



Standpunkt

Juli 2006

Eine neue Investmentstrategie
für die Emerging Markets –
Emerging Markets Balanced

©2006. 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.

Eine neue Investmentstrategie für die Emerging Markets – Emerging Markets Balanced

- ◆ Die „Emerging Markets“ und der stark an Bedeutung gewinnende dortige Aktienmarkt repräsentieren eine strukturelle Veränderung, die eine der wichtigsten Investmentideen des 21. Jahrhunderts darstellt.
- ◆ Es gilt bei der Kapitalanlage in den EM aber zwei Punkte gegeneinander abzuwägen. Einerseits ist das langfristige Potenzial von EM-Aktien unbestritten, andererseits bleiben sie eine Assetklasse, die mit hohen Risiken (und zukünftig auch wieder mit höheren Volatilitäten) behaftet ist.
- ◆ Wir bieten daher mit dem Ansatz Emerging Markets Balanced (bzw. unserem Publikumsfonds „Gutmann Emerging Markets Balanced Portfolio“) eine weniger volatile Alternative für potentielle Anleger in den EM an. Dieses Konzept besteht aus einem Mischportfolio von EM-Aktien und Emerging Markets Local Currency Debt (Lazard Emerging Income = LEI).
- ◆ Durch die Beimischung von LEI zu EM-Aktien werden aufgrund der niedrigen Korrelation und des niedrigen Beta von LEI zum Aktienmarkt die positiven Effekte der Diversifikation optimal genutzt; es entsteht eine ganz neue Strategie mit aktienähnlichen Erträgen, deren Gesamtportfoliovarianz deutlich niedriger ist als die reiner EM-Aktienportfolios.
- ◆ Dennoch sind Anlagen in Emerging Markets Balanced keine einfache Assetklasse, denn die Risiken werden wie bei allen alternativen Assetklassen durch die Volatilität nicht vollständig beschrieben. Die politischen Risiken in den Emerging Markets, Liquiditätsprämien, Begrenzung von Transaktionskosten, die (Pro-) Zyklizität von Zu- und Abflüssen in die Emerging Markets, Fragen nach Rechtssicherheit, Markttransparenz oder Veränderungen in der Offenheit der Wirtschaftsverfassung erfordern sorgfältige Analyse und ein Agieren im Portfoliozusammenhang, um dauerhaft eine risikoadjustierte Mehrrendite erwirtschaften zu können.

Eine neue Investmentstrategie für die Emerging Markets – Emerging Markets Balanced

Die Erfindung der Emerging Markets

Im Grunde ist es ein Treppenwitz der Geschichte. Nachdem die Politiker in den OECD-Ländern über Jahrzehnte mit Hilfe von Entwicklungsprogrammen und staatlichen Fördergeldern ziemlich erfolglos versucht hatten, in den Ländern der Dritten Welt die Dinge zum Positiven zu wenden, gelang dem von der Politik gerne geschmähten Kapitalismus nach dem Wegfall des Eisernen Vorhangs ein wirklicher Durchbruch für viele Entwicklungsländer.¹ Während die guten Absichten der Politik über lange Zeit lediglich den jeweiligen Diktatoren in Afrika, Asien sowie Süd- und Mittelamerika die Taschen gefüllt hatten, bot die vom Gewinnstreben des „Turbokapitalismus“ ausgelöste Globalisierung plötzlich für Abermillionen Menschen in den unterentwickelten Ländern eine Perspektive, die vorher unvorstellbar gewesen war. Die Integration der Entwicklungsländer in die Weltwirtschaft im Rahmen der Globalisierung ist ein Wendepunkt der Geschichte zum Besseren. Eines der einflussreichsten Wirtschaftsbücher seit Jahren – „The World Is Flat“ von Thomas L. Friedman – beschwört dieses „Jahrhundert der Globalisierung“.²

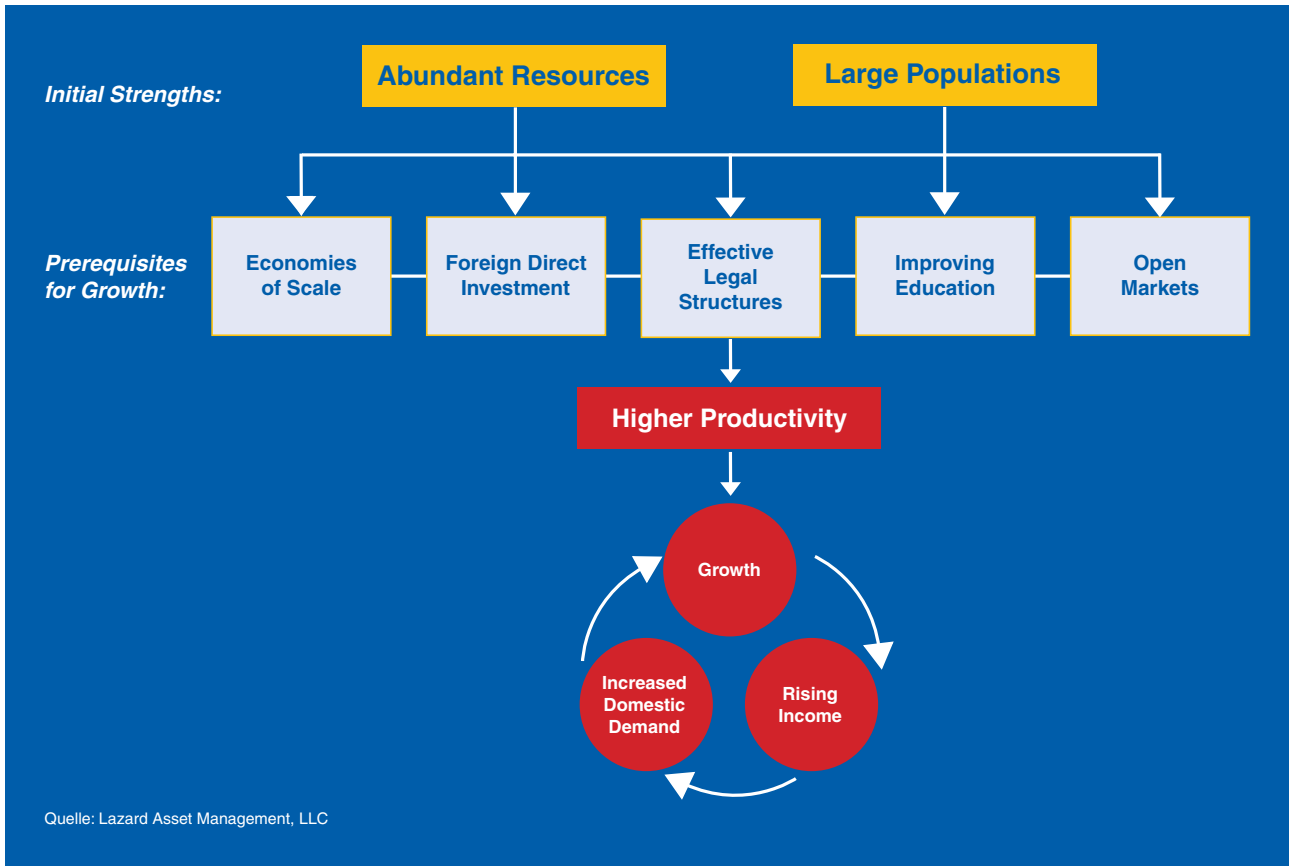
Es kam in den letzten Jahren zu einer Verschiebung der Wachstumsdynamik der Welt aus den OECD-Ländern in die Emerging Markets (EM). Durch ihre Integration in die Weltwirtschaft profitieren sie zum allerersten Mal wirklich von ihren reichen Rohstoffvorräten, von ihren Wettbewerbsvorteilen in der Produktion und einer dynamischen Bevölkerungsentwicklung. Viele halten die Integration der EM in die Weltwirtschaft gar für den Kern eines neuen Kondratieffzyklus, der das langfristige Wachstumspotenzial der Weltwirtschaft entscheidend steigert.³

Der Name „Emerging Markets“ suggeriert mit Recht eine ganze neue Sicht auf die ehemalige „Dritte Welt“, denn wenn sich ein Markt von einem niedrigen Niveau aus entwickelt, wird er

attraktiv für Investoren und ist somit von ganz anderer Bedeutung als eine wie auch immer geartete „Dritte Welt“, die nur ein armer Verwandter einer „Ersten Welt“ ohne große Perspektive ist. Dies macht diese Länder von einem Investimentstandpunkt aus zu einem Muss, denn Investoren müssen dorthin gehen, wo die zukünftige Dynamik herkommt. Manch einer sieht Investments in die Emerging Markets auch als Diversifikationswaffe gegen den Demographic-Gau in den entwickelten Ländern.⁴

Die EM sind heute nicht mehr Bittsteller, sondern anerkannter Player im globalen Prozess der Weltwirtschaft. Dies ändert für die Menschen in den EM (allerdings auch für die in den entwickelten Ländern)⁵ die Basis ihrer Existenz. Die Unternehmen, die direkt in die Standorte der EM investieren, wollen Economies of Scale nutzen und sich sowohl neue Absatz- wie auch neue Produktionsmärkte erschließen. Dies ist ihnen aber nur möglich, wenn in der „Dritten Welt“ effektivere gesetzliche Strukturen, verbesserte Bildungssysteme für alle sowie offenere und transparentere Märkte durchgesetzt werden. Die Integration in die globale Wirtschaft schafft damit die Vorbedingung für Wachstum und eine höhere Produktivität. Dies weckt Hoffnungen, dass in diesem Umfeld „Wohlstand für alle“ denkbar ist, denn steigende Einkommen und die Entwicklung einer Mittelschicht in den EM sind Grundbedingungen für eine erfolgreiche langfristige Expansion des globalen Kapitalismus (vgl. Abbildung 1).⁶

Abbildung 1: Das Erwachen der Emerging Markets



Die Emerging Markets in den 90er Jahren: Ein verlorenes Jahrzehnt

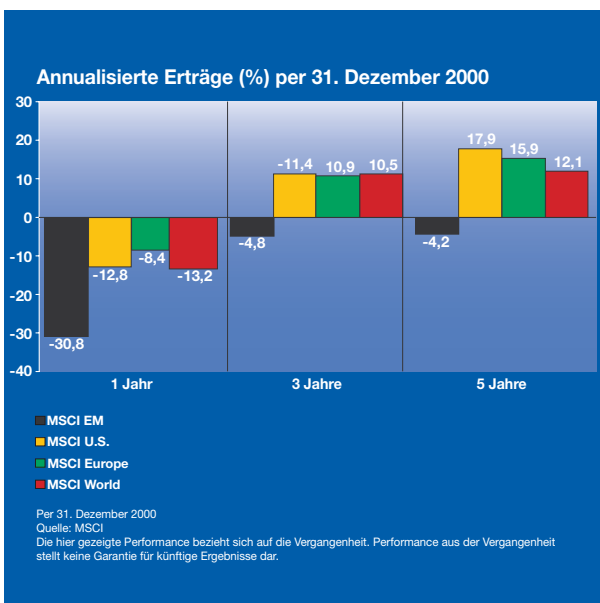
Ein hohes Wachstumspotenzial allein definiert noch keine attraktive Investmentgelegenheit. Investoren, welche die EM früh als Globalisierungsgewinner identifiziert und auf boomende Kapitalmärkte gesetzt hatten, mussten in den 90er Jahren Lehrgeld zahlen. Obwohl die EM auch in den 90er Jahren eine glaubwürdige Wachstumsstory waren, stürzten die Kapitalmärkte von einer Krise in die nächste. Die Tequila-Krise in Mexiko 1994 wurde gefolgt von der Asienkrise 1997, die wiederum abgelöst wurde von der Russlandkrise (1998), der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen in Malaysia (1998), der Abwertung des Brasilianischen Real 1999, und schließlich der Abwertung der Türkischen Lira und des Argentinischen Peso 2001/2002. Man nennt die Zeit von 1994 bis 2001 die „Sieben Jahre der Dürre“ in den Emerging Markets (vgl. Abbildung 2).⁷

Abbildung 2: Emerging Markets-Aktienindex in den 90er Jahren



Hintergrund für das weite Auseinanderklaffen zwischen den phantastischen Wachstumsperspektiven und der demoralisierenden Kapitalmarktentwicklung in den EM in den 90er Jahren war die völlige Unterentwicklung der EM in Bezug auf die Kapitalmarktkultur, auf Eigentumsrechte, Corporate Governance und Shareholder Value. Die Unternehmen in den EM agierten nicht im Sinne ihrer Eigentümer bzw. Investoren, sondern waren im Würgegriff von Politikern, einflussreichen Familien und Interessengruppen. Nepotismus, irrationale Entscheidungen und Fremdenfeindlichkeit waren an der Tagesordnung. Intransparenz der Bilanzen, die Verschleierung von Schulden, ein gnadenloser Kampf um Marktanteile und Mengenwachstum um jeden Preis galten als normale Geschäftspraxis. Dies war kein Umfeld, in dem die Anleger „Return on Investment“ erwarten konnten. Die EM waren in den 90er Jahren eine „No Return, High Risk“-Assetklasse, die von hoher Volatilität gekennzeichnet war (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Performance ausgewählter Aktienmärkte



Die Zeit nach der Jahrtausendwende – EM wie Phönix aus der Asche

Rückblickend legten die EM-Krisen der 90er Jahre die Basis für den langfristigen Aufschwung im folgenden Jahrzehnt. Politiker, Unternehmen und Investoren in den EM haben Lehren aus der Krisendekade gezogen. Es wurden Schulden redu-

ziert, die Bilanzen bereinigt, eine ausgeglichene Wirtschaftsstruktur aufgebaut und die Volkswirtschaften belastbarer gemacht. Viele Länder erzielten merkbare Fortschritte im Bemühen, von ihrem Image der Vetterwirtschaft wegzukommen und eine Corporate Governance-Kultur aufzubauen. Viele Staaten setzten eine freiheitliche Wirtschaftspolitik um. Dazu gehörte auch der Übergang zu einem flexiblen Wechselkursystem. Während die meisten Länder in den 90er Jahren auf starre oder gemanagte Wechselkurse (Crawling Peg) gesetzt hatten, was häufig zu spekulativen Angriffen auf einzelne Währungen verleitet, hat die Flexibilisierung der Systeme seitdem für weniger Krisen an der Währungsfront geführt.⁸

Die makroökonomische Situation der EM hat sich durch das Vorrücken marktwirtschaftlicher Prinzipien fundamental verändert. Es gelang in den letzten Jahren, die Inflation einzudämmen, Leistungsbilanzüberschüsse zu erwirtschaften, Budgetdefizite zu senken und das Kreditprofil deutlich zu stärken. Viele Länder der Emerging Markets gehören inzwischen zur Top-Liga, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Standorte angeht.⁹ Mittlerweile hat mehr als ein Drittel der Bondemissionen aus den EM Investmentqualität (vgl. Tabelle 1).

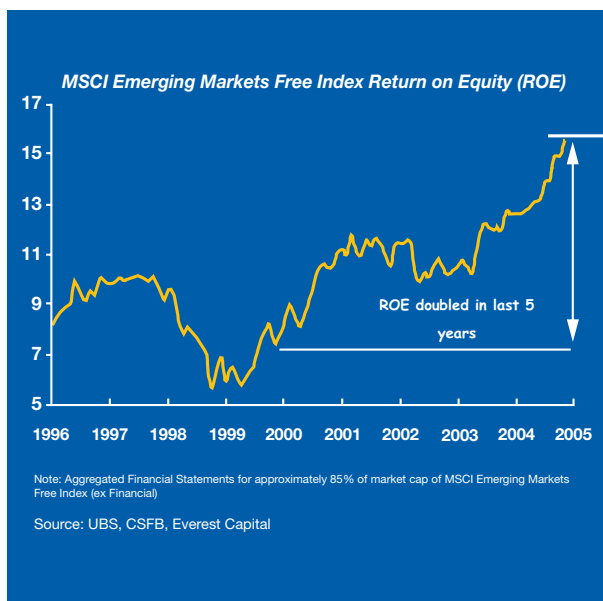
Tabelle 1: Verbesserte Fundamentaldaten der EM

	1998	2005
Current Account (% of GDP)	-0,8%	4,1%
GDP Growth	2,4%	6,7%
Fiscal Deficit (% of GDP)	-4,6%	-0,7%
Inflation	11,8%	5,0%
Average Credit Rating*	BB-	BBB-
% Investments Grade*	4%	38%

As of December 12, 2005
*External Debt.
Source: Goldman Sachs, JP Morgan, Deutsche Bank, Lazard Asset Management.
Current Account (% of GDP), GDP Growth, Fiscal Deficit (% of GDP) and Inflation data for the period 2005 is estimated.

Die ökonomischen Fortschritte und die größere Wachstumsdynamik führten zu einer Verbesserung der Perspektiven für die Aktienmärkte. Die makroökonomische Stabilität hat zu explodierenden Kapitalzuflüssen in die EM und zu stetig fallenden Zinsen geführt. Aufgrund des Vorrückens marktwirtschaftlicher Prinzipien sowie der wachsenden Bedeutung ausländischer Investoren und multinationaler Unternehmen haben sich die Corporate Governance, die Transparenz und der Informationszugang an die der OECD-Länder angenähert. All diese Faktoren trugen dazu bei, dass die Gewinndynamik und die Rentabilität der Unternehmen der EM nicht mehr mit den 90er Jahren zu vergleichen sind, sondern mittlerweile die der entwickelten Länder erreicht haben (Konvergenz). Dies hat auch ein explodierendes Volumen der Marktkapitalisierung der Aktienmärkte der EM bewirkt. Insgesamt hat der Aktienmarkt heute einen völlig neuen Charakter. (Abbildung 4).

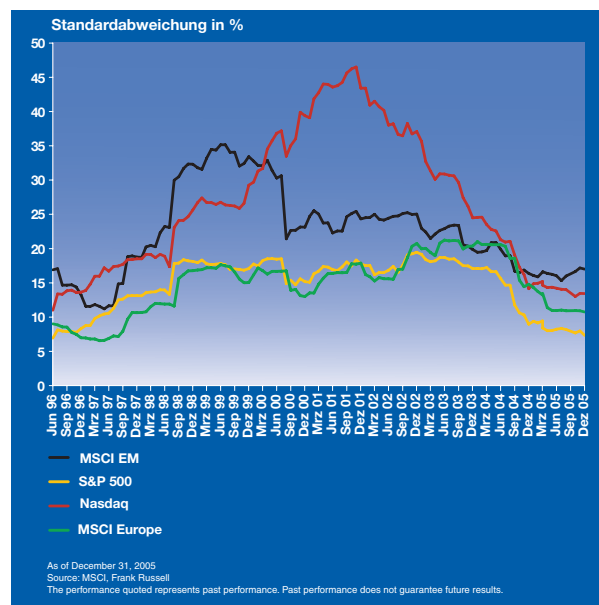
Abbildung 4:



Die verbesserte Wirtschaftspolitik hat nicht nur für die EM selbst, sondern auch für die Investoren am Aktienmarkt der EM in den letzten sechs Jahren reichlich Früchte getragen. Seit der Jahrtausendwende ist die Volatilität an den Aktienmärkten der EM stetig gefallen, während die Erträge sowohl absolut als auch relativ zu anderen Aktienmärkten beeindruckend waren. Aus der „No Return, High Risk-Assetklasse“ der 90er Jahre wurde eine Asset-

klasse, in der die Anleger trotz hoher Returns über lange Zeit relativ ruhig schlafen konnten (vgl. Abbildung 5).

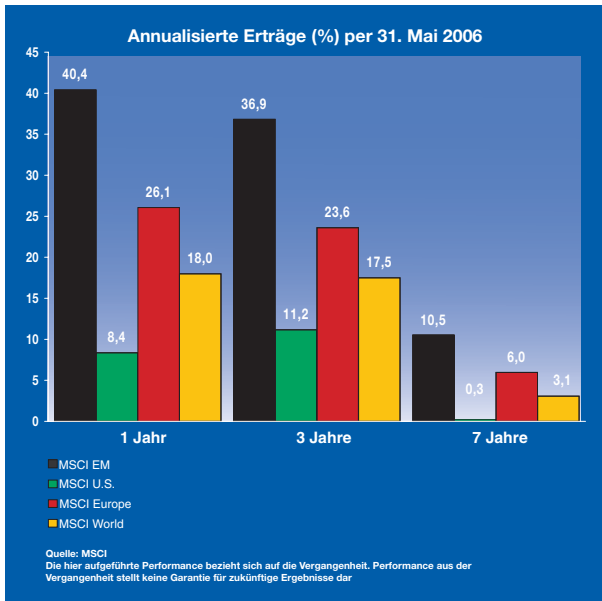
Abbildung 5:



Die Hausse der EM-Aktien

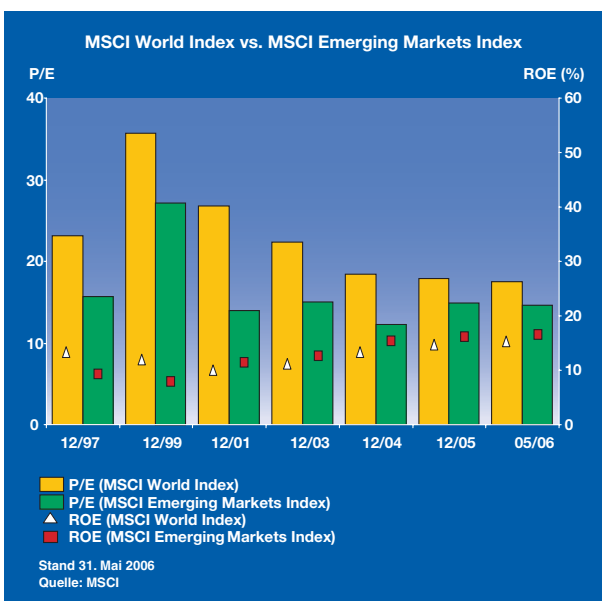
In den vergangenen Jahren ist es zu gewaltigen Zuflüssen von Kapital in die EM – speziell in die Assetklassen „EM-Aktien“ und „EM Debt in Hartwährungen“ – gekommen.¹⁰ Die Aktienmärkte haussierten und erlebten eine Phase der stetigen Outperformance gegen alle anderen Assetklassen. Selbst die globale Aktienbaisse nach dem Platzen der New Economy-Blase konnte die Aktienmärkte der EM nicht wirklich erschüttern (vgl. Abbildung 6):

Abbildung 6: Aktien Welt vs. EM



Die Hausse wurde von der hohen Liquiditätsversorgung der Weltwirtschaft einerseits und der starken Verbesserung der Fundamentaldaten der EM, die höhere Bewertungen als in der Vergangenheit rechtfertigte, getragen.¹¹ Dennoch weisen die erhöhten Bewertungen heute darauf hin, dass nicht mehr alle Risiken in den EM im Markt eingepreist sind¹² (vgl. Abbildung 7). Dies haben auch die Turbulenzen an den Aktien- und Rentenmärkten der EM im Mai und Juni 2006, die eine jahrelange Hausse abrupt unterbrechen, eindrucksvoll bewiesen.

Abbildung 7: Aktien Welt vs. Emerging Markets



Es gilt daher bei der Kapitalanlage in den EM zwei Punkte gegeneinander abzuwägen.¹³ Einerseits ist das langfristige Potenzial von EM-Aktien unbestritten. Es deutet alles darauf hin, dass wir es mit einer der größten Investmentideen der kommenden Jahrzehnte zu tun haben.¹⁴ Eine strategische Position in EM-Aktien ist daher für viele Anleger fast ein Muss, auch wenn die extrem hohen jährlichen Erträge der letzten Jahre zukünftig nicht so ohne weiteres wiederholbar sind. Andererseits muss der Anleger aber bedenken, dass die in der letzten Zeit niedrigen Volatilitäten in den EM eine Scheinsicherheit vortäuschen, die in dieser Klasse bei allem Optimismus nicht vorhanden ist.

Risiken in den Emerging Markets

Um die vielfältigen Risiken für die zukünftige Entwicklung in den EM deutlich zu machen, werden im kommenden Abschnitt stichwortartig einige (kurz- und langfristige) grundsätzliche Risiken angesprochen, welche die Assetklasse EM-Aktien kennzeichnen.¹⁵

Platzen der globalen Assetpreishausse wegen Liquiditätsentzug

Die extrem gute Liquiditätsversorgung durch die großen Zentralbanken in der letzten Dekade hat zu einer Hausse in fast allen Assetklassen beigetragen. Die Tatsache, dass fast alle Zentralbanken weltweit (nicht nur die FED und die EZB, sondern auch die BoJ und die PBC) auf Restriktionskurs sind, wird in den kommenden Monaten die Liquidität verknappen. Insbesondere der restriktivere Kurs in den USA und Asien birgt Risiken für alle risikobehafteten Assetklassen, insbesondere diejenigen, die sehr gut gelaufen sind und von sogenannten Carry-Trades profitieren.¹⁶

Wachstumsabschwächung in den OECD-Ländern

Nach dem starken globalen Wirtschaftswachstum der letzten Jahre stehen die Zeichen mittlerweile auf Abschwächung aufgrund der Zinserhöhungen, hoher Rohstoffpreise und restriktiverer Fiskalpolitik. Dabei ist insbesondere das Wirtschaftswachstum in den USA ein entscheidender Faktor, auch wenn die Weltkonjunktur etwas besser ausbalanciert ist als in der Vergangenheit. Dennoch würden

die EM von schwächerem Wachstum in den USA beeinträchtigt.¹⁷

Weitere Energieverknappung führt zu Re-Lokalisierung der Volkswirtschaften

Die EM haben insbesondere vom Vorrücken der Globalisierung profitiert. Die hohen Energiepreise stellen aber einen starken Kostenfaktor für die Produktion in und Transporte aus den EM dar. Mittlerweile wird diskutiert, ob bei längerfristig weiter steigenden Preisen eine Re-Lokalisierung der einzelnen Volkswirtschaften denkbar sei, weil sich das Outsourcing von Produktionsanlagen nicht mehr rechnet.

Politische Risiken

Nicht ausschließen kann man Spannungen zwischen OECD-Ländern und EM um den Zugang zu Ressourcen oder zwischen China und den USA um politische Vorherrschaft.

Die Globalisierung muss auch noch beweisen, dass sie Wohlstand für alle bringt.¹⁸ Ansonsten ist die Rückkehr von Protektionismus (USA, Europa) oder Verstaatlichungen (Südamerika) nicht auszuschließen. Ein Rückschlag im Prozess der Globalisierung wäre ein Rückschlag für die EM.

Daher ist unverändert festzuhalten: Trotz der sinkenden Volatilität und der erhöhten Stabilität an den Märkten der Emerging Markets in den letzten Jahren ist das Risiko von EM-Investments noch immer höher als das Risiko traditioneller Kapitalanlagen. Emerging Markets-Anlagen bleiben Investments mit überdurchschnittlichen langfristigen Ertragsperspektiven aber auch mit größerer Krisenanfälligkeit und höherer Volatilität, auch getrieben von schnell wechselnden Zu- und Abströmen aufgrund von ausgeprägtem Herdenverhalten der Anleger in dieser Assetklasse mit beschränkter Liquidität.¹⁹

In solchen Märkten empfiehlt sich ein defensiver Investmentansatz, um die Ertragsschwankungen im Zeitverlauf zu glätten. Der Anleger sollte Risiken begrenzen und auch einmal auf Ertragschancen verzichten, wenn er damit das Risiko, bei starken Abwärtsbewegungen voll dabei zu sein, reduziert.

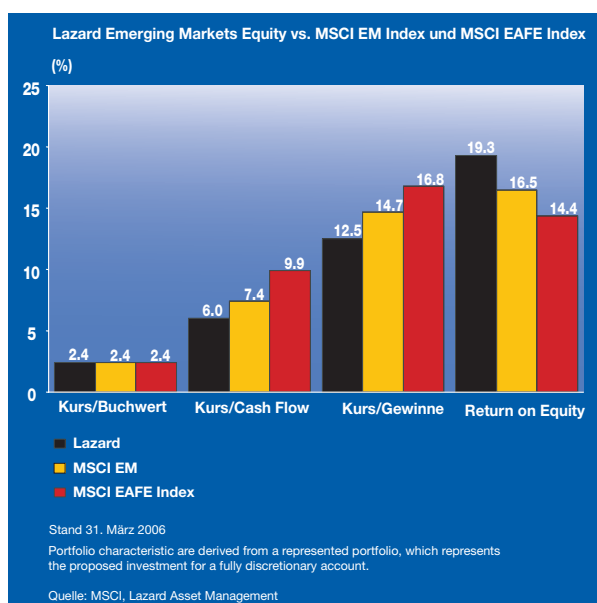
Hierzu ist unser Konzept „Emerging Markets Balanced“, das wir in den folgenden Abschnitten vorstellen wollen, in besonderer Weise geeignet.

Emerging Markets Balanced-Konzept

Unser Emerging Markets Balanced-Ansatz setzt ein Mischportfolio von (globalen) EM-Aktien und „EM Local Currency Debt“ um.²⁰

Auf der Aktienseite investieren wir in ein globales Emerging Markets-Aktienportfolio. Wie bei Lazard gewohnt ist, unser Investmentprozess Bottom Up und Value orientiert. Wir konzentrieren uns auf Unternehmen aus den weltweiten Emerging Markets, die unter fundamental- und bilanzanalytischen Betrachtungen produktiv und attraktiv bewertet sind. Unser Mehrwert beim Management von Emerging Markets-Aktienportfolios kommt durch die Einzeltitelauswahl. Unsere Ziele auf der Aktienseite sind es, innerhalb eines Marktzyklus eine gegebene Benchmark zu schlagen, in steigenden Märkten an Wertsteigerungen zu partizipieren, in fallenden Märkten auf den Werterhalt zu fokussieren und somit konsistente Performanceergebnisse zu erzielen. Somit unterscheidet sich unser Investmentstil im Bereich der Emerging Markets nicht von dem bei der Verwaltung anderer Aktiensegmente. Daher weisen unsere EM-Aktienportfolios auch ähnliche Charakteristika auf wie die sonstigen Lazard-Portfolios (vgl. Abbildung 8).

Abbildung 8: Portfoliocharakteristik



Das Lazard-Konzept im Bereich EM Debt in Lokalwährungen (Lazard Emerging Income = LEI), dessen Anlageuniversum aus kurzlaufenden Renten, geldmarktnahen Papieren und Währungsforwards in gegenwärtig 50 verschiedenen EM-Währungen besteht, ist eine geldmarktnahe Anlage in den EM. Wir haben es im Standpunkt Juni 2006 detailliert dargestellt.²¹

Unsere Strategie Emerging Markets Balanced kombiniert die beiden Ansätze Emerging Markets Equity und Emerging Income. Die Aktienquote kann dabei zwischen 90% und 50% variieren, die Quote von Emerging Income infolgedessen zwischen 10% und 50% schwanken. Die Grundorientierung (sozusagen die neutrale Position) ist 70% Aktien und 30% LEI. Es handelt sich also im Kern um ein aktienorientiertes Konzept. Die Asset Allocation-Entscheidung zwischen den beiden Assetklassen wird unter Zuhilfenahme eines quantitativen Modells getroffen, das die Bewertung von Aktien- und Rentenmarkt (Aktienrisikoprämie) in Relation setzt zu den jeweiligen Volatilitäten, um in 5-10%-Schritten Veränderungen der Asset Allocation vorzunehmen. Wir gehen hierauf später noch genauer ein.

Welche Portfolioeigenschaften charakterisieren das Emerging Markets Balanced-Konzept?

Die strategische Übergewichtung des Aktienteils (50% - 90%-Quote), macht deutlich, dass wir mit diesem Ansatz aktienähnliche Returns anstreben. Es handelt sich eher um ein Konzept der Aktienseite.

Der Charme der Mischung mit unserem LEI-Ansatz kommt von Eigenschaften von LEI, die wir bereits in unserer Publikation im Juni diskutiert haben. EM Local Currency Debt ist gekennzeichnet von einer niedrigen Volatilität, einer relativ hohen langfristigen Performance und damit einer hohen Sharpe Ratio. Die weitgehende Abwesenheit internationaler Investoren in diesem Markt hat zudem eine geringe Korrelation und (wichtiger noch) ein geringes Beta zu allen Aktienmärkten inkl. Emerging Markets zur Folge (vgl. Tabelle 2):²²

Tabelle 2: Portfolioeigenschaften von EM Local Currency Debt

Vergleich verschiedener Indices (1. Mai 1995 - 31. Mai 2006)		
Asset Class Mandate	LEI Beta	LEI Correlation
JP Morgan ELMI +	0,49	0,74
JP Morgan EMBI +	0,19	0,69
Lehman Aggregate Index	0,03	0,03
Lehman B-Rated HY Index	0,23	0,43
Citigroup WGBI non-US (hedged) Index	0,02	0,02
S&P 500 Index	0,15	0,53
MSCI Emerging Market Index	0,13	0,72
MSCI EAFE	0,16	0,55

Quelle: Frank Russell, Lazard Asset Management

Damit ist EM Local Currency Debt der optimale Portfoliodiversifizierer für Aktienportfolios in den Emerging Markets und geeignet, durch das Beimischen die Gesamtportfoliovarianz (bei begrenzter Ertragsminderung) deutlich zu reduzieren. Durch die diametral entgegengesetzten Eigenschaften der beiden Assetklassen Emerging Markets-Aktien und Emerging Income ergibt die strategische Mischung der beiden Konzepte eine qualitativ einzigartige Investmentidee (vgl. Tabelle 3).²³

Tabelle 3: Emerging Markets Fixed Income in Lokalwährungen vs. Emerging Markets-Aktien

	Währungen/Fixed Income	Aktien
Performance	Konsistent & stark	Langfristig attraktiv
Volatilität	Überraschend niedrig	Hoch
Duration	Sehr kurz	Lang
Chancen	Zinsen, Pionierländer	Wirtschaftliche Erholung, verbessernde Qualität

Quelle: Lazard Asset Management

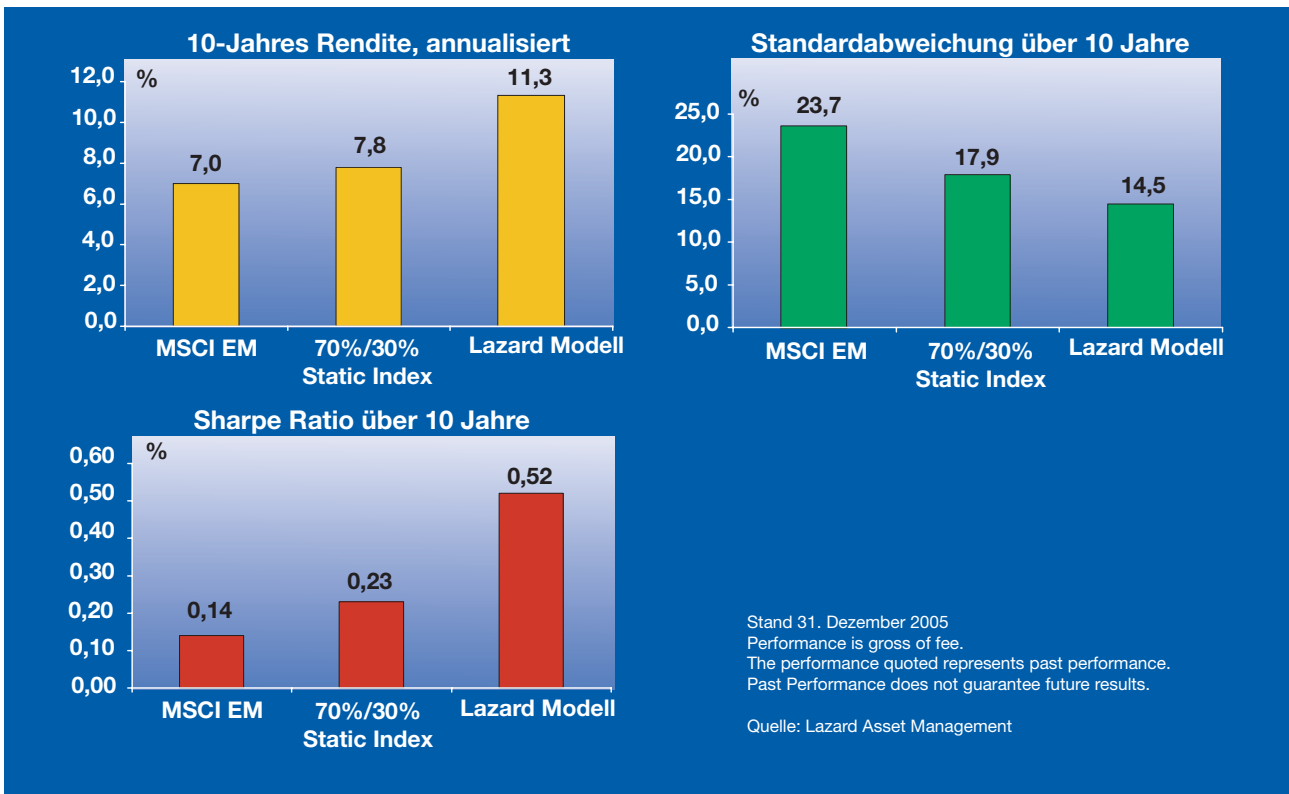
Welches Ertrag-Risiko-Profil hat Emerging Markets Balanced?

Die Kombination von Investments, die hochrentierlich, aber untereinander gering korreliert sind, ist das Nonplusultra der Portfoliotheorie. Diversifikation ist gemäß der Portfoliotheorie das einzige, was es an den Märkten umsonst (in Form von risikolosen Mehrerträgen oder über Risikosenkung bei gleichen Ertragserwartungen) gibt. Das niedrige Beta des LEI Konzeptes reduziert zudem deutlich das Marktbeta des Emerging Markets Balanced-Konzeptes im Vergleich zur reinen Assetklasse Emerging Markets-Aktien. Das Ergebnis ist eine Assetklasse mit aktienähnlichen Returns bei (zumindest in der Historie) deutlich reduzierter Volatilität. Emerging Markets Balanced weist damit eine wesentlich höhere risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) auf als die Assetklasse Emerging Markets-Aktien für sich (vgl. Abbildung 9).

Die Asset Allocation-Entscheidung

Die grundlegende Investmentidee hinter unserer Strategie Emerging Markets Balanced ist die strategische Streuung zwischen Emerging Markets-Aktien und Emerging Markets Local Currency Debt. Allein durch die Kombination der beiden Assetklassen in ein geschlossenes Portfolio wirken die positiven Aspekte der Diversifikation. Die Gewichtung zwischen EM-Aktien und EM-Geldmarkt ist nicht konstant, sondern wird unter Zuhilfenahme eines quantitativen Modells vom Portfoliomanager aktiv gemanagt. Der aktiven Asset Allocation kommt aber nur eine nachgeordnete Bedeutung zu. Der eigentliche Kick des Konzeptes ist die natürliche Diversifikation durch den Aufbau eines Mischportfolios, weswegen wir auch festgelegt haben, dass keine Assetklasse auf Null heruntergefahren werden darf.

Abbildung 9: Lazard Emerging Markets Balanced Modellperformance



Die Asset Allocation-Entscheidung wird in letzter Instanz vom Portfoliomanager auf Basis unserer Bottom Up festgelegten Performanceziele (wir berechnen für die Einzelwerte und damit das Portfolio sogenannte „Preisziele nach erfolgter Fundamentalanalyse“) und Risikoerwartungen für Emerging Markets Aktien und Emerging Income (wir berechnen Risikoabschläge auf unsere Performanceziele in Abhängigkeit von politischen Risiken, Risiken in der Unternehmensführung, makroökonomischen Risiken sowie Portfoliorisiken der Einzeltitel) getroffen.

Um der Entscheidungsfindung des Fondsmanagers ein weiteres unabhängiges Tool an die Hand zu geben, haben wir zusätzlich ein eher Top Down ausgerichtetes quantitatives Modell etabliert. Die Entscheidungen, die dieses quantitative Modell suggeriert, beruhen darauf, ob Aktien im Vergleich zum Geldmarkt auf Basis der Aktienrisikoprämie und der unterschiedlichen historischen Volatilitäten der beiden Assetklassen attraktiv bewertet sind oder nicht. Der Fondsmanager nutzt dieses Tool als Leitlinie, um die eigenen Bottom Up-Überlegungen auf den Prüfstand zu stellen und eine ergänzende Sicht der Dinge zu erhalten. Wir sehen den quantitativen Ansatz in erster Linie als Signalgeber, der anzeigen soll, wenn grundlegende Über- oder Unterbewertungen der einzelnen Märkte vorliegen. Hiermit wollen wir die Möglichkeit erhalten, Übertreibungsphasen des Marktes in die eine oder andere Richtung abzuschneiden. Letztlich trifft aber der Portfoliomanager, nicht das Modell die Entscheidung.

Die Aktiengewichtung beträgt maximal 90 Prozent, wenn der Aktienmarkt attraktiv bewertet ist, und kann bis auf 50 Prozent reduziert werden, wenn Aktien im Vergleich zum Geldmarkt als teuer erscheinen. Die Asset Allocation-Entscheidungen des Portfolio Managers, die unter Zuhilfenahme des Modells getroffen werden, sind dabei eher als allmähliche Anpassung der strategischen Asset Allocation in 5-10% Schritten, nicht als kurzfristiges Market Timing zu verstehen. In der Historie hat das Modell maximal monatlich, oft auch nur quartalsweise Veränderungen der Asset Allocation nahegelegt, weil lediglich größere Verschiebungen an den Märkten wesentliche Veränderungen der strategischen Allokationsentscheidungen implizieren.

Was ist der besondere Vorzug dieses Investmentkonzeptes?

Trotz der sinkenden Volatilität und der erhöhten Stabilität an den Aktienmärkten der Emerging Markets in den letzten Jahren ist das Risiko von EM-Investments höher als das Risiko traditioneller Kapitalanlagen. Emerging Markets-Anlagen sind Investments mit überdurchschnittlichen langfristigen Ertragsperspektiven aber auch mit größerer Krisenanfälligkeit und höherer Volatilität.²⁴ In solchen Märkten empfiehlt sich ein defensiver Investmentansatz wie unser Emerging Markets Balanced, um die Ertragsschwankungen im Zeitverlauf zu glätten.

Nach der starken Expansion der EM in den letzten Jahren spielen zur Risikobegrenzung Bewertungsfragen eine besondere Rolle. Im Rahmen des im Management des Emerging Markets Balanced-Konzeptes auf der Aktienseite umgesetzten Relative Value-Ansatzes konzentrieren wir uns auf Qualitätstitel, deren Bewertung relativ zur Branche auf Basis ihrer Ertragsdynamik, ihrer Marktposition und ihrer strategischen Ausrichtung ein Investment rechtfertigt. Einzeltitel werden dem Portfolio nur dann hinzugefügt, wenn dadurch die risikoadjustierte Ertragsersparnis des Portfolios steigt. Die Portfolios sind stets wohldiversifiziert, um Klumpenrisiken zu vermeiden.

Durch die Beimischung der Anlagen in den Geldmärkten der Emerging Markets betonen wir die Fokussierung auf den Werterhalt in schwachen Marktphasen. Die Ziele des Konzeptes sind damit wie folgt definiert: Partizipation am langfristigen Anstieg der Aktienmärkte der Emerging Markets, deutlicher Mehrertrag im Vergleich zur Benchmark in fallenden Märkten, solide Outperformance über einen Marktzyklus von 4-5 Jahren. Kurz zusammengefasst strebt dieser Ansatz eine überlegene risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) im Vergleich zu reinen Aktienkonzepten an.

Insgesamt wird unser Emerging Markets Balanced-Portfolio durch die defensive Struktur zum Portfolio für alle Börsenphasen. Der Ansatz profitiert davon, dass Lazard Asset Management über eine ausgeprägte Expertise und langjährige Erfahrung im Management beider Assetklassen verfügt.

Für welche Anleger ist Emerging Markets Balanced geeignet?

Wie alle Emerging Markets Investments eignet sich Emerging Markets Balanced in erster Linie für den etwas erfahrenen Anleger, der mit den Chance/Risiko-Abwägungen komplizierter Anlagen vertraut ist. Dem großen Ertragspotenzial des Konzeptes steht ein erhöhtes Risiko gegenüber.

Allerdings fällt das Risiko im Vergleich zu anderen Emerging Markets-Anlagen deutlich niedriger aus, so dass Emerging Markets Balanced für Anleger in Frage kommt, die den Marktertrag von EM-Investments anstreben, aber das extrem große Risiko systematisch begrenzen wollen.

Es empfiehlt sich ein langfristiger Anlagehorizont. Generell sind EM-Anlagen für den Anleger nicht als Einzelinvestment, sondern in erster Linie als Beimischung zu einem breiter diversifizierten Portfolio zu empfehlen.

Unser Publikumsfonds: Gutmann Emerging Markets Balanced Portfolio

Wir setzen das Konzept Emerging Markets Balanced in Zusammenarbeit mit dem Bankhaus Gutmann auch als Publikumsfonds, der in Österreich aufgelegt und zum Vertrieb in Deutschland zugelassen ist, um. Bei der Auflage des Fonds fokussieren sich das Bankhaus Gutman und Lazard Asset Management auf bestimmte Kernkompetenzen. Gutmann übernimmt die Fondsverwaltung und Lazard das Fondsmanagement. Gutmann ist ein erfahrener Anbieter von Fondsadministration, Lazard hat seit vielen Jahren Erfahrung in der Analyse und im Management von Emerging Markets-Konzepten. Dies garantiert einen stabilen und bewährten Investmentprozess. Beide Unternehmen agieren unabhängig von Konzerninteressen.

Zusammenfassung und Ausblick

Es gilt bei der Kapitalanlage in den EM zwei Punkte gegeneinander abzuwägen. Einerseits ist das langfristige Potenzial von EM-Aktien unbestritten. Eine strategische Position in EM-Aktien ist für viele Anleger fast ein Muss, auch wenn die extrem

hohen jährlichen Erträge der letzten Jahre zukünftig nicht so ohne weiteres wiederholbar sind. Es gilt aber zu bedenken, dass die gegenwärtig niedrigen Volatilitäten eine Scheinsicherheit vortäuschen, die in dieser Klasse bei allem Optimismus nicht vorhanden ist. EM-Aktien bleiben eine Assetklasse, die mit hohen Risiken (und zukünftig auch wieder mit höheren Volatilitäten) behaftet ist.²⁵

Wir bieten daher mit dem Ansatz Emerging Markets Balanced (bzw. unserem Publikumsfonds „Gutmann Emerging Markets Balanced Portfolio“) eine weniger volatile Alternative für potentielle Anleger in den EM an. Dieses Konzept besteht aus einem Mischportfolio von EM-Aktien und Emerging Markets Local Currency Debt (Lazard Emerging Income). LEI ist eine Assetklasse, die in der letzten Dekade durch aktienähnliche Erträge bei rentenähnlicher Volatilität gekennzeichnet war. Zusätzlich waren Korrelation und Beta zu den traditionellen Anlagen in Aktien und Renten gering. Dadurch entsteht durch die Beimischung von Emerging Income zu klassischen EM-Aktienportfolios eine ganz neue Strategie mit aktienähnlichen Erträgen, deren Gesamtportfoliovarianz aber deutlich niedriger ist als die reiner EM-Aktienportfolios („EM for Chickens“).²⁶

Dennoch sind Anlagen in Emerging Markets Balanced keine einfache Assetklasse, denn die Risiken werden wie bei allen alternativen Assetklassen durch die Volatilität nicht vollständig beschrieben. Die politischen Risiken in den Emerging Markets, Liquiditätsprämien, Begrenzung von Transaktionskosten, die (Pro-) Zyklus von Zu- und Abflüssen in die Emerging Markets, Fragen nach Rechtssicherheit, Markttransparenz oder Veränderungen in der Offenheit der Wirtschaftsverfassung erfordern sorgfältige Analyse und ein Agieren im Portfoliozusammenhang, um dauerhaft eine risikoadjustierte Mehrrendite erwirtschaften zu können.²⁷

Ob eine Anlage in EM-Aktien, in Emerging Income oder Emerging Markets Balanced – die Story „Emerging Markets“ ist eine strukturelle Veränderung der Anlagemärkte, die in jedem Falle eine der wichtigsten Investmentideen des 21. Jahrhunderts bleiben wird.²⁸

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 141

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ P. Mullan: It's capitalism, but not as we know it, spiked-online, 7. Januar 2005.
- ² Thomas L. Friedman: The World is Flat, 2005.
- ³ P. Marber: From Third World To World Class, 1998, S. 13ff; J.G. Graf: Globale Szenarien, Megatrends im weltweiten Kräftespiel, Frankfurt 2000.
- ⁴ A. Rosengart: Diversifikation gegen den Demographic-Gau, portfolio international, Ausgabe 10, Dezember 2005, S. 35.
- ⁵ B. Fröndhoff, Aufsteiger aus Schwellenländern greifen in Europa an, Handelsblatt, 26. Mai 2006, S. 16; B. Broadbent / E.F. Nielsen / D. Vernazza: Europe in a Globalised World, Goldman Sachs Economics Paper 142, 6. Juli 2006.
- ⁶ D. Roberts: How Rising Wages Are Changing the Game in China, Business Week, 27. März 2006, S. 32ff; J. O'Neill: The World and the BRICs Dream, Goldman Sachs Research, Februar 2006.
- ⁷ J. Donald: Seven Things You Probably Weren't Even Afraid to Ask About, Lazard Asset Management, White Paper, Mai 2003.
- ⁸ J. Donald: Emerging Markets – Still Attractive After All These Years?, Lazard Investment Research, 09/2005.
- ⁹ A. Lopez-Claros: The Global Competitiveness Report 2005-2006, World Economic Forum, 2005.
- ¹⁰ R. Jain: Value Investing in Emerging Markets – Finding Value in Emerging Markets, Vontobel Asset Management Präsentation, Oktober 2005.
- ¹¹ J. Donald: Emerging Markets – Trends in Corporate Governance, Lazard Asset Management, White Paper, Dezember 2003.
- ¹² Anonymus: Finding a Route in Emerging Markets, in: funds Europe, Oktober 2005, S. 48-50.
- ¹³ J. Bayliss: Emerging Markets As an Asset Class, JPMorgan Research, Oktober 2004.
- ¹⁴ M. Dreher: Emerging Markets – die Mega-Boom-Märkte, Der Fonds, Mai 2006, S. 24ff.
- ¹⁵ Anonymus: Emerging Markets – Volle Kraft voraus, DWS Fondsjournal, Mai 2006, S. 6ff; E. Cole: Hidden Dips, JPMorgan, Emerging Europe Focus, Juni 2006.
- ¹⁶ E. Cole: Sell in May ...and then buy again, JPMorgan, Emerging Europe Focus, Mai 2006.
- ¹⁷ J.L. Buchalet: The US yield curve and emerging countries: stable near term disequilibrium, Factset, The Outlook, Februar 2006.
- ¹⁸ P. Robejsek: Krise oder das Ende der Globalisierung, Studie von Haus Rissen Hamburg, 16.6.2006
- ¹⁹ C. Hayward: How the world got more risky, Euromoney, September 2005, S. 232f; S. Blöndal / H. Christiansen: The recent experience with capital flows to Emerging Market Economies, OECD Working Paper 211, Februar 1999.
- ²⁰ J. Donald: A Portfolio Managed for All Seasons, Lazard Asset Management, 12/2004.
- ²¹ W. Krämer: Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income, Lazard Asset Management, Standpunkt, Juni 2006;
- ²² A. Belitz: Lazard Emerging Income, Präsentationsunterlagen, Lazard Asset Management, Mai 2006; J.D. Burger / F.E. Warnock: Foreign Participation in Local-Currency Bond Markets, Darden Business School Working Paper No 05-07, Februar 2004.
- ²³ J. Donald: The Bearable Lightness of Yielding, Lazard Asset Management, White Paper, Dezember 2004.
- ²⁴ J. Donald: Outlook on the Emerging Markets, Lazard Investment Research, White Paper, 03/05.
- ²⁵ E. Speidel-Walz: Emerging Markets Ausblick 2006, Vortrag auf dem DVFA Fixed Income Forum, Deutsche Bank, Juni 2006.
- ²⁶ J. Donald: Update on Emerging Markets Equities, Lazard Asset Management, White Paper, 31.5.2006.
- ²⁷ P. Marber: From Third World To World Class – The Future of Emerging Markets in the Global Economy, 1998.
- ²⁸ Everest Capital: The Continuing Case for Emerging Markets, Revisited, Februar 2005; R.L. George: Im Zeitalter des Drachens – Chancen und Risiken im Ost-West-Pendel, FinanzBuch Verlag 2006.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Standpunkt September 2005

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

Standpunkt November 2005

„Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung“

Investment Perspektive IV/2005

– Alternative Treibstoffe –
Gib Bio-Gas, ich will Spaß!

Hintergrund Februar 2006

„Basel II – Willkommen im Zentralstaat“

Hintergrund April 2006

„Risikoadjustierte Rendite – No Risk, No Return“

Investment Perspektive I/2006

„...Dicksein ist 'ne Quälerei...“
Klimawandel – Etwas Warmes braucht der Mensch???

Standpunkt Juni 2006

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

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

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