Flexibilität, sowohl in Unternehmens- als auch in Staatsanleihen zu investieren, kann das aktive Länderrisiko besser diversifizieren. Es ermöglicht eine bestmögliche Berücksichtigung des spezifischen Länderrisikos durch die Auswahl der zugrunde liegenden Staats- und/oder Unternehmensanleihen und bietet zugleich zusätzliche Instrumente zur Steuerung von Aufwärts- und Abwärtsrisiken.

Im Vergleich zu separaten Staats- und Unternehmensanleiheportfolios hat ein Portfolio, das in beide Arten von Emissionen investieren kann, mehr Hebel zur Verfügung, um Anlageziele zu erreichen. Dieses breiter diversifizierte Portfolio kann aus einem deutlich größeren Anlageuniversum schöpfen, welches das Wachstum und die Entwicklung der Schwellenländer widerspiegelt, und hat Zugang zu Hebeln, um das Markt- oder Ausfallrisiko zu begrenzen. Dank einer größeren Auswahl an Sektoren können Anleger dynamisch auf Änderungen der Fundamentaldaten und relativen Bewertungen reagieren, indem sie die Duration, das Kreditrisiko und das Marktrisiko anpassen. Ein derartiger Investmentansatz, der sowohl Unternehmens- als auch Staatsanleihen in einem EM-Hartwährungsportfolio zusammenfasst, kann bessere Investmenteinblicke und ein besseres Risikomanagement ermöglichen und so über den gesamten Marktzyklus hinweg zu potenziell höheren risikobereinigten Renditen führen.

Weitere Informationen finden Sie unter nuveen.com.

Fußnoten

- 1 Quelle: JPMorgan, Stand 31. Dez. 2024.
- 2 Quelle: JPMorgan, Stand 29. Apr. 2025.
- 3 Quelle: eVestment, Nuveen. Daten bis 31. Dez. 2024. Hypothetisches Portfolio bestehend aus 60% JPM EMBI-GD und 40% JPM CEMBI-D.

Quellen

Bruttoinlandsprodukt: U.S. Department of Commerce; **Staatsanleiherrenditen und Kennzahlen:** Bloomberg (Abo erforderlich); **Municipal-Bond-Renditen:** Municipal Market Data; **ICI-Fondsflüsse:** <http://www.ici.org/research/stats>; **Municipal-Bond-Emissionen:** Seibert Research; **Ausfälle:** Municipals Weekly, Bank of America/Merrill Lynch Research, 7. Juli 2017; **Staatliche Einnahmen:** The Nelson A. Rockefeller Institute of Government, State Revenue Report, Juni 2017; **Staatliche Rücklagen:** Pew Charitable Trust. **Globales Wachstum:** Internationaler Währungsfonds (IWF) und Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD); **Standard & Poor's und Investortools:** <http://www.invtools.com/>; **Flow of Funds, The Federal Reserve Board:** <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/Current/z1.pdf>; **Beschäftigungszahlen:** Bureau of Labor Statistics; **Anleihenratings:** Standard & Poor's, Moody's, Fitch; **Neue Projektfinanzierungen:** The Bond Buyer; **Verbraucherpreisindex:** <http://www.bls.gov/cpi/> <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/CPIAUCNS>; State of Connecticut Fiscal Year 2017 Comprehensive Annual Financial Report; State of Connecticut Annual Information Statement; State of California Official Statement, 6. März 2018; Moody's Analytics, California, 2. April 2018; BLS.gov; State of California, Comprehensive Annual Financial Report, FYE 30. Juni 2017; New Fiscal Plan for Puerto Rico, Restoring Growth and Prosperity, April 2018; Puerto Rico's Financial Oversight and Management Board Anhörung am 19. April 2018; The Bond Buyer, Governor's opposition to Puerto Rico fiscal plan could end up in court, 20. April 2018

Glossar

Ein **Basispunkt** entspricht 0,01 % und 100 Basispunkte entsprechen 1 %. Die **Municipal Market Data AAA-Skalen** sind Zusammenstellungen der tatsächlichen Transaktionen des Vortages für versicherte Anleihen mit AAA-Rating. Der **Personal Consumption Expenditures (PCE)** Deflator zeigt den durchschnittlichen Anstieg der Preise aller persönlichen Konsumausgaben. CFA® und Chartered Financial Analyst® sind eingetragene Handelsmarken im Besitz des CFA Institute.

Wichtige Hinweise

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft. Verantwortungsbewusstes Investieren umfasst Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG), die sich auf das Engagement in Emissären, Sektoren und Branchen auswirken und die Art und Anzahl der verfügbaren Anlagemöglichkeiten einschränken können, was zum Ausschluss von Anlagen mit guter Performance führen kann. Diese Unterlagen werden ausschließlich für die Verwendung in privaten Besprechungen zur Verfügung gestellt und dienen ausschließlich Informations- und Gesprächszwecken. Diese Unterlagen sind nur für die Verwendung durch die vorgesehene Zielgruppe bestimmt und dürfen nur an Personen weitergegeben werden, an die sie rechtmäßig verteilt werden dürfen, Personen, die nicht unter diese Beschreibungen fallen, dürfen nicht auf der Grundlage der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen handeln. Jede für die Weiterleitung dieser Unterlagen an Dritte verantwortliche Stelle übernimmt die Verantwortung für die Einhaltung der örtlichen Gesetze, insbesondere der für die Werbung von Finanzprodukten geltenden Vorschriften. Die in diesen Unterlagen dargestellten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als im Wesentlichen korrekt, jedoch wird keine (ausdrückliche oder stillschweigende) Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Die Daten wurden als zuverlässig erachteten Quellen entnommen; diese Quellen können jedoch die Richtigkeit dieser Daten nicht garantieren. Die hierin enthaltenen Aussagen spiegeln die Meinungen zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können ohne weitere Ankündigung geändert werden. Keine der in diesen Unterlagen enthaltenen Aussagen ist oder soll als Versprechen oder Darstellung in Bezug auf die Vergangenheit oder Zukunft gewertet werden. Dieses Dokument stellt weder einen Prospekt noch ein Angebot an die Öffentlichkeit dar. Durch die Bereitstellung dieser Unterlagen wird nicht beabsichtigt, dass ein öffentliches Angebot oder Werbung für Anlagedienstleistungen oder Wertpapiere wirksam wird. Es ist weder dazu beabsichtigt, eine gezielte Anlageberatung zu erbringen, einschließlich, aber ohne Beschränkung auf, Anlage-, Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung, noch Empfehlungen über die Eignung für einen bestimmten Anleger abzugeben. Nuveen Real Estate ist ein verbundenes Unternehmen von Nuveen, LLC ("Nuveen"), der Investmentsparte von TIAA. Nuveen Real Estate ist ein Name, unter dem Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. Anlageprodukte und -dienstleistungen anbietet. Herausgegeben von Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. (RCS registriert unter der Nummer B-231052), amtlich eingetragen in Luxemburg mit dem eingetragenen Geschäftssitz 4A Rue Henri M Schnadt — 2530 Luxemburg), einem Unternehmen, das durch die Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist, unter Aufsicht ebendieser Behörde Anlageprodukte und -dienstleistungen anzubieten. Hinsichtlich Aktivitäten in Deutschland unterliegt die deutsche Niederlassung Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

nuveen

A TIAA Company