

Emerging-Markets-Debts: Ein Zug nimmt Fahrt auf

Krisen an den Finanzmärkten sind für viele Investoren Grund zum Rückzug. Doch Krisen und das damit verbundene Potential zu Aufholkorrekturen bergen auch immer Chancen des Einstieges. Wie eine solche Investitionschance aussehen kann, haben die Bondmärkte der Schwellenländer – auch Emerging Markets genannt – in den letzten Jahren eindrucksvoll gezeigt. Seit eine Häufung von Krisen die Anleger vor zehn Jahren zum fluchtartigen Abzug ihrer Gelder veranlasste, haben die Emerging Markets eine beeindruckende Aufholkorrektur hingelegt – mit Wachstumsraten, von denen die Industrieländer nur träumen können. Ein Zug nimmt seine Fahrt auf.



*Von Marcel Salzmänn
Head of Institutional Business
Invesco Asset Management Schweiz AG*

Strukturelle Veränderungen mit Potential

Für Investoren, die frühzeitig auf den Emerging-Markets-Zug aufgesprungen sind, hat sich die Reise in den letzten Jahren gelohnt. Und sie geht weiter. Denn während sich das Rally bei Fremdwährungsbonds mittlerweile bereits in einem späten Stadium befindet, bieten Emerging-Markets-Debts in lokaler Währung – eine Anlageklasse, die vor zehn Jahren noch kaum zu finden war – noch viel unausgeschöpftes Potential.

Vorbei die Zeiten, in denen diese Länder darauf angewiesen waren, Bonds in «harten» Währungen zu emittieren, weil die Inflationsrisiken zu hoch, die Staatshaushalte und Bankensysteme zu instabil und die Geldpolitik zu unsicher waren. Die handfesten strukturellen Verbesserungen der vergangenen Jahre haben den meisten

Schwellenländern neue Refinanzierungsoptionen durch Emissionen in heimischer Währung eröffnet: Nach Jahren der Haushaltskonsolidierung, des Aufbaus von Fremdwährungsreserven und des Schuldenabbaus sowie der Einführung flexibler Wechselkurse hat sich die Krisenanfälligkeit der Emerging Markets deutlich verringert. Viele Schwellenländer können heute auf gesunde Zahlungsbilanzen und hohe Devisenreserven verweisen. Zentralbanken agieren weitgehend unabhängig, und in vielen Emerging Markets nähert sich die Geldpolitik mittlerweile dem Standard der Industrieländer an. Im Zuge der Globalisierung hat der Handel der aufstrebenden Nationen untereinander stetig zugenommen. Zudem hat der globale Aufschwung die Nachfrage nach Rohstoffen kräftig steigen lassen – und mit ihr die Einnahmen der rohstoffreichen Schwellenländer. Daran ändern auch externe Schocks, wie der von der US-Hypothekenkrise ausgehende Dominoeffekt, nichts.

Verbesserte Kreditqualität und erweitertes Marktangebot

Analog zur haushalts- und wirtschaftspolitischen Erholung der emittierenden Länder hat sich auch die Kreditqualität der Emerging-Markets-Debts verbessert. Mit BB+ liegt das durchschnittliche Rating des JP Morgan Emerging Markets Bond Index für Fremdwährungsbonds der Schwellenländer aktuell nur noch eine Stufe unter Investmentgrade. Und beim derzeitigen Verhältnis von Herauf- und Herabstufungen dürfte dieses Bonitätsziel bald erreicht sein. Das durchschnittliche Rating der im JP Morgan GBI Index für Lokalwährungsbonds enthaltenen Papiere ist mit A- sogar noch höher, da

der im Extremfall mögliche Zugriff auf die Notenpresse die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls hier verringert.

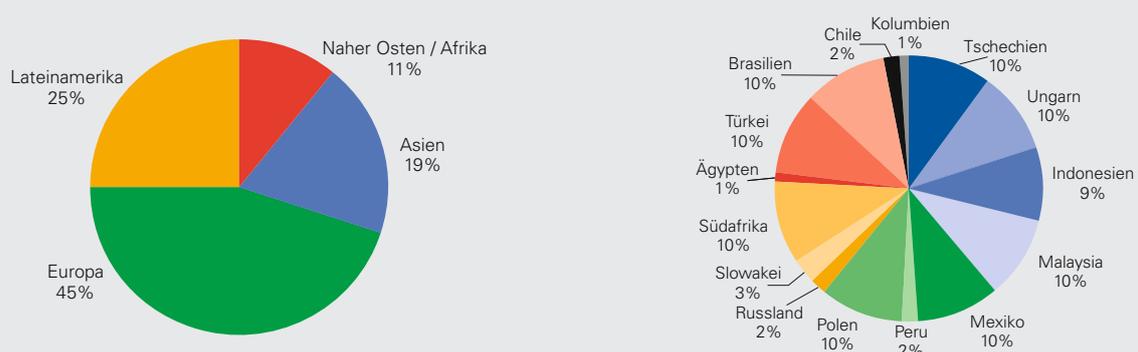
Neben der kontinuierlichen Verengung der Spreads von Bonds in lokalen Währungen haben sich auch Markttiefe, Marktvolumen und Liquidität dieses Marktsegments deutlich verbessert. Die Geld-Brief-Spannen gehen zurück und die Handelsvolumina steigen. War es vor einigen Jahren noch schwierig, Lokalwährungsbonds mit einer Laufzeit von über einem Jahr zu finden, können viele Regierungen mittlerweile eine lückenlose Zinsstrukturkurve bis hinauf zu einer Laufzeit von 30 Jahren anbieten. Entsprechend gestiegen ist auch das Interesse ausländischer Investoren an dieser zunehmend ernstzunehmenden Anlageklasse. Die Weichen sind gestellt, denn inzwischen nimmt das Angebot an Hartwährungsbonds aufgrund zunehmender Rückkäufe ab, während Lokalwährungsbonds an Bedeutung gewinnen.

Das Volumen der Märkte für Lokalwährungsbonds wird derzeit auf rund US\$ 500 Mrd. geschätzt – also fast die Hälfte des gesamten Marktes für Staatsanleihen und Unternehmensschuldtitel aus den Emerging Markets. In den meisten Ländern – Ausnahmen sind die kleineren lateinamerikanischen Staaten, Asien und afrikanische Länder südlich der Sahara – ist der Markt für Lokalwährungsbonds nach den überdurchschnittlichen Wachstumsraten der vergangenen Jahre inzwischen sogar deutlich grösser als der Markt für Fremdwährungsbonds.

Unabhängigkeit und Ineffizienz als Anlagechance

Und es gibt einige weitere gute Gründe, die darauf hindeuten, dass das

GBI-EM Global Diversified Index in Lokalwährungen nach Regionen bzw. Ländern



Quelle: JP Morgan, Zahlen per 30.11.2007

Signal für das Wachstum der Lokalwährungsbonds an den Emerging Markets weiterhin auf «Grün» steht.

Dass die Regierungen der Schwellenländer diese Anlageklasse bevorzugen, versteht sich von selbst. Denn für die Emittenten bieten sie eine vergleichsweise dankbare Art der Finanzierung, da sie – anders als Fremdwährungspapiere – von einer Währungsabwertung nicht direkt betroffen sind. Damit gehören die Zeiten, da eine Erkältung der USA zwangsläufig zu einer Lungenentzündung in den Emerging Markets führte, der Vergangenheit an. Das Wechselkursrisiko für Zins- und Tilgungszahlungen entfällt, die Anfälligkeit für externe Schocks nimmt ab, die Wirksamkeit der inländischen Geldpolitik steigt. Länder wie Brasilien haben so durch die Veränderung der Währungsstruktur ihrer öffentlichen Auslandsschulden ihr Länderrisiko deutlich verringern können. Zudem bieten Lokalwährungsbonds die Chance, einen grösseren Anteil der inländischen Anlagegelder im Inland zu halten.

Tatsächlich werden Bonds in lokaler Währung zunehmend von heimischen Investoren nachgefragt. Insbesondere der Ausbau der Altersvorsorgesysteme schafft Bedarf für langlaufende Papiere, mit denen zukünftige Rentenzahlungen gedeckt werden können. Positive Auswirkungen für diese Assetklasse ergeben sich so auch durch die Ablösung der früher dominierenden kurzfristig orientierten Händler durch stabilitätsorientierte Grossanleger wie Lebensversicherungen, Pensionskassen und Zentralbanken.

Konkret profitieren Anleger von einer Verzinsung, die nicht nur über der

der etablierten Bondmärkte liegt, sondern auch die von Hartwährungspapieren übersteigt. Neben der Chance auf Kursgewinne aus positiven Währungsbewegungen sowie der Zins- und Kreditkonvergenz können Investoren von der Ausnutzung von Ineffizienzen in einem noch mitten im Reifeprozess befindlichen Markt profitieren.

Bei Lokalwährungsbonds gründet das Potential für Bewertungsdifferenzen v.a. in der hohen Komplexität der Papiere. Im Vergleich zu Dollarbonds, die nur zwei Risiken – das US-Zinsrisiko und das Ausfallrisiko – kennen, sind Lokalwährungsbonds über deutlich mehr Risikofaktoren diversifiziert: Währungsrisiken, lokale Zinsrisiken, das Risiko von Kapitalverkehrskontrollen bei inländischen Depots sowie die mit der lokalen Gesetzgebung verbundenen rechtlichen Risiken. Gerade diese Schwierigkeit, die Risiken korrekt zu bewerten, ist es, die für Anlagechancen sorgt.

Wichtiger Baustein für das Core-Satellite-Prinzip

Durch die geringe Korrelation mit Bonds aus den etablierten Industrieländern und Hartwährungsbonds eignen sich Lokalwährungsbonds ideal zur Risiko- und Ertragssteuerung im Portfolio. Auch wenn die Korrelationen zunehmen dürften, je weiter der Konvergenzprozess voranschreitet und je reifer die Anlageklasse wird, geht es hier um einen Zeitraum von Jahren und nicht Monaten.

Zusätzliche Diversifikationsmöglichkeiten bieten sich durch die grosse Auswahl an Finanzinstrumenten in lokaler Währung, die in vielen Staaten

inzwischen von klassischen Bonds über inflationsgeschützte und variabel verzinsliche Papiere, Credit-linked-Notes und Verbriefungen bis zu Derivaten wie Zins- und Währungsswaps reicht. Und die Zahl der Anlagemöglichkeiten nimmt stetig zu. Der JP Morgan GBI-EM-Global Diversified Index enthält bereits 15 Länder, und mindestens 10 weitere attraktive Länder bzw. Währungen stehen zur Aufnahme bereit. Diese Vielfalt ermöglicht es Investoren, unterschiedliche Meinungen zur Zins-, Währungs- und Spreadentwicklung in ihren Portfolios umzusetzen.

Zugleich haben sich mit der Zeit auch die Struktur sowie das strategische Interesse der Investoren an den Emerging Markets positiv verändert. Waren es früher meist kurzfristig orientierte Händler, so dominieren inzwischen stabilitätsorientierte Grossanleger wie Lebensversicherungen, Pensionskassen und auch Zentralbanken. Im Rahmen des heute oft angewendeten Core-Satellite-Prinzips finden die Emerging-Markets-Debts zunehmend ihre anlagestrategische Positionierung als aktive Alpha-Satelliten.

Auch wenn das Anlegerinteresse an diesem Segment bereits stark zugenommen hat und Emerging-Markets-Bonds nach wie vor ein erhöhtes Volatilitätsrisiko bergen, von den Chancen dieser wachstumsorientierten Anlageklasse sollten Investoren mit einem guten Marktverständnis noch eine ganze Weile profitieren können – denn der Kessel ist gut angeheizt und der Zug dürfte weiterhin in Fahrt bleiben.

www.invesco.ch •