

Outperformance mit globalen Obligationenstrategien

Viele institutionelle Investoren sind zurzeit daran, ihren Investitionsansatz im Bereich der festverzinslichen Wertpapiere neu zu überdenken. Dabei betrachten sie diese Anlageklasse nicht zwingend als defensives Instrument, sondern vielmehr als eine potentielle Alphaquelle.



Von Michael Hasenstab
Co-Director International Bond
Portfoliomanager Global Fixed Income
Franklin Templeton

Die relativ tiefen Verzinsungen, gepaart mit historisch engen Spreads zwischen verschiedenen Obligationenkategorien, haben dazu geführt, dass im Fixed-Income-Bereich nach neuen Sektoren und Strategien Ausschau gehalten wird. Dabei lohnt sich mehr denn je ein globaler Ansatz, vor allem deshalb, weil sich die Palette der verfügbaren Instrumente in letzter Zeit substantiell ausgeweitet hat. Mussten sich Investoren früher auf die Obligationenmärkte in industrialisierten Ländern und eine limitierte Anzahl Währungen beschränken, können sie heutzutage auch unter Schwellenlandobligationen in Landeswährung oder Credit Default Swaps (Kreditderivate zum Handeln von Ausfallrisiken) auswählen.

Die breitere Varietät von verfügbaren Anlagemöglichkeiten, kombiniert mit der geographischen Expansion, bietet eine Chance, in ein spezifischeres Portfolio zu investieren. Zudem er-

möglicht sie eine Diversifikation mit potentiell tiefer Korrelation zu anderen Portfoliositionen. Ein konkretes Beispiel solcher neuer Investitionschancen im Global-Fixed-Income-Bereich bieten asiatische Währungen. Diese profitieren nicht nur vom regionalen Wachstum, sondern auch von Ertragsüberschüssen, die in die lokalen Märkte re-investiert werden. Attraktiv sind auch mexikanische Anleihen, die im Vergleich zu früher nun ebenso mit einer Laufzeit von 30 Jahren erhältlich sind, oder Obligationen von Unternehmen in Schwellenländern, die eine bessere Rendite als Staatspapiere aufweisen.

Home-Bias nimmt ab

Damit nimmt das traditionelle Übergewicht von Lokalwährungsanleihen in den Depots der Anleger allmählich ab, was zu grösseren Kapitalströmen und erhöhter Liquidität auf globaler Basis führt. Viele Länder mit substantiellen Fremdwährungsreserven, allen voran China, suchen heute nach Diversifikationsmöglichkeiten, weg von risikolosen Wertpapieren, hin zu höher verzinslichen Anleihen in anderen Märkten. Selbst US-Investoren, die typischerweise auf den Heimmarkt fokussieren, suchen inzwischen nach seriösen globalen Alternativen.

Die Zahl der Märkte, die den Eintritt von ausländischen Anlegern tolerieren, nimmt stetig zu: Brasilien öffnete sich 2006, Indien ist zurzeit mitten in diesem Prozess, und China wird mit grösster Sicherheit in den nächsten Jahren folgen. Zudem können vor allem in US-Dollar investierte Anleger auf ein günstiges globales Wachstums-szenario und ein historisch hohes US-Währungsdefizit zählen. Letzteres könnte attraktive Renditechancen im Währungsmarkt eröffnen. Last but not least haben viele Schwellenländer realwirtschaftlich substantielle Verbesserungen erzielt, indem sie eine stabile

Geld- und Fiskalpolitik implementiert oder signifikante Reserven aufgebaut haben, um somit von einzelnen Exportmärkten unabhängig zu sein.

Drei unabhängige Alphaquellen

Die Suche nach Alpha im Fixed-Income-Bereich setzt einen Ansatz voraus, der von traditionellen Benchmarks befreit und global diversifiziert ist sowie eine breite Palette von Instrumenten umfasst. Wir glauben, dass ein auf absolute Renditen ausgerichteter Ansatz erfolgreicher ist als einer, der sich an einem Referenzindex orientiert. Dank dieser Methode werden nur diejenigen potentiellen Alphaquellen in ein Portfolio aufgenommen, die auch entsprechende Renditen versprechen. Bei einer globalen Strategie für internationale Staatsanleihen etwa stehen drei unabhängige Alphaquellen im Vordergrund: die Währung, die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer (Duration) und das Länderrisiko. Beim Überprüfen der verschiedenen Investitionsmöglichkeiten kann so die erwartete Rendite jeder der drei Alphaquellen unabhängig voneinander evaluiert werden.

Derivate spielen dabei eine wichtige Rolle, vor allem als Instrumente für das Risikomanagement. So kann eine Strategie etwa darin bestehen, das Element der Duration nicht, wohl aber das Währungsrisiko mit einem Forward-Kontrakt abzusichern. Alternativ kann die Duration abgesichert und das Fremdwährungsrisiko unverändert belassen werden etc. So kann ein Investor

Flexible Währungsallokation

Zurzeit meidet der Fonds den US-Dollar und fokussiert auf asiatische Währungen ausserhalb Japans sowie europäische Währungen ausserhalb des Euroraumes. Entsprechend gross sind dort die Benchmarkabweichungen.

beispielsweise in den dynamischen mexikanischen Zinssatz investieren und von der zunehmenden Nachfrage nach den unlängst lancierten langen Peso-Anleihen profitieren, ohne jedoch den Währungsschwankungen ausgesetzt zu sein.

Volatilitäten gehen zurück

Als Anlageklasse haben sich Schwellenlandanleihen in letzter Zeit sehr positiv entwickelt. Noch vor einem Jahrzehnt bestand dieses Segment fast ausschliesslich aus hochverschuldeten Ländern mit fixen oder gestützten Wechselkursen und extremen Konjunkturschwankungen. Die Märkte wurden zudem dominiert von spekulativen und stark fremdfinanzierten Investoren. Die Kombination dieser Faktoren führte dazu, dass die Volatilitäten von Schwellenlandanleihen sehr hoch waren.

Heutzutage ist jedoch die Kreditqualität viel besser, so dass mehr Gelder in diese Anlageklasse fließen. Ein weiterer signifikanter Fortschritt ist die Anzahl Länder, die nun in der Lage sind, langfristige Anleihen in Lokalwährungen zu emittieren. Dies befähigt die Emittenten, ihren Bedürfnissen als Schuldner besser gerecht zu werden, ohne von ausländischen Währungsanleihen und damit vom Abwertungsrisiko der eigenen Landeswährung abhängig zu sein.

Lokale Währungsinstrumente sind deshalb in Mode gekommen. Unterstützt wurde dieser Trend durch die verstärkte Ausrichtung der Investoren auf hochverzinsliche Anlagen. So rentierten zum Beispiel per 6. August 2007 die externen 10jährigen US-Dollar-Obligationen für Brasilien und Indonesien 5,97% respektive 6,50%, während die jeweiligen lokalen 10jährigen Anleihen Renditen von 11,46% sowie 9,24% aufwiesen. Die Nachfrage wurde zusätzlich von der Erwartung einer weiteren Abschwächung des US-Dollars getragen.

Ausnützen von Marktineffizienzen

Ein weiterer wichtiger Faktor, den es zu beachten gilt, ist die momentan tiefe Korrelation zwischen lokalen und harten Währungsverpflichtungen. Ein Engagement in lokalen Währungsver-

Erfolgreicher Absolute-Return-Ansatz



Der Templeton Global Bond Fund beweist in der Praxis den Erfolg einer proaktiven, benchmarkunabhängigen Bewirtschaftung der Alphaquellen. In den vergangenen fünf Jahren wurden gängige Benchmarks klar geschlagen. (Total Return in USD, 30.9.2002–30.9.2007.)

bindlichkeiten erhöht die Renditeaussichten, ohne dass sich das Risikoprofil innerhalb eines Portfolios ändern und die Volatilität erhöhen würde. Des Weiteren weisen Schwellenländerobligationen eine geringere Korrelation zu traditionellen Anlageklassen auf als Hartwährungsanleihen und bieten gleichzeitig die Chance, die Effizienz des Gesamtportfolios zu verbessern.

Das Volumen ist ein anderer wichtiger Faktor bei der Investition in lokale Emerging-Markets-Anleihen. Per Ende 2006 beliefen sich die ausstehenden Schwellenländerstaatsanleihen in Lokalwährungen auf insgesamt 2,7 Billionen US\$. Demgegenüber betragen die externen Schulden gemäss einer Erhebung der US-Investmentbank JP Morgan lediglich 854 Mrd. US\$. Da Schwellenländer ein starkes Bedürfnis haben, Anleihen in Lokalwährungen zu emittieren, ist zu erwarten, dass immer mehr dieser Emissionen in den eigenen Märkten erfolgen werden. Damit haben aktive Portfoliomanager immer mehr Investitionsmöglichkeiten und damit mehr Chancen, gegenüber

einem passiven Referenzindex eine Outperformance zu erzielen.

Der Trend zu höheren Engagements in Schwellenlandanleihen wird untermauert durch die laufende Verbesserung der Fundamentaldaten in diesen Nationen. Anders als die Spreads bei Unternehmensobligationen, die durch Geschäftszyklen beeinflusst werden, dürften die Spreads von Schwellenlandanleihen nicht zu ihren historischen Durchschnittswerten zurückkehren. Grund dafür ist ein Paradigmenwechsel, der über die letzten Jahrzehnte hinweg stattgefunden hat. So sind viele Schwellenländer heutzutage viel besser in der Lage, mit Krisen umzugehen, als noch vor fünf Jahren.

Die durch die US-Subprime-Krise ausgelösten Ängste waren ein wichtiger Stresstest für die globalen Fixed-Income-Märkte. Parallel zu den teils massiven Verwerfungen an den Kreditmärkten sind die Obligationrenditen in einzelnen Ländern stark gestiegen. Diese Reaktion lässt sich insbesondere mit der Risikoaversion der Anleger und psychologischen Faktoren erklären und hat wenig mit einem fundamentalen Wandel zu tun. Gleichzeitig konnten dank dieser Entwicklung Marktineffizienzen ausgenutzt werden. Geblieben sind die höheren Volatilitäten, die allerdings das langfristige Renditepotential von globalen Obligationen nicht beeinträchtigen sollten.

Aktiv gemanagte Duration

Der Templeton Global Bond Fund setzt zurzeit in Emerging Europe und Amerika ausserhalb der USA auf eine Kapitalbindungsdauer (Duration) von über 5 Jahren und gewichtet die USA, Japan und Afrika mit Null. Die durchschnittliche Duration des Fonds beträgt nur 2,8 Jahre, die durchschnittliche Laufzeit 4,21 Jahre.

www.franklintempleton.ch ●