

Ertragspotential aus der Dynamik des Wandels der Konvergenzmärkte Mittel- und Osteuropas

Es ist noch gar nicht so lange her, da waren die Renditen in Italien – einem Land der Europäischen Währungsunion (EWU) – deutlich im zweistelligen Prozentbereich. Mitte der 90er Jahre war das. Wer hätte damals darauf wetten wollen, dass diese Renditedifferenz auf mittlerweile 15 Basispunkte zusammenschrumpfen würde? Noch eine «Utopie»: Wer hätte bei der Einführung des Euro zu Beginn des neuen Jahrtausends damit gerechnet, dass schon fünf Jahre später zehn neue Länder zwischen

Estland und Malta Mitglied der EU sein würden und die dortigen Renditedifferenzen den gleichen Weg einschlagen würden wie die italienischen? Was damals hochspekulativ anmutete, ist heute Realität. Die Dynamik des Wandels hat die kühnsten Erwartungen übertroffen. Solche Veränderungen wollen wir uns in einem eigens für Investitionen in Mittel- und Osteuropa konzipierten Anlagefonds von UBS Global Asset Management zunutze machen, dem UBS (Lux) Bond Sicav – European Convergence A/B.

*Von Uta Fehm und Vadym Sliusar
Senior Portfolio Manager
UBS Global Asset Management*

Die EU wird auch in den kommenden Jahren ihre Sogwirkung behalten, der sich weitere Länder aus der Region nicht entziehen können. Dabei spielt es keine grosse Rolle, ob sie nun in absehbarer Zeit EU-/EWU-Mitglieder werden oder vorläufig nur von der Struktur- und Wirtschaftskonvergenz profitieren. Deshalb bleiben, davon sind wir überzeugt, Konvergenzfonds für Investoren attraktiv.

Konvergenz – was ist das eigentlich?
Durch das Bestreben der Länder in Zentral- und Osteuropa (überwiegend

die früheren kommunistischen Länder), ihre Volkswirtschaften, Institutionen und Rechtsgrundlagen strukturell der EU bzw. der Europäischen Währungsunion anzupassen, wird das gesamte Wirtschafts- und Sozialsystem dieser Länder reformiert, demokratisiert und den marktwirtschaftlichen Gegebenheiten angepasst. Damit einher geht eine Verbesserung des fundamentalen und fiskalischen Umfelds, d.h., die Wirtschaftskraft steigt, Inflation und Defizite sinken. So wird ein Rückgang der Zinsen und ein Erstarren der Währung möglich. Durch die bereits vollzogenen und/oder anstehenden Reformen werden ausländische Direktinvestitionen ins Land gelockt, die diese positiven Effekte noch verstärken. Dies führt bei einem Beitritt dieser Länder in die EWU letztlich zu einer Zins- und Währungskonvergenz, d.h., die Zinsen und die Kaufkraft einer Währung sollten sich dem Niveau des EWU-Raumes anpassen.

In diesem Annäherungsprozess ergeben sich für Anleihen und Währungen von Konvergenzländern besondere Ertragschancen, die bei Investitionen in einem Konvergenzfonds genutzt werden können. Auch wenn in den vergangenen Jahren diese Entwicklung in den bereits beigetretenen Ländern zum Teil schon stattgefunden hat, sind die Renditen osteuropäischer Lokalwährungsanleihen immer noch um rund 300 Basispunkte (Bp) höher als ver-



gleichbare, aber auf Euro lautende Papiere. Ergo: immer noch ein attraktives Investment im Vergleich zu den niedrigen Renditen, die gegenwärtig in Euro oder Franken zu erreichen sind.

Musterschüler Polen und Slowakei
Beispiele für eine erfolgreiche Reformpolitik stellen Polen und die Slowakei dar. In Polen lagen noch vor wenigen Jahren die Zinsen im 10-Jahresbereich – bedingt durch eine hohe Inflation – über 15%. Die Notenbank hat sich daraufhin voll der Inflationsbekämpfung gewidmet und die Leitzinsen weiter erhöht, auch wenn damit die Gefahr gross war, die wirtschaftlichen Belange aus den Augen zu verlieren. Im Rückblick stellte sich diese Politik



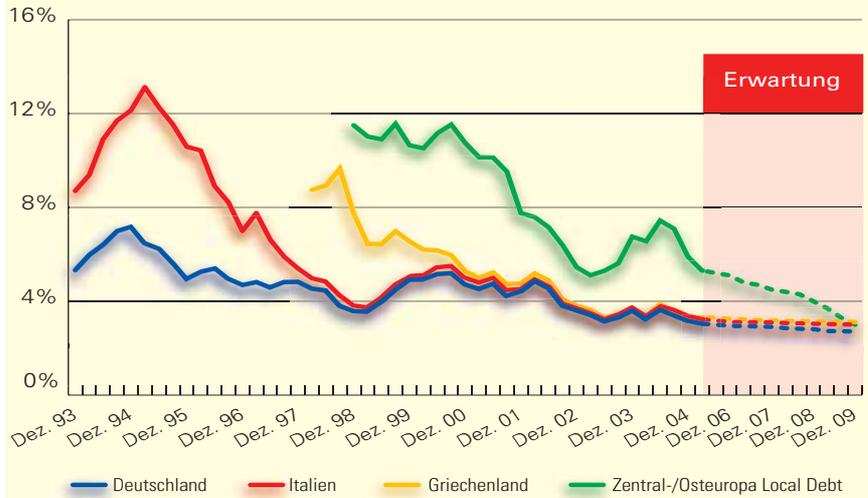
als richtig heraus: Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich innerhalb von nur zwei Jahren auf ein akzeptables Niveau reduziert, und für die Wirtschaft ist der Weg frei, mit den nun inzwischen wieder niedrigeren Zinsen noch stärker zu wachsen.

Die Slowakei profitierte in den letzten Jahren vom niedrigen Lohnniveau und einer sehr grossen Reformbereitschaft der Regierung und der Bevölkerung. Zum Beispiel wurden alle Einkommenssteuern für Private und Unternehmen auf 19% gesenkt – eine der niedrigsten Raten in der EU –, so dass der ohnehin schon starke Zufluss an Direktinvestitionen noch weiter zunehmen sollte und die Währung weiteres Aufwertungspotential besitzt.

Die Kandidaten bereiten sich vor

Betrachten wir zusätzlich die Länder, die noch nicht Mitglied der EU sind, aber auf der Kandidatenliste ganz oben stehen, wie Rumänien oder Bulgarien. Auch hier ergeben sich Anhaltspunkte, die höhere Kapitalerträge erwarten lassen und Investitionen begründen. Vor kurzem hat etwa der Rat der Europäischen Union (die Vertretung der EU-Mitgliedstaaten) der Aufnahme dieser beiden Länder in die EU für 2007 zugestimmt. Damit setzen allerdings noch keine Automatismen ein – bis zu ihrem (grundsätzlich befürworteten) EU-Beitritt haben beide Länder noch einige Auflagen zu erfüllen. Es stehen noch wesentliche Reformen

Die Zinskonvergenz setzt sich fort



Am bisherigen Verlauf der Zinsen ist absehbar: Auch in den nächsten Jahren dürfte sich der Prozess der Annäherung (Konvergenz) der Länder Mittel- und Osteuropas an den EU-Wirtschaftsraum fortsetzen. Quelle: Bloomberg

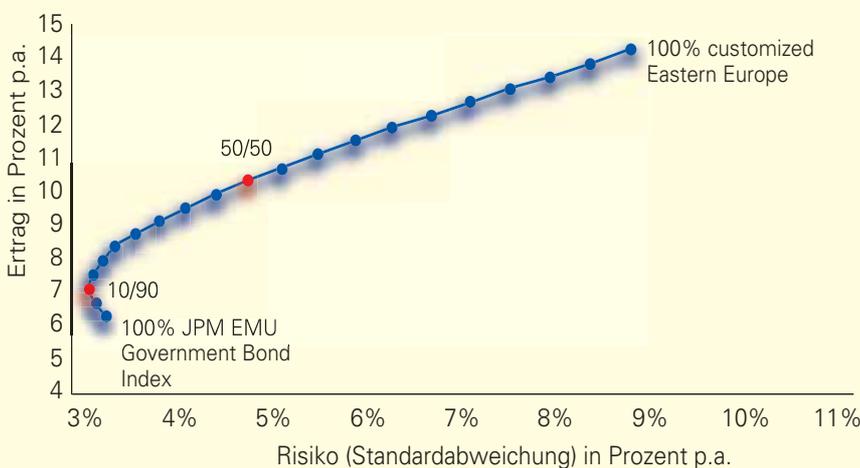
aus, ohne die ein Funktionieren der Marktwirtschaft nicht gewährleistet ist. Ein Punkt ist die Bekämpfung der Korruption und die völlige Liberalisierung des Kapitalmarktes in Rumänien. Den ersten Schritt dazu, die Erlaubnis von Depositen für Auslandsinvestoren, hat die Regierung in Bukarest seit dem 11. April 2005 erfüllt – ein Schritt in Richtung Liberalisierung, durch den erneut höhere Renditen (um etwa 10%) möglich sein sollten.

Aber auch Länder, die mit Brüssel (noch) nicht über einen Beitritt verhandeln, werden in Zukunft interessante Investitionsmöglichkeiten bieten, wenn die notwendigen Reformen

und Strukturveränderungen den entsprechenden Rahmen schaffen. Denken wir nur an den November des letzten Jahres und die «Orange Revolution» in der Ukraine, die das Land weiter der Marktwirtschaft öffnen dürfte. Die Folge werden längerfristig wohl auch hier ein verbessertes Investitionsklima, mehr Wirtschaftswachstum und damit verbunden sinkende Zinsen sowie eine stärkere Währung sein – ein Beispiel, das Schule machen dürfte. Immer mehr osteuropäische Länder auf dem Balkan und weitere Staaten der früheren Sowjetunion werden diesen Weg beschreiten.

Ein Beispiel für Strukturkonvergenz liefert auch Russland. Durch die umfassenden wirtschaftlichen und politischen Reformen in den letzten Jahren wurde das wirtschaftliche und politische Fundament deutlich gefestigt. Dank dieser Reformen, den immensen privaten Investitionen und den enorm gestiegenen Devisenreserven des Landes sollten sich die Rahmenbedingungen weiter verbessern und die Risikoaufschläge minimieren. Mit anderen Worten: die Renditen sinken und die Kurse der Anleihen steigen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass diese positiven wirtschaftlichen Entwicklungen langfristig auch von einer weiteren Demokratisierung des Landes und einer anhaltend straffen Fiskaldisziplin begleitet werden müssen.

UBS (Lux) European Convergence Fund



Diversifikation mit osteuropäischen Anleihen (31.12.1997 – 31.3.2005 in Euro)

Wie setzt man Konvergenz in zusätzliches Ertragspotential um?

Das Anlageziel unseres Fonds ist die Nutzung der Reduktion der Renditedifferenzen, die durch Risikominimierung und Zinssenkungen entstehen, und der Währungsaufwertungen in den osteuropäischen Ländern, indem er sowohl in Anleihen der neuen EU-Mitgliedsländer (z.B. Polen, Slowakei, Tschechien und Ungarn) als auch in jene der Beitrittskandidaten Rumänien und Bulgarien investiert. Wir legen aber Fondsgelder zusätzlich auch in Ländern an, die zwar noch keine EU-Kandidaten sind (Ukraine, Russland, Türkei), die aber durch die enge Anbindung ihrer Volkswirtschaften an den Euro-Wirtschaftsraum von den notwendigen Reformen und strukturellen Veränderungen profitieren dürften.

Gehen wir noch einmal zurück zu Italien 1995: Die Renditedifferenz zu den deutschen Anleihen lag damals bei

rund 650 Bp; in den folgenden fünf Jahren schrumpfte sie auf gerade mal 15 Bp. Polen hatte noch vor wenigen Jahren einen ähnlichen Zins wie Italien 1995 und weist heute noch eine rund zwei Prozentpunkte höhere Rendite auf als Deutschland. Noch deutlicher wird der Unterschied bei Rumänien und der Türkei. Durch die jüngste Teilöffnung des lokalen Rentenmarktes in Rumänien ergeben sich Investitionsmöglichkeiten, die etwa denen von Italien 1995 entsprechen. Dem steht das Risiko einer volatilen Währung gegenüber. Um diese Schwankungen für den Fonds zu nutzen, betreiben wir für den Fonds ein aktives Währungsmanagement, einschliesslich Devisenabsicherungen, falls wir dies für notwendig erachten.

Betrachtet man die wirtschaftlichen Fortschritte und die positiven demokratischen Entwicklungen in den zentral- und osteuropäischen Ländern,

wird deutlich, dass dieser Trend kaum mehr aufgehalten oder revidiert werden kann. Damit ist ein Investment in dieser Region zwar immer noch mit höheren Risiken verbunden. Stellt man aber die höheren Ertragschancen dagegen, ergibt sich ein überdurchschnittlich gutes Risiko-/Ertrags-Verhältnis. Die geringe Korrelation der Assetklasse «Konvergenzanleihen» im Vergleich zu (west)europäischen Obligationen ist ein weiteres Argument für eine Anlage im UBS (Lux) Bond Sicav – European Convergence A/B. Durch eine Beimischung dieses Fonds zu herkömmlichen europäischen und globalen Anleiheprodukten kann das Gesamtrisiko eines Anleihenportfolios bei einer signifikanten Steigerung des Ertrags sogar minimiert werden, was besonders vor dem derzeitigen Hintergrund offensichtlich wieder steigender Zinsen zu einer Stabilisierung der Rentenerträge führen dürfte. ■