

Anlagen in Schwellenländeranleihen – Von Spekulation zu strategischer Allokation

Im Kontext eines global diversifizierten Anleihenportfolios empfiehlt die fundamentale strategische Allokation, etwas mehr als 30% in Anleihen aufstrebender Märkte, sprich Emerging Markets Debt (EMD), anzulegen. Tatsächlich ist der Anteil der aufstrebenden Märkte an der globalen Volkswirtschaft gemessen am nominalen Bruttoinlandprodukt auf über 30% gestiegen. Das EMD-Spezialistenteam der ING Investment Management betrachtet Anlagen in Anleihen aufstrebender Regionen aus einer strategischen Optik.



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Die Entwicklung der EMD in den vergangenen zwei Dekaden zu einer regelrechten Anlageklasse muss als geradezu dramatisch angesehen werden. Der anhaltende globale makroökonomische Trend hat Emerging Markets in eine neue Ära des Wachstums geführt. Tatsächlich ist das in jüngster Vergangenheit beobachtete Wachstum, wenn nicht aller, so doch der wichtigsten Emerging-Markets-Länder und -Regionen, nicht mit der in den 80er und 90er Jahren erlebten Entwicklung zu vergleichen.

Die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und Wirtschaftsführung hat in den Regionen deutlich zugenommen, und das anhaltende Wachstum wird durch fundamentale Veränderungen und Verbesserungen unterstützt. Ursprünglich wurde die politische Disziplin vor allem nach der in Südamerika als «Tequila Crisis» 1994/1995 bekannten Wirtschafts- und Währungs Krise und der Asien-Krise 1997/1998 durch den

Internationalen Währungsfonds und die Kapitalmärkte auferlegt. Seither haben die meisten Regierungen aufstrebender Länder eine orthodoxe makroökonomische Politik adaptiert und können wesentliche Erfolge vorweisen. Nicht abschliessend, jedoch erwähnenswert sind:

- Massive Reduktion der Verschuldung gegenüber ausländischen Gläubigern
- Weitere Liberalisierung der fixen Währungspolitik
- Aufbau von Fremdwährungsreserven
- Inflationssteuerung als Hauptziel der Geldpolitik
- Einführung international anerkannter Buchführungsregeln, verbesserte Unternehmensführung
- Entwicklung des inländischen Kapitalmarktes

Die Entwicklung heimischer Kapitalmärkte zeigt deutlich, welche Erfolge erzielt werden konnten. Ein aktiver und liquider lokaler Markt ist durch eine geringere Verletzbarkeit geprägt und reagiert weniger sensitiv auf externe Schocks. Die Möglichkeiten, Unternehmen und Projekte zu finanzieren, sind breiter diversifiziert und ermöglichen eine stabilere Finanzierungsbasis. Letztendlich entsteht eine deutlich institutionalisierte Investorenbasis, und moderne Finanzintermediäre unterstützen die Marktstrukturen. Mit der Zunahme von Pensions- und Versicherungsgeldern wächst auch die Nachfrage nach längerfristigen Anlagen, was wiederum die Zinskurve in den einzelnen Ländern erweitert. Transparenz, also der Abbau asymmetrischer Informationen, ist ein weiterer Effekt, der durch die Entwicklung lokaler Märkte und die Beteiligung lokaler Investoren geprägt ist. Trans-

parenz ermöglicht letztendlich eine effiziente Verteilung des Produktionskapitals und schafft Vertrauen in die Kapitalmärkte. Die Verbesserung der Rechtsgrundlagen und marktgerechte Regulierung unterstützen die Weiterentwicklung der Kapitalmärkte und ziehen weiter ausländische Investoren an.

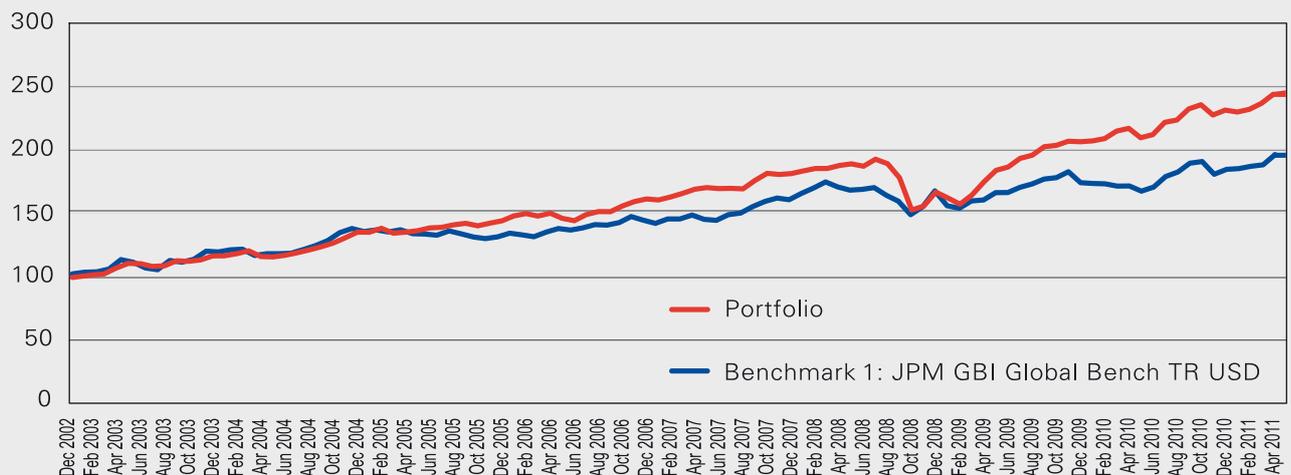
Haupttreiber der Weltwirtschaft

Als echter Stresstest und somit Beweis für den Erfolg der aufstrebenden Märkte kann die Finanzkrise ab dem Jahr 2007 bezeichnet werden, die ihren vorläufigen Höhepunkt im Zusammenbruch der US-amerikanischen Grossbank Lehman Brothers im September 2008 erfuhr. Die Schwellenländer avancierten zum Haupttreiber der globalen wirtschaftlichen Entwicklung und konnten mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2,4% einen positiven Beitrag leisten, während die reifen Volkswirtschaften der G-7-Länder einen deutlichen Rückschlag von -3,4% ihres BIPs verkraften mussten.

Emerging Markets konnten während der Finanzkrise ihre Staatsverschuldung im Vergleich zum BIP auf stabilem Niveau halten und geniessen im Gegensatz zu den OECD-Staaten ein niedriges Niveau von durchschnittlich 40%. Entsprechend attraktiv erscheinen Anleihen von Schwellenländern im Vergleich zu Staatsanleihen entwickelter Staaten. Aber auch Anleihen von Unternehmen, die in Emerging Markets ansässig sind, laufen den industrialisierten Regionen den Rang ab.

Die strategische Re-Allokation weg von reifen hin zu aufstrebenden Regionen ist eine logische Konsequenz, die allerdings genau überlegt sein will. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hebt im jüngsten World Economic Outlook Update (17.6.2011) die Risiken, welche durch ein anhaltend hohes Wachstum, ver-

Strategisches EMD-Portfolio in US\$, vor Kosten



Quelle: Morningstar, ING Investment Management; Komponenten: JPM CEMBITR, JPM ELMITR, JPM EMBITR, JPM GBI EMTR

bunden mit starkem Kapitalzufluss, einhergehen, hervor. Global gesehen kämpfen die meisten entwickelten Volkswirtschaften nach wie vor mit geringem Wachstum, während das starke Wachstum in Emerging Markets weiter anhält. Dieses Ungleichgewicht kann letztlich wieder zu Instabilitäten führen, zumal gerade die strukturellen Gründe in den USA und Europa nicht zu vernachlässigen sind. Mit anderen Worten, das Risiko für einen Rückschlag nimmt zu: auf der einen Seite aufgrund der Schwächen in den USA und der Eurokrise, auf der anderen Seite aufgrund der Überhitzungsgefahr in Emerging Markets. Nicht zu vergessen ist die Situation, in der sich Japan befindet.

Vier Segmente – strategische Allokation

In Anbetracht der Risiken sollte ein Engagement in Emerging Markets Debt durch eine strategische Allokation getätigt und einen professionellen Asset Manager gesteuert werden. Bisher gibt es vier EMD-Anlagesegmente:

EMD Hard Currency Staatsanleihen: Dieses am weitesten entwickelte Segment bietet Investoren den Zugang zu Ausfallrisiken der Schwellenländer und zu Zinsrisiken reifer Volkswirtschaften. Die Rendite erwirtschaftet sich also aus Veränderungen der «risikofreien Zinssätze» industrialisierter Staaten (z.B. US-Staatsanleihen) und den Veränderungen der «Credit Spreads» der Schwellenländerstaaten.

EMD Hard Currency Unternehmensanleihen: Das jüngste EMD-Segment bietet Investoren Zugang zu Kreditrisiken und Bonitätsrisiken der in Schwellenländern ansässigen Unternehmen. Die in harter Währung ausgegebenen Anleihen bleiben den Zinsrisiken industrialisierter Staaten ausgesetzt.

EMD Local Currency Staats- und Unternehmensanleihen: Einheimische Staats- und Unternehmensanleihen in lokaler Währung stellen das grösste Segment des EMD-Anlageuniversums dar. Sie verschaffen Investoren primär Zugang zu den heimischen Zins- und Währungsrisiken. Anleger können vom Aufwertungspotenzial lokaler Währungen profitieren.

EMD Local Currency Money Market: Das liquideste Segment bietet Zugang zu Währungsrisikoprämien und realen Währungsaufwertungschancen bzw. Währungsabwertungsrisiken. Momentan unterliegen die Währungen der Schwellenländer einem strukturellen Trend. Aufgrund der relativen Stärke ihrer Volkswirtschaften und dem soliden Produktivitätswachstum dürfte der Aufwertungsdruck gegenüber Währungen wie dem US-Dollar oder dem Euro weiter zunehmen.

Die treibenden Kräfte hinter diesen vier Segmenten sind vielfältig und erfordern von den Investoren eine genaue Betrachtung und Auswahl. Gerade die unterschiedlichen Risiken bieten aber

auch ein interessantes Diversifikationspotenzial. Dem Anleger stellt sich die Frage, ob mit den vier Segmenten ein optimales Portfolio gebildet werden kann, welches Risiken und Rendite ausbalanciert. Eine mögliche Vorgehensweise ist die historische Betrachtung der Renditen und Korrelationen, um im «mean-variance» Optimierungsverfahren ein strategisches Portfolio zu bilden. Eine weitere Vorgehensweise basiert auf der relativen Marktkapitalisierung unter Annahme zukünftiger Wachstumsraten.

Die Analysen unseres EMD-Teams kombinieren die beiden Ansätze und empfehlen ein strategisches Portfolio aus 25% Staatsanleihen und 15% Unternehmensanleihen in harter Währung sowie 35% Anleihen und 25% Geldmarktinstrumenten in lokaler Währung. Die Grafik zeigt den Verlauf des strategischen Portfolios in US\$ bei monatlich konstant gehaltener Allokation (basierend auf entsprechenden J.P. Morgan Indexreihen, vor Kosten). Das Portfolio dient als Ausgangslage, die durch eine taktische Allokation entsprechend den Marktaussichten angepasst wird.

Mit der Weiterentwicklung der Anlageklasse EMD werden sich sicherlich weitere attraktive Opportunitäten bieten. Festzuhalten ist aber, dass jeglicher Entscheidung einer genauen fundamentalen Betrachtung bedarf, welche Bewertung und technische Marktfaktoren nicht vernachlässigen darf.

alfonso.papa@ingim.com
www.ingim.com