



Hintergrund
Juli 2011

Total Return-Konzepte mit
Emerging Markets Debt

**Neue Adresse ab dem 1. August 2011:
Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt am Main**

©2011. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Total Return-Konzepte mit Emerging Markets Debt

- ◆ Während den entwickelten Ländern aufgrund der Kosten der Rettung des Bankensystems in der Finanzmarktkrise und der Folgen der demographischen Entwicklung für die Kosten der Sozialsysteme langfristig ein Schuldendilemma droht, werden die Emerging Economies zum „Lender of Last Resort“ der Welt.
- ◆ Viele Investments in den Emerging Markets bieten vor dem Hintergrund der besseren Fundamentaldaten der Emerging Markets eine Anlagealternative auch für den konservativen Anleger. Die Marktkapitalisierung und die Liquidität aller Assetklassen der Emerging Markets sind in den letzten Jahren stark angewachsen, so dass sich immer mehr Möglichkeiten bieten.
- ◆ Trotz der Vorzüge der Emerging Markets sind die Anleger selbst nach den Investmentzuflüssen der letzten Jahre extrem untergewichtet, was ihre Emerging Markets Investments angeht. Dies sollte und wird sich in den nächsten Jahren deutlich verändern.
- ◆ Die Emerging Markets sind keine exotische Anlageregion mehr, sondern erfordern eine Allokationsentscheidung wie der Heimatmarkt auch. Es lohnt sich, bei Emerging Market Investments über eine breit angelegte Asset Allocation und breit diversifizierte Portfolios nachzudenken.
- ◆ Für den deutschen Investor dürfte die Assetklasse Emerging Market Debt (Anleihen in Hartwährungen und Anleihen in Lokalwährungen) an Bedeutung gewinnen. Die Anleihen der Emerging Markets sind vor dem Hintergrund der Organisation und der Investmenterfahrungen deutscher Anleger die natürliche Alternative zu europäischem Fixed Income.
- ◆ Das eigentliche Argument für einen deutschen Investor, in EMD zu investieren, sind die höheren risikoadjustierten Returns der Assetklasse im Vergleich zu den typischen Euroland-Anlagen. Das europäische Niedrigzinsniveau scheint die eigentlichen Risiken, insbesondere von kerneuropäischen Staatsanleihen, nicht mehr akkurat einzupreisen. EMD bietet als Investment in Märkte mit besseren Fundamentaldaten als die entwickelte Welt eine sinnvolle Ergänzung (Alternative?) zu den klassischen Eurolandrenten. Dazu kommt die über weite Phasen niedrige Korrelation zwischen EMD und den europäischen Märkten.
- ◆ Wir halten einen EMD Total Return-Ansatz, der in alle Anlagealternativen investiert, die der EMD-Markt bietet, um positive absolute Erträge zu generieren, für eine sehr zielführende Anlagealternative. Lazard Asset Management verfügt über Investmentspezialisten mit einer langen Erfahrung und bietet die Strategie sowohl als Spezial- wie auch als Publikumsfonds an.

Total Return-Konzepte mit Emerging Markets Debt

„Lasst China schlafen, denn wenn es erwacht, wird die Welt erzittern“. Man weiß nicht, ob Henry Kissinger und Richard Nixon sich dieses Zitats, das meist Napoleon Bonaparte zugeschrieben wird, bewusst waren, als sie 1971/72 das Reich der Mitte aus der Jahrhunderte währenden Isolation holten, aber man weiß heute, dass in diesem Zitat ein Hauch von Wahrheit steckt.

Der erste Besuch eines US-Präsidenten in der Volksrepublik China im Jahr 1972 war ein wichtiges Vorspiel der Machtübernahme von Deng Xiaoping in China in 1979, die schließlich zu einer völlig veränderten chinesischen Politik im Sinne eines marktorientierten Pragmatismus und einer weitgehenden Öffnung führte.¹ Seit diesem Zeitpunkt sind die Globalisierung und die Integration der Emerging Markets in die Weltwirtschaft die wichtigsten Faktoren der Weltpolitik. Es ist kein Zufall, dass um diese Zeit der pejorative Begriff „Dritte Welt“ allmählich durch die „Emerging Markets“ (erstmalig verwendet von Antoine van Agtmael, Weltbank) abgelöst wurde.²

Die Weltwirtschaftsordnung wurde seitdem tatsächlich erschüttert, stark beschleunigt zunächst durch das Verschwinden des „Eisernen Vorhangs“ Ende der 1980er Jahre und dann noch einmal durch die Finanzmarktkrise 2007-2009. Seitdem wurde die sogenannte entwickelte Welt mit vielen schmerzlichen Wahrheiten konfrontiert, zum Beispiel mit der, dass sich der „Mittelpunkt der Welt“ allmählich nach Osten verschiebt und dass die bisher dominierenden Wirtschaftsmächte permanent an Kraft und Einfluss verlieren. Mehr noch: durch die politische Misswirtschaft und die explodierende Überschuldung der letzten Jahrzehnte verliert „das westliche Modell“ ideologisch an Strahlkraft.

Es ist bezeichnend, dass die Volkswirtschaften der Emerging Markets noch Anfang der 1980er Jahre auf Basis von Kaufkraftparitäten erst knapp ein Drittel der Weltwirtschaft ausmachten, heute aber schon mehr als die Hälfte. In den letzten fünf Jahren trugen die Emerging Markets gar rund vier Fünftel zum globalen realen BIP-Wachstum bei und dies während einer globalen Weltwirtschaftskrise, angesichts derer man früher vermutet hätte, dass gerade die „Dritte Welt“ besonders leiden müsste.³ Insgesamt muss man also von einem echten Paradigmenwechsel sprechen, den

ein zukunftsorientierter Kapitalanleger in seinen Anlagen widerspiegeln muss.

Was tun?

Es stellt sich die Frage, wie die internationalen Kapitalanleger auf diese „neue“ Entwicklung reagiert haben. In der Theorie effizienter Kapitalmärkte soll das Kapital in die effizienteste Verwendung fließen und die Zukunft auf Basis rationaler und voll informierter Entscheidungen früh diskontiert werden. Kapitalanlagen mit überlegenen risikoadjustierten Ertragserwartungen werden (gemäß Theorie) Übergewichtet, was das Kapital in die Anlagen der effizientesten Verwendung allokiert.

Nichts ist weiter von der Wirklichkeit entfernt als diese Annahmen. Obwohl der Anteil von Auslandsanlagen an den gesamten Kapitalanlagen bei den meisten Anlegergruppen in den letzten Jahren stetig angewachsen ist, weisen deren Investments in allen Assetklassen noch immer einen ausgeprägten Home Bias, eine überprozentuale Gewichtung des Heimatmarktes im Vergleich zur Marktkapitalisierung, auf. Die Emerging Markets als Anlageregion sind viel geringer allokiert, als es der Marktkapitalisierung entspricht, ganz zu schweigen von der Berücksichtigung der besseren Fundamentaldaten und höheren Ertragserwartungen. Angesichts der überlegenen Performance der Assets der Emerging Markets im Vergleich zur entwickelten Welt in der letzten Dekade haben die Anleger daher extrem ineffizient agiert.⁴

Zudem stellt man fest, dass sich die Anleger bei ihren begrenzten Emerging Markets Investments bisher stark auf den Bereich der Aktien von hochkapitalisierten Unternehmen konzentriert haben, während alle anderen Anlageklassen noch stärker vernachlässigt wurden.⁵ Als Grund dafür wird genannt, dass man durch Investitionen in die (multinationalen) Großunternehmen der Emerging Markets besonders einfach das zu erwartende hohe Wachstumspotential der Emerging Markets mit liquiden Investments abschöpfen könne. Dazu komme der naheliegende Wunsch der Orientierung an den bekannten kapitalisierungsgegewichteten Aktienindizes beispielsweise von MSCI oder

S&P, die sich naturgemäß auf große Werte (in relativ wenigen Ländern) konzentrieren.

Man muss vor diesem Hintergrund dringend darauf hinweisen, dass der Zusammenhang zwischen dem Wirtschaftswachstum eines Landes oder einer Region und der Wertentwicklung der jeweiligen marktkapitalisierungsgewichteten Aktienindizes sehr schwach ist, ganz besonders in den Emerging Markets.

Zum einen kommt es für den Erfolg eines Aktieninvestments immer darauf an, ob das zu erwartende starke Wachstum eines Landes zum Zeitpunkt des Aktieninvestments aufgrund hoher Bewertungen in den Preisen bereits vorweggenommen wurde oder nicht (schließlich sollen Aktien die Zukunft eskompensieren). Zweitens ist wegen Corporate Governance-Problemen in vielen Emerging Markets oft keineswegs sicher, dass ein hohes Wirtschaftswachstum auch zu hohen Erträgen für die Unternehmen und den Aktieninvestor führt.⁶ Drittens sind Länder und Regionen mit hohem Wachstum oft mit den makroökonomischen Folgen von Überhitzung wie Inflation, Leistungsbilanzdefiziten und schwachen Währungen oder steigenden Zinsen konfrontiert, was die positiven Folgen des hohen Wachstums für die Unternehmensgewinne überkompensieren kann. Schließlich rührt das hohe Wirtschaftswachstum in vielen Ländern mit Entrepreneur-Charakter auch vom informellen Sektor oder Klein- und Familienunternehmen her und kommt den großkapitalisierten Unternehmen nur begrenzt zu Gute.⁷

Aus diesen Überlegungen lassen sich zwei Schlussfolgerungen ziehen. Zum einen sind fast alle Anleger extrem untergewichtet, was ihre globalen Anlagen, insbesondere aber ihre Emerging Markets Investments, angeht. Dies sollte und wird sich in den nächsten Jahren deutlich verändern. Zweitens müssen die Anleger bei der möglichen Umallokierung über den Tellerrand der einfachen Allokation in die Aktien von Großunternehmen der Emerging Markets hinaus denken. Die Emerging Markets sind keine exotische Anlageregion mehr, sondern erfordern eine Allokationsentscheidung wie der Heimatmarkt auch. Man kann sogar argumentieren, dass die Unterschiede zwischen Emerging Markets und entwickelten Ländern immer mehr verschwinden.⁸ Es lohnt sich, bei Emerging Markets Investments über eine breit angelegte Asset Allocation und breit diversifizierte Portfolios nachzudenken.

Neben den klassischen Blue Chip-Investments gibt es auch in den Emerging Markets einen stark wachsenden Markt für Small und Micro Caps, Private Equity,

Hedge Funds, aber auch einen breit diversifizierten Rentenmarkt mit Staatsanleihen in Hart- und Lokalwährungen, Geldmarkt- und Währungskonzepten, Inflation Linked Bonds, Unternehmensanleihen und HY-Produkten.⁹

Fehlallokation deutscher Investoren?

Ein Blick auf das Verhalten der deutschen Investoren ist in diesem Kontext besonders verblüffend. Hier lässt sich einerseits eine im Vergleich zu anderen Regionen übergroße Bedeutung von Fixed Income bei der Asset Allocation feststellen. Andererseits liegt bei allen Assetklassen ein stark ausgeprägter Home Bias bzgl. Deutschland und Euroland vor. Der absolut überwiegende Teil der Kapitalanlagen ist also in Euroland-Staatsanleihen, Schuldscheinen, Namenspapieren und Pfandbriefen konzentriert und dies, obwohl die EWU-Krise der letzten Jahre deutlich gezeigt hat, dass gerade im Bereich dieser Papiere auf lange Sicht extreme Risiken bestehen.

Letztlich haben die (kurzfristige) Risikoaversion vieler Investoren und die Zwänge der staatlichen Regulierung fast die gesamte Investorenschaft in einem wahren Lemminge-Rennen in konzentrierte Euroland-Rentenportfolios getrieben, was langfristig ein systemisches Risiko geradezu herausfordert. Stichworte wie Transferunion, Staatsbankrott, staatliche Eingriffe und langfristige Inflationsrisiken dürften dabei vielen deutschen Anlegern unruhige Nächte verschaffen. Wie sicher ist der Credit Deutschland (ganz zu schweigen von anderen Euroländern) in diesem Umfeld auf lange Sicht?

Die Emerging Markets haben in der Finanzmarktkrise bewiesen, dass sie nicht mehr die Wackelkandidaten der Vergangenheit sind. Die starken Investmentzu- und abflüsse in diesen Assetklassen haben zwar zu starken Bewegungen und vorübergehenden Verlusten geführt, aber diesmal haben sich in der Krise die überlegenen Fundamentaldaten schnell behauptet. Die Emerging Markets sind aus der Finanzmarktkrise schneller und in besserer Verfassung hervorgegangen als nach jeder anderen Krise zuvor.¹⁰

Dennoch ist klar, dass Emerging Markets-Aktien wegen ihrer hohen Volatilität für die meisten deutschen Investoren auf Basis der Regularien lediglich begrenzte Portfoliobeimischungen sein können. Ganz anders sind jedoch die Rentenmärkte der Emerging Markets zu sehen, deren zu erwartende riskoadjustierten Erträge der

Aktienseite nicht unbedingt hinterher hinken müssen (vgl. Abbildung 1).¹¹

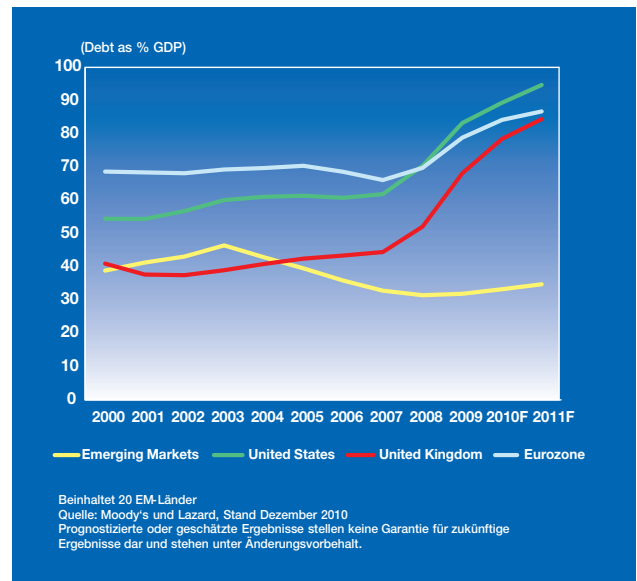
Abbildung 1: Performance Emerging Markets Debt im Vergleich zu anderen Assetklassen



Die übergroße Gewichtung von Fixed Income in Euroland kann auf Dauer nicht die Lösung für die Kapitalanlage sein.¹² Globale Fixed Income Investments, die wegen der ähnlich gelagerten Schuldenprobleme in Japan und in den USA die Emerging Markets in starkem Maße miteinbeziehen, sind auf lange Sicht unverzichtbare Portfolioebausteine für den deutschen institutionellen Investor.

Es kann nicht falsch sein, im Bereich der Staatsanleihen den Bereich der Emissionen der Länder stark zu gewichten, die gering verschuldet sind, Leistungsbilanzüberschüsse aufweisen, Währungsreserven aufgebaut haben und nicht unter einem Wachstumsproblem leiden, das die Schuldenbedienung erschwert (und gleichzeitig Renditeaufschläge zu europäischem Fixed Income bieten). Diese Länder sind in den Emerging Markets zu finden (vgl. Abbildung 2).¹³

Abbildung 2: Fallende Schuldenquote in den Emerging Markets



Emerging Markets Debt

Dass der Rentenmarkt der Emerging Markets kein zu vernachlässigender Satellit der globalen Rentenmärkte mehr ist, sondern fast schon ein Kerninvestment, zeigt die Tatsache, dass Emerging Markets Debt (EMD) mittlerweile mit einem Volumen von rund acht Billionen USD im Vergleich zu einer gesamten Marktkapitalisierung der globalen Rentenmärkte von etwa 41 Billionen USD fast 20% des gesamten globalen Rentenmarkts ausmacht. Dabei ist allerdings zu beachten, dass davon rund die Hälfte auf China und Indien entfällt und für den Auslandsinvestor nicht wirklich investierbar ist. Den verbleibenden Prozentanteil von 10% EMD am Weltrentenmarkt sollte ein globaler Investor gemäß der Kapitalmarkttheorie allerdings in etwa in seinem Rentenportfolio halten, wovon die meisten deutschen Investoren weit entfernt sind (vgl. Abbildung 3).¹⁴

Abbildung 3: Gesamte globale Bondmarktkapitalisierung

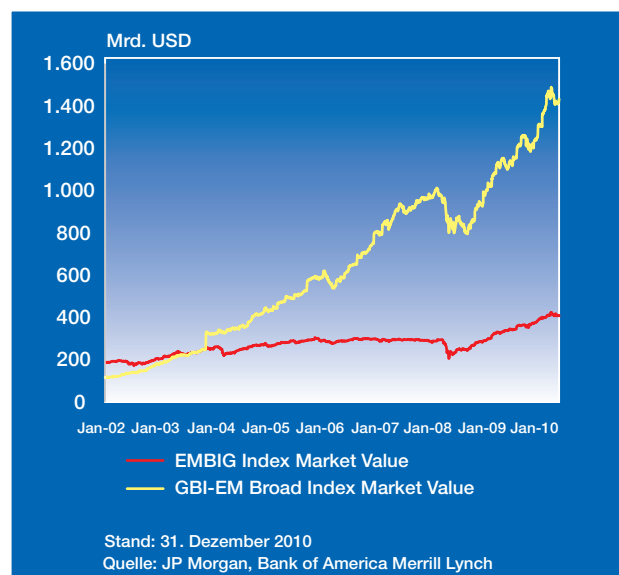


Bei diesen Zahlen zu EMD sind zwei Dinge bemerkenswert. Historisch gesehen waren über Jahrzehnte die sogenannten Emerging Market Hard Currency Bonds (meistens in USD, manchmal in JPY, GBP, DEM, EUR) die dominierende Assetklasse. Die Entwicklungsländer waren wegen ihrer Unterentwicklung und Schwäche nicht in der Lage, Papiere in der eigenen Währung zu emittieren, sondern mussten auf Anleihen in Währungen der entwickelten Welt (aus Sicht der Emerging Markets, also Fremdwährungsanleihen) ausweichen.

Wie stark sich die Zeiten geändert haben, zeigt die Tatsache, dass es einem mittlerweile schwer fällt, sich die Währungen der USA, Großbritanniens, Eurolands oder Japans wirklich als Hartwährungen gegenüber den Emerging Markets-Währungen vorzustellen. Diese Zeiten sind wohl für immer vorbei. Der Fixed Income-Markt basierend auf den Lokalwährungen der Emerging Markets, Emerging Markets Local Bonds, wächst schon einige Zeit viel stärker als der traditionelle Hartwährungsmarkt. Mittlerweile sind die Märkte der Bonds in Lokalwährungen von der Kapitalisierung her vier- bis fünfmal so groß wie der Hartwährungsmarkt.

Das überproportional starke Wachstum der Lokalwährungsmärkte etwa seit 2004 spiegelt sehr gut die Betrachtung des Marktwertes (in Mrd. USD) der gängigen (globalen) Emerging Markets-Rentenindizes wieder; für die Hartwährungen ist das der EMBI Global Diversified Index, für die Lokalwährungen der GBI-EM Broad Index, beide von JPMorgan (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4: Marktwert von Hart- und Lokalwährungsindizes



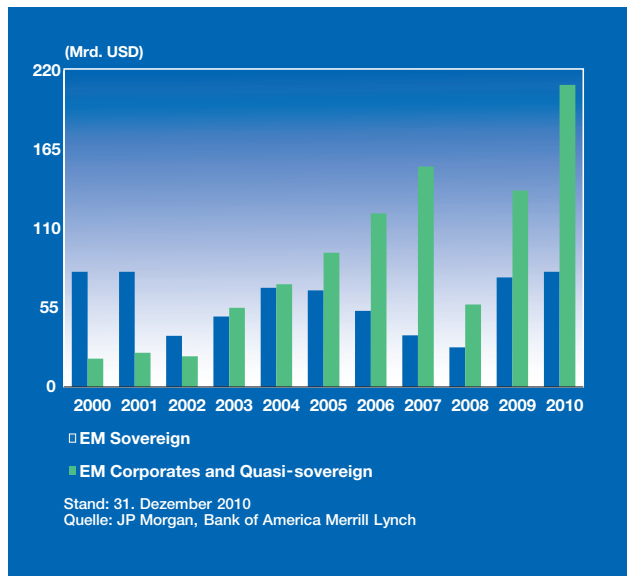
Für die Emerging Markets ist dies ein entscheidender Quantensprung. Ihre Wirtschaftsentwicklung verläuft viel stabiler, wenn sie sich in der eigenen Währung verschulden können, als wenn sie auf Fremdwährungsverschuldung angewiesen sind. In der Vergangenheit waren sie damit von Währungsschwankungen, die oft von reinen Portfolioumschichtungen verursacht werden, völlig abhängig.

Dies ist auch für den deutschen Anleger eine wichtige Entwicklung, weil die gesunkene Abhängigkeit der Finanzierung der Emerging Markets von Entwicklungen im Ausland diese Regionen auch unter dem Gesichtspunkt der Kapitalanlage risikoärmer und robuster gemacht hat. Aus diesem Grund gibt es Bestrebungen von internationalen Institutionen (Weltbank, OECD, EZB, Bundesbank), den Aufbau von Lokalmärkten in den Emerging Markets auch für bisher zurückgebliebene Regionen zu fördern.¹⁵

Der zweite wichtige Aspekt ist die Frage, in welchen Segmenten der Rentenmarkt der Emerging Markets eigentlich wächst. Wie man aus den immer höher verschuldeten Staaten in der entwickelten Welt kennt, sind steigende Marktvolumina in Rentenmärkten zwar von der Liquidität her begrüßenswert, als Signal für die Verfassung der Emittenten allerdings nicht immer positiv zu beurteilen. Hier sind in den Emerging Markets zwei positive Aspekte zu nennen.

Zum einen wachsen zwar die Emissionsvolumina, aber das Wachstum ist in vielen Segmenten kleiner als das Wirtschaftswachstum, so dass die Schuldenquoten eher zurückgehen. Insofern sind die wachsenden Emissionsvolumina Zeichen einer großen Wirtschaftsdynamik, eines verbesserten Marktzugangs sowie erleichteter Finanzierungsbedingungen, aber kein Signal dafür, dass die Emittenten Probleme haben oder die Überschuldung wächst. Dies unterstreicht die Tatsache, dass in den Emerging Markets im Gegensatz zu Euroland weniger die Emissionsvolumen der staatlichen als vielmehr die der privaten Emittenten stark angestiegen sind (vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Hartwährungsemissionen – Staats- und Unternehmensanleihen



Investieren in EMD

Das eigentliche Argument für einen deutschen Investor, in EMD zu investieren, sind die höheren risikoadjustierten Returns (i.e. Sharpe Ratios) der Assetklasse im Vergleich zu den typischen Euroland-Anlagen, sowohl historisch als auch – unserer Meinung nach – in Zukunft. Das europäische Niedrigzinsniveau scheint die eigentlichen Risiken insbesondere von den Staatsanleihen Kerneuropas nicht mehr akkurat einzupreisen, weil die Flucht in die (vermeintliche) Sicherheit und das immer schlimmer werdende Kurzfristdenken alle Analyse verdrängt.

EMD bietet als Investment in Märkte mit besseren Fundamentaldaten als die entwickelte Welt eine sinnvolle Ergänzung (Alternative?) zu den klassischen Eurolandrenten. Dazu kommt die über weite Phasen niedrige Korrelation zwischen EMD und den europäischen Märkten (vgl. Abbildung 6).

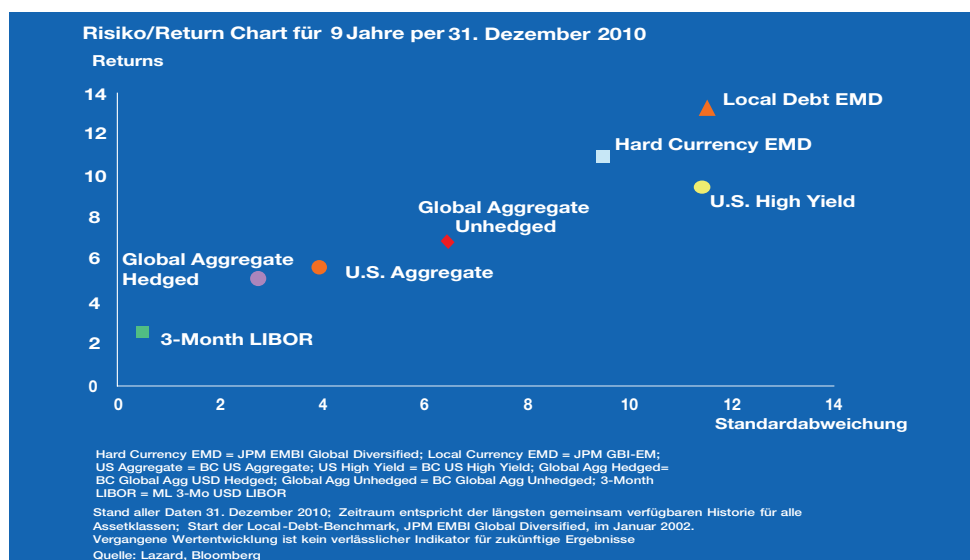
Für die meisten Investoren stellt sich die Frage, ob sie eher in Hartwährungen oder in die Lokalwährungsanleihen der Emerging Markets investieren sollen. Hartwährungsanleihen waren historisch gesehen die erste Wahl, aber – wie beschrieben – ändert sich das allmählich.

Die Argumente für die langjährige Bevorzugung der Hartwährungen bei vielen Investoren sind ziemlich offensichtlich. Ein Investor aus dem Dollar- oder dem Euroraum hat mit Anlagen in den Hartwährungsanleihen der Emerging Markets ein geringeres bzw. ein viel leichter zu steuerndes Währungsrisiko und ein geringeres „Asset-Liability-Mismatch“. Der Umgang in House und die eigene Rechtfertigung bei Problemen ist mit solchen Investments für die meisten Investoren viel einfacher. Schließlich ist für viele Investoren attraktiv, dass die Duration dieser Anlageklasse relativ lang ist (viele Versicherer beispielsweise brauchen auf der Aktivseite Duration wegen der langen Passivseite).

Allerdings hatte man im Bereich der Hartwährungen lange das Problem, dass das Länderportfolio relativ konzentriert war mit großen Wetten auf einzelne Länder und mit einer starken Konzentration auf Südamerika (historisch waren Brasilien, Argentinien, Mexiko und Russland die größten Emittenten von Dollaranleihen).

Abbildung 6: EM Debt in einer breiteren Fixed-Income-Perspektive

EM Debt hat andere Assetklassen outperformt, sowohl absolut als auch risikoadjustiert



Dies hat sich mittlerweile zwar geändert – wir beobachten mittlerweile mehr als 70 Länder, die Hartwährungsanleihen emittiert haben – aber die Indexanbieter haben das noch nicht nachvollzogen. Die Marktindizes basieren auf einer beschränkten Zahl von Ländern, so dass Benchmarkinvestments nur eine beschränkte Diversifikation bieten.

Nachteilig ist bei den Hartwährungsanleihen der Emerging Markets, dass der Anleger weitgehend in USD investiert ist und damit relativ eng an den Zinszyklus der USA, die FED und die USD-Entwicklung angebunden. Für die Performance dieser Assetklasse ist die Performance des US-Rentenmarktes und des USD ein wichtiger Faktor. Damit ist aus Sicht der Anleger aus der entwickelten Welt der Diversifikationseffekt der Assetklasse Hartwährungen geringer als mit Lokalwährungen. Dies ist aus unserer Sicht nur beschränkt sinnvoll, weil die meisten Anleger, die in EMD investieren, gerade eine Diversifikation wegen der Gefahr einer systemischen Schwäche von USD und EUR suchen.

Zudem wächst der Hartwährungsmarkt nicht mehr so dynamisch, so dass das Anlageuniversum fast stagniert. Wegen der wachsenden Bedeutung der Lokalwährungen weiß man langfristig nicht so recht, welche Entwicklung der Hartwährungsmarkt nimmt und wie seine Zukunft aussieht (oder kann man langfristig gerade deshalb Knappheitsprämien erwarten?).

Die Argumentation im Bereich Lokalwährungsanleihen ist logischerweise genau umgekehrt. Lokalwährungsanleihen bieten historisch einen stark wachsenden, liquider und breiter werdenden Markt. Sie offerieren die höheren risikoadjustierten Returns und die bessere (Währungs-)Diversifikation als Assetklasse, sind aber wegen der Währungsvielfalt komplizierter, mit komplexeren Risiken versehen und für die meisten Anleger in House schwieriger zu organisieren.

Was die Länderkonzentration der Lokalwährungsanleihen angeht, muss man ähnlich differenziert argumentieren wie im Hartwährungsbereich. Die Zahl der Länder in den Benchmarkindizes ist relativ klein, weil sich die Indexanbieter auf einige wenige große Länder fokussieren. Das eigentliche Länderuniversum ist aber viel breiter. Eine große Zahl von Emerging Markets, auch viele kleine Länder, haben mittlerweile Lokalwährungsanleihen emittiert. Lazard Asset Management beobachtet mehr als fünfzig Länder im Lokalwährungssegment.

Insgesamt ist die Länderkonzentration in den gängigen Benchmarkindizes ein starkes Argument für aktives Management sowohl von Hartwährungs- als auch von Lokalwährungsanleihen und ein Grund für die Abkehr von der Orientierung an kapitalisierungsgewichteten Benchmarkindizes. Durch eine viel breitere Streuung, als es die verbreiteten Indizes nahelegen, kann man den Handlungsspielraum von EMD verbreitern und das Risiko besser streuen.¹⁶

Aktives Management von EMD Investments

Wir haben bisher immer von den Emerging Markets bzw. von Emerging Market Debt gesprochen. Dabei haben wir gewissermaßen unterstellt, dass dies eine geschlossene Assetklasse ist und man den einzelnen Ländern der Emerging Markets gerecht wird, in dem man pauschal über sie als Anlageregion redet. So einfach ist das natürlich nicht. Die Unterschiede der Länder innerhalb der Emerging Markets sind gigantisch. Genauso wenig wie man Griechenland und Norwegen einfach als entwickelte Länder gleichsetzen kann, ist dies für Brasilien, die Philippinen und Ghana als Emerging Markets zielführend.

Im Gegenteil sind Emerging Markets Investments Paradebeispiele für Assetklassen, in denen aktives Management gefordert ist, weil die fundamentalen Unterschiede der einzelnen Länder, Währungen, Märkte und Marktsegmente so groß sind. Wie bereits bei der Besprechung der Benchmarkindizes erwähnt, haben wir es mit sehr breiten Anlageuniversen zu tun, deren Nachbildung über Indizes als Basis einer Investition wenig Sinn macht.

Als Beispiel, wie differenziert der Anleger an die Analyse der jeweiligen Märkte herangehen muss, zeigt die folgende Abbildung jene Entscheidungsfaktoren, die Lazard Asset Management bei Währungsinvestments heranzieht. Auf die Währungen der Länder der Emerging Markets wirken eine Fülle von Einflussfaktoren ein, oft auch politische Entscheidungen, Währungsmanipulationen, Investmentströme und Risikoaversionseffekte, die wegen der oft hohen Volatilität der Währungen und der regelmäßigen Überhitzung von Volkswirtschaften und Märkten in jedem Einzelfall sehr sorgfältig und sensibel abgewogen werden müssen, bevor man ein Währungsinvestment tätigt (vgl. Abbildung 7).

Abbildung 7: EM Währungsuniversum – Entscheidende Faktoren

	Yield	External Fundamentals	Sensitivity to Risk Appetite	Commodities Sensitivity	Sensitivity to USD NEER	Sensitivity to EUR\$	FX Intervention/ CapConRisk	Volatility	Downside
ARS	High	Neutral	Low	Low	Low	Low	High	Low	Medium
BRL	High	Vulnerable	High	Medium	Medium	Low	Medium	Medium	High
MXN	Medium	Neutral	Medium	Medium	Medium	Low	Low	Medium	Medium
COP	Low	Neutral	High	Low	Medium	Low	Medium	High	High
PEN	Low	Good	Low	Low	Low	Low	High	Low	Low
CLP	Medium	Good	Medium	Low	Medium	Low	High	High	High
KRW	Medium	Good	Medium	Low	Medium	Medium	Medium	High	Medium
SGD	Low	Good	Low	Low	Low	Medium	Low	Low	Low
INR	High	Vulnerable	Medium	Low	Low	Low	Low	Medium	Medium
CNY	Low	Good	Low	Low	Low	Low	High	Low	Low
TWD	Low	Good	Low	Low	Low	Low	Medium	Low	Low
THB	Low	Good	Low	Low	Medium	Low	High	Low	Low
PHP	Low	Good	Low	Low	Low	Low	Medium	Medium	Low
IDR	Medium	Good	Medium	Low	High	Low	Medium	Medium	Medium
MYR	Low	Good	Low	Low	Low	Low	Medium	Low	Low
ZAR	High	Vulnerable	High	Medium	Low	Medium	Low	High	High
RON	High	Vulnerable	Medium	Low	Medium	High	Low	High	High
ILS	Low	Good	Low	Low	Low	Low	High	Medium	Medium
CZK	Low	Neutral/Deteriorating	Low	Low	Low	High	Low	High	Medium
RUB	Medium	Good	Low	High	Low	Low	Medium	Medium	Medium
HUF	High	Neutral/Improving	Medium	Low	Low	High	Low	High	High
PLN	Medium	Neutral	Medium	Low	Medium	High	Low	High	High
TRY	High	Vulnerable	High	Low	High	Low	High	High	High
EGP	High	Vulnerable	Low	Low	Low	Low	High	Low	Medium

Quelle: Lazard; Stand April 2011

Emerging Markets Debt Total Return

Aufgrund der Fülle von Anlagealternativen am Rentenmarkt der Emerging Markets und der Masse an Opportunitäten für aktives Portfolio Management dürfte es nicht überraschend sein, dass das Erzeugen von absoluten (positiven) Erträgen, also die weitgehende Abkopplung von den Benchmarks und der reinen Marktperformance durch freies, aktives Management, die eigentliche Königsdisziplin von EMD-Konzepten ist.¹⁷ Der Total Return Manager wählt aus der Masse der Anlagealternativen – inklusive einer Entscheidung über die Höhe der Kassehaltung (in USD oder EUR) zur Risikosteuerung – dasjenige Portfolio aus, das ihm für das Erzeugen stabiler positiver jährlicher Erträge opportun erscheint. Im Markt spricht man im Allgemeinen von EMD Total Return.

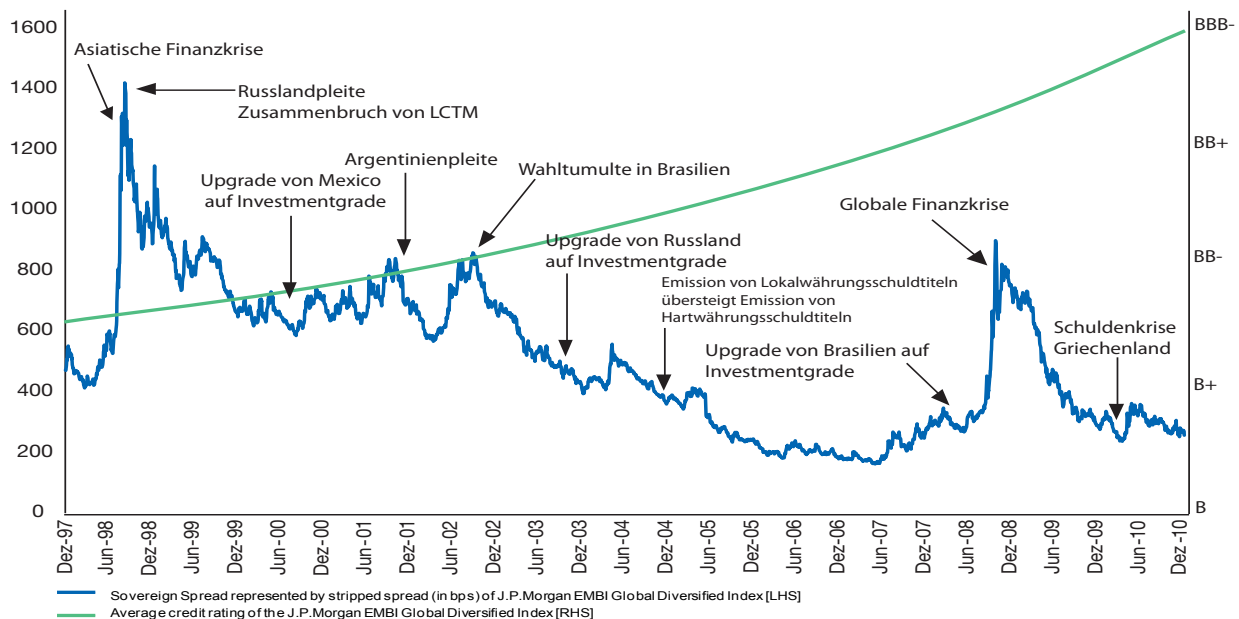
Dabei muss man sich den Investmentprozess von EMD Total Return-Ansätzen als Kombination von Top Down und Bottom Up-Entscheidungen vorstellen. Die grundlegendste Top Down-Entscheidung ist immer die, mit welcher Investitionsquote man im Rahmen des Total Return-Konzeptes überhaupt in EMD investiert. Möglicherweise präferiert man eine hohe Kassaquote, weil vom politischen, regularischen oder makroökonomischen Umfeld Gefahr in Verzug ist, was starke Investmentflows aus der Assetklasse auslösen könnte.

Auf der Top Down-Ebene weitere wichtige Entscheidungsebenen sind die, ob man in Hartwährungen oder Lokalwährungen investiert, wie man Staatsanleihen,

Agencies, Unternehmensanleihen und andere Marktsegmente gewichtet oder in welche Branchen, Länder und Währungen man wie investiert. Auch die Entscheidungen über mögliche Währungsabsicherungen oder begrenzte Short-Positionen sind grundlegende Top Down-Entscheidungen. Ergänzt wird dieser Top Down-Prozess durch eine sorgfältige Einzeltitelselektion auf Basis der Bottom Up-Fundamentalanalyse.

Gerade die Möglichkeit, zeitweise hohe Kassequoten zu fahren, ist für die Erzeugung absoluter Erträge von grundlegender Bedeutung. Der EMD-Markt ist stark von Investmentzu- und abflüssen getrieben und die Spreads von EMD zum entwickelten Markt können sich schnell einengen und weiten. Daher benötigt der Total Return-Fondsmanager dringend die Möglichkeit zu entscheiden, wann Zinsaufschläge des Marktes zum Treasury- oder Bund-Markt zu eng oder weit genug sind, um entsprechend Kassequoten zu erhöhen oder abzubauen. Dies gilt natürlich insbesondere nach der Hausse der letzten Jahre, auch wenn die Einengung der Spreads von EMD aus unserer Sicht fundamental getrieben und gerechtfertigt ist (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Die Historie der Emerging Market Sovereign Spreads – Verbesserte Kreditqualität hat zu engeren Spreads geführt



Quelle: J.P. Morgan
 Stand 31. Dezember 2010

Zusammenfassung

Im Zuge der Finanzmarktkrise hat sich die fundamentale Verfassung der OECD-Länder verschlechtert. Die Emerging Markets holen dagegen auf. Während den entwickelten Ländern aufgrund der Kosten der Rettung des Bankensystems und der kritischen Bedeutung der demographischen Entwicklung für die Kosten der Sozialsysteme langfristig ein Schuldendilemma droht, werden die Emerging Economies zum „Lender of Last Resort“ der Welt.¹⁸

Die Fundamentaldaten der Emerging Markets haben sich aber nicht nur relativ zur entwickelten Welt, sondern auch absolut verbessert. Niedrige Schuldenstände, wachsende Leistungsbilanzüberschüsse, steigende Währungsreserven, eine explodierende Produktivität und eine starke Wachstumsdynamik sind Kennzeichen der Fortschritte der Emerging Markets. Die politische Stabilität ist deutlich gewachsen, die Volkswirtschaften machen Fortschritte bei der Liberalisierung und Privatisierung, flexible Wechselkurse sind Indikator der neu gewonnenen Stärke.

Aus unserer Sicht entwickeln sich viele Investments in den Emerging Markets vor dem Hintergrund der besseren Fundamentaldaten der Emerging Markets allmählich zur Anlagealternative auch für den konservativen Anleger. Die Marktkapitalisierung und die Liquidität aller Assetklassen der Emerging Markets

sind in den letzten Jahren stark angewachsen, so dass sich immer mehr Möglichkeiten bieten.

Trotz der Vorzüge der Emerging Markets sind fast alle Anleger selbst nach den Investmentzuflüssen der letzten Jahre extrem untergewichtet, was ihre Emerging Markets Investments, angeht. Dies sollte und wird sich in den nächsten Jahren deutlich verändern. Dabei muss der Anleger bei der möglichen Umallokierung über den Tellerrand der einfachen Allokation in die Aktien von Großunternehmen der Emerging Markets hinaus denken, auch wenn dies möglicherweise eine größere Komplexität, höhere Management Fees oder einen größeren Aufwand für die Managerselektion bedeutet.

Die Emerging Markets sind keine exotische Anlage-region mehr, sondern erfordern eine Allokationsentscheidung wie der Heimatmarkt auch. Es lohnt sich, bei Emerging Markets Investments über eine breit angelegte Asset Allocation und breit diversifizierte Portfolios nachzudenken. Neben den klassischen Blue Chip-Investments gibt es auch in den Emerging Markets einen stark wachsenden Markt für Small und Micro Caps, Private Equity, Hedge Funds, aber auch einen breit diversifizierten Rentenmarkt mit Staatsanleihen in Hart- und Lokalwährungen, Geldmarkt- und Währungskonzepten, Inflation Linked Bonds, Unternehmensanleihen und HY-Produkten.

Für den deutschen Investor dürfte die Assetklasse Emerging Market Debt mit den Ausprägungen Anleihen in Hartwährungen und Anleihen in den Lokalgewährungen immer mehr an Bedeutung gewinnen. Die Anleihen der Emerging Markets sind vor dem Hintergrund der Organisation und der Investmenterfahrungen deutscher Anleger die natürliche Alternative zu europäischem Fixed Income.

Das eigentliche Argument für einen deutschen Investor, in EMD zu investieren, sind die höheren risikoadjustierten Returns der Assetklasse im Vergleich zu den typischen Euroland-Anlagen. Das europäische Niedrigzinsniveau scheint die eigentlichen Risiken insbesondere von kerneuropäischen Staatsanleihen nicht mehr akkurat einzupreisen. EMD bietet als Investment in Märkte mit besseren Fundamentaldaten als die entwickelte Welt eine sinnvolle Ergänzung (Alternative?) zu den klassischen Eurolandrenten. Dazu kommt die über weite Phasen niedrige Korrelation zwischen EMD und den europäischen Märkten.

Wir halten dabei einen EMD Total Return-Ansatz, der in alle Anlagealternativen investiert, die der EMD-Markt bietet, um positive absolute Erträge zu generieren, für eine sehr zielführende Anlagealternative. Hier verfügt Lazard Asset Management über Investment-spezialisten mit einer langen Erfahrung und bietet die Strategie sowohl als Spezial- wie auch als Publikumsfonds an.

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ H. Kissinger: On China, Penguin Press, 2011; J. Lou / A. Gui / R. Carr: The China Files – European Corporates and China’s Megatransition, Morgan Stanley Blue Paper, 29. Oktober 2010.
- ² A. van Agtmael: The Emerging Markets Century – How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World, Free Press-Verlag, 2007.
- ³ Economist.com: Economic focus – Some like it hot, The Economist, 2. Juli 2011, S. 65.
- ⁴ W. Krämer: Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte, Lazard Asset Management, Hintergrund, Mai 2011.
- ⁵ T. Moe / C. Maasry / R. Tang: EM Equity in Two Decades – A Changing Landscape, Goldman Sachs Global Economics Paper, No. 204, September 2010.
- ⁶ J.P. Smith / N. Wedlake: Structural challenges to drive performance, Deutsche Bank Global Emerging Markets Strategy, Dezember 2010.
- ⁷ E. Dimson: The Equity Risk Premium and the Strategic Importance of Emerging Markets Equities, Vortrag auf der Jahrestagung Portfolio Management, Uhlenbruch Verlag, Juni 2011; P.B. Henry / P. Kannan: Growth and Returns in Emerging Markets, NBER White Paper, 2008, <http://www.nber.org/chapters/c6985.pdf>.
- ⁸ M. Pradhan / A. Taylor: Policy Challenges for the EM-DM Convergence, Morgan Stanley Investment Perspectives Europe, 4. Mai 2011, S. 12-13.
- ⁹ M. J. Palermo / E. Winig / G. Moessing: The Case for Diversified Emerging Markets Exposure, Cambridge Associates White Paper, 2011; U. Gupta: The New Urgency of Emerging Markets, Institutional Investor, Juni 2011, S. 30ff.
- ¹⁰ D. Oliver / S. Reichold: The Case for Emerging Market Debt, Stone Harbor Partners, White Paper, Januar 2010.
- ¹¹ International Business Development: Emerging markets – the case for bonds over equities, Insight Investment, White Paper, März 2011; R. Sullivan: Emerging investors cross new frontiers, FTfm, 11.7.2011, S. 3.
- ¹² Mercer: Asset allocation survey – European institutional market place overview 2011, Mai 2011.
- ¹³ W. Krämer: Das neue Paradigma 2009 - Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets, Lazard Asset Management, Hintergrund, August 2009.
- ¹⁴ CMS: An introduction to the Emerging Market Debt Asset Class, Lazard Asset Management LLC, Investment Focus, Januar 2011.
- ¹⁵ B. Braasch: How have local currency bond markets weathered the financial crisis?, Präsentation, 4th OECD Forum on African Global Debt Management, November 2009.
- ¹⁶ W. Krämer: Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income, Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2008.
- ¹⁷ M. Billmann / J. Kleeberg / T. Zimmermann: Systematische Selektion und Portfoliobildung von Absolute Return-Konzepten, in: V. Heinke / W. Krämer / B. Nürk: Handbuch Investmentfonds für Institutionelle Anleger, Uhlenbruch Verlag, 2011, S. 499-522.
- ¹⁸ S. King / K. Ward / M. Jha: Emerging Elation, Western stagnation, HSBC Global Economics, Q4/2010.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Juli 2009

„Der Weg in die Schuldenknechtschaft und die Folgen“

Hintergrund August 2009

„Das neue Paradigma 2009 – Die strategischen Argumente für Investments in die Emerging Markets“

Hintergrund September 2009

„Fokussierung auf das absolute Risiko als Alternative zum Benchmarkdenken – Lazard Equity Managed Volatility“

Standpunkt November 2009

„Vom unvermeidlichen Scheitern des Risikomanagements“

Standpunkt April 2010

„Griechenland 2010 – Ein Kanarienvogel im Minenschacht“

Standpunkt Mai 2010

„Fixed Income Benchmarks im Asset Management – Markt iBboxx-Indizes“

Investment Perspektive Juli 2010

„Mega-Trends – Motoren der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte“

Standpunkt August 2010

„Die weltweite Suche nach sicheren Anlagen – und die Folgen ihrer Knappheit“

Hintergrund November 2010

„Rückblick auf das Investmentforum“

Standpunkt März 2011

„Traumwelten 2.0 – Irrungen und Wirrungen der Re-Regulierung“

Hintergrund Mai 2011

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt Juni 2011

„Benchmarks als zentrale Determinante des institutionellen Anlageerfolgs“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Ab 1. August 2011
Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29