

# STAS TEM



*In Zeiten von Nullzinsen  
und negativen Renditen  
versprühen Anleihen der  
Schwellenländer großen Charme*



## Partnerschaft heißt für uns: individueller Service statt Standardlösungen.

Wenn es um Ihr Anleiheinvestment geht, konzentrieren wir uns auf Ihre Anforderungen. Dabei bieten wir Ihnen schnelle Antworten, große Transparenz und Reportinglösungen, die für Sie passend sind. Gute Partnerschaft beginnt mit einem Gespräch und dem tiefen Verständnis Ihrer Erwartungen. Wir freuen uns darauf.

▶ Erfahren Sie mehr unter [www.nnip.com](http://www.nnip.com)

Für uns zählt, was Ihnen wichtig ist.



**NN investment  
partners**

Fixed Income

Absolute Return

Convertibles

European High Yield

Emerging Markets Debt

# EMERGING MARKETS DEBT RÜCKT STÄRKER IN DEN FOKUS

**Rund sechs Prozent des Portfolios sollten auf Schuldtitel aus den Schwellenländern entfallen. Diese allgemeine Auffassung unter Anlegern zeigt sich in einer neuen Studie. Doch es gibt auch Vorbehalte.**

Schuldtitel aus den Emerging Markets werden in den nächsten Jahren unter institutionellen Anlegern weltweit eine verstärkte Nachfrage erfahren. Haupttreiber sind Diversifikationsvorteile und attraktive Bewertungen. Dies ist das Ergebnis einer Umfrage von NN Investment Partners, die im Juli und August 2016 unter 86 internationalen institutionellen Investoren durchgeführt wurde.

Gut die Hälfte der Befragten (54 Prozent) erwartet eine Ausweitung der Exponierung gegenüber dieser Asset-Klasse in den nächsten drei Jahren. Nur sieben Prozent gehen von einem Rückgang aus. Im Allgemeinen seien die Anleger der Meinung, dass sechs Prozent des Portfolios auf Schwellenländeranleihen entfallen sollte. 15 Prozent seien sogar der Auffassung, dass der Anteil über zehn Prozent liegen sollte, kommentiert man bei NN Investment Partners.

Wie die Umfrage weiter zeigt, sind für 60 Prozent der Befragten, die mit einer Zunahme der Alloktion rechnen, die Diversifikationsvorteile, die Emerging Markets Debt (EMD) bietet, der Hauptgrund. Nach Ansicht von 56 Prozent sind die Bewertungen im Vergleich zu anderen Anleihenarten deutlich attraktiver und rechtfertigen deshalb das zusätzliche Risiko. Zwei von fünf Befragten sind der Meinung, dass Schuldtitel aus den Schwellenländern in einem Umfeld mit geringem Wirtschaftswachstum eine günsti-

gere risikobereinigte Exponierung bieten. „Das globale Umfeld ist für Emerging-Market-Anleihen momentan außerordentlich günstig. Durch die lockere Geldpolitik weltweit ist reichlich Liquidität in die Märkte geflossen“, sagt Marco Ruijter, Lead Portfolio Manager im EMD-Hard-Currency-Team von NN Investment Partners.

Was die Diversifikation betrifft, nannten 52 Prozent der Umfrageteilnehmer vor allem geografische Vorteile. Darüber hinaus wurden ein verbessertes Einkommen (48 Prozent), ein optimiertes Kreditrisiko (46 Prozent), eine höhere Exponierung gegenüber dem Kreditsektor (20 Prozent) sowie Duration (14 Prozent) angeführt. Als jene Faktoren, die die Attraktivität von Emerging-Market-Anleihen noch erhöhen würden, nannten die befragten Investoren zum einen das Auseinanderbrechen der Europäischen Union (41 Prozent) und den Brexit (25 Prozent) sowie zum anderen steigende Zinsen in den USA (25 Prozent), steigende Inflation in den USA (19 Prozent) sowie steigende Inflation in der Eurozone (15 Prozent).

Gefragt nach den größten Risiken, die mit dieser Anlageform verbunden sind, ergab sich eine Vielzahl von Antworten: Allen voran wurden die politische Ungewissheit (43 Prozent) und die Kreditqualität (42 Prozent) genannt, wobei fast die Hälfte der Befragten erwartet, dass sich die Kreditbedingungen in den Schwellenländern über die nächsten zwei, drei Jahre hinweg grundsätzlich verbessern werden. 24 Prozent gehen indessen von einer Verschlechterung aus. Als weitere Risiken wurden sinkende Marktliquidität (27 Prozent), Abkühlung der chinesischen

Konjunktur (23 Prozent), Zunahme von Zahlungsausfällen (20 Prozent), steigende Zinsen (17 Prozent), steigende Inflation (17 Prozent) und eine Verknappung des Angebots an Anleihen (sechs Prozent) genannt. Allerdings geht aus der Studie ebenfalls hervor, dass 56 Prozent der Befragten mit einer Zunahme der Emissionstätigkeit in den Emerging Markets in den nächsten drei Jahren rechnen. Nur acht Prozent erwarten einen Rückgang.

Wie die Umfrage ferner zeigt, haben Investoren einige grundsätzliche Vorbehalte gegenüber Emerging-Markets-Anleihen. Die Mehrzahl der Befragten (60 Prozent) gab an, dass es riskant sei, einen breiten passiven Investmentansatz zu verfolgen, statt anhand einer aktiven Titelauswahl die besten Chancen herauszufiltern und die Risiken auf andere Weise zu steuern. *Kerstin Bendix*

# RENDITE, DIVERSIFIKATION UND VERGIFTETE ÄPFEL: EMD-INVESTOREN HABEN EINE STEILE LERNKURVE

**Schwellenländer-Währungen standen im vergangenen Jahr unter Abwertungsdruck. Die Kapriolen halten Investoren nicht davon ab, ihre Kapitalanlagen im Bereich Emerging Markets Debt zu diversifizieren. Ohnehin scheint der Zeitpunkt für ein Engagement günstig zu sein.**

Guillermo Osses leitet seit Januar 2016 von New York City aus die Emerging-Markets-Debt-Strategien des Asset Managers Man GLG. Das Unternehmen verwaltet als Anbieter diskretionärer Strategien per 31. März 2016 rund 27,9 Milliarden US-Dollar und ist Teil der börsennotierten Man Group plc. Im Gespräch mit portfolio institutionell entpuppt sich der gebürtige Argentinier als Intimus der Schwellenländer; seine berufliche Laufbahn führte ihn von der Deutschen Bank über Barclays Capital und Pimco zur HSBC Asset Management. Dort war er bis Ende vergangenen Jahres für die Emerging-Markets-Debt-Portfolios verantwortlich. Osses' Erfahrungen zufolge sind Rentenstrategien im Bereich der Schwellenländer (Emerging Markets Debt, kurz: EMD) inzwischen bei einem Großteil der europäischen institutionellen Investoren verankert. Das unterscheidet sie von Emerging-Markets-Aktien, die von diesem Stellenwert noch weit entfernt sind. Und EMD-Strategien verbreiten sich weiter rasch, meint Osses, Wie der Fachmann in Erinnerung ruft, hat sich das EMD-Universum seit Beginn des 21. Jahrhunderts sehr positiv entwickelt. Schwellenländer hätten erhebliche strukturelle Verbesserungen vorgenommen, viele Nationen verabschiedeten sich von einem auf feste Wechselkurse ausgerichteten Währungsregime hin zu frei schwankenden Währungen; das kann zwar zu Wechselkursverlusten führen,

aber die Alternative mit einem fixen Währungsregime sei letztlich für die Länder viel problematischer, sagt Osses. Zumal der Vorteil flexibler Währungen nun einmal darin bestehe, dass man externe Schocks, wie den jüngsten Rohstoffpreiskollaps, durch einen schwächeren Wechselkurs abfangen könne. Viele der aufstrebenden und einst krisengeschüttelten Nationen implementierten zudem in der jüngeren Vergangenheit strafere fiskalische und monetäre Kontrollen, häuften Fremdwährungsreserven an und reduzierten das Verhältnis von Schulden zur Wirtschaftsleistung. Dadurch wurde es ihnen möglich, sich verstärkt in lokaler Währung zu verschulden anstatt in Hartwährung, wie etwa dem US-Dollar, sagt Osses.

## Zunehmende Kreditqualität

Laut einer Untersuchung der Rating-Agentur Moody's stieg der Anteil der Schulden der Schwellenländer in Lokalwährung von rund 50 Prozent im Jahr 2000 auf knapp 75 Prozent (2014). Dadurch sank ihre Abhängigkeit vom Ausland. Gleichzeitig gelang es vielen Staaten, ihre Kreditqualität zu verbessern. Inzwischen tragen rund 70 Prozent aller Schwellenländeranleihen ein Rating im Investment-Grade-Bereich. Zu Beginn dieses Jahrtausends lag ihr Anteil noch bei 20 Prozent, erläutert Osses. Dr. Mauricio Vargas, Volkswirt bei Union Investment in Frankfurt am Main, hat diese Entwicklung ebenfalls aufmerksam verfolgt: „Die Erfahrungen, die die Emerging Markets in den vergangenen Jahrzehnten gemacht haben, dass ein kurzfristig günstiges Darlehen in Fremdwährung ein vergifteter Apfel ist, der die Finanzen bei gewissen Wechselkursbewegungen aushebelt, hat dazu geführt, dass der Großteil sehr stark auf heimisch

denominierte Währung umgestellt hat.“ Gleichwohl, und hier argumentiert wieder Guillermo Osses, habe die Kreditqualität durch den Verfall der Rohstoffpreise etwas an Glanz verloren. Aber durch den Ausverkauf am Markt für Lokalwährungsanleihen herrscht bei vielen Asset Managern nun eine Art Aufbruchstimmung.

Nach Einschätzung von Helene Williamson, seit vielen Jahren im EMD-Geschäft aktiv und seit Oktober 2011 Head of Emerging Markets Debt bei First State Investments in London tätig, betrachten die meisten institutionellen Anleger in Europa Emerging-Markets-Renten als Beimischung, weil die sich dahinter verbergenden Asset-Klassen nicht stark mit anderen korrelieren und weil sie noch einen attraktiven Renditeaufschlag über Staatsanleihen der entwickelten Nationen bieten. Laut Statistiken von JP Morgan vom April 2016 lag die Korrelation des vielbeachteten JP Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI) Global gegenüber europäischen Staatsanleihen zuletzt bei 0,74 (drei Jahre) beziehungsweise 0,57 (zehn Jahre). Gegenüber US High Yield (JP Morgan Domestic High Yield) wird die Korrelation auf -0,13 (drei Jahre) sowie -0,20 (zehn Jahre) beziffert. Und im Vergleich mit den Aktien im S&P 500 wird der lineare Zusammenhang mit 0,36 (drei Jahre) beziehungsweise 0,02 (zehn Jahre) angegeben.

## Auf dem Weg zur Core-Asset-Klasse

Der ersten Einschätzung nach sind Schwellenländeranleihen in den Portfolien hiesiger Anleger angekommen, und sie stiften unter Diversifikationsaspekten auch einen Nutzen. Aber welche Kategorie wird letztlich von wem präferiert? Und welche Gründe werden dafür angeführt? Eine erste Antwort darauf





**Tobias Bürger**  
*Redakteur*  
*portfolio institutionell*

gab schon die im Oktober 2015 veröffentlichte Studie „Pension Risk Management und Anlage von Pensionsvermögen“ vom Beratungshaus Willis Towers Watson. Der Untersuchung zufolge ist das durchschnittliche Rentenportfolio deutscher Pensionsinstitutionen in der Regel sehr diversifiziert. Eine kleine Rolle spielen – über alle diese Anleger hinweg – Emerging-Markets-Staatsanleihen in Kernwährung, wie zum Beispiel dem US-Dollar. Hier haben die deutschen Pensionseinrichtungen Allokationen von um die vier Prozent aufgebaut. Weitere drei Prozent ihrer Rentenanlagen entfallen auf Staatsanleihen in Lokalwährungen. Dem Investment-Consultant zufolge stehen EM-Anleihen in Kernwährungen für circa 2,5 Prozent des Gesamtportfolios, während rund 1,9 Prozent auf EM-Anleihen in Lokalwährungen entfallen.

Die Untersuchung von Willis Towers Watson fiel in eine Phase, in der die Emerging Markets rekordhohe Mittelabflüsse von Investoren hinnehmen mussten. Betroffen waren in erster Linie Publikumsfonds mit dem Schwerpunkt Lokalwährungen und weniger institutionelle Mandate. Guillermo Osses von Man GLG geht davon aus, dass deutsche Investoren ihr Exposure ungeachtet dieser Schwäche vergrößern werden. „Die Investoren, mit denen ich bislang zu tun hatte, sind seit vielen Jahren in den Schwellenländern investiert und haben damit sehr ordentliche Renditen erzielt. Sie wollen heute die attraktiveren Bewertungen nutzen“, argumentiert der Südamerikaner Osses.

#### **Local oder Hard Currency**

Gleichwohl muss man bei der Renditebetrachtung der vergangenen drei Jahre hinterfragen, ob der Investor speziell bei

Lokalwährungsanleihen oder Hartwährungsanleihen investiert war. Anleger haben in erster Linie bei Lokalwährungsanleihen Verluste erlitten, weil die Lokalwährungen gegenüber dem US-Dollar und dem Euro an Wert eingebüßt haben. Die Lernkurve ist hier, metaphorisch gesagt, steinig und steil, denn noch vor wenigen Jahren waren Lokalwährungsanleihen in aller Munde. „Viele Anleger haben sich bei der Entscheidung zwischen einem Investment in Hartwährungs- oder Lokalwährungsanleihen die Finger verbrannt. Deshalb wollen sie die Entscheidung darüber nun eher den Managern überlassen, wann es ideal ist, Lokalwährungsanleihen oder Hartwährungsanleihen zu halten. Das erscheint mir als eine Lektion, die man im vergangenen Jahr gelernt hat“, sagt Osses.

#### **Attraktive Renditeerwartungen**

Local Debt sei inzwischen geradezu billig, die zu erwartende Rendite liege mit 6,5 bis zehn Prozent per annum heute rund 100 Basispunkte höher als noch vor einem Jahr und erscheint dem Portfoliomanager von Man GLG damit recht attraktiv. Im Gegensatz dazu stuft Osses Hartwährungsanleihen in US-Dollar und Euro, also jene Assets, die bei institutionellen Investoren längst angekommen sind, als nicht so anziehend ein. Er betont: „Wir engagieren uns bei kurzlaufenden Anleihen. Denn wenn die Renditen steigen und sich die Spreads ausweiten, macht uns das keine Sorgen.“

Für manche Investoren haben die Emerging Markets indessen an Glanz verloren – nun mehren sich die Sorgen angesichts der hohen Unternehmensverschuldung. Ein wesentlicher Grund dafür ist die Annahme, dass die durch die US-Notenbank eingeleitete

Zinswende zu verstärkten Währungsbewegungen führt, die die Schuldentragfähigkeit von Schwellenländerunternehmen erheblich belasten würden. In dieses Horn stießen zuletzt der Internationale Währungsfonds (IWF) sowie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, die beide vor den systemischen Risiken für die Weltwirtschaft warnten. Darauf weist Dr. Mauricio Vargas, Volkswirt bei Union Investment, hin. Der IWF erfasst die Kennzahlen zur Auslandsverschuldung auf Basis des „Ausländerprinzips“. Dabei werden alle Schulden berücksichtigt, die von Ausländern in Hartwährung oder lokaler Währung gehalten werden.

Diese Auslandsverschuldung kann nach Angaben von Mauricio Vargas aber nicht mit der Fremdwährungsverschuldung gleichgesetzt werden. Mit Blick auf etwaige systemische Risiken seien vor allem die in Fremdwährung denominierten Schulden relevant, da sie von einer Abwertung der jeweiligen Landeswährung in der Regel besonders stark betroffen sind. Eine Analyse zeigt, dass die Fremdwährungsverschuldung gegenüber der Auslandsverschuldung, wie sie vom IWF publiziert wird, eine deutlich geringere Rolle spielt, weshalb nur geringe Ausfallrisiken drohen.

# EMERGING-MARKETS-ANLEIHEN NEHMEN AN BEDEUTUNG ZU

Im Rahmen des Asset-Liability-Managements (ALM) setzen große Versicherer wie die Munich Re (Gruppe) aufgrund ihrer versicherungstechnischen Verpflichtungen in Emerging-Markets-(EM)-Ländern immer stärker auf Anleihen aus diesen Nationen. Perspektivisch wird die Bedeutung der EM an der Weltwirtschaft sowie das Versicherungsgeschäft in den Schwellenländern zunehmen und damit auch die Kapitalanlage dort. Zudem bieten ausgewählte EM-Anleihen attraktive Renditen. Es könnte also verschiedene Gründe geben, warum EM-Anleihen künftig eine zunehmende Bedeutung in den Portfolien von Versicherungen haben werden.

Seit mehr als einem Jahrzehnt ist bei großen Versicherungen das ALM maßgeblich für strategische Entscheidungen in der Kapitalanlage. Die Gründe dafür sind bekannt, insbesondere eine zunehmende Risikosensibilität sowie die Erkenntnis, dass absehbare Zahlungsverpflichtungen und langfristige Mindestzinsversprechen stärker in der Kapitalanlage berücksichtigt werden müssen. In der Kapitalanlage werden seitdem die Cashflows nicht nur der Fristigkeit nach, sondern auch entsprechend weiterer Risikofaktoren, wie zum Beispiel Inflation oder Währung, auf die Zahlungsverpflichtungen im Versicherungsgeschäft abgestimmt.

Ganz praktisch bedeutet dies: Ist die Versicherung in den EM aktiv, ist dort die Kapitalanlage meist auch aktiv, und zwar zum weit überwiegenden Teil mit Anleihen. Das Geschäft von globalen Versicherungsunternehmen in den EM dürfte weiter zunehmen, nicht zuletzt wegen des überdurchschnittlichen Bevölkerungswachstums und des

gegenüber den entwickelten Märkten höheren Wirtschaftswachstums. Wächst eine Versicherung allein nur mit dem Markt, wird der Anteil des EM-Geschäfts am gesamten Geschäft zunehmen, und damit auch die Kapitalanlage in EM-Anleihen.

Weiterhin ist in EM häufig zu beobachten, dass die Versicherungsdichte mit der wirtschaftlichen Entwicklung zunimmt. Das Versicherungsgeschäft wächst also überproportional mit Blick auf das Wirtschaftswachstum, und entsprechend ist dies ein weiterer Punkt für eine stärker steigende Nachfrage nach EM-Anleihen. Ein dritter Punkt ist, dass ausgewählte EM-Anleihen – und das Wort „ausgewählt“ ist dabei zu betonen – eine höhere, und zwar nachhaltig höhere, Rendite liefern als Anleihen von Industrieländern. Hier lohnt eine nähere Betrachtung, allerdings erst in einem weiteren Schritt.

## **Aufbau von Strukturen, Prozessen und Kompetenz**

Aus dem Blickwinkel der Kapitalanlage ist die Zunahme des Versicherungsgeschäfts ein exogener Faktor, den die Kapitalanlage nicht beeinflussen oder steuern kann. Die Entscheidung allerdings, ob und inwieweit zusätzliche Renditechancen in EM-Anleihen genutzt werden, ist für den aktiven Portfoliomanager eine zentrale und auch erfolgskritische Entscheidung. Denn eine einfache Replizierung von EM-Märkten ist hochriskant. Vor einer aktiven Bearbeitung von Schwellenmärkten müssen die Strukturen und Prozesse eingeführt und etabliert werden, und es braucht eine entsprechende Markt- und Risikokompetenz. Das gilt nicht nur, wenn diese Märkte selbst bearbeitet werden, sondern das gilt für Versicherungen

und ihre Kapitalanleger auch dann, wenn externe Manager ins Boot geholt werden.

Den Investmentprozess für klassische Anleihen aus zum Beispiel Euroland einfach für EM eins zu eins auszurollen, wäre grob fahrlässig. Es sind nämlich weitere Risikofaktoren zu beachten. Und das betrifft nicht nur die Währung, sondern auch das strukturelle Umfeld, wie zum Beispiel rechtliche Bedingungen, im Besonderen aber auch das Thema Rechtssicherheit, sowie auch die Handelbarkeit und die Liquidität. Für uns gilt – und das sollte für jeden sorgfältigen und umsichtigen Anleger gelten – die Devise: Kaufe nur, was du auch verstehst. Entsprechend sind dann auch Strukturen anzupassen: im Portfoliomanagement selbst, im funktionsgetrennten Risikomanagement, aber auch in weiteren Bereichen. Das betrifft beispielsweise die Rechtsabteilung hinsichtlich der Prospektprüfung oder den regulatorischen und auch aufsichtsrechtlichen Bedingungen.

Dabei sind selbstverständlich anlegerspezifische Bedürfnisse zu berücksichtigen. Als Anleger für Munich Re (Gruppe) haben wir Rück- und Erstversicherungen verschiedener Segmente, Länder und Jurisdiktionen unter einem Dach. Die MEAG als konzerninterner Asset Manager kennt sich in allen spezifischen Belangen bestens aus und erfüllt auch die zum Teil hohen Anforderungen von Regulierung und Aufsicht. Die MEAG ist deswegen auch sehr gut in der Lage, die Bedürfnisse von versicherungsähnlichen Anlegern, wie Versorgungswerken oder Pensionskassen, aber auch kirchlichen Einrichtungen oder Stiftungen abzubilden. Neben Strukturen und Prozessen gilt es, die Markt- und Risikokompetenz aufzubauen und weiterzuentwickeln. Nur für große Versicherungen und ihre Asset Manager lohnt



**Reiner Back**

*Leiter Portfoliomanagement  
Renten, Geld und Devisen  
MEAG*

es sich, eigene Teams und Ressourcen zu unterhalten. Ein Vorteil sind ausländische Einheiten, die aufgrund regionaler oder lokaler Nähe einen besseren Marktzugang haben. Die MEAG ist mit Einheiten in New York und Hongkong auch in Amerika und Asien vertreten. Sie ist hier zudem mit den kulturellen Eigenheiten mancher EM-Länder besser vertraut im Vergleich zu rein deutschen Adressen.

Die erhebliche Heterogenität der EM erfordert es, jeden einzelnen Markt separat zu betrachten. Wie oben bereits betont, kann es sich rächen, verschiedene Länder in einem Topf zu werfen. Eingruppierungen wie BRICS und Next 11 verstellen den Blick darauf, dass allein die politischen Bedingungen in den einzelnen Ländern extrem unterschiedlich sind und völlig andere Herangehensweisen erforderlich machen können. Die separate Betrachtung jedes einzelnen Marktes führt allerdings zu einem erheblichen Ressourcenbedarf in der gründlichen Risikoanalyse. Sie ist unverzichtbar, wenn diese Märkte systematisch bearbeitet werden sollen.

Die Auslagerung der Bearbeitung von EM-Märkten an externe Manager alleine bringt kaum Erleichterungen in der Risikoanalyse. Die Gefahr ist groß, Schwellenmärkte nur aus den klassischen Risikokategorien heraus zu betrachten und die besonderen Faktoren zu vernachlässigen. Außerdem ist in einem Kapitalmarktumfeld hoher Vulnerabilität mit Blick auch auf politische Strukturbrüche eine sehr enge Begleitung des EM-Themas unerlässlich. Gerade bei EM-Anleihen gilt, dass die gleiche Interessenlage von Asset Manager und Mandant eminent wichtig für eine gemeinsame Sichtweise und den Erfolg ist. Versicherungen und versicherungsnahe

Anleger sollten dies bei der Auswahl ihrer externen Manager berücksichtigen. Als Asset Manager von Munich Re kennt die MEAG die besonderen Bedürfnisse und spezifischen Erfolgsfaktoren.

### **Besondere Renditechancen**

In der täglichen Beschäftigung mit EM-Anleihen sind die Rahmenbedingungen hinsichtlich Strukturen, Prozesse und Ressourcenausstattung entscheidend. Wer nicht bereit ist, in ein ordentliches Set-up zu investieren, sollte die Finger von EM-Anleihen lassen. Wer allerdings diesen Schritt macht, auf den warten attraktive Renditechancen. Selbstverständlich muss auch vor übertriebenen Erwartungen gewarnt werden, EM-Anleihen sind im Rahmen von ALM zu sehen und entsprechend auch die Risikoexponierungen. Auch hier gilt es, Maß und Mitte zu beachten.

Grundsätzlich haben ausgewählte EM-Anleihen den Vorteil, dass in einigen Ländern die fundamentalen Faktoren günstiger sind als in Industrieländern. Das kann von der demografischen Entwicklung und dem Wirtschaftswachstum weitergedacht auch die öffentliche Verschuldungssituation oder die Resilienz der Systeme sozialer Sicherung betreffen. Andererseits ist die politische Situation häufig instabiler und auch schwerer zu bewerten. Auch deswegen muss jedes Land im Detail exakt beurteilt werden.

Angesichts der herausragenden Wertentwicklung vieler EM in diesem Jahr und dem unverändert hohem Appetit vieler Investoren nach weiteren Engagements stellt sich die Frage, wie lange es noch so weitergeht und ob es sich lohnt, auf den fahrenden Zug aufzuspringen. Strategisch sehen wir für viele EM eine fundamentale Verbesse-

rung der Situation auf längere Sicht. Auch in der taktischen Frage ist ein weiterhin intaktes Umfeld zu erkennen. Die Risikoprämien bewegen sich auf akzeptablen Niveaus. Zudem bieten die Emerging Markets die Chance, mit einer umfassenden fundamentalen Analyse bei moderatem Risiko attraktive Renditen zu finden.

In dieser durchaus positiven Situation dürfen allerdings nie die Risiken außer Acht gelassen werden. Marktstudien ist zu entnehmen, dass viele Versicherungen und versicherungsähnliche Anleger bereit sind, höhere Risiken zu nehmen. Unsere Haltung zum Risiko ist dagegen unverändert: Wir sind eher bereit, noch breiter zu diversifizieren als einzelne Positionen stärker zu akzentuieren. Die gute Nachricht mit Blick auf die EM ist, dass Investoren hier breiter diversifizieren können und vergleichsweise attraktive Renditen finden. Dies gilt besonders dann, wenn auch in lokaler Währung investiert werden kann.

Alles in allem sind Investments in EM erstens eine strategische Frage, zweitens eine Frage der richtigen Aufstellung und erst drittens eine Frage der Marktopportunitäten. Wer sich gut vorbereitet hat, dem bieten sie interessante Chancen. Für ein globales Versicherungsunternehmen und seinen Asset Manager führt kein Weg an den EM vorbei. Für lokale Investoren mittlerer Größe steht dagegen die strategische Entscheidung im Vordergrund. Den Versuchen gut gelauener Märkte sollte dagegen immer mit viel Skepsis begegnet werden.

# SCHWELLENLÄNDERANLEIHEN IN LOKALEN WÄHRUNGEN – DER RICHTIGE WEG

Anleger davon zu überzeugen, dass jedes Portfolio – mit Ausnahme solcher mit sehr kurzem Anlagehorizont – mindestens eine kleine Allokation in den Schwellenländern haben sollte, dürfte nicht schwerfallen. Dazu reicht der Hinweis, dass derzeit 50 Prozent des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (gemessen an der Kaufkraftparität) in Entwicklungsländern erwirtschaftet werden und dass sieben der zehn größten Volkswirtschaften des Jahres 2050 heute noch Entwicklungsländer sind.

Viele Anleger haben sich in das Schwellenländersegment über Anlagen in Hartwährungen (HW) vorgetastet – in der Regel über Währungen wie US-Dollar oder Euro – und dabei meistens gute Ergebnisse erzielt. Degroof Petercam Asset Management ist jedoch fest davon überzeugt, dass jetzt der richtige Zeitpunkt ist, bei Anlagen in den Schwellenländern einen Schritt weiter zu gehen und auch das Segment der Lokalwährungen (LW) ins Visier zu nehmen.

## Ein attraktives Liquiditäts-Rendite-Profil

Anders als man meinen möchte, wird durch die Fokussierung auf Staatsanleihen in lokaler Währung die Liquidität nicht eingeschränkt. Letztendlich sind große Märkte für Lokalwährungsanleihen die Domäne der am weitesten entwickelten Volkswirtschaften der Welt, die zugleich meistens unabhängige Zentralbanken mit einem klaren Auftrag zur Eindämmung der Inflation haben. Gleichzeitig verfügen sie über eine ausgeklügelte Marktinfrastruktur einschließlich eines tiefen Währungsmarktes. Des Weiteren verfügen sie über und profitieren von einer großen und weiter wachsenden inländischen

Investorenbasis. Die meisten Länder bemühen sich darum, ihre Abhängigkeit von externer Finanzierung zu verringern. Es sollte daher nicht überraschen, dass das LW-Anleihensegment in allen Schwellenländern allmählich über das Segment der Hartwährungen hinausgewachsen ist. Ende 2015 war das Volumen von LW-Staatsanleihen mit sieben Billionen US-Dollar über acht mal so groß wie das von HW-Staatsanleihen (0,8 Billionen US-Dollar). Das LW-Segment ist heute in den meisten Fällen der bevorzugte Markt, der gute Renditen mit besserer Liquidität verbindet.

## Eine unbeachtete Anlageklasse

LW-Schwellenländeranleihen sind eine Anlageklasse, die internationale Anleger im Vergleich zu HW-Schwellenländeranleihen zu wenig besitzen. Wenngleich die Weltbank berechnet hat, dass der ausländische Besitz von LW-Schwellenländeranleihen in den vergangenen sieben Jahren erheblich zugenommen hat, liegt die Besitzquote der meisten Länder immer noch unter 20 Prozent der gesamten umlaufenden Titel und damit deutlich unter dem Niveau des ausländischen Besitzes von HW-Schwellenländeranleihen. Auch heute noch belaufen sich die Kapitalzuflüsse in HW-ETF auf über acht Milliarden US-Dollar. Sie sind damit mehr als doppelt so hoch wie bei LW-ETF. Hierdurch vernachlässigen sie auf sträfliche Weise die relative Größe der zugrunde liegenden Märkte und die relative Größe der Handelsvolumina. Es scheint unausweichlich zu sein, dass sich dieses Verhältnis in Zukunft umkehren und die zunehmende Vertrautheit mit einem immer mehr betriebenen geordneten Währungsmanagement die Kapitalflüsse in LW-Schwellenländeranleihen erhöhen wird.

Nach dem Werk „Fundamental Law of Active Management“ von Grinold und Kahn erhöht das erweiterte Spektrum an Möglichkeiten, das Lokalwährungsmärkte bieten, die Chancen eines versierten Managers, Mehrwert zu generieren. Das Exposure lässt sich exakt nach den Wünschen des Managers zuschneiden. Er kann unerwünschte Währungsrisiken absichern und ganz gewiss auf eine größere Vielfalt von Anlageinstrumenten zurückgreifen.

## „Es ist der Carry, verrückt ...“

In der Grafik auf der gegenüberliegenden Seite ist die Gesamtrendite von LW-Schwellenländeranleihen (JP Morgan GBI EM) in ihre drei Komponenten aufgeschlüsselt, nämlich Kapitalgewinne aus dem Rückgang von Anleiherenditen, Währungsschwankungen und Carry.

Kapitalgewinne waren im Betrachtungszeitraum erheblich und haben sich im Zuge des starken weltweiten Disinflationstrends beständig nach oben entwickelt. Während in den 1990er-Jahren 50 Prozent der Schwellenländer zweistellige Inflationszahlen verzeichneten, ist diese Zahl allmählich auf unter zehn Prozent gesunken. Obwohl es schwierig sein dürfte, eine ähnliche Auswirkung auf die Gesamtrenditen von Schwellenländeranleihen zu wiederholen, gehen wir weiterhin davon aus, dass die Disinflation die Anleihenurse auf absehbare Zeit weiter in die Höhe treiben wird.

Betrachtet man den langfristigen nominalen Beitrag von LW-Schwellenländeranleihen, wird deutlich, warum sich so viele Anleger nicht mit dem Gedanken anfreunden können, Schwellenländerrisiken im Portfolio zu haben. Denn die Volatilität ist hoch, was das Timing bei LW-Schwellenländeranleihen





**Carl Vermassen**  
Senior Portfolio Manager  
Degroof Petercam Asset Management

sehr schwierig macht. Das ist an sich schon hart genug, aber die Grafik zeigt auch, dass LW-Schwellenländeranleihen in den meisten Fällen einfach fallen. Das sollte uns am Ende aber nicht zu sehr überraschen, da man etwas dafür zurück bekommt, dass man die Volatilität aushält, nämlich den Carry.

Carry spielt eine Schlüsselrolle! Er ist die beständige, langfristige Triebkraft der Rendite von Schwellenländeranleihen. Letztendlich übertrifft der Carry alle anderen Faktoren bei weitem und erfordert nur eines, nämlich ständig in dem Markt investiert zu sein.

### Mit den lokalen Investoren in einem Boot

Das durchschnittliche Bonitätsprofil von Anleihen in lokaler Währung ist bedeutend besser als das von Papieren in Hartwährung. Ausfälle in lokaler Währung sind unwahrscheinlich bei Ländern mit Schuldtiteln, die vorwiegend auf die eigene Währung lauten und lange Laufzeiten haben. Diese

Länder sind in der Lage Geld zu drucken. Hinzu kommt, dass in den meisten lokalen Währungsmärkten Ausfälle auf die eigene Steuerbasis durchschlagen. Angesichts einer hohen Quote von heimischen Anleiheinhabern ist dies wirtschaftlich kaum sinnvoll. Ausfälle bringen wenig ein, wenn man im Gegenzug die Löcher in der Bilanz des heimischen Finanzsektors stopfen muss.

All das erklärt, warum Renditen von Anleihen in Lokalwährungen nicht besonders anfällig für die Bonität des emittierenden Staates sind. Man sollte dabei aber nicht vergessen, dass Lokalwährungsanleihen hierdurch nicht risikofrei sind. Man hat vielmehr das Ausfallrisiko gegen das Währungsrisiko getauscht, einen bei weitem zugänglicheren Widersacher.

### Zyklische Gründe

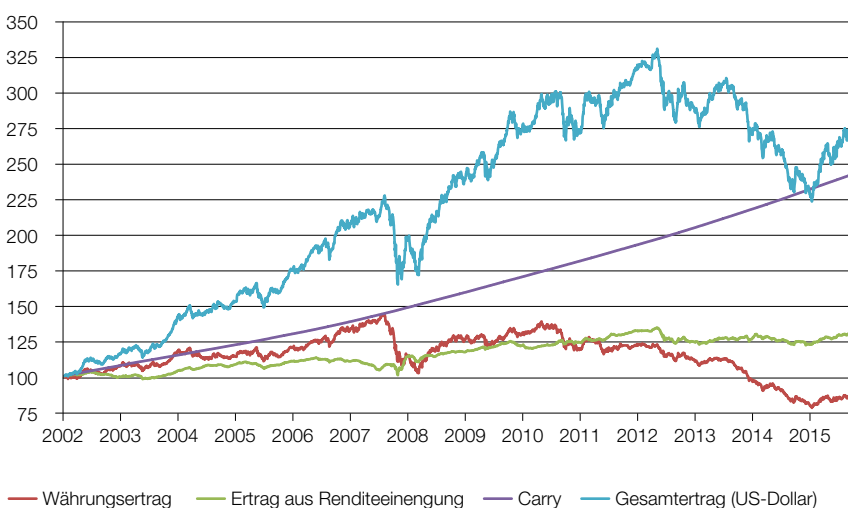
Obwohl wir zur Vorsicht beim Timing von LW-Schwellenländeranleihen gemahnt

haben, glauben wird, dass wir es bei zyklischer Betrachtung im Moment mit einem ausgesprochen günstigen Zeitpunkt zu tun haben. Während die jüngsten Wachstumsraten der Schwellenländer (insbesondere der Frontier-Märkte) möglicherweise die niedrigsten nach der Krisenzeit sind und unter den historischen Durchschnittswerten liegen, scheinen sie eindeutig eine Wende vollzogen zu haben. Der IWF rechnet damit, dass der Rhythmus des BIP-Wachstums sich in den Schwellenländern in den kommenden fünf Jahren beschleunigen wird (von 2016 geschätzt 4,2 Prozent auf geschätzt 5,1 Prozent im Jahr 2021), während für die Industrienationen eine Stagnation auf den derzeitigen jämmerlichen Niveaus erwartet wird (von geschätzt 1,6 Prozent in diesem Jahr auf geschätzt 1,7 Prozent (2021); World Economic Outlook, Oktober 2016).

Es besteht eine klare positive Korrelation zwischen den oben erwähnten Unterschieden beim durchschnittlichen Wachstum und der nominellen Stärke von LW-Schwellenländeranleihen. Überdurchschnittliche Wachstumsunterschiede ziehen traditionell günstige Zeiten für LW-Schwellenländeranleihen nach sich. Ein vielversprechendes Wachstum lockt tendenziell ausländische Direktinvestitionen an, lange bevor sich die Leistungsbilanzen aufgrund eines gestiegenen Konsums verschlechtern.

Fazit: Sowohl längerfristige Entwicklungen als auch kurzfristige zyklische Faktoren veranlassen uns zu einer weiterhin sehr positiven Einstellung gegenüber den Schwellenländern. Investitionen in Schwellenländeranleihen, die auf Lokalwährungen lauten, könnte durchaus die beste Art und Weise sein, diese vielversprechende Zukunft für sich zu nutzen.

**Renditebestandteile von Schwellenländeranleihen in Lokalwährung**



Quelle: Degroof Petercam Asset Management

# LOKALWÄHRUNGSANLEIHEN IM INSTITUTIONELLEN PORTFOLIO NOCH UNTERREPRÄSENTIERT

*Fragen an Carl Vermassen*

*Senior Portfolio Manager, Degroof Petercam Asset Management*

*Welchen Stellenwert haben die Emerging Markets heute in den Portfolios institutioneller Investoren in Europa? Bitte unterscheiden Sie zwischen Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen.*

Insgesamt können wir feststellen, dass die Portfolios von institutionellen Investoren weiterhin ein relativ geringes Engagement in Schwellenländern aufweisen. Dasselbe gilt für festverzinsliche Anlagen. Lokalwährungsanleihen der Schwellenländer sind eine Anlageklasse, die internationale Anleger im Vergleich zu Hartwährungsanleihen der Schwellenländer zu wenig allokiert haben. Wenngleich die Weltbank berechnet hat, dass der ausländische Besitz von Lokalwährungsanleihen in den vergangenen sieben Jahren erheblich zugenommen hat, liegt der Anteil für die meisten Schwellenländer immer noch unter 20 Prozent der gesamten umlaufenden Titel, und damit deutlich unter dem Niveau des ausländischen Besitzes von Hartwährungsanleihen dieser Emittentengruppe. Auch heute noch belaufen sich die Kapitalzuflüsse in ETFs für Hartwährungsemissionen auf über acht Milliarden US-Dollar. Sie sind damit mehr als doppelt so hoch wie bei ETF in Lokalwährungsanlagen. Hierdurch vernachlässigen die Anleger auf sträfliche Weise die relative Größe der zugrunde liegenden Märkte und die relative Größe der zugrunde liegenden Handelsvolumen. Es scheint unausweichlich zu sein, dass sich dieses Verhältnis in Zukunft umkehren wird. Die zunehmende Vertrautheit mit einem immer professionelleren Währungsmanagement wird die Kapitalflüsse in Lokalwährungsanleihen erhöhen.

*Wie schätzen Sie heute die Liquidität der Anleihenmärkte in den Schwellenländern*

*grundsätzlich ein? Bitte unterscheiden Sie zwischen Hartwährungs- und Lokalwährungsanleihen.*

Wir beobachten einen abweichenden Trend an den Märkten. Während die Liquidität in Lokalwährungsanleihen generell ansteigt, verschlechtert sich zusehends die Liquiditätssituation in den Märkten für Hartwährungsanleihen. Zahlreiche Länder, die Anleihen in Lokalwährung begeben, weisen eine ausgezeichnete Liquiditätssituation auf. Zu diesen Ländern gehören unter anderem Mexiko, Südkorea, Brasilien und Südafrika. Den Markt für Hartwährungsanleihen prägen vorwiegend Börsenmakler und Händler, die seit der Finanzkrise 2008 weitaus mehr einschränkenden Kriterien unterliegen. Im Gegensatz zu den Lokalwährungsanleihen ist es deutlich schwieriger geworden, die Aktivität an den Märkten für Hartwährungsanleihen zu beleben.

Schuldtitel in Lokalwährung bieten deutlich mehr Handlungsmöglichkeiten und Anlagechancen. Als Portfoliomanager geben wir Schwellenländeranleihen in Lokalwährung den Vorzug. Anders als man meinen möchte, wird durch unsere Fokussierung auf Staatsanleihen in lokaler Währung die Liquidität nicht eingeschränkt. Letztendlich sind große Märkte für Anleihen in lokaler Währung die Domäne der am weitesten entwickelten Volkswirtschaften der Welt, die meistens unabhängige Zentralbanken mit einem klaren Auftrag zur Eindämmung der Inflation haben, über eine ausgeklügelte Marktinfrastruktur einschließlich eines tiefen Währungsmarktes verfügen und die von einer großen und weiter wachsenden inländischen Investorenbasis profitieren.

Die meisten Länder bemühen sich darum, die Abhängigkeit von externer Finanzierung

zu verringern. Es sollte daher nicht überraschen, dass das Anleihensegment in Lokalwährung in allen Schwellenländern allmählich über das Segment der Hartwährungen hinausgewachsen ist.

*Welche Hindernisse stehen Emittenten im Weg, die sie daran hindern könnten, ihre Anleihen planmäßig zu tilgen?*

Es muss zwischen Hartwährung und Lokalwährung unterschieden werden. Zudem weisen wir darauf, dass unsere Einschätzungen als Portfoliomanager Staatsanleihen und nicht etwa Unternehmensanleihen betreffen. Bei Emissionen in Hartwährung ist ein Zahlungsausfall bei Schuldtiteln unter Umständen einfacher zu handhaben, da keine lokalen Anleger beeinträchtigt werden, die in die jeweiligen Anleihen investieren. Länder zeigen sich insbesondere hinsichtlich Zahlungsausfällen bei ihren Lokalwährungsanleihen besorgt, da diese Anleihen in den meisten Fällen von lokalen Investoren gehalten werden. In wirtschaftlicher Hinsicht ist es nicht sinnvoll, dass lokale Investoren Einbußen verzeichnen. Die Staaten können bei Bedarf zusätzliches Geld drucken, um ihre Schuldenlast zu erleichtern beziehungsweise zu verringern. Obgleich dies für uns als Investoren mit zusätzlichen Wechselkursrisiken verbunden ist, ziehen wir diese Risiken einem steigenden Kreditrisiko vor.

Außerdem muss die Schuldenbelastung in einen Kontext gestellt werden. Vor dem Hintergrund des steigenden Schuldenstands dieser Staaten hat sich aber auch ihre Vermögenssituation verbessert. Im Vergleich zu Industrienationen verfügen Schwellenländer über erheblich größere Devisenreserven.

*Die Fragen stellte Tobias Bürger.*

**Nur was für Sie wichtig ist.**



Lesen Sie den Newsletter für institutionelle Investoren: [portfolio-institutionell.de](https://portfolio-institutionell.de)

# SCHWELLENLÄNDERANLEIHEN TROTZEN DEN STÜRMEN – TROTZ BREXIT-VOTUMS SOLIDE FUNDAMENTALDATEN

**Für Emerging Markets Debt begann das Jahr 2016 volatil. Nach wenigen Wochen folgte auf den massiven Kursrutsch eine kräftige Erholung. Durch die Entscheidung der Briten für den Brexit steigen allerdings Volatilität und Unsicherheit. Langfristig sehen die Fundamentaldaten in den Schwellenländern aber weiterhin positiv aus.**

Eine Erholung des Ölpreises, ein schwächerer Dollar infolge der expansiveren Politik der US-Notenbank Federal Reserve, freundlichere Daten aus China und etwas bessere Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft waren die wichtigsten Gründe für den Stimmungsumschwung im Frühjahr. So rentierten Lokal- und Hartwährungsanleihen im ersten Quartal positiv. Mit zunehmendem Risikoappetit erkannten viele Investoren, dass Emerging Markets aus Bewertungssicht einiges zu bieten haben. Entsprechend kam es ab März wieder zu deutlichen Kapitalzuflüssen in diese Asset-Klasse.

Dennoch: Der Brexit beeinflusst auch die Schwellenländer. Die kurzfristige Volatilität auf den Märkten ist in den Wochen nach dem Referendum deutlich angestiegen. Die Emerging Markets sind hiervon nicht unbelastet. Am meisten durch die aktuelle Brexit-Diskussion negativ beeinflusst sind die Staaten Zentral- und Osteuropas.

Dennoch gehen wir davon aus, dass sich diese Entwicklung nicht auf die Fundamentaldaten auswirken wird. Attraktive Zins- und Währungsdifferenzen prägen das aktuelle Bild. Die Zentralbanken weltweit haben bis auf die Federal Reserve bereits mit einer weiteren Lockerung ihrer Geldpolitik reagiert, um die Volatilität etwas einzudämmen. Dies sollte zu positiven Entwicklungen

bei Staats- und Unternehmensanleihen der Schwellenländer in Hartwährung führen.

Neben den Konsequenzen, die die Zentralbanken ziehen könnten, sollten wir aber insbesondere die Politik im Auge behalten. Gerade die Planungen der Europäischen Union stehen an dieser Stelle im Fokus. Es wird sicherlich einige Zeit dauern, bis hier eine gewisse Klarheit über die politischen Konsequenzen der Brexit-Entscheidung herrschen wird. Somit bleibt die Unsicherheit auf den Märkten zunächst weiter bestehen. Die Stimmung an den Börsen könnte sich verschlechtern, was zu einer rückläufigen Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft führen würde. Und damit zu einer weiteren Abschwächung des Welthandels.

## **Trotz Brexit-Reaktionen: solide Fundamentaldaten**

Betrachten wir aber die eher mittelfristige Entwicklung, sind die Fundamentaldaten positiv. Auch wenn die Wachstumsraten der Schwellenländer geringer sind als im letzten Jahrzehnt, liegen sie dennoch über denen der entwickelten Staaten. Und sie könnten sich noch weiter verbessern. Ein Grund ist die Stabilisierung der Ölpreise, da sich Angebot und Nachfrage immer mehr annähern.

Stabile Rohstoffpreise, geringe Inflation und die unterstützend wirkende Geldpolitik sind die wichtigsten Faktoren, um die wirtschaftlichen Fundamentaldaten zu erhalten. Derzeit sollten Anleger wohl etwas vorsichtig sein, mittel- bis langfristig sehen wir die Anlageklasse Schwellenländeranleihen positiv.

Die Spreads der Staats- und Unternehmensanleihen in Hartwährung werden sich kurzfristig erhöhen. Gründe liegen in der Volatilität und einer gewissen Risikoaversion der Investoren. Mittelfristig haben die Spreads aber das Potenzial, sich weiter zu verringern.

## **Gute Aussichten für das Wachstumsdifferenzial**

Ein grundsätzliches Thema für Investments in den Emerging Markets ist Wachstum, sowohl absolut als auch relativ im Vergleich zu den entwickelten Ländern. Innerhalb der letzten Jahre hat sich das Wachstumsdifferenzial rapide auf aktuell zwei Prozent verringert. Das ist zum Teil strukturbedingt. So kann China, die Wachstumslokomotive der Emerging Markets, die Zuwachsraten des vergangenen Jahrzehnts von über zehn Prozent nicht mehr aufrechterhalten. Einige Schwellenländer müssen daher zusätzliche Wachstumsquellen aufsuchen. Unserer Ansicht nach besteht immer noch ein erhebliches Potenzial für Reformen und damit für Wachstum.

Hinzu kommt, dass die Bevölkerung in den Schwellenländern sehr viel jünger ist als in den Industrieländern. Daher werden demografische Faktoren weiterhin das Wachstum in den Emerging Markets stützen. Auch wenn die Zuwachsraten mittlerweile gesunken sind, dürfte sich in den nächsten Jahren wieder ein deutliches Wachstumsdifferenzial abzeichnen. Wir rechnen daher für 2020 mit einem Gefälle von rund 3,5 Prozent.



**Susanne Hellmann**  
*Geschäftsführerin*  
*NN Investment Partners*  
*German Branch*

Ein weiterer wichtiger Aspekt sind Währungen der Schwellenländer. Die dramatische Abwertung in den vergangenen Jahren hat in vielen Ländern eine Neuordnung der makroökonomischen Indikatoren angestoßen. Dadurch verbessern sich die Außenhandelsbilanzen auf breiter Front. Des Weiteren werden die Exporte der Länder durch die Abwertung ihrer Landeswährungen wieder wettbewerbsfähiger. Auch dies mag sich künftig als wichtige Wachstumsquelle erweisen.

#### **China bleibt stabil**

China bleibt natürlich ein großes Thema für Emerging-Markets-Investments. Noch zu Jahresbeginn fürchteten viele Investoren, die chinesische Wirtschaft könne eine harte Landung erleben. Diese Befürchtungen sind angesichts der offenkundigen Stabilisierung bei Wirtschaftsdaten, Währung und Investitionsströmen zurückgegangen. Unserer Einschätzung nach haben die chinesischen Entscheidungsträger die Wirtschaft weiterhin unter Kontrolle und können das für 2016 gesetzte Wachstumsziel von 6,5 Prozent erreichen. Das nächste Ziel Chinas wird der freie Kapitalverkehr mit dem Rest der Welt sein. Weitere Reformen, die im Interesse von Chinas langfristigem Wachstum in Angriff genommen werden müssen, betreffen die Liberalisierung der Währung und die Öffnung der Kapitalbilanz. Um mehr ausländisches Kapital anzuziehen, will die Volksrepublik ihren heimischen Anleihemarkt vollständig für ausländische Investoren öffnen. Dies

ist historisch gesehen einer der wichtigsten Schritte in Richtung Liberalisierung. Ende 2015 war Chinas heimischer Anleihemarkt mit ausstehenden Titeln im Wert von zirka 7,5 Billionen US-Dollar der drittgrößte Bondmarkt der Welt. Nur der amerikanische und der japanische Markt sind größer. Von Staatsanleihen abgesehen, ist Chinas Kreditmarkt mittlerweile der zweitgrößte der Welt. Das erklärte Ziel: Bis 2020 soll China Japan übertreffen. Die ausstehende Marktkapitalisierung soll dann 100 Billionen Renminbi betragen, das entspricht zu aktuellen Wechselkursen in etwa 15 bis 16 Billionen US-Dollar. Chinas Anleihemarkt hat immer noch Spielraum für weiteres Wachstum. Damit die Marktöffnung von Anfang an ein Erfolg ist, müssen die Entscheidungsträger eine jähe Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit vermeiden. China bleibt in jedem Fall eine der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften der Welt.

#### **Schuldenanstieg fordert Unternehmen in Schwellenländern heraus**

Ein weiterer Aspekt, der vielen Investoren Sorge bereitet, ist die Unternehmensverschuldung an den Emerging Markets. Mit der Verlangsamung des globalen Wachstums und dem Einbruch der Rohstoffpreise sind die Bonitätskennzahlen unter Druck geraten. Vor allem Unternehmen mit Einkünften in Landeswährungen, aber Verbindlichkeiten in US-Dollar, mussten aufgrund dieses Missverhältnisses einen Anstieg ihrer Schulden in Landeswährung hinnehmen. Den Rohstoffexporteuren macht natürlich der Preisverfall in diesem Jahr zu schaffen. Durch die Senkung ihrer Kostenbasis waren sie allerdings in der Lage, dies zum Teil auszugleichen, denn hier machte sich

die Währungsabwertung positiv bemerkbar. Die Unternehmen ergreifen bereits die richtigen Schritte zur Stärkung ihrer Bilanzen.

#### **Fazit**

Insgesamt hat sich fundamental sehr wenig an den Aussichten für die Asset-Klasse Schwellenländer geändert. Investoren waren zu Jahresanfang sehr pessimistisch und sind jetzt realistischer geworden. Unsere Einschätzung für die kurzfristige Entwicklung hängt an mehreren Faktoren: EU und Brexit, China, US-Wirtschaft, US-Notenbank und der US-Dollar, Ölpreise und politische Entwicklungen in einzelnen Ländern.

Die Normalisierung der Zinssätze geht nur langsam voran. Die Federal Reserve hat die Zinsen bislang nur einmal – im Dezember 2015 – angehoben. Dennoch kann mit steigenden Zinsen gerechnet werden. Was die Währung in dieser Anlageklasse für Schwellenländeranleihen betrifft, waren in den letzten Jahren Hartwährungsanleihen die bessere Wahl gegenüber Lokalwährungsanleihen. Wir sehen auch weiterhin bessere Chancen für Anleihen in Hartwährung. Das Risiko im Vergleich zu Anleihen aus entwickelten Märkten ist mit einem Aufschlag von rund 400 Basispunkten gut kompensiert. Lokalwährungsanleihen dürften weiterhin volatil bleiben. Dennoch sind Schwellenländerwährungen unterbewertet. In diesen Zeiten wird deutlich, wie viel Aufholpotenzial dort vorhanden ist!



# „WIE ALLE ANDEREN ANLEIHEN KÖNNEN AUCH EMD-ANLEIHEN BIS ZUR FÄLLIGKEIT GEHALTEN WERDEN“

*Fragen an Susanne Hellmann*

*Geschäftsführerin NN Investment Partners German Branch*

*Warum waren EMD-Strategien aus Ihrer Sicht früher attraktiv? Mit früher meine ich die Zeit um das Jahr 2010 – bevor die US-Notenbank mit ihrer Geldpolitik massive Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern heraufbeschworen hat. Warum sind EMD-Strategien heute, nach Jahren von Mittelabflüssen und teilweise auch erheblichen Verlusten im Bereich der Lokalwährungsanleihen, nach Ihrer Einschätzung interessant?*

Vor 2010 war es vor allem das – absolut gesehen – starke Wachstum der Wirtschaftsleistung, welches die Schwellenländer für Investoren so attraktiv machte. Zunächst konzentrierte sich das Anlegerinteresse vor allem auf Hartwährungsanleihen, mit der Zeit jedoch auch auf Unternehmens- und Lokalwährungsanleihen.

Momentan, also 2016, werden EMD-Strategien von der Anlegerschaft sozusagen wiederentdeckt. Dieses Segment bietet im Vergleich zu den ultra-niedrigen oder sogar negativen Zinsen auf Anleihen von den entwickelten Märkten immer noch attraktive Renditen. Hinzu kommt, dass sich die Rahmendaten in den Schwellenländern, wenn auch langsam, verbessern, da die außerordentlich negative Wirkung des Preisverfalls bei Erdöl und Rohstoffen, der 2015 stattfand, jetzt weitgehend absorbiert ist.

*Bieten Sie dem Anleger die Möglichkeit, je nach Marktumfeld, zwischen Hartwährungsanleihen oder Lokalwährungsanleihen zu wechseln? Ist das für Sie beziehungsweise für institutionelle Investoren nach den Erfahrungen der vergangenen drei Jahre ein wichtiger Aspekt?*

EMD hat sich im Laufe der Zeit zu einer ausgesprochen breitgefächerten Asset-Klasse

entwickelt. Das betrifft nicht nur die Art der Emittenten (ob Staaten oder Unternehmen), sondern auch Credit Rating, Laufzeiten und Währungsexposure. Als hochspezialisierter EMD-Manager mit über 20 Jahren Erfahrung haben auch unsere Anlagekompetenzen mit der Entwicklung Schritt gehalten, sodass wir die sich bietenden Chancen in vollem Umfang nutzen können.

Institutionelle Investoren interessieren sich zunehmend für eine Beimischung von EMD-Strategien zu ihrem Exposure, um so die langfristige Performance ihrer Anleihe-Investments auch bei wechselnden Konjunkturlagen zu verbessern.

*Kann man EMD bis zum Verfall halten, wie deutsche Versicherungen das mit deutschen Staatsanleihen traditionell machen?*

Wie alle anderen Anleihen können auch EMD-Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden. Das kann vor allem dann Sinn machen, wenn der Anleger feste Verbindlichkeiten hat, die mit dem Zeitpunkt der Fälligkeit zusammenpassen. Ein großer Vorteil dabei ist, dass die Rendite ebenfalls bekannt ist und ihre Höhe feststeht (sofern Zinsen und Kapitalbetrag der betreffenden Anleihe bei Fälligkeit ausbezahlt werden). Ein potenzieller Nachteil besteht darin, dass Anleger während der Laufzeit unter Umständen nicht alle sich bietenden Chancen nutzen können. Da sich die Konjunkturlage während der Laufzeit wahrscheinlich ändern wird, sind durch aktives Management des Anleiheportfolios insgesamt möglicherweise bessere Ergebnisse zu erzielen.

*Was muss ein EMD-Investment mitbringen, um bei Ihnen in die engere Auswahl zu kommen?*

Bei der Entscheidung, ob wir eine bestimmte Anleihe in unsere Portfolios aufnehmen, berücksichtigen wir eine Reihe unterschiedlicher Faktoren. Wir beurteilen jede Anleihe nach ihren allgemeinen Vorzügen, wie Bonität, Laufzeit, Liquidität, Währung und auch den Umfang der Emission. Daneben spielt natürlich auch der Preis der Anleihe eine Rolle, da der (relative) Wert einer der wichtigsten Gesichtspunkte ist.

Wir nehmen keine Anleihe in unsere Portfolios auf, wenn sie nicht attraktiv genug bewertet ist. Eine weitere Überlegung ist, inwieweit sich die Anleihe auf das Risikoniveau des Portfolios insgesamt auswirkt. Wenn wir bereits im Hinblick auf den betreffenden Emittenten, das betreffende Land oder den betreffenden Sektor Übergewichtet sind, nehmen wir die Anleihe nicht ins Portfolio auf.

Die Benchmark spiegelt die Zusammensetzung des Gesamtmarktes wider und ist daher außerordentlich nützlich für den Portfoliovergleich. Da es sich bei den Anleihen in der Benchmark in der Regel um die liquidesten und größten Emissionen am Markt handelt, sind sie größtmäßig sicherlich attraktiv. Aber auch hier prüfen wir zunächst anhand unserer Kriterien, bevor wir uns für eine Aufnahme ins Portfolio entscheiden.

*Die Fragen stellte Tobias Bürger.*

**IN ZEITEN VON NULLZINSEN UND NEGATIVEN RENDITEN VERSPRÜHEN  
ANLEIHEN DER SCHWELLENLÄNDER GROSSEN CHARME**

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell  
mit freundlicher Unterstützung durch:



**Thomas Meyer**

Country Head Germany – Institutional Sales International

T +49 69 27 40 15 295

M +49 173 670 98 28

t.meyer@degroofpetercam.com

funds.degroofpetercam.com

degroofpetercam.com



**NN Investment Partners**

Michael Schrinner

Senior Sales Director Institutionals

Tel: +49 (0)69 50 95 49 13

michael.schrinner@nnip.com

Thomas Wendt

Senior Sales Director Institutionals

Tel: +49 (0)69 50 95 49 26

thomas.wendt@nnip.com

nnip.com

**Herausgeber:**

portfolio Verlagsgesellschaft mbH

Kleine Hochstraße 9–11

60313 Frankfurt am Main

**Kontakt:**

Hajera Samadi

Tel.: +49 (0)69 8570 8118

h.samadi@portfolio-verlag.com

**Druck:**

Silber Druck oHG

Am Waldstrauch 1, 34266 Niestetal

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH.

Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

**Autoren:**

Reiner Back, Kerstin Bendix, Tobias Bürger, Susanne Hellmann, Carl Vermassen


**Rechtliche Hinweise:**


Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.


# Gehen Sie auf eine erfolgreiche Reise

Die Verbindung von **Schwellenländern** und **Nachhaltigkeit** erscheint unmöglich. Unsere Investmentprofis suchen **attraktive Renditen** in Schwellenländer Anleihen mit **geringer Volatilität** dank eines **einzigartigen Nachhaltigkeitsprozesses**. Nicht viele sind dazu in der Lage.

 Degroof Petercam | Asset Management

 [deutschland@degroofpetercam.com](mailto:deutschland@degroofpetercam.com)

 [blog.degroofpetercam.com](http://blog.degroofpetercam.com)

 [funds.degroofpetercam.com](http://funds.degroofpetercam.com)

Degroof Petercam Asset Management nv/sa | Rue Guimard 18, 1040 Brussels, Belgium | RPR/RPM Brussels | VAT BE 0886 223 276

Diese Mitteilung dient nur zu Veranschaulichungs- und Informationszwecken und ist ohne Gewähr, dass sie richtig oder vollständig ist. Die bereitgestellten Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar. Diese Kommunikation ist ausschließlich für Investoren und professionelle Kunden gedacht. Das Logo und die Worte "Degroof Petercam Asset Management" sind eingetragene Warenzeichen und der Inhalt dieser Mitteilung darf ohne schriftliche Genehmigung von Degroof Petercam Asset Management nicht vervielfältigt werden. Copyright © Degroof Petercam Asset Management 2016. Alle Rechte vorbehalten.