

Emerging Markets

SETZT SICH DIE SOLIDE

ENTWICKLUNG FORT?

Im Gespräch

Christian Bender

Jean-Dominique Bütikofer

Peer Emmrich

Ralph Glatz

Ingrid Kukuljan

Raphaël Maréchal

Bernd Poegel

Gernot Specht

Dr. Marco Willner



Ingrid Kukuljan
Portfoliomanagerin,
Jupiter Asset Management

Raphaël Maréchal
Senior-Portfoliomanager,
BNP Paribas Investment Partners



Peer Emmrich
Leiter Fondsmanagement
Indexfonds, BayernInvest

Jean-Dominique Bütikofer
Head of Emerging Markets Fixed Income,
UBP Asset Management



Moderation:

Dr. Marco Willner
Head of Investment Strategy, Feri Finance

Bernd Poegel
Leiter Fondsresearch,
Deka Bank

Ralph Glatz
Portfoliomanager,
Sal. Oppenheim



Christian Bender
Senior-Portfoliomanager,
Signal Iduna Asset Management

Gernot Specht
Geschäftsführer,
Tajdo Consulting



Willner: Sehr geehrte Teilnehmer der Gesprächsrunde. Die erste Frage, bei der ich denke, dass Sie ein guter Ausgangspunkt ist, lautet: Warum sollten wir überhaupt in Schwellenmarktregionen investieren? Die Gründe sind sicherlich recht unterschiedlich. Deshalb freue ich mich sehr, heute sowohl Experten aus der Aktienwelt als auch dem Bondsuniversum begrüßen zu dürfen.

Bender: Aus der Perspektive einer Versicherungsgesellschaft erhöhen wir unsere Investitionen in festverzinsliche Papiere in Schwellenmärkten gerne aus Gründen der Diversifizierung. Die Emerging Markets bieten uns eine gute Gelegenheit, unser Risikoprofil zu verbessern.

Glatz: Schwellenmärkte machen – nach unserer Definition – rund 50 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Welt aus; dies zu ignorieren, würde viele Gelegenheiten außer Acht lassen. Für mich ist die Frage also vielmehr: Warum soll man auf ein Investment in Schwellenländern verzichten? Aber bei den Schwellenmärkten lohnt es sich, zwischen den verschiedenen Ländern zu unterscheiden. Ich glaube, dass es immer noch Märkte gibt, in denen die Transparenz relativ gering ist. Einige sind weit von den entwickelten Märkten entfernt, so dass die Kapitalmärkte in ihrer Entwicklung noch hinterherhinken. Bei diesen Märkten wäre ich vorsichtiger mit den Investitionen, während es in anderen Märkten gute Gelegenheiten gibt.

Kukuljan: Ich denke, dass viele Anleger sich der enormen Größe der Schwellenmärkte noch nicht bewusst sind. Das gilt auch für die einschneidenden Veränderungen, die in den vergangenen zehn Jahren stattgefunden haben. Und wenn Sie sich zum Beispiel den Handel zwischen den Schwellenländern ansehen, so ist dieser innerhalb von nur 15 Jahren von 28 auf 65 Prozent gestiegen. Diese Länder sind jetzt autark. Die USA sind nicht mehr der Konsument in der Welt. Seit 2007 ist das China. In der Welt nach der Krise werden wir eine zunehmende Bewegung des geopolitischen und makroökonomischen Bildes fort von den entwickelten Ländern hin zu den Schwellenländern sehen.

„Die Emerging Markets bieten uns eine gute Gelegenheit, unser Risikoprofil zu verbessern.“

Christian Bender, Signal Iduna Asset Management

Poegel: Ich stimme Ihnen zu. Die Leistung der Schwellenmärkte dürfte mittel- und langfristig besser sein als die der entwickelten Märkte. Sehen Sie sich einfach die Schuldensituation an. Die Höhe der Schulden in den Schwellenländern ist viel geringer als in Europa oder den USA.

In jüngster Zeit haben wir in den westlichen Industrienationen eine Reihe teils gravierender Rating-Veränderungen gesehen, während es in den Emerging Markets gegenläufige Tendenzen gab.

Emmrich: Und vor allem der Ausblick für die Schwellenländer ist positiver. Also ich denke, aufgrund der fundamentalen Stärke der Schwellenländer wird sich dieser Trend fortsetzen. Und das wird nicht ein einmaliges Ereignis sein. Diese Entwicklung wird in den nächsten, sagen wir, Jahrzehnten in dieser Form weitergehen.

Maréchal: Ich bin der Ansicht, dass sich die fundamentalen Grundbedingungen in den Schwellenländern weiter verbessern werden. Wir haben ein nettes Zeitfenster von drei, vier, vielleicht auch fünf Jahren. Aber danach werden die Schwellenmärkte ebenfalls zu Schwächen neigen. Und zwar durch die gleichen Probleme wie die entwickelten Länder, etwa die Demografie. Aber dies ist eher ein Risikoszenario. Ich denke, dass es in der Zwischenzeit immer noch viel besser ist, in den Schwellenmärkten aktiv zu sein, besonders bei festverzinslichen Papieren.

Bütikofer: Ich denke, dass der Unterschied zwischen den Schwellenmärkten heutzutage im Gegensatz zu den 1990ern der ist, dass Sie eine Umgebung sehen, in der die Schwellenmärkte viel stärker in die Weltwirtschaft integriert sind. Wenn also Europa schlummert oder wenn die USA wieder in einer Situation mit Niedrigwachstum landen, sind die Schwellenländer noch nicht stark genug, unserer Ansicht nach, durch ihre eigene Wachstumsdynamik auszugleichen, was im Rest der Welt passiert.

Reden wir konkret über China. Ist das nun der Teil der Welt, der sich gerade öffnet, oder schließt er sich bereits wieder? Welche Entwicklungen sehen Sie hinsichtlich der Struktur des Wachstums und einer möglichen Öffnung der Finanzmärkte?

Bütikofer: Ich bin der Auffassung, dass sie die Quelle ihres Wachstums ändern möchten. Wenn Sie sich den Beitrag Chinas zum Wachstum in den vergangenen drei Jahren ansehen, so ist eine Veränderung zwingend nötig, da der Beitrag zum Bruttosozialprodukt aus den Exporten negativ oder null war. Die Chinesen müssen den Reichtum über die Region verteilen, über die verschiedenen Unterregionen innerhalb des Landes und eine Mittelschicht aufbauen, und das dauert eine Weile. Aber sie holen allmählich auf. China ist eines der großen Fragezeichen, mit denen wir es in den nächsten fünf Jahren zu tun haben werden. Das gilt insbesondere für den Markt der sogenannten Dim-Sum-Bonds.

Emmrich: Der Markt für Dim-Sum-Bonds ist ziemlich jung. Er ist vor ein paar Jahren eingerichtet worden, zunächst, um chinesischen Banken Zugang zum Renminbi und zur internationalen Finanzierung mit Renminbi an der Börse von Hongkong zu ermöglichen. Und jetzt kommen immer mehr internationale Firmen ins Spiel, wie Unilever, Nestlé, McDonald's. Sie geben Dim-Sum-Bonds heraus, was zum Beispiel HSBC oder die Deutsche Bank dazu gebracht hat, Indizes oder Indexprodukte auf diesen Markt zu entwickeln. Aber der Markt ist sehr illiquide. Er ist eher ein Mittel für internationale Institutionen, die im chinesischen Markt operieren, um an die streng regulierte chinesische Währung heranzukommen. Und so ist es also eher eine Sache der Unternehmen. Man sollte dort noch nicht investieren und einen gewissen Reifegrad abwarten.





Glatz: Die Regulierung kann eine entscheidende Rolle spielen. Man muss dies im Zusammenhang mit der entsprechenden Geldpolitik sehen. Zu beachten sind die angestrebten Ziele hinsichtlich Inflation und Wechselkurs. Ich habe Verständnis für den Versuch, sich vor extremen Bewegungen bei Währungen zu schützen, was historisch gesehen viele entwickelte Märkte auch getan haben. Ein stabiles Umfeld wird langfristig auch die positiven Wachstumsaussichten der Emerging-Market-Länder unterstützen. Kurzfristig kann natürlich ein Zufluss an Liquidität zu einer positiven Preisbewegung der entsprechenden Assets führen.

Bütikofer: Also ich denke, wir müssen uns die Schwellenländer im Detail ansehen, zum Beispiel die Schuldendynamik und wie man diese überwindet. Sie müssen sich außerdem die Struktur der Schulden ansehen. Diese könnten zum Beispiel zu 80 bis 90 Prozent in der heimischen Währung liegen. Wir haben allerdings zahlreiche Länder gesehen, bei denen die Schulden von Ausländern gehalten werden. Indonesien ist ein Beispiel, Polen ebenfalls. Dort werden mehr als 50 Prozent der Inlandsschulden von Ausländern gehalten. Dann sind das quasi Auslandsschulden. Sobald Sie sich als großer Investor entscheiden, aus dem Markt auszusteigen, oder wenn die Leute die Aktien verkaufen, dann fangen die Währungen an zu fallen. Wir müssen uns klarmachen, wer die Schulden besitzt und dabei auch zwischen ausländischer und lokaler Währung unterscheiden. In letzter Zeit haben alle Schwellenländer verstanden, wie wichtig die Entwicklung ihres Schuldenmarktes ist.

Ingrid Kukuljan



Raphaël Maréchal



Frau Kukuljan, Sie sind Spezialistin für Emerging-Markets-Aktien. Sichern Sie sich im Tagesgeschäft eigentlich gegen Wechselkursschwankungen ab?

Kukuljan: Wir sichern die Währung nicht ab. Denn gerade institutionelle Kunden möchten dies selbst steuern.

Die Analyse ist doch aber naheliegend, oder?

Kukuljan: Ja. Zwar sichern wir das Wechselkursrisiko nicht ab. Aber wir investieren in Firmen, die von Wechselkursveränderungen profitieren.

Und hinterfragen Sie auch, wer diese Firmen finanziert?

Kukuljan: Natürlich. Wir analysieren das genau. Aber ich möchte Sie auf einen Punkt in Russland hinweisen, der aus unserer Sicht außerordentlich interessant ist. Wir gehen davon aus, dass die gesamtwirtschaftliche Situation weiterhin stabil bleiben wird. Russland hält die drittgrößten Auslandsreserven in der Welt. Und die Haushaltsbilanz sollte mehr oder weniger stabil bleiben. Auf der Aktienseite ist der Markt allerdings stark eingebrochen. Was die Bewertungen angeht, ist Russland daher sehr attraktiv. Wir sehen Kursabschläge von bis zu 50 Prozent, obwohl sich die fundamentale Situation seit der globalen Krise im Jahre 2008 völlig geändert hat. Beispielsweise ist

weniger Leverage im Finanzsystem. Die Unternehmen haben ihr Schuldenprofil um etwa drei Jahre verlängert. Hinzu kommt der stabile Ölpreis, der die Wirtschaft und die Haushaltslage stützt.

Bütikofer: Aus unserer Sicht ist Russland weiter sehr stark auf den Öl- und Gassektor konzentriert, wie sich am Misex-Index ablesen lässt.

Kukuljan: Ja, das ist korrekt. Etwa 70 Prozent entfallen auf Unternehmen aus der Öl- und Gasindustrie. Ungeachtet dessen suchen wir nach attraktiven Werten außerhalb des Öl- und Gassektors. Wir beobachten eine Vielzahl attraktiver Titel, zum Beispiel auch im Finanzsektor.

Poegel: Ich denke, man sollte hinterfragen, ob man sich eher aktiv oder passiv engagiert. Als Schwellenmarkt ist Russland im Energiesektor mit Brasilien oder anderen Schwellenländern vergleichbar. Wie wir in den Märkten sehen können, ist zum Beispiel Gasprom in Russland ein sehr großer Spieler. In Brasilien ist Petrobras der Platzhirsch. Vor diesem Hintergrund bin ich der Ansicht, dass es sehr wichtig ist, bei Investitionen als Stock-Picker zu agieren. Wenn Sie ein passives Produkt kaufen, um von einer bestimmten Marktentwicklung zu partizipieren, sind Sie insgesamt einem hohen Einzeltitelrisiko ausgesetzt, weil Sie diesen dominierenden Energiesektor haben. Hinzu kommt, dass Sie die genannten Marktschwergewichte bei passiv gemanagten Fonds unweigerlich bekommen. Ob Sie von den Werten überzeugt sind, steht dabei auf einem ganz anderen Blatt.



Jean-Dominique Bütikofer



Peer Emmrich

„Russland ist sehr attraktiv. Wir sehen Kursabschläge von bis zu 50 Prozent, obwohl sich die fundamentale Situation seit der globalen Krise im Jahre 2008 völlig geändert hat.“

Ingrid Kukuljan, Jupiter Asset Management

Kukuljan: Gut, dass Sie diesen Punkt ansprechen, Herr Poegel. Die Identifikation attraktiver Einzeltitel ist Kern unserer Anlagestrategie. Wir orientieren uns nicht an einer Benchmark. Ein Grund dafür ist, dass wir Klumpenrisiken aufgrund einer hohen Einzeltitelgewichtung minimieren wollen.

Emmrich: In den vergangenen fünf Jahren war kein einziger Fonds, der in diesem Markt aktiv war, in der Lage, zum Beispiel einen passiven börsennotierten ETF auf den breiten MSCI Emerging Markets zu übertreffen. Das aktive Fondsmanagement kann aus meiner Sicht im Bereich Emerging Markets noch nicht in jedem Fall die Durchdringung des Datenkranzes, der für ein aktives Management erforderlich ist, leisten.

Kukuljan: Ich kann Ihnen von Herausforderungen berichten, mit denen man sich in den Schwellenmärkten Europas auseinandersetzen muss. So gibt es beispielsweise Indizes für Zentraleuropa und Osteuropa, die eine Reihe von illiquiden Märkten berücksichtigen, wie zum Beispiel Slowenien, Lettland oder Estland. Doch was nutzt mir die Benchmark, wenn ich in einzelnen Ländern aufgrund mangelnder Liquidität und anderer Hindernisse kaum investieren kann?

Soweit ich weiß, agieren Sie ausschließlich am Aktienmarkt und benutzen dabei keine Benchmark. Aber womit vergleichen Sie sich dann?

Kukuljan: Wir vergleichen uns natürlich mit anderen Adressen und, wenn Sie so wollen, auch Benchmarks, aber wir lassen uns durch die Zusammensetzung von Benchmarks nicht in der eigenen Asset Allocation unter Druck setzen.

Aber was ist die Alternative? Die meisten Marktteilnehmer plädieren entweder für ein Benchmark-Konzept oder Sie wählen einen Absolute-Return-Ansatz. Gibt es etwas dazwischen?

Specht: Eine sehr kurze Antwort. Ich würde sagen, das Beispiel des russischen Aktienindex ist eine Einladung an einen aktiven Manager. Wenn die Benchmark in Wirklichkeit ein hochgradig ineffizientes Portfolio repliziert, dann sollten Sie als aktiver Manager in der Lage sein, das zu übertreffen. Als logische Konsequenz muss dann aber auch der in diesem Fall (begrenzte) Nutzen des Tracking Error als adäquates Risikomaß hinterfragt werden.





Maréchal: Der Tracking Error mag auf manchen Märkten, etwa bei Aktien oder auch bei Währungen, sinnvoll sein. Schließlich können Aktien sowohl 20 Prozent steigen als auch 20 Prozent fallen. Aber für einen Credit-Markt, an dem die Performance nicht symmetrisch ist, sagt Ihnen der Tracking Error überhaupt nichts. Der Kurs einer Anleihe kann auf 105 Prozent steigen, kann aber auch auf zehn Prozent fallen, insbesondere wenn es zu einem schwerwiegenden Credit Event kommt. So kann die Rendite bei fünf Prozent liegen, die Downside hinsichtlich dem Kurs beträgt aber 90 Prozent. Insofern ist es gefährlich, den Tracking Error heranzuziehen und damit das Risiko zu messen, da er im Fall des Credit-Marktes überhaupt nicht reflektiert, was in Ihrem Portfolio passieren kann.

Bütikofer: Ich frage mich, welche Art der Diversifizierung oder Konzentration man eingehen sollte. Was bedeutet, dass Sie die Nachteile der Liquidität kennen sollten und all die zugrunde liegenden Instrumente, die Sie kaufen. Denn wenn Sie etwa ein Hochhaus in Frankfurt kaufen, werden Sie nicht in der Lage sein, das Gebäude innerhalb von fünf Minuten zu verkaufen. Aber Sie können das zum Beispiel mit Aktien von Gazprom tun. Natürlich ist die Währung immer noch ein Problem, das angegangen werden muss. Denn wir denken ja schließlich in Euro und in Dollar.

*„Der Investor möchte ein Produkt kaufen, das seinem Bedarf entspricht.
Daher muss er die Eigenschaften dieses Produktes bewerten.“*

Ralph Glatz, Sal. Oppenheim

Ein weiteres Problem ist die Geduld, nehme ich an. Würden Sie sagen, dass Geduld ein Problem ist?

Glatz: Aus der Sicht eines Investors ist ein Produkt sinnvoll, das in sein Portfolio hineinpasst – zu all den anderen Produkten. Er möchte etwas kaufen, das seinem Bedarf entspricht, und daher muss er die Eigenschaften dieses Produktes bewerten. Dazu gehören die Volatilität und die Korrelation zu anderen Asset-Klassen. Von daher kann die Verwendung einer Benchmark und der entsprechenden Kennzahlen durchaus hilfreich sein, da die Einordnung des Produktes ohne diese Informationen problematisch ist. Auf Basis der Benchmark sind diese Informationen ohne die Unterstützung des Managers verfügbar; alternativ kann natürlich der Manager diese Informationen auf Basis seines Managementansatzes zur Verfügung stellen.

Poegel: Ich bin der Ansicht, dass die Schwellenmärkte von der Produktseite her sehr interessant sind. Wir sehen viele stabile Fonds mit sehr guten Anlageergebnissen. Darüber hinaus sehen wir viele neue Aktienfonds in den Emerging Markets. Aber ich denke, dass die Risiken nicht von der Hand zu weisen sind.



Also einige von Ihnen werden sicher in den nächsten zwölf Monaten investieren müssen. Was meinen Sie? Was ist Ihre Vorstellung für die nächsten zwölf Monate? Wie denken Sie über Aktien im Gegensatz zu Bonds?

Bütikofer: Ich denke, dass Market Timing im Moment sehr wichtig ist und sich daran zunächst nichts ändern wird. Die nächsten zwölf Monate werden aus meiner Sicht so volatil sein wie die vergangenen zwölf Monate.

Glatz: In der aktuellen Situation, in der das Wachstum in den entwickelten Ländern träge ist, sprechen die Emerging-Markets-Anleihen mit ihren attraktiven Spreads eher für ein Investment als die dortigen Aktienmärkte.

Manche könnten argumentieren, dass Schwellenmarktaktien bereits stark gefallen sind. Sind die Chancen größer als die Risiken?

Kukuljan: So ist es. Wenn Sie sich die Bewertungen ansehen, so liegen die Kennzahlen so niedrig wie seit etwa 20 Jahren nicht. Die Schwellenmarktaktien preisen ein Untergangsszenario ein. Wir finden viele Kaufgelegenheiten. Aber trotzdem möchte ich nicht nur optimistische Töne anschlagen: Bis die Situation in Europa nicht gelöst ist, bleiben die Verhältnisse sehr angespannt. Mit Blick auf Russland haben wir ein paar sehr gute

„Market Timing ist im Moment sehr wichtig. Die nächsten zwölf Monate werden aus meiner Sicht so volatil sein wie die vergangenen zwölf Monate.“

Jean-Dominique Bütikofer, UBP Asset Management

Infrastrukturfirmen identifiziert. Aber auch der Finanzsektor bietet Einstiegsgelegenheiten, speziell die Banken. Sie sind sehr attraktiv bewertet in Russland. Sehen Sie sich auch die Türkei an. Die Bevölkerungsstruktur ist vielversprechend. Das Durchschnittsalter liegt bei 29 Jahren. Es ist das einzige Land, das enorm wachsen wird. Die Wirtschaft ist nach innen gerichtet, da die Exporte nur 20 Prozent des Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Und die Banken werden auch zunehmend attraktiv. Auch Polen macht aus unserer Sicht einen guten Eindruck, denn dort ist die heimische Nachfrage sehr robust.

Poegel: Wir sind optimistisch, was Aktien und festverzinsliche Wertpapiere aus den Schwellenländern angeht. Aber ich denke, dass bei einer Investition hier immer auch das Timing sehr wichtig ist.

Emmrich: Viele Schwellenmärkte sind exportorientiert. Wenn die entwickelten Märkte zu Schwäche neigen, wachsen die Schwellenmärkte zwar weiter, aber nicht mehr ganz so schnell. Und ich denke, den Markt zu timen, ist sehr schwierig. Also ich würde nicht nur auf einen Zeitpunkt wetten. Ich würde für die allmähliche Erhöhung des Engagements der deutschen institutionellen Investoren in Schwellenländern plädieren. Das Engagement liegt derzeit um die fünf Prozent, was aus heutiger Sicht in einer globalisierten Welt als zu niedrig erscheint. Es muss erhöht werden, aber nicht unbedingt innerhalb der nächsten zwölf Monate, sondern sukzessive in den nächsten Jahren.

Maréchal: Aus meiner Perspektive bleiben die Schwellenländer für die nächsten zwei oder drei Jahren attraktiv. Typischerweise sind gerade die Anleihen in Hartwährung sehr gefragt, wenn Stress im Markt vorherrscht. Und es ist fantastisch, wenn ich auf dem aktuellen Niveau Hartwährungsanleihen akkumulieren kann, da das Angebot schrumpfen oder ganz verschwinden wird. Denn die betreffenden Länder begeben jetzt zunehmend Anleihen in Lokalwährung, und das momentane Bondsangebot ist sehr günstig.

Glatz: Ich glaube, dass jeder zustimmt, dass ein Investment in Emerging Markets vielfach noch als riskant wahrgenommen wird; entsprechend verlangt dies eine gewisse Bereitschaft der Investoren, Risiken einzugehen. Die Euroland-Krise verstärkt hierbei die Bedeutung der Timing-Komponente für ein Investment. Grundsätzlich sind derzeit insbesondere Staatsanleihen aus Emerging Markets attraktiv.

„Es ist fantastisch, wenn ich auf dem aktuellen Niveau Hartwährungsanleihen akkumulieren kann, da das Angebot schrumpfen wird.“

Raphaël Maréchal, BNP Paribas Investment Partners

Haben Sie konkrete Allokationen?

Bender: Timing ist natürlich ein Thema. Besonders, wenn Sie ein gut diversifiziertes Portfolio haben möchten. Die in jüngster Zeit aufgetretenen Schwankungen bei Emerging Market Bonds werden nicht zuletzt durch die reduzierte Risikobereitschaft der involvierten Banken verursacht. Dies kann aber auch zu Chancen beim Einkauf dieser Asset-Klasse führen.





Specht: Ich bin kein ausgemachter Marktexperte, meine Alltagsarbeit ist einfach anders aufgebaut. Ich frage mich nur, wer für das mehrfach angesprochene Timing verantwortlich sein soll. Ist es der Investor? Wenn ein Investor dem Konzept einer strategischen Asset Allocation folgt, dann muss er den Asset Manager dazu zwingen, voll investiert zu bleiben, um genau das Risikoniveau zu erhalten, das in der SAA modelliert ist. Aber dann liegt die taktische Verantwortung letztlich beim Investor, denn dann muss er das Timing übernehmen.

„Wir haben in den westlichen Industrienationen eine Reihe gravierender Rating-Veränderungen gesehen, während es in den Emerging Markets gegenläufige Tendenzen gab.“

Dr. Marco Willner, Feri Finance

Vielen Dank an die Teilnehmer des heutigen Roundtables. Es war sehr interessant, mit Ihnen zu diskutieren. Ich bin überzeugt davon, dass der Aufholprozess der Emerging Markets dazu führen wird, dass der ein oder andere Kandidat mittelfristig nicht mehr als Schwellenland klassifiziert werden wird, sondern als ausgereifte Industrienation.



Im Bild zu sehen von links nach rechts:

Dr. Marco Willner, Feri Finance

Raphaël Maréchal, BNP Paribas Investment Partners

Christian Bender, Signal Iduna Asset Management

Peer Emmrich, BayernInvest

Bernd Poegel, Deka Bank

Jean-Dominique Büttikofer, Union Bancaire Privée

Ingrid Kukuljan, Jupiter Asset Management

Ralph Glatz, Sal. Oppenheim

Gernot Specht, Tajdo Consulting

Emerging Markets Fixed Income: Investment in einem global volatilen Umfeld

*Jean-Dominique Bütikofer, Leiter Emerging Markets Fixed Income, UBP Asset Management
Zsolt Papp, Investment-Spezialist Emerging Markets Fixed Income, UBP Asset Management*



Emerging Markets Fixed Income hat stark an Popularität gewonnen. Gleichzeitig hat die Anlageklasse an Tiefe und Breite zugelegt und weist eine größere Vielfalt an Investitionsmöglichkeiten auf als vor einigen Jahren. Wir stellen einen Anlegerleitfaden vor, der helfen soll, eine ideale EM-Fixed-Income-Strategie zu entwickeln.

Emerging Markets Fixed Income gilt seit einigen Jahren als eine bevorzugte Anlageklasse für Anleger, die höhere Renditen und Risikodiversifikation suchen. Seit Anfang 2011 haben gemäß der Investmentbank JP Morgan EM-Fixed-Income-Fonds Zuflüsse von rund 18 Milliarden US-Dollar erhalten. Lediglich US- und globale Rentenfonds haben im selben Zeitraum höhere Zuflüsse verzeichnet. Balanced-Fonds verzeichneten geringere Zuflüsse als EM-Fixed-Income-Fonds, während High Yield und Emerging-Market-Aktiefonds sogar Abflüsse hatten. Der strukturelle Fortschritt an den Kapitalmärkten der Schwellenländer hat auch zu einer größeren Vielfalt der Instrumente innerhalb der Anlageklasse geführt. Traditionell haben Staatsanleihen in Hartwährung, hauptsächlich US-Dollar, den Markt für EM-Rentenanlagen dominiert. In den vergangenen zehn Jahren hat jedoch der Markt für EM-Staatsanleihen in lokaler Währung ein großes Wachstum verzeichnet und weist seit einiger Zeit eine deutlich größere Kapitalisierung auf als herkömmliche EM-Staatsanleihen in Hartwährung. In jüngster Vergangenheit hat auch der Markt für EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung stark an Popularität gewonnen. Die Marktkapitalisierung entspricht der von Staatsanleihen. In konkreten Zahlen per Ende Oktober 2011 stellt sich der Markt wie folgt dar: Die Marktkapitalisierung herkömmlicher EM-Staatsanleihen in Hartwährung betrug 453 Milliarden US-Dollar gemäß JP Morgan. Die Marktkapitalisierung von EM-Staatsanleihen in lokaler Währung belief sich auf 1.470 Milliarden US-Dollar, die von EM-Unternehmensanleihen in Hartwährung auf 411 Milliarden US-Dollar.

Zusammengefasst stehen dem Anleger heute drei Segmente zur Auswahl: EM-Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung und EM-Staatsanleihen in Lokalwährung. Zudem lässt der Trend der letzten Jahre darauf schließen, dass der Markt für EM-Anleihen weiter an Tiefe, Breite und Vielfalt gewinnen wird. Die Anzahl der investierbaren Schwellenländer dürfte in den kommenden Jahren weiter zunehmen und das Gewicht der traditionell dominanten Länder wie Brasilien, Mexiko oder Russland abnehmen. Auf der Unternehmensseite signalisiert der gegenwärtige Trend eine stetige Zunahme der investierbaren Sektoren in allen Schwellenmärkten. Infolgedessen müssen sich Anleger vermehrt mit der Frage auseinandersetzen, wie man in EM Fixed Income investieren soll. Zu Beginn sollte sich der Anleger bewusst sein, dass EM-Fixed-Income-Anlagestrategien ein aktives Management und marktspezifisches Expertenwissen erfordern. Die globale Finanzkrise 2008 hat gezeigt, dass passive Instrumente, beispielsweise ETFs, in Krisenphasen über keine bessere Liquidität verfügen und ebenfalls mit Abschlagsprämien handeln. Eine wichtige Aufgabe im Investitionsprozess ist es, potenzielle Krisenfälle auf Staats-, Sektoren- und Unternehmensebene rechtzeitig zu erkennen. Von zentraler Bedeutung ist dabei die Eliminierung von Emittenten mit einem erhöhten Ausfallrisiko. Ebenso wichtig ist die frühzeitige Identifikation von Emittenten mit langfristig positiven Bonitätsperspektiven und mit hoher Wahrscheinlichkeit einer Aufwertung. Zudem gilt es, die lokalen Währungen und Zinskurven zu analysieren sowie das Portfolio rechtzeitig an Währungs- und Zinsschwankungen anzupassen. All dies ist mit einer passiven Anlagestrategie, die sich an herkömmlichen Marktindizes orientiert, nicht machbar.

Grundsätzlich sind wir der Ansicht, dass EM Fixed Income Bestandteil jedes Rentenportfolios sein sollte. Zur Festlegung des jeweiligen Anteils sollte der Anleger individuelle Zielgrößen und Grenzwerte festlegen.

Zielgrößen und Grenzwerte definieren

- **Volatilität:** Wie viel Volatilität verträgt das Portfolio? Die jüngsten Wochen und Monate haben gezeigt, dass erhöhte Volatilität in den G3-Kapitalmärkten auch auf EM-Anlageklassen überschwappt. EM-Staatsanleihen in Hartwährung zeigten jedoch in den vergangenen zwei Jahren mehrheitlich eine geringere Volatilität als US-Staatsanleihen; lediglich in den kurzen Phasen erhöhter Krisengefahr hatten US-Treasuries eine geringere Volatilität. Generell lässt sich feststellen, dass in „Flight-to-Quality“-Phasen lediglich vier Instrumente von einer geringeren Volatilität profitieren dürften: US-Treasury-Bonds, Bunds, JGBs und Schweizer Staatsanleihen. Insgesamt sollten Anleger mit einer relativ höheren Volatilitätstoleranz auch EM-Lokalwährungsanleihen im Portfolio berücksichtigen.
- **Draw-down:** Welchen Verlust („draw-down“) kann der Anleger in negativen Marktphasen verkraften? Hierbei geht es nicht nur darum, eine maximale „Schmerzgrenze“ zu definieren, sondern auch Richtwerte für die frühzeitige Umschichtung des Portfolios zu setzen. Ein relativ niedrig angesetzter maximaler Draw-down signalisiert dem Portfoliomanager frühzeitig, volatilere Segmente (Corporate und Lokalwährungsanleihen) zu reduzieren und dafür defensivere Werte (Staatsanleihen in Hartwährung) zu erhöhen.
- **Erwarteter Ertrag und Mindestrendite:** Welche Mindestrendite soll das Portfolio erzielen, und wie hoch ist der risikobereinigte Ertrag über den Anlagehorizont? Je größer das Mindestrenditeziel, desto größer die Portfolio Beimischung risikobehafteterer Papiere, beispielsweise hochverzinslicher Unternehmensanleihen. Das Renditeziel des Anlegers und der erzielbare Ertrag des EM-Rentenportfolios müssen in Einklang gebracht werden, um keine unrealistischen Anlageziele zu verfolgen.

Die drei erwähnten Zielgrößen bieten dem Anleger einen konsistenten Rahmen und ermöglichen eine ideale Beimischung von EM Fixed Income zum Portfolio.

Aktive Anlagestrategie und EM-Segmente-Mix

Wie bereits erwähnt, erfordert EM Fixed Income eine aktive Anlagestrategie. Im Kern handelt es sich darum, den idealen Mix zwischen den einzelnen Segmenten im globalen Marktumfeld und unter Berücksichtigung der voraussichtlichen Wirtschafts- und Marktperspektiven zu finden. Die Auswahl der investierbaren EM-Fixed-Income-Segmente dürfte in Zukunft weiter zunehmen, sofern sich der gegenwärtige Trend fortsetzt. Dies ist unseres Erachtens wahrscheinlich. Die ideale Beimischung der verschiedenen Segmente wird durch unterschiedliche Restriktionen beeinflusst, beispielsweise Mindest-Kredit-Rating, keine oder nur beschränkte Allokation in lokaler Währung oder Unternehmensanleihen. Deshalb sollten Anleger globale EM-Allokationen, die alle Segmente ohne Restriktionen mischen oder als Black Box operieren, vermeiden.

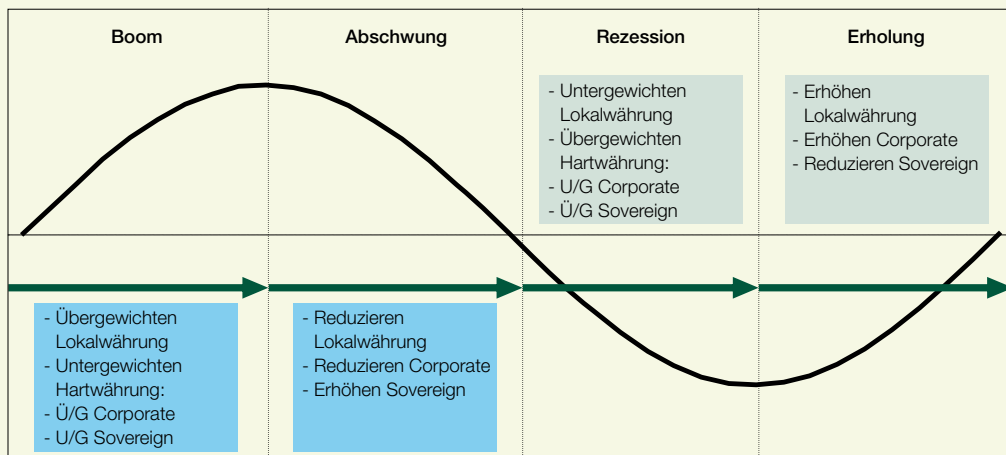
Neue Marktconstellation erfordert aktive Steuerung der Liquidität, der Volatilität und des Betas

Die Finanzkrise 2008 hat unseres Erachtens zu einer neuen Marktconstellation geführt, die eine aktive Steuerung der Liquidität, der Volatilität und des Portfolio-Betas erfordert. Liquidität ist ein zentraler Bestandteil jeder Marktanalyse und Anlagestrategie. Die vergangenen Wochen haben erneut gezeigt, dass Liquidität in Stressphasen

abnimmt. Konkret bedeutet das, dass Anleger möglichst frühzeitig illiquide Instrumente im Portfolio reduzieren oder sich zumindest des Preisrisikos bewusst sind, das mit solchen Papieren verbunden ist. Seit 2008 ist die Volatilität auf allen Finanzmärkten in allen Anlageklassen höher als vor der Krise. Außerdem ist die Bandbreite der Volatilität spürbar größer geworden. Die grundsätzlich hohe Carry-Komponente ist dadurch erhöhten Schwankungen ausgesetzt, was einer aktiven Steuerung des Portfolios bedarf.

Beim Portfolio-Beta-Management handelt es sich nicht nur um das Beta des eigentlichen Portfolios zur Benchmark, sondern um das Beta zur Aktien- und zur US-Treasury-Komponente, die intrinsisch in EM-Rentenpapieren eingeschlossen sind. Die Treasury-Komponente beeinflusst primär die Zinskurve von EM-Anleihen, während die Aktienkomponente hauptsächlich auf die Volatilität einwirkt. Dies spricht ebenfalls für ein aktives und professionelles Management dieser Anlageklasse.

Asset Allokation relativ zum Konjunkturzyklus – Wirtschaftszyklus beeinflusst Allokation



Zusammenfassend erfordert eine erfolgreiche EM-Fixed-Income-Anlagestrategie folgende zentralen Elemente:

1. Anleger müssen im Vorfeld einer Investition individuelle Zielgrößen und Grenzwerte definieren.
2. Die festgelegte Allokation sollte stets investiert bleiben, da die Opportunitätskosten eines Ausstiegs in Stressphasen zu hoch sind.
3. Der EM-Fixed-Income-Anteil muss über einen Marktzyklus fortlaufend rebalanciert werden.
4. Aktive Reallokation zwischen den verschiedenen EM-Fixed-Income-Segmenten relativ zum globalen Markt- und Konjunkturmilieu im Rahmen der Zielallokation.
5. Besonderen Fokus auf Steuerung der Liquidität, der Volatilität und des Betas legen.

Das Segment „EM Fixed Income“ sollte fester Bestandteil jedes Rentenportfolios sein. Basierend auf dem Anteil der Schwellenländer am globalen BIP und unseren CAPM-Modellanalysen ist unseres Erachtens ein grober Richtwert, dass zehn Prozent des Portfolios in EM Fixed Income investiert sein sollten.



UNION BANCAIRE PRIVÉE



COMMITTED TO YOU

Emerging Markets: Ein strategisches Investmentthema der UBP

- Langjährige Erfahrung der spezialisierten Portfolio Management Teams
- Dezidierte Investmentprozesse für jedes Segment
- Globale Expertise, lokale deutschsprachige Kundenbetreuung

UBP Anlagelösungen Emerging Markets

Aktienmärkte

UBAM – Equity BRIC +
UBAM – Turkish Equity
UBAM – Russian Equity
UBAM – VP Value China Equity

Rentenmärkte

UBAM – Local Currency Emerging Market Bond
UBAM – Emerging Market Corporate Bond
UBAM – Emerging Market Bond



UNION BANCAIRE PRIVÉE

In Osteuropa überwiegen langfristige Investmentchancen

Ingrid Kukuljan, Co-Manager des Jupiter New Europe Sicav



Mit ihren Investitionen in Aktien von europäischen Schwellenländern haben Anleger in den letzten zehn Jahren hohe Renditen erzielt. Wer auf den russischen Aktienindex gesetzt hatte, konnte sich in dem Zeitraum von 2000 bis 2010, in den auch die Finanzkrise von 2008 fiel, gar über einen Wertzuwachs von über 900 Prozent freuen. Anleger, die einen stärker diversifizierten Ansatz für ihre Investments in Osteuropa vorzogen, erzielten in einem Zehnjahreszeitraum, der für viele Anleger, die in Aktien von Industriestaaten investiert hatten, ein verlorenes Jahrzehnt war, gute Renditen. Der „MSCI Emerging Markets Europe 10/40“-Index erzielte in den zehn Jahren bis Ende Oktober eine Rendite von 260,3 Prozent (auf Eurobasis), der S&P 500 kam dagegen auf lediglich 43,7 Prozent.

Diese Zahlen belegen, dass die Anleger am wirtschaftlichen Erfolg der Schwellenländer partizipiert haben. Ein Vergleich der Performance ausländischer Unternehmen mit Exposure in Schwellenländern mit der Performance von Unternehmen ohne ein solches Exposure ist äußerst aufschlussreich. Erstere haben ihre Peers übertroffen. So konnten sie ein dreimal höheres Umsatzwachstum und im Schnitt 25 Prozent höhere Cash>Returns vorweisen. Diese Outperformance ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass sich die Schwellenländer von reinen Outsourcing-Zentren zu Regionen mit attraktiven Konsumgütermärkten entwickelt haben – erkennbar unter anderem daran, dass der Anteil des weltweiten Umsatzes, der in Schwellenländern generiert wird, sich seit 2005 auf 30 Prozent verdoppelt hat.

Doch nicht nur die Renditen sind erfreulich, auch der Track Record und die zu erwartende Entwicklung des Wirtschaftswachstums sind ermutigend. Wichtige Volkswirtschaften, wie Russland, die Türkei und Polen, sind weniger vom Export als von der Binnennachfrage abhängig. Letztere ist stabil und sollte aus unserer Sicht die Folgen einer Rezession in der Eurozone abmildern. Zudem haben diese Länder noch immer etwas Spielraum für die Lockerung ihrer Geldpolitik, durch Senkung entweder der Zinsen oder der Mindestreservesätze, wie es in der Türkei in den letzten Monaten geschehen ist.

Russland erwartet für 2011 ein BIP-Wachstum von vier Prozent. Die Verbrauchernachfrage in diesem Jahr ist hoch. Sie wird stimuliert durch die Lohnerhöhungen, die der Staat, der 25 Prozent der Erwerbstätigen beschäftigt, im Vorfeld der Wahlen vorgenommen hatte. Ein weiterer positiver Faktor ist die Bereitschaft der Verbraucher, Geld zu leihen und auszugeben. So wurde bei den Privatkrediten in den ersten neun Monaten des Jahres 2011 ein Wachstum von 31 Prozent gegenüber dem Vorjahr verzeichnet.

Die Türkei war 2010 mit einem Wirtschaftswachstum von neun Prozent eine der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften weltweit. Und Konjunkturbeobachter erwarten für 2011 lediglich eine graduelle Verlangsamung auf sieben Prozent, für 2012 auf fünf Prozent. Hauptgrund für die 2012 erwartete Verlangsamung des Wachstums sind die Maßnahmen, die die türkische Regierung in diesem Jahr zur Dämpfung der Binnennachfrage, eines der Haupttreiber des Wirtschaftswachstums im Jahr 2010 getroffen hat, um das Leistungsbilanzdefizit des Landes zu verringern. Wie die Türkei ist auch Polen nur in vergleichsweise geringem Maße exportabhängig und somit gegenüber einer konjunkturellen Abkühlung in der Eurozone widerstandsfähiger als einige andere mitteleuropäische Länder. Ein Anstieg oder Rückgang des BIP der Eurozone um ein Prozent würde sich mit lediglich

0,5 Prozent auf die Wirtschaftsleistung Polens auswirken, jedoch mit 1,3 Prozent auf Ungarn und Tschechien. Bei beiden Ländern macht der Export rund 75 Prozent des BIP aus. Die polnische Binnennachfrage wird durch die gute Beschäftigungslage unterstützt – das Land hat heute 500.000 Beschäftigte mehr als zu Spitzenzeiten 2008. Ein Umstand, der eine mögliche Erklärung für die hohen Privatausgaben ist. Darüber hinaus verzeichneten die polnischen Unternehmen in den ersten neun Monaten dieses Jahres die höchsten Gewinne seit dem EU-Beitritt des Landes im Jahr 2004.

Aus der Krise von 2008 sind die Schwellenländer relativ unbeschadet hervorgegangen, während die westliche Hemisphäre unter den hohen privaten und öffentlichen Schulden, der ungünstigen demografischen Entwicklung sowie unterfinanzierten Pensionsverpflichtungen, gekoppelt mit steigenden Gesundheitskosten, leidet. Diese Faktoren deuten darauf hin, dass das Wachstum in der westlichen Welt noch über Jahre niedrig sein wird. Unsere Märkte sind genau das Gegenteil: Ihr Wohlstand hängt zum Teil damit zusammen, dass es keine bedeutende Verschuldung gibt – die Verschuldung der privaten Haushalte entspricht lediglich zehn bis 30 Prozent des BIP (in Großbritannien: 100 Prozent). Auch die demografischen Verhältnisse sind günstig – so liegt etwa in einem unserer Kernmärkte, der Türkei, das Durchschnittsalter bei 29 Jahren, und die Bevölkerung wird Schätzungen zufolge bis 2050 deutlich wachsen.

Einige Anleger befürchten jedoch, dass die Banken- und Staatsschuldenkrise der Eurozone auch auf Osteuropa übergreifen wird. Zwar wird es gewisse Auswirkungen geben, doch die makroökonomischen Fundamentaldaten geben keinen Anlass, eine Ansteckung zu befürchten. Sämtliche neuen EU-Mitgliedsstaaten erfüllen derzeit die Maastricht-Kriterien, und die durchschnittliche Staatsverschuldung beträgt lediglich 40 Prozent des BIP (Griechenland: 144 Prozent). Schaut man sich zudem die wichtigsten Märkte Mitteleuropas an, so stellt man fest, dass beispielsweise in Polen die Verschuldungsquote auf voraussichtlich 53 Prozent des BIP sinken wird, während die Prognose im Falle von Griechenland für 2013 einen Anstieg der Verschuldung auf rund 150 Prozent des BIP erwarten lässt

Ein weiterer Aspekt, der diese Märkte für Anleger interessant macht, sind die großen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, was die internen Verhältnisse angeht. So ist etwa Russland der größte Erdölexporteur der Welt, während die Türkei das meiste Öl, das sie verbraucht, importiert. Auf dem tschechischen Aktienmarkt gibt es mehrere solide defensive Werte, die tendenziell weniger anfällig für schwierige Wirtschaftsbedingungen sind.

Während wir bei der Asset-Allokation makroökonomische Faktoren berücksichtigen, führen wir den Jupiter New Europe (Sicav) als Stock-Picking-Fonds. Wir investieren in Unternehmen, die über den gesamten Konjunkturzyklus ein überdurchschnittliches Umsatzwachstum verzeichnet haben, gute Cashflows und solide Bilanzen vorweisen können und deren Führungsteams ihre eigenen Interessen mit denen der Aktionäre verbinden – entweder dadurch, dass sie selbst in die Unternehmensaktien investieren, oder über eine Vergütung, die an die Leistung des Unternehmens gekoppelt ist. Natürlich spielen auch attraktive Bewertungen eine maßgebliche Rolle, und die Unternehmen müssen nachweislich in der Lage sein, Margen und Marktanteile gegenüber ihren Wettbewerbern zu verteidigen. Die von uns ausgewählten Aktien sind in der Regel liquide, und am Ende unserer Überprüfung bleiben von Hunderten potenzieller Papiere meist nur 30 bis 35 Werte übrig.

Wie sieht unsere Strategie der Aktienauswahl in der Praxis aus? Als langfristig orientierte Investoren halten wir Ausschau nach auffälligen Bewertungen. So haben wir beispielsweise im Oktober unsere Bestände an russischen Öl- und Gasaktien aufgestockt, da sie nach unserer Einschätzung auf ein außergewöhnlich günstiges Kursniveau gefallen waren – bei einem Kurs-Gewinn-Verhältnis zwischen 3,5 und 4,5 und weiterhin stabilen Ölpreisen.

Unser bewertungsbasierter Ansatz kam erneut zur Anwendung, nachdem der türkische Aktienmarkt im September russische Aktien deutlich übertraffen hatte, eine Entwicklung, die uns davon überzeugte, dass die Preise mittlerweile überzogen waren, und uns veranlasste, Gewinne aus türkischen Banken mitzunehmen.

Was die Branchenebene anbelangt, so halten wir die Banken in unserer Region für gut kapitalisiert. In unseren Kernmärkten finanzieren sich die meisten Banken über die Einlagen ihrer Sparer und sind kaum an den Kapitalmärkten aktiv. Die größten Volkswirtschaften unserer Region sind weniger abhängig von Banken, die ihre Ausleihungen an Kreditnehmer in Mittel- und Osteuropa reduzieren. In einem aktuellen Bericht von Nomura heißt es: „Das Deleveraging hat aus unserer Sicht in Anbetracht des Volumens der beteiligten infrage kommenden Asset-Verkäufe und der günstigeren Dynamik der inländischen Bankenmärkte nur minimale Auswirkungen auf die Türkei, Russland und Polen.“

Ferner rechnen wir auch mit erheblichen Chancen für ein konsum- und infrastrukturgetriebenes Wachstum, besonders in der Türkei und in Russland, in letzterem Falle auch im unterbewerteten Öl- und Gassektor. Was die Erwartungen für 2012 angeht – in den letzten Monaten haben sich die weltweiten Konjunkturaussichten eingetrübt –, so sind die osteuropäischen Unternehmen und Staaten besser vorbereitet, als sie es 2008/2009 waren. Die Unternehmen haben umgeschuldet, mit geringerem Exposure in Devisen und längeren Laufzeiten. Die in unserem Portfolio enthaltenen Unternehmen sind dank unseres langjährigen Fokus auf Qualität und gesunden Bilanzen besonders solide.

Die Lösung der Schuldenkrise in den Industriestaaten wird ihre Zeit brauchen, und bis dahin kann es wieder zu Turbulenzen kommen. Dabei sollten sich jedoch Chancen für langfristig orientierte Investoren ergeben, da die Bewertungen im historischen Vergleich äußerst attraktiv sind. Dies deutet darauf hin, dass es erheblichen Spielraum für Neubewertungen gibt, sollte eine Lösung deutlicher absehbar werden.



Emerging Europe.

We think outside the Zone.

Almost as many Europeans live outside the eurozone as inside it* – and it is in these rapidly developing countries such as Russia, Turkey and Poland that some of the most exciting investment opportunities can be found. Powerful structural factors such as underdeveloped consumer markets, low levels of debt, a skilled workforce and competitive labour costs give some of these regional economies the potential to deliver superior rates of growth – and Jupiter's Emerging Europe team use their stockpicking skills to identify companies they feel are best placed to benefit. Headed by Elena Shaftan, who has 15 years' experience investing across different market conditions, the team has a thorough bottom-up approach to stock selection, taking into account macroeconomic trends. Through company meetings and extensive research they have built a highly focused portfolio and look to include top quality companies that have strong balance sheets and visible drivers for earnings growth. It is an approach that has delivered 50.1% growth over three years.** So for long-term growth beyond the eurozone, think Jupiter.

To find out more, visit our website at jupiterinternational.com, or email Bernd Vogel at bvogel@jupiterinternational.com.

Jupiter Asset Management Limited
1 Grosvenor Place,
London SW1X 7JJ, UK

Past performance is no guide to the future. The value of an investment can fall as well as rise and may be affected by exchange rate variations. Your clients may get back less than they originally invested. This Fund invests across a range of developing geographical areas where there is a greater risk of volatility and lower liquidity than developed markets, due to potential political and economic changes.



On the planet to perform

This information is intended for institutional investors only and is not for the use or benefit of other persons.

*Eurostat & US Consensus Bureau, July 2011: 26.07.11. **Source: FE, Gross income reinvested, net of fees, Euro, to 31.10.11. Jupiter Asset Management Limited, registered address: 1 Grosvenor Place, London SW1X 7JJ, UK is authorised and regulated by the Financial Services Authority whose address is 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, UK. For your security we may record or randomly monitor all telephone calls. The FSA does not regulate the Jupiter New Europe SICAV.

Emerging Markets Bonds: Asset-Klasse mit Potenzial bei Lokalwährungs-Staatsanleihen und Corporate Bonds

Raphaël Maréchal, BNP Paribas Investment Partners



Starke Fundamentaldaten, hohe Währungsreserven und Cashflows, eine geringe Staatsverschuldung von durchschnittlich weniger als 40 Prozent und weiterhin ein stärkeres Wirtschaftswachstum als in vielen Industrieländern – es gibt viele Gründe, die für Anleihen aus den Emerging Markets sprechen. Bis 2017 werden die Emerging Markets die Hälfte zum globalen Bruttoinlandsprodukt beisteuern, und laut OECD kommt rund 90 Prozent des globalen Wirtschaftswachstums in den nächsten Jahrzehnten aus den Schwellenländern. Grund genug, sich einmal die verschiedenen Asset-Klassen und deren Investmentchancen genauer anzuschauen.

Das Anlageuniversum „Emerging Market Bonds“ (EM-Bonds) ist mittlerweile breit diversifiziert, Investoren haben die Wahl und legen in Hart- und Lokalwährungen, in Staats- und Unternehmensanleihen an. Die Asset-Klasse der Emerging Market Bonds gehörte in den vergangenen zehn Jahren zu den Bestperformern im Fixed-Income-Bereich und liefert zum Teil aktienähnliche Erträge bei deutlich geringerer Volatilität. Die Vorzüge der sich dynamisch entwickelnden Asset-Klasse haben zunächst Pensionsfonds und Versicherungen aus den Schwellenländern selbst erkannt, sie schichteten zunehmend ihr Kapital um und bewirkten, dass entsprechende Fonds sich schnell zu einer ernstzunehmenden Anlageklasse entwickeln konnten. Nach der Wirtschaftskrise 2008/2009, die die Industrienationen deutlich stärker traf, wurden Emerging-Markets-Staatsanleihen zur Asset-Klasse der Wahl bei institutionellen Investoren.

Inflation beherrschendes Thema bei Anlegern

Die aufstrebende Anlageklasse hat sich zwar mittlerweile als feste Größe und Teil der strategischen Asset-Allokation etabliert. Dabei waren nicht nur langfristig orientierte institutionelle, sondern auch private Anleger für den Großteil der Mittelzuflüsse verantwortlich. Gleichwohl: Innerhalb der letzten drei Jahre haben immer wieder Inflationserwartungen dazu geführt, dass sich Investoren aus der Asset-Klasse zurückziehen. Wir halten diese Inflationsängste allerdings für deutlich übertrieben und gehen davon aus, dass sich Anleihen in diesem Segment wieder erholen werden. Die Inflation hat vermutlich ihren Höhepunkt erreicht, denn die Regierungen der Schwellenländer haben wirksame Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung eingesetzt. Viele asiatische Länder haben ihre Währungen aufgewertet, da dort die Inflation größtenteils durch steigende Rohstoff- und Lebensmittelpreise importiert war. Die Währungsaufwertung hatte zur Folge, dass weniger Waren importiert wurden und die Inflation damit eingedämmt werden konnte. In den lateinamerikanischen Ländern war die Inflation weniger importiert, sondern eher struktureller Natur, so dass sich diese Länder für eine geringere Währungsaufwertung, dafür aber für stärkere Zinserhöhungen durch die Zentralbanken innerhalb des ersten Halbjahres 2011 entschieden. Hier rechnen wir jetzt wiederum mit Zinssenkungen. Die meisten Regierungen haben hier wirklich gute Arbeit geleistet und haben dadurch ihre Widerstandskraft gegen die weltweit hohe Marktvolatilität bewiesen. Insgesamt waren aber auch sie nicht gegen die teils schwierigen weltwirtschaftlichen Entwicklungen immun.

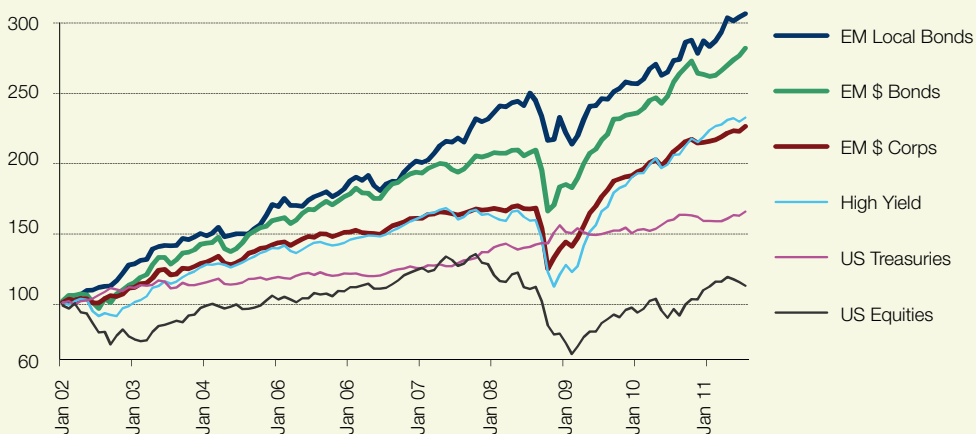
Dennoch: Die solide Finanzpolitik, überzeugende Fundamentaldaten und marktwirtschaftliche Reformen haben dazu geführt, dass immer mehr Schwellenländer den für sie wichtigen Status „Investment Grade“ erhalten haben. Länder wie Chile, Venezuela, Peru, Kasachstan, Russland, Südafrika, Südkorea und natürlich China verfügen bei der Rating-Agentur Standard & Poor's (S&P) mindestens über die Note „BBB-“. Damit erweitert

sich auch der Kreis der Investoren, denn viele Investmentgesellschaften erlauben Engagements nur in Ländern mit guter Bonität. Gegenwärtig haben sogar 80 Prozent der Lokalwährungsanleihen aus Schwellenländern in der Benchmark, dem JPM GBI-EM Global Diversified, den Investment-Grade-Status.

EM-Staatsanleihen in Lokalwährung breit diversifiziert

Gerade lokale Investoren haben der Asset-Klasse zu ihrer heutigen Bedeutung verholfen: Ursprünglich wurden Emerging Market Bonds vor allem in Hartwährung begeben, doch die starke Nachfrage von Investoren aus den Schwellenländern selbst, wie beispielsweise Pensionsfonds mit ihrem hohen Anteil an Rücklagen, hat dazu geführt, dass Lokalwährungs-Staatsanleihen mittlerweile zur bedeutendsten Asset-Klasse im Bereich Emerging Markets Fixed Income aufgestiegen sind. Für die Staaten ist dies im Hinblick auf die Bilanzstruktur natürlich von Vorteil, denn es gibt zum Beispiel keine Währungsdisparitäten. Hinzu kommt, dass die eigene Landeswährung für andere Verbindlichkeiten und natürlich auch für Steuern die Basis bildet. Deswegen ist es nicht weiter verwunderlich, dass aufgrund der großen Investorennachfrage auch innerhalb der eigenen Landesgrenzen Staatsanleihen immer weniger in Fremdwährungen begeben werden. Einige Staaten, wie Russland, Brasilien und Polen, kaufen sogar ihre Anleihen in Fremdwährungen zurück, um sie in Lokalwährung erneut zu emittieren. Entsprechend haben auch die Volumina der Lokalwährungsanleihen-Fonds zugenommen.

Starkes Wachstum bei Emerging Markets Local Bonds



Entwicklung verschiedener Assetklassen (Angaben in Prozent)

Quelle: Bloomberg, BNP Paribas Investment Partners, Juni 2011

Rendite durch unabhängige Alpha-Quellen

Was macht die Local Bonds auch für ausländische Investoren attraktiv? Lokalwährungsanleihen bieten eine doppelte Renditechance durch zwei unabhängige Alpha-Quellen: Im Jahr 2010 konnte man beispielsweise mit Lokalwährungsanleihen insgesamt bis zu 16 Prozent Rendite erzielen, wobei zehn Prozentpunkte auf Kuponrenditen und Kursgewinne und sechs Prozentpunkte auf die Aufwertung von Währungen entfielen. Obwohl einige Schwellenländer kürzlich abgewertet haben, gehen wir generell davon aus, dass die Emittentländer ihre Währungen noch weitere fünf Jahre um drei bis fünf Prozent aufwerten lassen, um Inflationsgefahren abzuwenden. Insbesondere asiatische Währungen werden sich aus unserer Sicht überdurchschnittlich entwickeln, gestützt auf eine Aufwertung des Renminbi.

Unternehmensanleihen vor allem in Fremdwährung

Im Bereich der Unternehmensanleihen stellt sich die Situation anders dar. Emerging Market Corporate Bonds sind als Vermögensklasse ebenfalls stark gewachsen, haben ihren Höhepunkt aber noch vor sich: Die Asset-Klasse hat bereits in der Vergangenheit starke Renditen erzielt und die Asset-Klasse „US High Yield Debt“ überholt. Dabei stehen die Corporate Bonds erst seit gut einem Jahr im Fokus von Anlegern aus den Industrienationen. Während sich die Staatsanleihen der Schwellenländer auf hohem Niveau stabilisieren, erwarten wir in den nächsten drei bis fünf Jahren noch deutlich größere Zuflüsse. Aktuell verzeichnen Unternehmensanleihen der Schwellenländer das gleiche Level wie 2006 die EM-Staatsanleihen.

Der Emerging-Markets-Corporate-Bonds-Markt verzeichnete in den vergangenen Jahren bereits hohe Zuflüsse und wird weiterhin stark wachsen. Aktuell liegt sein Wert bei etwa 800 Milliarden US-Dollar. Für 2013 schätzen wir das Marktvolumen auf eine Billion US-Dollar. Dies ist ein sehr großes Volumen. Zum Vergleich: Der US-High-Yield-Markt umfasst aktuell rund 900 Milliarden US-Dollar. Dabei bietet der EM-Corporate-Bonds-Markt bei sinkenden Ausfallraten höhere Renditen und verbesserte Liquidität. Die zunehmende Größe und die damit einhergehende „Glaubwürdigkeit“ des Marktes hat viele neue Player angezogen und die Emission neuer Fonds forciert. Das ist eine gute Entwicklung, denn je mehr Fonds auf dem Markt sind, desto höher sind Liquidität und Stabilität der Asset-Klasse. Durch die zahlreichen langfristig orientierten Investoren hat die Volatilität im Markt deutlich abgenommen. Auch hier trägt die steigende Nachfrage aus den jeweiligen Schwellenländern selbst zur Stabilisierung der Anlageklasse bei, denn ihre Investoren verfolgen einen weniger spekulativen Anlagestil als ausländische Investoren.

Blue Chips mit attraktivem Risiko-Ertrags-Profil

Die Emittenten der Rentenpapiere gehören in ihren jeweiligen Heimatländern zu den Blue Chips und zu führenden Unternehmen in ihren Sektoren. Viele von ihnen sind multinationale, schnell wachsende und breit diversifizierte Konzerne. Renditen von acht bis zwölf Prozent im High-Yield-Segment sind aus unserer Sicht bis 2013 möglich, dem stehen vier bis fünf Prozent Rendite für Investment-Grade-Anleihen gegenüber. Und: Die Ausfallraten verringern sich. Im High-Yield-Bereich lagen sie noch 2009 bei 11,1 Prozent. 2010 waren es nur noch 1,3 Prozent, und in diesem Jahr sollte der Wert auf 0,7 bis 0,8 Prozent sinken. EM-Unternehmensanleihen bieten zudem höhere Renditen als Staatsanleihen, und das bei kürzeren Laufzeiten.

Expertise vor Ort von entscheidender Bedeutung

Gerade weil die Schwellenländer so vielseitig sind, ist Vor-Ort-Expertise bei Investments besonders wichtig. Durch das Investmentpartnermodell von BNP Paribas kann das Team der Anlagespezialisten auf die Expertise von 200 Schwellenländer-Experten an 18 Standorten zurückgreifen. Bei Investmententscheidungen werden makroökonomische Analysen mit Vor-Ort-Faktoren kombiniert und mögliche politische oder ökonomische Entwicklungen einbezogen. Generell empfiehlt es sich, auf Länder mit niedriger Verschuldung, stabilem Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanzüberschüssen zu setzen. Eine wahrungsorientierte Strategie sollte Länder mit hohen Zinsen und niedriger Volatilität, Rohstoffexporteure und Staaten mit hohen Mittelzuflüssen übergewichten.

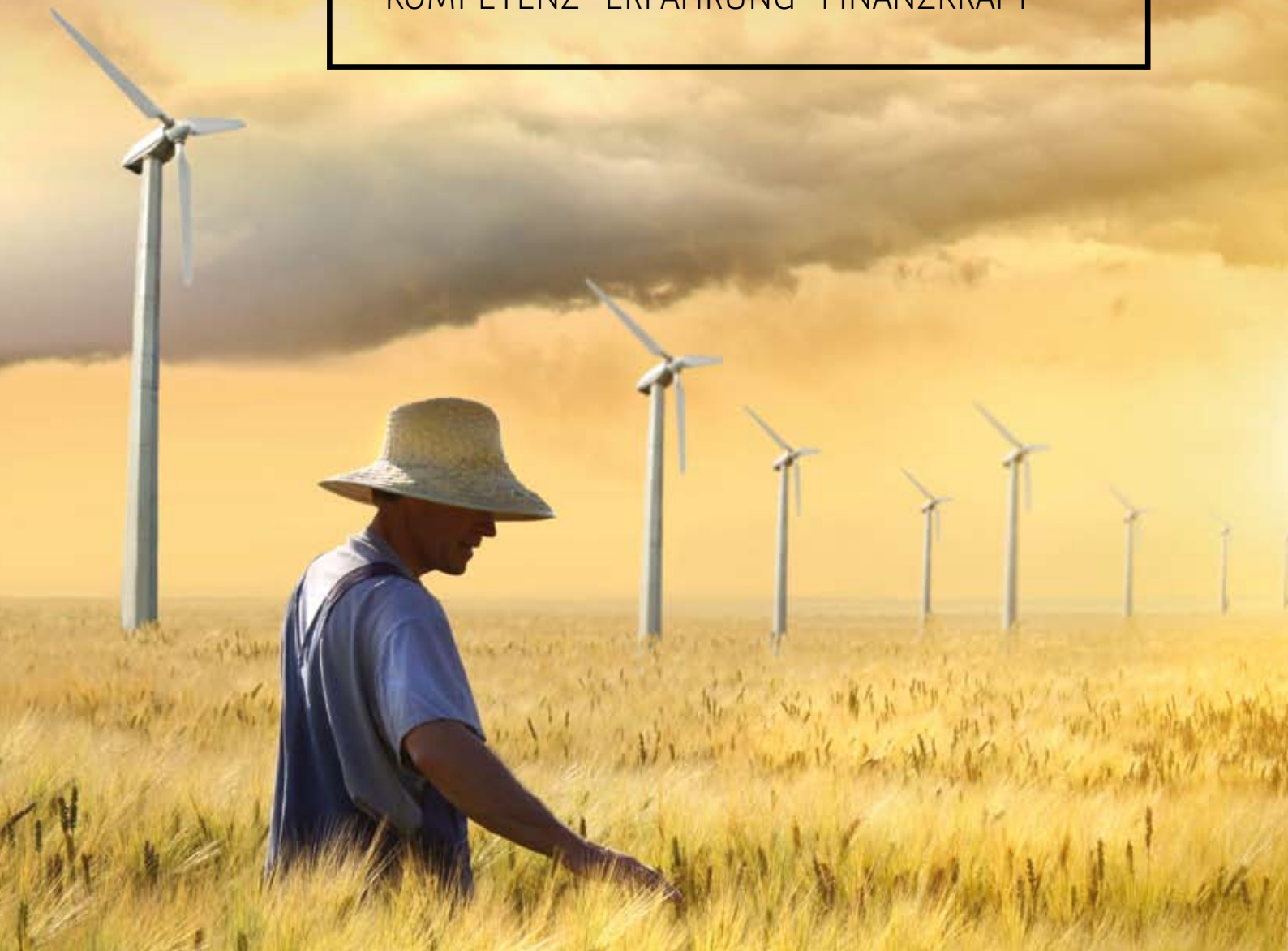


BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS



Erneuerbare Energien

KOMPETENZ - ERFAHRUNG - FINANZKRAFT



BNP Paribas Investment Partners gehört zu den größten Fondsverwaltern Europas auf dem Gebiet der erneuerbaren Energien, wie z.B. Clean Energy Infrastructure. Unsere Investmentspezialisten und Vermögensverwalter sind in den Branchen und Märkten, in die wir investieren, sehr erfahren. Unsere Projekte erstrecken sich über die ganze Europäische Union. Unser Ziel ist es, den Investoren in diesem rasch wachsenden Markt Zugang zu stabilen und risikokontrollierten Vermögensanlagen zu verschaffen.

BNP Paribas Investment Partners ist die Assetmanagement-Sparte der BNP Paribas Gruppe. Mit einer umfassenden Investment-Palette und einem verwalteten Vermögen von 540 Mrd EUR sind wir die Nr. 4 in Europa und weltweit die Nummer 12. (Stand 30. Juni 2011)



BNP PARIBAS
INVESTMENT PARTNERS

www.bnpparibas-ip.com

Emerging Market Bonds als Bestandteil der „neuen“ Core-Investments

Peer Emmrich, CFA, Leiter Fondsmanagement Indexfonds, BayernInvest



Mit einem semi-passiven Anlagekonzept erfolgreich in Emerging-Market-Anleihen investieren

Die wirtschaftliche Bedeutung der Emerging Markets nimmt immer weiter zu. Der Blick auf ihren Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt macht das deutlich: Bereits heute erwirtschaften sie rund 40 Prozent am globalen BIP. Dass es sich dabei um ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum handelt, bestätigt die Prognose des IWF: Sieht er für die entwickelten Industrienationen ein mittelfristiges Wachstum zwischen zwei Prozent und sechs Prozent, so wird für die aufstrebenden Länder ein Wachstum in doppelter Höhe prognostiziert. Eine wesentliche Ursache liegt in der demografischen Entwicklung. Denn aufgrund ihrer jüngeren Bevölkerung zeichnet sich für die Emerging Markets der Trend eines strukturellen Wettbewerbsvorteils gegenüber Industrienationen ab.

Vorausschauende Investoren sollten diese Entwicklung in ihre Anlagestrategien integrieren. In diesem Zusammenhang wird der Begriff der Core-Investments, der bisher größtenteils die vermeintlich risikolose Anlageklasse der Euroland-Renten bezeichnete, zugunsten einer globaleren Ausrichtung neu zu definieren sein. Für Investitionen in Anleihen der Emerging Markets bietet sich ein semi-passives Anlagekonzept an, weil es ein besonders günstiges Chance-Risiko-Profil aufweist.

An den Kapitalmärkten ist die Entwicklung der Emerging Markets noch nicht vollständig angekommen

Der Zeitpunkt für Investments in Bonds der Emerging Markets ist nach wie vor günstig. Denn während die globale Wirtschaftsleistung dieser Länder bereits sehr hoch ist, beträgt die Marktkapitalisierung ihrer Unternehmen nur zehn Prozent. Zugleich machen ihre Fremdwährungsreserven zwei Drittel der weltweiten Fremdwährungsreserven aus. Mit ihren Exporteinnahmen bauen sie ihre Staatsschulden ab und weitere Währungsreserven auf. Das Ergebnis sind solide Staatshaushalte und steigende Bonitäten.

An den Kapitalmärkten ist diese Entwicklung der Realwirtschaft noch nicht vollständig angekommen. Das ändert sich jedoch in absehbarer Zeit und wird zu weiter steigenden Kursen führen. Die wachsenden Unternehmen sind globale Schwergewichte beziehungsweise werden es, die auch bei Übernahmen und Fusionen eine aktive Rolle spielen. Die Gruppe der acht größten Wirtschaftsnationen, die G8, werden dann voraussichtlich auf 20 Staaten erweitert, und die Länder, die wir heute noch als Emerging Markets bezeichnen, werden weltweit stark an Einfluss gewinnen.

Nachhaltiges Wachstum durch Export, Konsum und Infrastruktur

Ihrer wachsenden weltpolitischen Bedeutung tragen viele Schwellenländer bereits Rechnung. Durch gesellschaftliche, politische und wirtschaftliche Reformen schaffen sie das Fundament für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Märkte werden liberalisiert, Konjunkturprogramme aufgelegt und staatliche Unternehmen privatisiert.

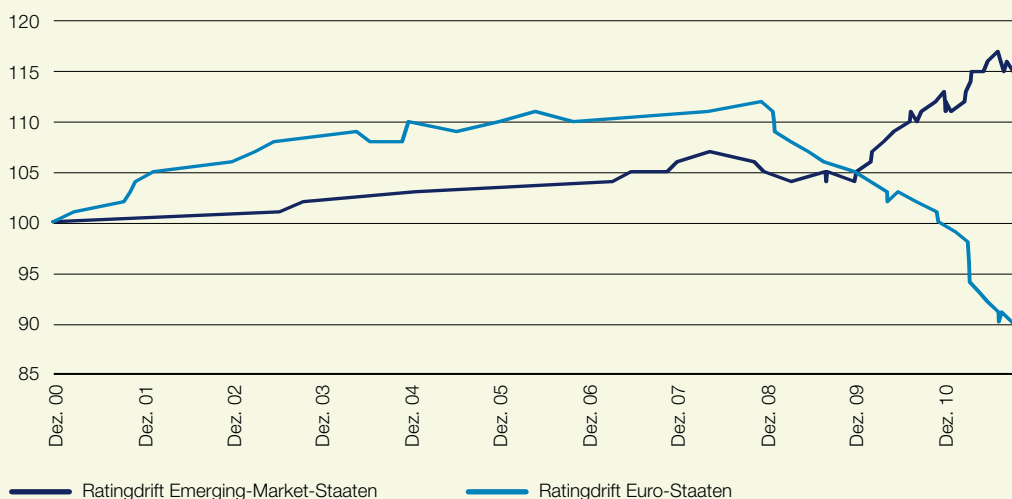
Eine langfristig positive Wirtschaftsentwicklung setzt drei Wachstumstreiber voraus: Stärken im Exportgeschäft, zunehmende Konsumnachfrage neuer Mittelschichten im Inland und Aufbau lokaler Infrastruktur. Für den Export in Industrienationen stellen die kostengünstige Erzeugung von Waren und die Rohstoffproduktion zwei wichtige

Säulen dar. Viele Schwellenländer verfügen über bedeutende Rohstoff- und Energievorkommen, also eine kalkulierbare und gewinnbringende Einnahmequelle. Die zunehmende inländische Konsumnachfrage treibt das Wachstum an. Ein steigendes Bildungs- beziehungsweise Ausbildungsniveau und die damit einhergehenden Einkommenssteigerungen der neuen Mittelschicht schlagen sich in einem höheren Lebensstandard und neuen Konsumgewohnheiten nieder.

Die fundamentalen Rahmenbedingungen im Vergleich

Mit einer durchschnittlichen Verschuldungsquote von nur 35 Prozent liegen die Emerging Markets deutlich unter der Quote der entwickelten Ökonomien, die einen Durchschnittswert von 94 Prozent annehmen. Diese Diskrepanz wird sich noch verstärken, wie eine Gegenüberstellung der Defizitzahlen belegt: Im Durchschnitt liegt das Fiskaldefizit bei zwei Prozent. Die mittlere Defizithöhe der entwickelten Industrien hingegen liegt bei 7,5 Prozent.

Kumulierte Ratingveränderungen der Emerging-Market-Staaten seit 2000



Quelle: BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Stand 18.10.2011 (letzte Veränderung)

Diesen fundamentalen Vorteil spiegelt auch der positive Rating-Drift wider. Nach der globalen Finanzkrise 2008 waren 117 Rating-Upgrades auf der Ebene von Nationalstaaten in den Emerging Markets zu verzeichnen. Im Vergleich dazu gab es 68 Downgrades bei den Staaten der Eurozone. Darüber hinaus entspricht die Einschätzung einiger westeuropäischer Staaten, wie Irland oder Portugal, laut der Rating-Agentur Moody's mittlerweile der zentralamerikanischen Staaten wie Guatemala (Ba1), respektive El Salvador (Ba2). Die Annahme, dass Eurostaaten immer sichere Anlagen bieten und Emerging Markets sehr risikobehaftet sind, ist somit heute nicht mehr zutreffend. Staatsanleihen der stärksten Länder in den Emerging Markets werden aus fundamentaler Sicht interessanter.

Die notwendige Neudefinition von Core-Investments

Vor dem Hintergrund der Entwicklungen in den Volkswirtschaften einerseits und an den Bond-Märkten andererseits wird der Begriff der Core Investments, mit dem bisher größtenteils die vermeintlich risikolose Anlageklasse der Euroland-Renten bezeichnet wurde, neu definiert werden müssen. Das Spreadlevel einiger Eurostaaten bewegt sich bereits weit über dem der Emerging-Markets-Anleihen. Außerdem befindet sich der Zins im Euroraum im Gegensatz zu den Schwellenländern auf einem sehr niedrigen Niveau. Um das Problem der niedrigen Zinsen und

der auseinanderdriftenden Spreads in den Griff zu bekommen, müssen althergebrachte Anlagekonzepte wie die Investition in Euroland-Staatsanleihen zugunsten einer globaleren Ausrichtung überdacht werden.

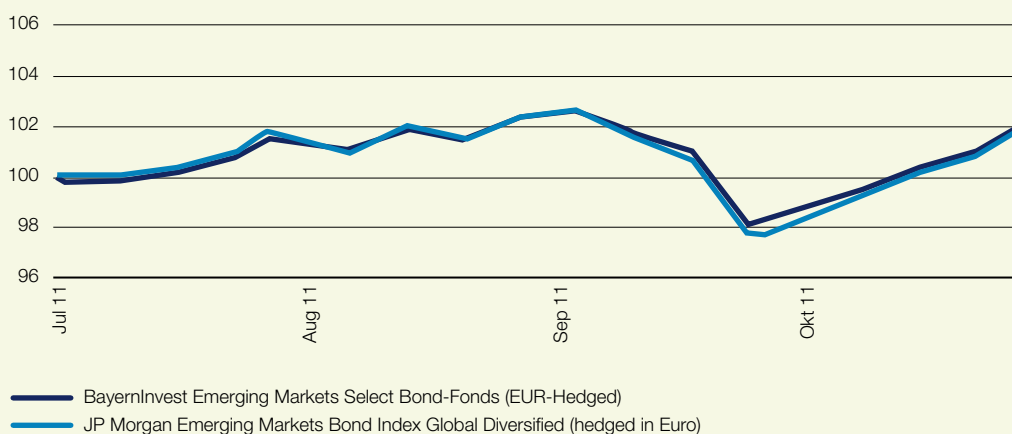
Eine Investition in Emerging-Markets-Anleihen wird dabei immer bedeutender. Denn neben einem höheren Zinsniveau bieten sie auch die Möglichkeit, an der rasanten wirtschaftlichen Entwicklung dieser Staaten zu partizipieren. Die Renditeaufschläge bergen im Vergleich zu Staatsanleihen aus den Industrieländern noch immer ein interessantes Ertragspotenzial. Außerdem unterstützen positive Diversifikationseigenschaften von Schwellenländer-Anleihen die Anlageentscheidung für diese Asset-Klasse und implizieren eine Stabilisierung und Verbesserung der Rendite-Risiko-Charakteristika in etablierten Portfolios.

Mit dem BayernInvest Emerging Markets Select Bond-Fonds das Anlagespektrum erweitern

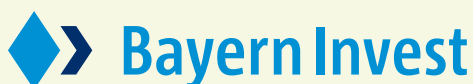
Der BayernInvest Emerging Markets Select Bond-Fonds ist einer der ersten semi-passiven Publikumsfonds im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere. Die Benchmark des Fonds ist der breit diversifizierte JP Morgan EMBI Global Diversified Index. Dieser beinhaltet Anleihen der wichtigsten Schwellenländer und setzt sich aus liquiden USD-denominierten Staats- und Quasi-Staatsanleihen zusammen. Insgesamt umfasst das investierbare Marktsegment 281 Anleihen aus 43 Ländern, wobei mittlerweile mehr als die Hälfte der Anleihen ein Investment Grade Rating besitzen (mindestens BBB-/Baa3).

Im BayernInvest Emerging Markets Select Bond-Fonds werden mit Hilfe des Stratified-Sampling-Ansatzes die charakteristischen Eigenschaften des Universums, wie Rating, Zinsänderungsrisiko, Rendite et cetera, strukturiert abgebildet. Über einen stetig optimierten Auswahlprozess investiert der Fonds in eine geringere Anzahl an Einzeltiteln und Ländern als der Index. Ebenso wie der Index investiert der BayernInvest Emerging Markets Select Bond-Fonds in USD-denominierte Anleihen. Neben der Anteilklasse USD wird die Anteilklasse EUR-Hedged angeboten, die das USD-Währungsrisiko absichert.

Performance-Chart seit Fondsauflegung am 6. Juli 2011



Quelle: BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Stand 31.10.2011





◆▶ Bayern Invest

Die Welt sortiert sich neu.
Zeit für Investments
in Emerging Markets.

BayernInvest hat einen der ersten semi-passiven Publikumsfonds für Emerging Market Bonds aufgelegt (BayernInvest Emerging Markets Select Bond-Fonds, Anteilklasse EUR-Hedged DE000A1C78C6).

Welchen Einfluss haben die Dividenden in den Emerging Markets?

Bernd Poegel, Leitung Fondsresearch, Deka Bank



In den vergangenen Wochen und Monaten wurde auf dem deutschen Fondsmarkt eine Vielzahl von aktiven und passiven Produkten aufgelegt, die ihren Investitionsschwerpunkt auf Aktien aus den globalen Schwellenländern mit hohen Dividendenrenditen haben. Worin liegt der Grund für diesen kleinen Boom, und welche Gründe sprechen dafür, in diese spezielle Asset-Klasse zu investieren?

Die Bedeutung der Emerging Markets als Asset-Klasse wird insbesondere in deren Wertentwicklung im Vergleich zu den weltweiten Standardmärkten deutlich. Während der S&P-Index für die globalen Aktienmärkte in den vergangenen zehn Jahren eine jährliche Rendite von fast sieben Prozent in US-Dollar erzielte, wurde dieser Wert in den Emerging Markets mit einem Zuwachs von rund 17 Prozent deutlich übertroffen. Diese Performance konnte durch die Anlage in Emerging-Markets-Aktien mit hohen Dividendenrenditen, die fast 22 Prozent zulegen konnten, noch gesteigert werden. Auch wenn diese Entwicklung aus Sicht eines Investors aus dem Euroraum durch den im Vergleich zum Euro sinkenden US-Dollar negativ beeinflusst wurde, konnte mit einem Plus von über 17 Prozent noch immer ein sehr gutes Anlageergebnis erzielt werden. Bei dieser Indexbetrachtung findet eine Wiederanlage der Dividenden statt, Steuern finden bei der Berechnung keine Berücksichtigung. Die Aufteilung der Wertentwicklung in Kursgewinne und Dividendenzahlungen zeigt, dass die Kursgewinne rund 70 Prozent und die Ausschüttungen circa 30 Prozent zur Gesamtwertentwicklung beigetragen haben.

Mit Blick auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen spricht vieles dafür, dass Dividendenzahlungen ein immer wichtigerer Bestandteil der Rendite in den globalen Schwellenländern sein werden. Auch wenn die Unternehmen in dieser Region die Wachstumsraten der vergangenen Jahre nach den meisten Prognosen nicht auf diesem Niveau aufrechterhalten können, so werden die Zuwächse noch immer deutlich höher ausfallen als bei den meisten Aktiengesellschaften in den Industrieländern.

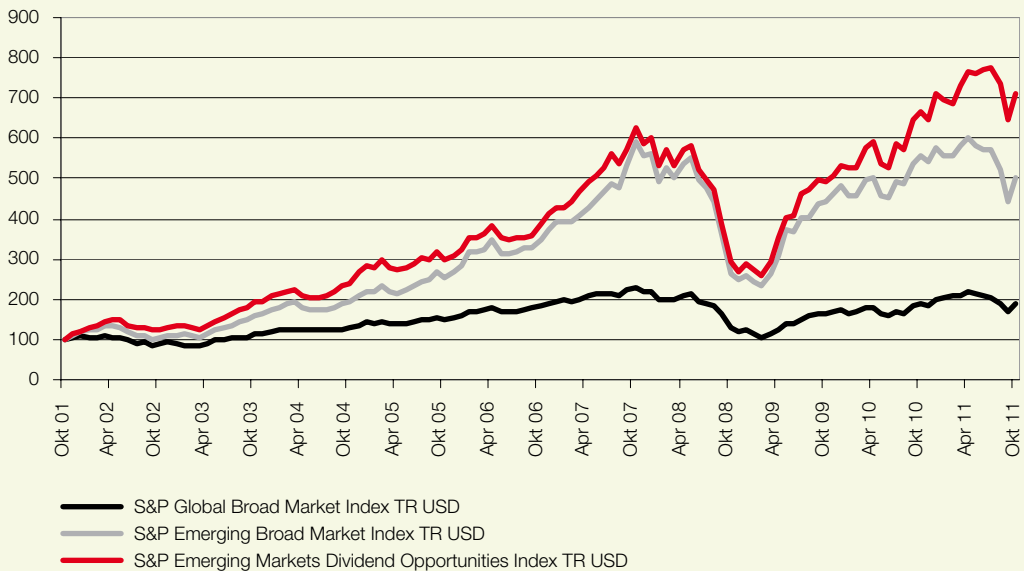
Laut einer Studie von UBS haben die Unternehmen in den Emerging Markets in den vergangenen zehn Jahren zwischen 30 Prozent und 50 Prozent ihrer Gewinne ausgeschüttet. Aktuell zahlen die Unternehmen im Durchschnitt jedoch nur 30 Prozent bis 35 Prozent aus. Damit befinden sie sich am unteren Rand des historischen Bandes. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass diese Quote in den kommenden Jahren wieder ansteigen wird.

Die Gründe dafür, dass die Dividendenzahlungen auch in Zukunft hoch sein sollten, liegen neben den allgemein guten Wachstumsaussichten innerhalb der Region auch in dem geringen Verschuldungsgrad sowie der hohen Liquiditätsquote der Unternehmen. Während die Nettoverschuldung der Konzerne in den Industrieländern bei rund 50 Prozent liegt, beträgt sie in den Emerging Markets weniger als die Hälfte. Dividendenstarke Unternehmen findet man aktuell insbesondere in Brasilien, Südafrika und Taiwan. Auf der Branchenseite liegen die Schwerpunkte in den Bereichen Finanzen, Telekommunikation und Versorger.

Grundsätzlich bieten Dividendenanlagen dem langfristig orientierten Anleger neben der Partizipation am Aktienmarkt auch feste Einkommensströme, von denen er auch in schwachen Marktphasen profitieren kann. Trotz der positiven Argumente für Aktien aus den Emerging Markets mit hohen Dividendenrenditen sind auch mit diesem Marktsegment Risiken verbunden. Bei der Anlage ist die Dividendenrendite eines Wertes oder eines Portfolios allein kein geeignetes Kriterium. Entscheidend ist vielmehr die Auswahl von Unternehmen mit einer nachhaltigen Wachstums- beziehungsweise Dividendenstrategie. Auch können sich die globalen Schwellenländer nicht vollkommen von der wirtschaftlichen Entwicklung der Industrieländer abkoppeln; die damit verbundenen Unsicherheiten wurden gerade in den vergangenen Monaten auf den Aktienmärkten der globalen Schwellenländer, auch in Bezug auf die Ausschüttungen der Dividenden, sehr deutlich. So hatten im dritten Quartal 2011 die Revisionen der prognostizierten Dividenden für die Jahre 2011 und 2012 für die Emerging Markets neben Euroland einen deutlich negativen Bias.

Insgesamt ist der Einfluss der Dividenden auf die Rendite in den Emerging Markets bedeutend. In den vergangenen Jahren haben sich dividendenstarke Aktien deutlich besser als der Gesamtmarkt entwickelt. Für Anleger kann die Kombination aus Kursgewinnen und Dividendenerträgen auch in Zukunft interessant sein. Die prinzipiellen Risiken von Aktienanlagen in den Emerging Markets sollten jedoch nicht außer Acht gelassen werden.

Dividententitel schlagen den Gesamtmarkt



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten von Bloomberg und Standard & Poor's

Zeitenwende für Anleiheinvestoren – Roadmap zum Investment in Emerging Markets

Ralph Glatz, Portfoliomanager Global Fixed Income, Sal. Oppenheim



Die aktuelle Staatsschuldenkrise in den entwickelten Märkten geht mit steigender Verschuldung und sinkenden Bonitätsnoten einher. Leitzinsen nahe null und eingetrübte Konjunkturausblicke lassen Investoren nach Alternativen oder zumindest nach attraktiven Beimischungen suchen. Schnell wird klar, dass die aufstrebenden Schwellenländer genau das bieten, was viele entwickelte Märkte aktuell nicht mehr haben: hohes Wirtschafts- und oft auch Bevölkerungswachstum, niedrige Verschuldung und daher steigende Rating-Einstufungen. Zudem ist es offensichtlich, dass die

vielfältigen Märkte eine breite regionale Diversifizierung erlauben. Nun bleibt die alles entscheidende Frage: Wie steigt der Investor in den Markt der Schwellenländeranleihen ein?

Suche nach dem passenden Schwellenländerindex

Informierte Investoren suchen zunächst einmal nach dem passenden Index, der als Benchmark für den Markteinstieg dient. Der Index muss die wesentlichen Risikofaktoren beinhalten und die Performance des Marktes widerspiegeln. Zudem muss er die Anlageklasse repräsentieren und das zu investierende Universum abbilden – eine Hürde, die in Schwellenländern nicht immer so locker genommen wird wie in entwickelten Industriestaaten.

Eine weitere wichtige Entscheidung ist, welche Währungen für das Investmentuniversum ausgewählt werden sollen. Eine Konzentration auf sogenannte Hartwährungsanleihen, die sich vor allem auf Bonds in Euro und Dollar beschränken, ermöglicht einen sehr guten Zugang zu den Emerging Markets, vermeidet aber die zusätzlichen Risiken, die mit Schwellenländeranleihen in Lokalwährungen verbunden sind. Beispielhaft seien hier die Möglichkeit von Kapitalmarktkontrollen oder der Einfluss der lokalen Notenbank auf die Zinsen zu nennen. Ein Hedging für Hartwährungsanleihen wird jedoch mitunter trotzdem nötig sein, da diese oft in US-Dollar denominiert sind. Eine solche Frage gehört aber zu den Details am Schluss einer Entscheidung, wenn sich konkretisiert, wie man in einen Markt einsteigt.

Interessante Anleihen außen vor - unpassende Zinstitel mitten drin?

Es gibt eine Reihe von Anleiheindizes, die Schwellenländer beinhalten, aber als Aufnahmekriterium zuvorderst Rating-Noten eines bestimmten Auswahlbereiches ansetzen. Analog zum Kreditmarkt, wo zwischen Investment-Grade und Hochzinspapieren unterschieden wird, differenziert man so nach Schuldnerqualität. Allerdings widerspricht dies der Prämisse, in Schwellenländer investieren zu wollen, weil von vornherein bestimmte Länder der Emerging Markets aufgrund zu hoher beziehungsweise zu niedriger Bonitätsnoten vom Anlageuniversum ausgeschlossen werden.

Noch mehr Befremden wird die Tatsache auslösen, dass in einigen Indizes beispielsweise Hartwährungsanleihen von Südländern der Eurozone in Dollar berücksichtigt werden, sobald deren Rating den Indexkriterien entspricht. Die meisten Investoren wollen aber in ihrem Schwellenländerinvestment keine Anleihen Italiens oder Portugals wiederfinden.

Es gibt alternative Systematiken für eine Indexerstellung bei Schwellenländern, die etwa auf Einkommensklassifikationen der Weltbank beruhen, aber ebenfalls für Investoren interessante Länder außen vor lassen. Diese eng gefassten Indexrahmen entsprechen regelmäßig nicht den Erwartungen der Investoren an ihre Anlage.

Von den Investorenwünschen leiten lassen

Die meisten Anleger erwarten ein möglichst weit gefasstes Spektrum an Schuldtiteln aus dem gesamten Anlageuniversum der Schwellenländer. Schließt man die Länder der führenden Währungsräume (G10-Währungen) aus, bietet sich ein Anlagehorizont von Staaten unterhalb der Investment-Grade-Schwelle, wie der Türkei, den Philippinen und Indonesien, bis hin zu A-Bonitäten von Polen, Malaysia und Chile.

Neben den reinen Staatsanleihen gibt es oft auch interessante Anleihen staatsnaher Einrichtungen oder staatlicher Unternehmen, welche Investoren in ihre Überlegungen einbeziehen sollten. Reine Unternehmensanleihen mit zusätzlichen unternehmensspezifischen Risiken sind davon deutlich abzugrenzen.

Bei der weiten Ausdifferenzierung des Anlageuniversums wird deutlich, dass es nicht die eine passende Benchmark für jeden Investor gibt. Es ist für Asset Manager besser, eine breit gefächerte und flexible Herangehensweise an den Markt anzubieten. Mit genauen Vorgaben für das Risikomanagement lässt sich dann ein individuell passender Investmentansatz entwickeln. So lässt sich vermeiden, dass einige Märkte durch das Raster gängiger Indizes fallen, weil sie angeblich bereits zu den entwickelten Märkten gerechnet werden oder, im entgegengesetzten Fall, sich unterhalb einer Mindest-Rating-Grenze bewegen. Ein so breit gefasstes Anlageuniversum kann am besten die Erwartung eines Investors erfüllen, insbesondere an ein regional diversifiziertes Portfolio.

Risiko-Rendite-Erwartungen als Grundlage für individuelle Lösungen

Die wichtigsten Risikofaktoren für Investoren in Hartwährungsanleihen von Schwellenländern sind die Durationssteuerung angesichts der jeweiligen Zinsentwicklung sowie die Bonitätsentwicklung des jeweiligen Schuldners über die nächsten Monate oder Jahre. Diese Faktoren lassen sich jedoch unabhängig von einer Benchmark identifizieren und steuern und aus dem gesamten Anlageuniversum passend für den Kunden beziehungsweise für dessen Asset Allocation herauslösen.

So können die individuellen Vorgaben der Investoren hinsichtlich Risiko und Ertrag bestens erfüllt werden. Diese Vorgaben können nicht pauschal mit einer Benchmark, einem Index, sondern eben nur mit einer individuellen Lösung aus einem breiten Anlageuniversum erfüllt werden. Stellt man die Risiken der ausgewählten Schwellenländeranleihen in Bezug zu den zugrunde liegenden Zinstrends wie auch zu deren Abhängigkeit von den Kreditmärkten allgemein, so lassen sie sich besser in ein Gesamtportfolio im Sinne einer Asset Allocation einordnen.

Bei der Länderauswahl zählt für unser Management der Oppenheim High-Quality-Ansatz. Dieser Ansatz orientiert sich nicht an einer Benchmark und ermöglicht so ein Investment in Hartwährungsanleihen auch in Rating-Kategorien, die von gängigen Indizes oft vernachlässigt werden. Der Investmentprozess wird nach individuellen Risikoparametern gesteuert und zielt darauf ab, eine Ertragsoptimierung bei konsequenter Risikokontrolle zu liefern.

Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9–11
60313 Frankfurt am Main

Diese Sonderpublikation ist eine Verlagsbeilage der portfolio Verlagsgesellschaft mbH
mit freundlicher Unterstützung von
BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft mbH
BNP Paribas Investment Partners
Jupiter Asset Management Ltd.
Union Bancaire Privée

Julia Dingerling
Tel.: +49 (0)69 8570 8119
j.dingerling@portfolio-verlag.com

Druck:

Druckhaus Main-Echo GmbH & Co. KG
Weichertstraße 20, 63741 Aschaffenburg

Fotos:

Alex Habermehl

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

Autoren:

Jean-Dominique Bütikofer, Peer Emmrich, Ralph Glatz, Ingrid Kukuljan, Raphaël Maréchal, Zsolt Papp, Bernd Poegel

ISSN 1613-6772

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.

Custody & Administration

ZWISCHEN

KOSTENDRUCK UND

REGULARIEN

Die nächste Ausgabe

Custody & Administration

erscheint mit portfolio institutionell am 20. Januar 2012



portfolioverlag ■