

Selektive Renditechancen

Die Rahmenbedingungen für riskante Bondsegmente haben sich zuletzt verschlechtert. Heuer kommt es auf die richtige Schwellenländerselektion an – so die Quintessenz der Aussagen renommierter Fondsmanager. Das GELD-Magazin zeigt Emerging Markets Bond Funds mit außergewöhnlichen Chancen.

Michael Kordovsky

Seit der Finanzkrise 2008 hat die Fed ihre Bilanz vorübergehend um 3,6 Billionen Dollar ausgeweitet und auch die EZB und Bank of Japan verfolgten eine expansive Geldpolitik (vor allem durch Anleihenkäufe der Notenbanken). Daher sanken die Anleihenrenditen weltweit. Dies führte zu einer positiven Korrelation zwischen US-Staatsanleihen, Aktien und globalen Risikoanlagen, die nun bei Aufhebung der expansiven Geldpolitik – einer Bilanzsummenschrumpfung der Fed und einem Ende der Anleihenkäufe der EZB – durch einen Zinsanstieg und gleichzeitigem Wertverlust bei Anleihen im negativen Sinne anhalten könnte.

In diesem Umfeld gibt sich Michael Hasenstab, CIO Templeton Global Macro, bezüglich der passenden Schwellenländer-Anleiheninvestments vorsichtig und rät zu sehr selektiver Vorgehensweise bei der Anleihenwahl: „Die Folgen der strafferen Geldpolitik für die Schwellenländer dürften 2018 von Land zu Land variieren. In bestimmten Ländern gibt es noch attraktive

Bewertungen, aber nicht alle Schwellenmärkte werden unserer Meinung nach steigende Zinsen gut verkraften.“ Hasenstab bevorzugt solide Binnenwirtschaften: „Es ist wichtig, Länder mit nicht systemischem Value zu erkennen, die weniger mit breit angelegten Marktrisiken korrelieren. Länder, die stärker binnenwirtschaftlich orientiert sind und weniger vom Welthandel abhängen, weisen häufig diese nicht systemischen Eigenschaften, zusammen mit inhärenter Robustheit gegen globale Schocks, auf.“ Seine Selektion: „Einige wenige haben bereits diese Robustheit in den letzten Jahren bewiesen, insbesondere Indonesien. Bei anderen stehen die wirtschaftlichen Risiken im Zusammenhang mit den laufenden Reformen im Land und weniger mit den Ereignissen außerhalb, wie etwa Brasilien oder Argentinien.“

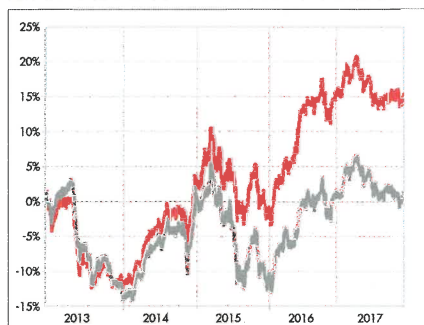
Walter Liebe, Senior Investment Advisor bei Pictet Asset Management, erkennt eine hohe relative Attraktivität: „Der Renditeaufschlag von Schwellenländeranleihen sowohl in harten als auch in lokalen Währungen ist trotz der zuletzt höheren US Treasury-Renditen noch beachtlich, was das Interesse der Investoren erklärt. So rentieren lokale Schwellenländeranleihen mit etwa 6,1 Prozent und Hartwährungsanlei-

hen mit ca. 5,75 Prozent, womit diese Anlageklassen zu den höchst rentierlichen weltweit zählen. Daher erwarten wir auch in diesem Jahr Mittelzuflüsse in EM-Anleihenfonds und positive Anlageergebnisse, allein schon aufgrund der hohen laufenden Kuponerträge.“ Weiters verweist Liebe auf die Unterbewertung der Schwellenländer-Währungen trotz der dort vorherrschenden konjunkturellen Dynamik: „Nach unseren Berechnungen beläuft sich die Unterbewertung auf ca. 23 Prozent, was zwar nicht automatisch eine rasche Aufwertung nach sich zieht, aber einen gewissen fundamentalen Puffer gegenüber einem Abwertungsdruck darstellt.“

VENEZUELA, TÜRKEI UND MEXIKO FÜR MUTIGE

Gut aufgehoben sind Anleger in EM-Bond Funds, die Lokalwährungs-Anleihen mit Hartwährungsbonds kombinieren. Der Spitzenperformer Edmont de Rothschild Fund Emerging Bonds, der in den vergangenen zehn Jahren 108,8 Prozent im Plus liegt, nützt häufig Contrarian-Chancen. Dazu Fondsmanager Jean-Jacques Durand: „Entscheidend ist, dass wir hochflexibel, opportunistisch und oft konträr handeln und zudem in der Lage sind, kurz-

EM. MARKETS ANLEIHENFONDS



Hartwährungsanleihen (rot) haben gegenüber Papieren in lokalen Währungen die Nase vorn.

° DIE INTERESSANTESTEN EMERGING MARKETS ANLEIHENFONDS

ISIN	FONDSNAME	VOLUMEN	1 JAHR	3 JAHRE	5 JAHRE	TER
LU0083568666	Candriam Bonds Emerging Markets	2.246 Mio.€	-4,5%	10,9%	33,6%	1,30%
LU1160351034	Edmont de Rothschild Emerging Bonds	512 Mio.€	-19,5%	31,4%	48,8%	1,32%
GB00B93RT031	M&G Global Emerging Bond Fund	937 Mio.€	-5,8%	11,6%	–	1,44%
LU0128467544	Pictet-Emerging Local Currency Debt	5.744 Mio.€	-9,0%	3,4%	23,1%	1,39%
AT0000A189P1	Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets	132 Mio.€	-1,7%	2,5%	–	1,62%
LU0029876355	Templeton Emerging Markets Bond	7.942 Mio.€	-5,6%	9,2%	16,6%	1,89%

Quelle: Lipper IM, alle Angaben auf Euro-Basis, Stichtzeitpunkt: 28. Februar 2018

„Nicht alle
Schwellen-
länder wer-
den steigende
Zinsen gut
verkräften“

Michael Hasenstab,
Templeton



fristige Senkungen tolerieren zu können. Unsere Strategie fußt auf zwei voneinander unabhängigen Entscheidungen: eine zum globalen Exposure des Fonds, das von der Attraktivität der Schwellenländeranleihen als Anlageklasse abhängt; die andere besteht daraus, starke Überzeugungen zu finden und uns darauf zu fokussieren.“ Entsprechend die aktuelle Positionierung (31.1.) mit 16 Prozent Venezuela, zehn Prozent Türkei und je rund sieben Prozent Ukraine sowie Mexiko.

Die außergewöhnliche Venezuela-Gewichtung erklärt Durand wie folgt: „Venezuela bleibt unsere größte Länderposition in Hartwährungsanleihen. Und dies trotz des Zahlungsverzugs, da die Asymmetrie zwischen den aktuellen Marktpreisen und die langfristigen Erholungsperspektiven bedeutend sind. Wir erwarten irgendwann eine Wende der Politik aufgrund der unhaltbaren Lage. Angesichts der Ressourcen des Landes sehen die langfristigen Ausichten viel besser aus.“

Und auch die Türkei ist für ihn ein weiterer interessanter Fall: „Der politische Abschlag auf türkische Papiere führt zu sehr attraktiven Bewertungen für Anleihen und Währung. In Anbetracht der Fundamentaldaten und der Positionierung der Investoren ist dieser Rabatt aus unserer Sicht überhöht.“ In Mexiko sieht Durand ebenfalls Chancen: „Wir können auch Mexiko erwähnen, dessen Währung durch die von Trump getriebene Volatilität und durch die Angst vor den kommenden Wahlen in Geiselhaft genommen wurde. Wir glauben, dass dies überzogen ist, denn die mexikanische Wirtschaft ist gesund. Außerdem erleben wir zurzeit in Mexiko ein Reform-

Momentum, das nicht einfach zurückgesetzt werden kann.“

Der wachsende Druck seitens der steigenden US-Zinsen wird laut Durand das Potenzial der EM-Bonds definitiv drosseln. „Die Bewertungen sind deutlich zu hoch für die Risiken, die eine Rolle spielen. In unserem Fonds behalten wir daher eine sehr niedrige Laufzeit bei und können uns, wenn nötig, von US-Treasury-Futures unterstützen lassen. Zudem halten wir einen hohen Anteil an Cash und anderen Absicherungen, um uns gegen diese für uns schwache und überwertete Anlageklasse abzusichern“, erklärt Durand, der gleichzeitig vor Risiken in China warnt: „Wir sind der Meinung, dass Anleger die Risiken von chinesischen Staatsanleihen und der Wahrscheinlichkeit einer schweren Krise nicht richtig bewerten. Eine solche Krise könnte aus den Ungleichheiten, die in den letzten zehn Jahren angewachsen sind, resultieren.“

PROFESSIONELLES AUSNÜTZEN VON MARKT-INEFFIZIENZEN

Eine Spitzenperformance lieferte auch der Candriam Bonds Emerging Markets, rund 127 Prozent auf zehn Jahre in US-Dollar. Laut Diliانا Deltcheva, Head of Emerging Market von Candriam, nützt der Fonds mit Hilfe einer Reihe analytischer Tools Markt-Ineffizienzen. Auch nachhaltige Aspekte (ESG-Kriterien) spielen in der Länderanalyse eine Rolle. Der Investment-Schwerpunkt sind öffentliche US-Dollar-Anleihen von Schwellenländern. „Aktuell bevorzugen wir High Yielder mit positivem Struktur-Reform-Momentum oder IWF-Programmen wie Argentinien, Ukraine und Ägypten. Auch bevorzugen wir Rohstoff-

Exporteure wie Angola, Ecuador und Kasachstan, zumal wir 2018 anhaltend positiv für die Bereiche Öl/Industriemetalle gestimmt sind“, erklärt Deltcheva, die – trotz der politischen Risiken – aufgrund verbesserter Wachstumsperspektiven und niedrigerer Inflation auch für Brasilien und Mexiko optimistisch ist. Dies findet gemäß dem Relative Value-Ansatz von Candriam in Investments in Petrobras- und Pemex-Anleihen Ausdruck.

Und es gibt noch weitere außergewöhnliche Chancen: „Ukrainische Anleihen profitieren von hoher Rendite, aber das Land verzeichnet auch eine Verbesserung der Devisenreserven und in nächster Zeit fallen nur niedrige Rückzahlungen an“, begründet Deltcheva ihre Präferenz und weist auf die sinkende Abhängigkeit von EU- und IWF-Hilfen hin, zumal es der ukrainischen Regierung gelang, sich durch die Eurobond-

° RENDITEN STAATSANLEIHEN 10 JAHRE LAUFZEIT (PER 28.2.)

Ägypten*	14,80%
Nigeria*	13,76%
Türkei*	11,58%
Brasilien*	9,58%
Südafrika*	8,15%
Indien*	7,72%
Mexiko*	7,64%
Russland*	7,03%
Kolumbien*	6,62%
Indonesien*	6,60%
China	3,86%
Polen	3,35%
USA	2,87%
Ungarn	2,66%
Deutschland	0,65%

* Mit diesen Renditen lohnt es sich. Quelle: investing.com

Emission 2017 Geld zu beschaffen. Argentinien sollte laut Deltcheva weiterhin von Präsident Macri's strukturellen Reformen profitieren, die zu Investments ermutigen könnten, volkswirtschaftliche Ineffizienzen beseitigen und zu stärkerem Wachstum führen – eine Entwicklung, die bereits von einem S&P-Rating-Upgrade auf B+/stable begleitet wurde. Der Fonds hält Anleiensegmente mit höherer US-Treasury-Exposure untergewichtet.

LOKALWÄHRUNGSSCHANCEN SUCHEN

Ebenfalls mit Vorsicht und einer breiten Länderstreuung agiert Claudia Calich, Fondsmanagerin des M&G Global Emerging Bond Fund, der auf mehrere Jahre gesehen ein günstiges Chancen/Risiko-Verhältnis aufwies. Auch für Calich kommt es heuer auf die richtige Länderselektion an: „Da gibt es Länder mit anhaltenden Verbesserungen bei gleichzeitig noch attraktiven Bewertungen, während andere Länder bereits sehr nahe am Ende ihres Zyklus angelangt sind.“ Als teilweise teuer erachtet sie die asiatischen Länder und die europäischen Schwellenländer seien am Höhepunkt ihrer Boomphase. Vereinzelte Value-Chancen hingegen gebe es in Lateinamerika und Afrika.

Calich sieht konkret Chancen in der sich langsam, aber kontinuierlich erholenden argentinischen Volkswirtschaft, der attraktiven Bewertung von Anleihen der Dominikanischen Republik und lokal emittierten Bonds aus Kolumbien, wie z.B. jenen

„Aktuell bevorzugen wir High Yields aus Ländern mit laufenden Strukturreformen“

Diliana Deltcheva,
Candriam



„Vereinzelte Value-Chancen finden wir noch in Lateinamerika und Afrika“

Claudia Calich,
M&G Investments



der Stadt Bogota (im Vergleich zu Staatstiteln eine Value-Chance). Aufgrund der anhaltenden Dollarschwäche und höherer Erträge wurde die Allokation von Lokalwährungs-EM-Bonds vorangetrieben. Positiv eingestellt ist Calich dabei zum Rubel als „Commodity Story“ und zur Indischen Rupie, mit der am Vertrauen des Marktes in das starke Wirtschaftswachstum profitiert werden kann. Darüber hinaus hält sich das ausländische Engagement am lokalen indischen Bondmarkt in engen Grenzen. Eine weitere Chance sieht Calich im Peruanischen Sol bezüglich Bewertung und der vor allem durch Inlandsnachfrage induzierten Wachstumsstory.

Als österreichischer reiner Lokalwährungsfonds interessant erscheint der Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets, der per 31.12.2017 den Kolumbianischen Peso, die Türkische Lira und den Russischen Rubel mit je 16,1 bzw. zehn Prozent am stärksten gewichtet hatte. Diese Währungen weichen im realen Wechselkurs jeweils mit -10, -16 bzw. -0,5 Prozent von ihrem Sechs-Jahres-Durchschnitt ab. Der Fonds verhält sich

gegenüber den jüngsten Renditeanstiegen in den USA und Europa relativ robust. Dazu die Experten von Spängler IQAM Invest: „Per 19.02.2018 liegt der Fonds (institutionelle Tranche) mit 0,14 Prozent year to date im Plus. Die Renditen russischer Anleihen gingen seit Jahresanfang sogar deutlich zurück. Insgesamt ist die Auswirkung steigender G3-Zinsen auf die Assetklasse kleiner als oft vermutet: Die Korrelation zwischen dem Referenzindex für diese Assetklasse (JPM GBI EM Global) und zehnjährigen US-Treasuries beträgt seit 2003 minus 0,12 und ist damit statistisch nicht signifikant.“ Doch die Experten warnen: Temporär kann sich ein starker G3-Zinsanstieg sehr wohl markant negativ auswirken!

Im Templeton Emerging Markets Bond Fund, der es in der Euro-Tranche auf 7,6 Prozent p.a. in den vergangenen zehn Jahren brachte, sind Brasilien, Ägypten, Indien, Indonesien, Argentinien, Mexiko und Ghana am stärksten gewichtet. Hasenstab setzt hier auf höher verzinsten EM-Bonds aus Ländern mit besserer Binnenwirtschaft. In Asien zählt eine geringere Abhängigkeit von China, wie sie z.B. Indien und Indonesien aufweisen, während in Lateinamerika der Fokus auf Länder liegt, die sich, wie z.B. Brasilien und Argentinien, vom Populismus verabschiedeten und sich einer orthodoxeren Wirtschaftspolitik zuwenden. Mit je 19,15 bzw. 13 Prozent unter den EM-Währungen am stärksten gewichtet sind per 31.1. der Mexikanische Peso, der Brasilianische Real und die Indische Rupie. Laut Hasenstab sollten sich hochverzinsten Schwellenländeranleihen in einer Phase der Bilanzschrumpfung durch die Fed besser entwickeln als niedriger verzinsten EM-Bonds.

CANDRIAM BONDS EM. MARKETS



Über zehn Jahre konnte der Fonds das Kapital trotz Finanzkrise mehr als verdoppeln.

TEMPLETON EM. MARKETS BONDS



Der Templeton-Fonds weist einen sehr ähnlichen Verlauf wie der Candriam-Fonds auf.