

SIGLO Timeout Nr. 50 Emerging Market Debt

Einleitung

Der Thematik tiefer oder gar negativer Zinsen auf Schweizer Staatsanleihen und etwaiger Alternativen haben wir schon mehrere Ausgaben des Timeout gewidmet, zuletzt in Nr. 49 "Was ist ein CLO", Nr. 48 "Negative Renditen" oder Nr. 44 "ILS Quo Vadis". In dieser Ausgabe möchten wir dem Anlagebereich Emerging Market Debt (EMD) unser Augenmerk schenken. Anleihen aus Schwellen- und Entwicklungsländern erfreuen sich seit der geldmengenbedingten Tiefzinsdiät in Industrieländern einer enorm hohen Nachfrage, bei Privat- wie auch institutionellen Anlegern zugleich. Das breite Angebot an Anlagefonds und ETFs begünstigten diese Entwicklung, da diese einen vereinfachten Zugang zu diesen Märkten ermöglichen. Wir möchten dem interessierten Leser in dieser Ausgabe zunächst die „Anlageklasse“ als solches näher bringen, Chancen und Risiken erörtern und nicht zuletzt eine Diskussion anregen, ob nun ein günstiger Zeitpunkt ist, um sich in EMD zu engagieren.

Definition

Der regelmässige Timeout-Leser wird sich an Ausgabe 43 über Frontier Markets erinnern. Die Unterscheidung zwischen Emerging Markets (EM) und Frontier Markets (FM) in der Aktienwelt ist grösstenteils auf Indexanbieter (z.B. MSCI) zurückzuführen, welche die Aktienmärkte in diese Subkategorien aufteilen. In der Anleihenwelt scheint die Unterscheidung zwischen EM und FM weniger verbreitet zu sein. Bei SIGLO rechnen wir Anleihen von FM-Ländern mit ein, wenn wir von EMD sprechen.

Weitaus geläufiger ist die Unterscheidung zwischen harten und lokalen Staatsanleihen einerseits und Firmenanleihen andererseits. Indexanbieter teilen das Universum in diese Submärkte auf, was dazu führt, dass Fondsanbieter ihre Produktpalette nach demselben Schema kategorisieren. In der Folge gehen wir etwas genauer auf die Subgruppen ein.

EM Debt ist ein Sammelbegriff für harte und lokale Staats- und Firmenanleihen.

Harte oder externe Staatsanleihen sind staatliche Schuldpapiere, die eben in harter ausländischer Währung emittiert werden, hauptsächlich in USD. Der EUR hat aber als Finanzierungswährung in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen. Ein weiteres typisches Merkmal ist auch die ausländische Gerichtsbarkeit; meistens sind US- oder britische Gerichte zuständig. Sowohl Investoren als auch Emittenten ziehen einen Vorteil daraus. Anleger gehen keine direkten EM-Fremdwährungsrisiken ein und können auf eine neutrale Gerichtsbarkeit vertrauen. Emittenten

können sich zu tieferen als den lokalen Zinsen finanzieren (sind jedoch auch den ausländischen Zinsen ausgeliefert, siehe Abschnitt Risiko). Die meisten EM-Länder sind aber faktisch gezwungen, harte Anleihen auszugeben, da ihre Devisen oder die Gerichtsbarkeit nicht das Vertrauen der Anleger geniessen.

Der populärste Index für harte Staatsanleihen ist der JPM Emerging Markets Bonds Index Global (EMBIG). JPM definiert „emerging“ als Länder tiefen oder mittleren Einkommens oder Länder, die in den letzten 10 Jahren Anleihen restrukturieren mussten. Der Index umfasst derzeit mehr als 60 Länder mit steigender Tendenz und durchschnittlichem S&P Rating von BB+. Der Index beinhaltet auch staatsnahe Unternehmen, sogenannte Quasi-Sovereigns.

Lokale Anleihen werden wie der Name schon sagt in lokaler Währung emittiert. Die Gerichtsbarkeit kann lokal oder extern sein. Emittenten dieser Kategorie sind an grösserer Unabhängigkeit bei der Finanzierung interessiert oder zielen auf inländische Abnehmer ab. Um ausländische Anleger buhlend, haben bisher nur reifere Länder mit entsprechend guter Rückzahlungshistorie in harter Währung diese Möglichkeit. Für diese Kategorie bietet JPM eine Reihe von Indizes an. Der JPM Global Bond Index-Emerging (GBI-EM) Broad deckt alle Emissionen ab, welche die Indexkriterien erfüllen, unabhängig von der Investierbarkeit für ausländische Investoren. Nach unserem Wissensstand umfasst dieser heute 18 Länder. Der meist benutzte Index ist jedoch der JPM GBI-EM Global, der Länder mit eingeschränkter Investierbarkeit (z.B. Kapitalverkehrskontrollen) ausschliesst, nämlich Indien und China, nota bene zwei der grössten Emittenten. Der dritte

und restriktivste Index, der JPM GBI-EM, umfasst nur völlig frei zugängliche Märkte, derzeit 14 Länder. Angesichts der Reife der Märkte ist das durchschnittliche Rating im Index der lokalen Anleihen mit BBB+ auch höher als beim Index der externen Staatsanleihen.

Für Firmenanleihen ist der relevante Index der JPM Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified (CEMBIB-D). Im Gegensatz zu den Staatsanleihen verzichtet dieser JPM Index auf eine Definition, was ein EM-Land ist, sondern umfasst grundsätzlich Anleihen von Firmen, die entweder ihren Hauptsitz oder ihre Hauptaktivität ausserhalb von Westeuropa, Nordamerika und Japan haben. Demzufolge werden auch Anleihen von Unternehmen mit Sitz in Hong Kong und Singapur (beide AAA) erfasst. Die Spannweite der Ratings ist dementsprechend weiter als bei den Indizes der Staatsanleihen. Das durchschnittliche S&P Rating liegt derzeit bei BBB. Natürlich werden auch Firmenanleihen in lokaler Währung emittiert. Der Markt scheint aber noch weitgehend jung und zu wenig zugänglich zu sein. Zumindest ist uns kein Anbieter bekannt, der sich ausschliesslich auf lokale Firmenanleihen konzentrieren würde. Deshalb implizieren wir eine harte Währung, wenn wir von EM-Firmenanleihen sprechen.

Indizes decken nur einen Teil des gesamten EMD-Universums ab.

Um den eher langen Definitionsteil abzuschliessen, muss betont werden, dass die von Indizes gehaltenen Papiere keineswegs mit dem effektiven Universum an emittierten EM-Anleihen gleichzusetzen sind. Die JPM-Indizes zum Beispiel setzen eine Mindestgrösse von USD 500 Mio. voraus für eine Aufnahme sowie gewisse Liquiditätskriterien. Kleinere Emissionen könnten aber durchaus attraktiv sein. Zudem berücksichtigen EMBIG und CEMBIB nur USD-denominierte Anleihen und ignorieren Emissionen in anderen harten Währungen. Wie jedoch anfangs erwähnt, hat die Bedeutung des EUR als Finanzierungswährung stark zugenommen. Der GBI-EM Global schliesst wie erwähnt Indien und China aus und limitiert die Gewichtung in einem einzelnen Land auf 10%, damit grosse Emissionsländer wie zum Beispiel Brasilien nicht Überhand gewinnen. Andere Instrumente wie Inflation-linked Bonds werden von JPM nicht erfasst, dafür von anderen Anbietern. Die drei JPM-Indizes decken derzeit

ein Universum von gegen USD 2.4 Mia. ab. Wie gross das tatsächliche Universum ist, daran scheiden sich heute auch bei den von SIGLO interviewten Fondsanbietern die Geister. Die Spannweite von genannten Zahlen reicht von USD 2.5 Mia. bis zu USD 14 Mia., was wahrscheinlich auf die subjektive Einschätzung von Handelbarkeit und Zugänglichkeit verschiedener Instrumente zurückzuführen ist. Eine zentrale Erkenntnis aus dieser Beobachtung liegt darin, dass eine indexunabhängige Investition in EMD womöglich einen Mehrwert generieren kann.

Chancen oder Sinn einer EMD-Anlage

EM-Länder sind per Definition weniger reiche Wirtschaften. Eine Anlage in EM setzt also explizit oder implizit auf höheres Wachstum und will daran direkt oder indirekt partizipieren. Eine direkte Form der Teilnahme wären EM-Aktien, die nicht Teil unserer Diskussion sind. EM-Firmenanleihen können als Aktien light betrachtet werden, obwohl der Fokus mehr auf der Rückzahlungsfähigkeit liegt als auf dem Firmenwachstum. Hält man bereits EM-Aktien, stellt sich die Frage nach dem Mehrwert von EM-Firmenanleihen, da die Überlappung an Unternehmen in beiden Universen relativ hoch ist und man anleihsseitig für das eingegangene Risiko eher bescheiden entschädigt wird.

Lokale Anleihen bieten über die Währung auch einen direkten, aber sehr volatilen Zugang zum EM-Wachstum, denn die Devisen eines Landes müsste erstarken, wenn deren Wirtschaft wächst. Harte Staatsanleihen bieten einen indirekten Zugang zum Wachstum, wenn z.B. ein EM-Land seine Infrastrukturausgaben erhöht und für die Finanzierung dafür Anleihen begibt.

EMD-Anlagen bergen auch ein gewisses Diversifikationspotential, einerseits aufgrund des eben genannten unterschiedlichen Stands der Wirtschaftsentwicklung zwischen EM und DM, aber auch zwischen den heterogenen EM-Ländern selbst. Das Universum im festverzinslichen Bereich wird zudem erweitert und eine neue Risikoprämie beigefügt. Was den Anleger aber wohl letztendlich am meisten interessiert, ist die zusätzliche Rendite, die er verdienen kann im momentanen Tiefzinsumfeld.

Ein weiterer nennenswerter Vorteil von EMD liegt in deren Ineffizienz verglichen mit dem DM-Anleihenmarkt. Dies, kombiniert mit der nicht völlig repräsentativen Indexzusammenstellung, bietet Potential für Alpha, das von aktiven Fondsmanagern ausgeschöpft werden könnte, und historisch von vielen auch erreicht wurde.

Risiken

Zu den Hauptrisiken zählen das Ausfallsrisiko (Default), das Zinsänderungsrisiko (Duration), das Währungsrisiko und das Liquiditätsrisiko. Alle drei beschriebenen EMD-Kategorien sind von diesen Hauptrisiken betroffen, aber in einem unterschiedlichen Ausmass, worauf wir im Folgenden genauer eingehen.

Ausfallsrisiko

Dieses Risiko ist insbesondere relevant für harte Staats- und Firmenanleihen, da die bezahlte Prämie oder Spread zum risikolosen DM-Zins von der erwarteten Rückzahlungsfähigkeit eines Landes oder einer Firma abhängt. Für Unternehmensanleihen in Schwellenländern stehen analog zu Bonds von DM-Unternehmen die Ratings der anerkannten Agenturen zur Verfügung, wonach das Ausfallsrisiko beurteilt werden kann. Dieselben Ratings werden im Prinzip auch für Länder vergeben, aber die Aussagekraft ist in unseren Augen weitaus kritischer zu betrachten. Einerseits gab es historisch vergleichsweise wenig Staatspleiten, um aus der Vergangenheit Rückschlüsse auf die Zukunft zu ziehen. Andererseits können gute Ratings für Staaten die Anleger in falscher Sicherheit wiegen, da nur die Staatsbilanzen beurteilt werden. Oft verweisen long-only EMD-Manager auf den Umstand, dass es um die Staatsfinanzen vieler EM-Länder markant besser steht als noch in den 90ern und vielen DM-Ländern heute. Ein Blick auf die jüngere Solvenzkrise in Europa ruft uns aber in Erinnerung, dass aus einer Immobilienkrise schnell eine Bankenkrise und daraus wiederum schnell eine Haushaltskrise werden kann. Das zuvor gute Staatsrating war nicht mehr viel wert. Historisch kann nur festgestellt werden, dass EM-Firmen häufiger pleitegehen als Länder und die Recovery Rates im Schnitt tiefer lagen. Dank den tiefen DM-Zinsen konnten in letzter Zeit Länder und Firmen mit fragwürdiger Kreditqualität Anleihen auf den Markt bringen, was die künftigen Ausfallrisiken evtl. erhöht.

Das Ausfallsrisiko wird für lokale Papiere als geringer betrachtet. Dies nicht nur aufgrund der höheren Ratings im Schnitt, sondern des Umstands wegen, dass die Länder theoretisch unlimitiert die eigene Währung drucken können. Ob die ausbezahlte Devisen in der Währung des Anlegers real noch etwas wert ist, bleibt dahingestellt. Zudem ist nicht ausgeschlossen, dass ein Land einen Zahlungsausfall in der lokalen Emission in Kauf nimmt (z.B. Russland in 1998).

Zinsänderungsrisiko

Generell wirken sich steigende DM-Zinsen negativ auf EM-Anleihen aus, und dies über mehrere Kanäle. Harte Emissionen, ob staatlich oder durch Firmen, sind der Zinskurve der Emissionswährung direkt ausgeliefert. Steigen die US-Zinsen wirkt sich dies 1:1 auf die Zinskomponente der USD-denominierten Anleihen aus. Der Sekundäreffekt dürfte eine Ausweitung des Spreads darstellen, da die Zahlungsfähigkeit beeinträchtigt wird, indem sich die Finanzierung verteuert hat und zudem die Fremdwährung tendenziell teurer wird und somit auch die Schuldentilgung.

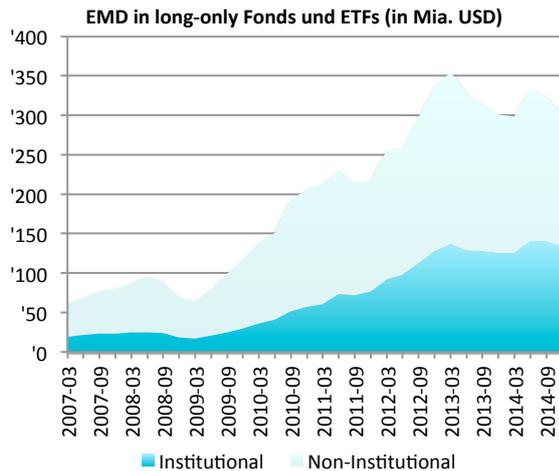
Lokale Zinskurven hängen wohl vornehmlich von den lokalen Wachstums- und Inflationsprognosen ab, können sich aber nicht den Verschiebungen auf den internationalen Zinsmärkten entziehen und passen sich an. Letztlich dürften Geldflüsse in die nun attraktiveren DM-Zinsen zu einer Neuanpassung führen.

Allgemein gesprochen ist dieses Zinsrisiko bei harten Staatsanleihen höher als bei lokalen aufgrund der höheren Duration (durchschnittlich 7 Jahre bei harten, 5 Jahre bei lokalen Anleihen). Bei Firmenanleihen kommt es auf die entsprechende Emission an.

Währungsrisiko

Gut 75% der Volatilität von lokalen Anleihen sind auf Wechselkursschwankungen zurückzuführen. Der höhere Yield kompensiert den Anleger teilweise für das höhere Währungsrisiko und wie bereits gesagt, bieten EM-Währungen eine direkte Partizipation am Wirtschaftswachstum der EM-Länder. Um das relative Rendite-Risikoverhältnis zwischen einzelnen EM-Währungen zu beurteilen bedarf es Expertenwissen bzw. Anleger delegieren diese Aufgabe typischerweise an Fondsmanager. Hingegen kann der Anleger entscheiden, ob eine Allokation in lokale Staatsanleihen derzeit opportun ist. In Zeiten eines steigenden USD und schwachen EM-Wachstums (also jetzt) leiden EM-Devisen. Zudem wurden einige Währungen (z.B. TRY) Ziel massiver Carry Trades, die bei einer Glatstellung starke Verwerfungen auslösen können.

Anleger in harten Anleihen sind nicht direkt von den EM-Währungsschwankungen betroffen, indirekt aber schon. Schwächt sich die inländische Währung ab, verteuert sich die Verschuldung und der Schuldendienst, worunter die Zahlungsfähigkeit leidet.



Liquiditätsrisiko

Das Liquiditätsrisiko bereitet uns bei SIGLO auch Kopfzerbrechen, während es allgemein evtl. unterschätzt und an Fondspräsentationen oft totgeschwiegen wird. Schon historisch hat sich gezeigt, dass die Liquidität genau dann austrocknet, wenn man sie am meisten benötigt, d.h. in Krisenzeiten. Dabei schnitten die Firmenanleihen weitaus am schlechtesten ab. Heute wird den lokalen Staatsanleihen die höchste Liquidität attestiert. Sorgen macht uns die jüngste Entwicklung, bei der sich Banken aus regulatorischen oder wirtschaftlichen Gründen praktisch als Market Maker zurückgezogen haben und fast keine Eigenbestände mehr halten, was die Liquidität bereits in ruhigen Zeit gesenkt hat. Gleichzeitig flossen in den letzten Jahren enorme Investorengelder via Fonds und ETFs in EMD (siehe Graphik). Auslöser für einen Rückfluss können vielfältig sein (steigende DM-Zinsen, eine Schuldenkrise etc.), aber gepaart mit der fehlenden Liquidität, können die Preisabschläge markant sein.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Zusammenfassung und Schlussfolgerung

EMD ist ein Sammelbegriff für verschiedene Teilmärkte, deren Chancen und Risiken unterschiedlich ausgeprägt sind. Wir haben uns hauptsächlich mit harten und lokalen Staatsanleihen sowie harten Firmenanleihen befasst.

Eine Anlage in EM-Anleihen kann einen Mehrertrag liefern, das festverzinsliche Universum erweitern und diversifizieren sowie einen konservativeren Zugang zum Wachstum in den Schwellenländern liefern als Aktien. Der Markt ist eher ineffizient und deshalb potentielle Quelle für Alpha, insbesondere für Manager die aktiv bzw. unabhängig von den Indizes agieren. Langfristig sehen wir in lokalen Anleihen das grösste Potential. EMD hat also durchaus eine Berechtigung in einer strategischen Portfolioallokation. Gleichzeitig dürfen aber die Hauptrisiken Ausfall, Zinsänderung, Währung und Liquidität nie ausser Acht gelassen werden. Z.B. könnte man ein gemischtes Produkt wählen, das dem Manager erlaubt, flexibel zwischen harter und lokaler Währung zu wechseln mit taktischer Währungsabsicherung.

Stellt sich nun die Frage, ob ein Engagement in EMD im derzeitigen Umfeld taktisch Sinn macht. Die Spreads haben sich in letzter Zeit erweitert, womit der Eintrittszeitpunkt wohl günstiger als im letzten Jahr ist. Verglichen mit anderen Opportunitäten im festverzinslichen Bereich, erachten wir das Rendite-Risiko-verhältnis von Loans (inkl. CLO) und Private Debt aber noch als attraktiver. Wie gesagt sind Zeiten mit steigenden US-Zinsen und erstar-kendem USD generell negativ für EM-Anleihen. Gepaart mit dem beschriebenen Liquiditätsrisiko erwarten wir weitere Verwerfungen, bevor EMD in unseren Augen wieder attraktiv wird.

