

Emerging Market Debt: Lösungen für das Asset Allocation-Dilemma

Michael A. Cirami, CFA

Vice President
Co-Director
Global Income Group

Matthew F. Murphy, Jr., CFA, CAIA

Vice President
Institutional Portfolio Manager
Global Income Group

- Emerging Market Debt (*EMD*) hat sich als Assetklasse etabliert. Dazu haben nicht nur Verbesserungen in den EM-Fundamentaldaten während der vergangenen zehn bis fünfzehn Jahren beigetragen, sondern auch das robuste Wirtschaftswachstum der Schwellenländer und die Entwicklung zahlreicher EMD-Indizes.
- Das Interesse an EMD wächst: Anleger verwenden heute mehr Ressourcen auf die Assetklasse und können leichter in Schwellenländer investieren. Anlageentscheidungen sind im Zuge dieser Entwicklung jedoch komplexer geworden.
- Mit Mischportfolios aus Staatsanleihen in Landeswährung, Unternehmensanleihen sowie benchmarkfremden Länder- Exposures einerseits und Staatsanleihen in Hartwährung andererseits hatten Anleger bisher mäßigen Erfolg.
- Die meisten Anleger versuchen ihr EMD-Anlageuniversum zu erweitern, indem sie ihr Anlagevermögen per Top-Down-Allokation auf die drei wichtigsten EMD- Indizes verteilen (und dabei gegebenenfalls taktische Gewichtungsanpassungen zulassen). Diese Methode findet Anklang in den Vorständen institutioneller Anleger, ist jedoch nicht ohne Mängel.
- Eaton Vance empfiehlt Anlegern aktive und benchmarkunabhängige EMD-Strategien, die das verfügbare Anlageuniversum vollständig ausschöpfen. Grundlage jeder EMD-Strategie sollte eine detaillierte und länderspezifische Analyse der Risikofaktoren sein.
- Für eine strategische Umstellung auf Risikofaktoren müssen Anleger umdenken, Fondsmanager müssen entsprechende Investment-Expertise entwickeln und umfangreiche Analyseressourcen aufbauen.



Not FDIC Insured | Not Bank Guaranteed | May Lose Value



Einleitung

Schwellenländer (EM) und ihre Kapitalmärkte sind für institutionelle Investoren weiterhin von strategischer Bedeutung.

Nach Kaufkraftparität (KKP) erwirtschaften Schwellenländer heute mehr als 50% der globalen Wirtschaftsleistung, außerdem liegen ihre Wachstumsraten insgesamt noch immer weit über denen der Industrieländer.¹ Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht davon aus, dass Schwellen- und Entwicklungsländer in den Jahren 2019 und 2020 mit 4,3% bzw. 4,8% mehr als doppelt so schnell wachsen wie die entwickelten Volkswirtschaften (1,8% bzw. 1,7%).²

Fundamentaldaten und Kreditqualität der EMD-Märkte sind heute insgesamt deutlich besser als in den 1980er und 1990er Jahren. Dazu beigetragen haben eine solidere Haushaltspolitik, effizientere Zentralbanken, bessere finanzielle Rahmenbedingungen, robustes Wirtschaftswachstum, größere Märkte für Schuldverschreibungen in Landeswährung (die Schwellenländer weniger anfällig für Erschütterungen von außen machen) und die Aufgabe von Währungsbindungen.

Ein Blick nach vorn lässt erwarten, dass die nominale Wirtschaftsleistung der Schwellenländer weiter zunehmen, Kapitalkonten nach und nach liberalisiert, lokale Pensionsfonds weiter an Bedeutung gewinnen und neue Sub-Assetklassen entstehen werden (zum Beispiel der chinesische Markt für Kommunalanleihen). Die Ausdehnung und Diversifizierung der EMD-Märkte werden sich also voraussichtlich fortsetzen.

Institutionelle Investoren kennen inzwischen die Argumente, die für EMD-Anlagen sprechen. Nicht zuletzt locken Diversifikation und höhere Renditen. Tatsächlich wird das Interesse institutioneller Investoren an der Assetklasse jedoch häufig durch die schwierige Entscheidung der richtigen Asset Allokation getrübt. In der Wahrnehmung vieler Anleger zehrt eine meist kleine EMD-Allokation außerdem einen unverhältnismäßig hohen Anteil ihres Risikobudgets auf.

Vor diesem Hintergrund untersuchen wir in dieser Studie daher die Vor- und Nachteile verschiedener EMD-Allokationsstrategien.

Dabei ist es wichtig zu verstehen, dass die Rentenmärkte der Schwellenländer nicht zwingend so volatil sein müssen, wie es ihre Benchmarks vermuten lassen. Die Renditequellen können vielfältiger sein (u.a. Liquidität, Managerkompetenz, administrative bzw. operative Vorteile), Zinsen und Rendite können vergleichsweise höher und die Korrelation mit einem bestehenden Portfolio niedriger ausfallen.

Immer mehr Anleger investieren in EMD-Märkte

In den vergangenen 15 Jahren ist das Interesse an EM-Schuldtiteln bei institutionellen Investoren deutlich gestiegen. Mit der Entwicklung mehrerer EMD-Indizes seit Anfang der 90er Jahre haben auch Indexanbieter zu der wachsenden Bedeutung dieser Märkte beigetragen, wie die nachfolgende, verkürzte Zeitachse zeigt:

1991	J.P. Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI) – Staatsanleihen in US-Dollar (ursprünglich auf Brady Bonds beschränkt); der Nennwert der Anleihen wurde durch die US-
1993	J.P. Morgan Emerging Market Bond Index+ (EMBI+) – mit der ersten Erweiterung wurde auch die Brady Bond- Beschränkung aufgehoben.
1999	J.P. Morgan Emerging Market Bond Index – Global (EM BIG) – Staatsanleihen in US-Dollar; nach Lockerung der Kriterien wurden auch Emittenten außerhalb des Anlageuniversums des EMBI+ in den Index aufgenommen. Der EMBIG ist derzeit die meistgenutzte
2005	J.P. Morgan Government Bond Index – Emerging Markets (GBI-EM) – Staatsanleihen in Landeswährung.
2007	J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI) – Unternehmensanleihen in Hartwährung.
2011	J.P. Morgan Next Generation Markets Index (NEXGEM) – Staatsanleihen in Hartwährung von Emittenten mit niedrigerer Bonität.

Die Verbreitung von EMD-Benchmarks hat die Assetklasse für Anleger geöffnet und nicht nur das Interesse an EM-Staatsanleihen in US-Dollar geweckt, sondern auch Schuldtitel in Landeswährung attraktiver gemacht.

Dabei spielt auch die positive Entwicklung vieler Schwellenländer eine Rolle, darunter solideres Management öffentlicher und privater Schulden, sinkende Inflationsraten, besserer Schutz für Kreditgeber, hohe Wachstumsraten und die wachsende Bedeutung lokaler institutioneller Investoren wie Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften.

Ein zusätzlicher Anreiz für ausländische Anleiheinvestoren war das Renditepotenzial durch langfristige Aufwertung der Landeswährung. Außerdem haben die Regierungen der Schwellenländer Gefallen an der Emission von Anleihen in Landeswährung gefunden. Indem sie sich stärker in ihrer eigenen Währung finanzierten, konnten sie ihre Anfälligkeit für externe Wirtschafts- und Finanzschocks verringern.³

¹Quelle: EconomyWatch.com, Economic Statistics-Datenbank, Anteil an der globalen Wirtschaftsleistung (2017). Anteil am Welt-BIP nach Kaufkraftparität.

²Quelle: Weltwirtschaftsausblick des IWF, April 2019.

³Quelle: *The Evolution of Emerging Market Sovereign Debt: Dramatic Growth in Local Currency Sovereign Debt Is Reducing Emerging Market Financial Vulnerabilities*, Moody's Investors Services, veröffentlicht am 2. September 2015.



Sinn und Zweck einer Benchmark

Die rasante Zunahme von EMD-Benchmarks war positiv, brachte jedoch auch Probleme mit sich. Einerseits haben die Indexanbieter so das Interesse ausländischer Investoren an einem größeren und diversifizierten Anlageuniversum mit neuen Risikofaktoren geweckt: Währungen, lokale Zinsen und Corporate Credit. Andererseits sind die Entscheidungsprozesse komplexer geworden. Anleger müssen neben ihrer Anlagestrategie auch Governance, Implementierung sowie operative Hürden und Kosten bedenken.

An dieser Stelle stellt sich die Frage, inwieweit eine Benchmark Anleger unterstützen kann. Wir sehen in Benchmarks nützliche Instrumente zur Ausübung treuhänderischer Pflichten wie Leistungskontrolle. Als Referenz und Ausgangspunkt für Allokationsentscheidungen oder zur Entwicklung einer Anlagestrategie für den EMD-Markt eignen sie sich dagegen aus mehreren Gründen nicht.

Indizes stellen das tatsächliche Anlageuniversum nur unzureichend dar. So würde eine Indexallokation wahrscheinlich die besten risikobereinigten Anlagemöglichkeiten zugunsten der vergleichsweise weniger attraktiven Indexkomponenten ausschließen.

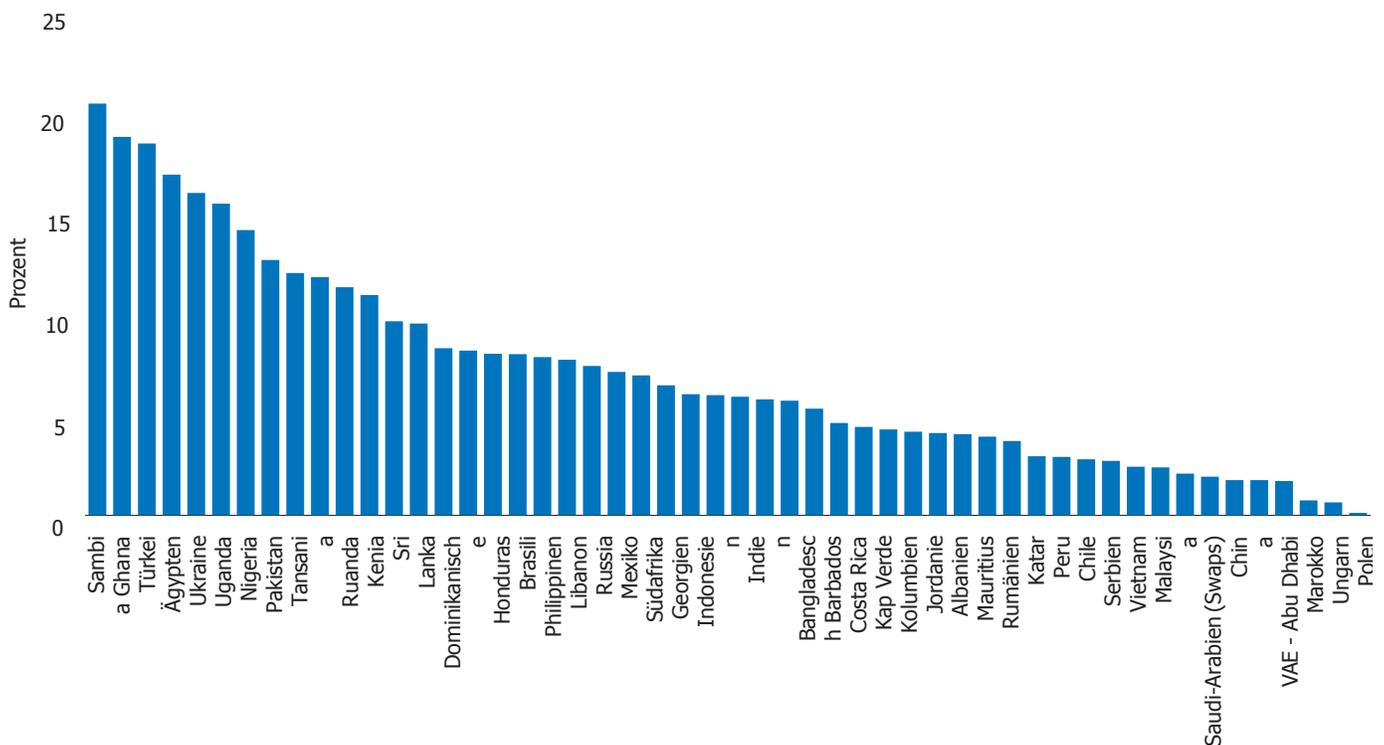
Außerdem ist das Potenzial am EM-Rentenmarkt stets äußerst ungleich verteilt, was für eine präzise und wohlüberlegte Wertpapierauswahl innerhalb dieser Assetklasse spricht.

Schaut man sich die einzelnen Risikofaktoren von EM-Anleihen an – Währungen, Zinsen, Kreditspreads von Staats- und Unternehmensanleihen – erkennt man zwischen einzelnen Ländern deutliche Unterschiede. Abbildung A verdeutlicht dies beispielhaft anhand von Zinsdifferenzen (per 31. März 2019).

Asset Allokation an EM-Rentenmärkten: der Status Quo

Aktuell orientieren sich viele institutionelle Investoren bei der Asset Allokation an EM-Rentenmärkten an der Zusammensetzung eines oder mehrerer Indizes. Entsprechende Mandate werden entweder passiv verwaltet oder setzen auf passive Varianten (etwa durch Anpassung der Benchmark-Gewichtungen anhand einer A Priori-Allokationsentscheidung) bzw. sogenannte „Constrained Active“-Strategien, die dem Fondsmanager nur begrenzt Spielraum für Benchmark-Abweichungen lassen (zum Beispiel durch enge Tracking Error-Vorgaben oder Einschränkungen für Wertpapierpositionen außerhalb der Benchmark).

Abbildung A
Bei fünfjähriger Laufzeit weichen die Nominalzinsen der Schwellenländer deutlich voneinander ab (Stand: März 2019)



Quelle: Daten und Berechnungen von Eaton Vance per 31. März 2019. Die Daten dienen lediglich zu Informationszwecken. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.



In der Dominanz indexähnlicher oder indexbeschränkter Strategien kommt vermutlich sowohl die Komplexität der Assetklasse als auch die Governance-Praxis institutioneller Anleger zum Ausdruck. Entsprechende Studien, die den Anlageempfehlungen an den Verwaltungsrat eines institutionelle Investoren vorausgehen, beginnen in der Regel mit einer Analyse verschiedener Indizes. Die Analyse der Rendite- und Risikomerkmale eines oder mehrerer Indizes wird so nahezu unmerklich zum Referenzpunkt für Allokationsentscheidungen – und damit auch zum Maßstab für das Portfoliomanagement. Die Verschmelzung eines oder mehrerer Indizes zu einer Benchmark definiert dann in hohem Maße das Anlageuniversum für die Asset Allokation. Zur Ausübung ihrer treuhänderischen Aufgaben bieten EM- Anleiheindizes den Verantwortlichen sowohl Klarheit als auch Sicherheit. Trotz der Mängel von EMD-Indizes geben die Aufsichtsgremien institutioneller Investoren nach unserer Erfahrung nur dann grünes Licht für eine vollständig indexunabhängige Strategie, wenn ihre Governance diese Flexibilität zulässt und der beauftragte Investmentmanager eine gründliche Due Diligence besteht.

Die schwierige Suche nach geeigneten Managern könnte eine weitere Erklärung für die Dominanz von Indexstrategien liefern. Zu wenige Fondsmanager haben die nötige Kompetenz und Expertise, um einzelne Länder sorgfältig analysieren und Positionen außerhalb der Benchmark kosteneffizient handeln zu können. Zugegeben, das Management der Risikofaktoren dieser Assetklasse setzt besondere Fähigkeiten voraus.

Dennoch sollten Anleger bedenken, dass sie mit einer Indexstrategie de facto ihre Anlageentscheidungen an einen Indexanbieter auslagern. Dabei handelt es sich meistens um eine Investmentbank, die eigene Interessen verfolgt. Aus unserer Sicht streben Indexanbieter einfach den größten gemeinsamen Nenner an: Sie wollen ihre Indizes für die größten Fondsmanager replizierbar machen und sich gleichzeitig vor allem auf die Länder konzentrieren, in denen sie tätig sind. Aus Sicht eines

Anlegers besteht häufig kein zwingender Grund, warum bestimmte Länder aus einem Index ausgeschlossen werden. EM-Indizes in Lokalwährung wie der J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index machen dies beispielhaft deutlich. EM-Anleihen in Landeswährung sind operativ schwerer handelbar als solche in Hartwährung, die entsprechenden Märkte sind im GBI-EM GD Index nur unzureichend vertreten.

Defizite einer indexbasierten Asset Allokation

Wie in Abbildung B zu sehen ist, ist das handelbare EM-Anleiheuniversum weitaus größer, als die wichtigsten Indizes dieser Assetklasse erkennen lassen.

Wer seine Strategie auf Indexkomponenten beschränkt oder nur geringe Benchmark-Abweichungen zulässt, riskiert langfristigen Renditeverluste. Der Portfoliomanager kann attraktives Ertragspotenzial außerhalb der Benchmark nicht oder nur eingeschränkt abschöpfen und muss unter Umständen an großen Positionen in Märkten oder Wertpapieren mit rückläufigen Fundamentaldaten oder relativen Bewertungen festhalten.

Tendenziell sinken mit Indexstrategien außerdem die häufig gepriesenen Diversifikationsvorteile, die die EM-Rentenmärkte eigentlich bieten. Zu diesem Ergebnis kommt eine Eaton Vance Studie vom März 2019, die die Korrelationen zwischen EM-Anleihen in Landeswährung untersucht. Diese Korrelationen steigen in den meisten Fällen, wenn Anleger ihre Asset Allokation auf Grundlage des J.P. Morgan GBI EM Global Diversified Index festlegen, anstatt unabhängig von dem Index zu entscheiden.

Die Studie untersucht die rollierenden 36-monatigen Median-Kreuzkorrelationen aller Landeswährungen des EMD-Anlageuniversums über einen Zeitraum von 10 Jahren bis zum 31. März 2019. Schwerpunkt der Studie waren die Korrelationen zwischen den folgenden Währungspaaren:

- Währungen des J.P. Morgan GBI EM Global Diversified Index untereinander.

Abbildung B
Das handelbare EMD-Anlageuniversum ist viel größer, als es die Indizes vermuten lassen

	Staatsanleihen in Landeswährung		Staatsanleihen in Fremdwährung		Unternehmensanleihen		Kredite	
	JPM GBI - EM Global Diversified	Markt (Landeswährung)	JPM EMBI Global Diversified	"Markt" (Staatsanleihen)	JPM CEMBI Broad Diversified	Markt (Unternehmensanleihen)	n/a	Markt (Kredite)
Länder	19	80)		50	80	N/A	40
Marktwert	\$876 Mrd.	>\$2 Bio.	73	80	\$467 Mrd.	>\$700 Mrd.	N/A	\$400+ bn
			\$548 Mrd.	>\$1 Bio.				

Quellen: Eaton Vance und JP Morgan per 31 März 2019. Änderungen vorbehalten.



- Währungen außerhalb des Index untereinander (über 100).
- Währungen innerhalb und außerhalb des Index zwischen einander.

Die Ergebnisse sind in Abbildung C dargestellt. Erwartungsgemäß schwanken die Korrelationen im Laufe der Zeit, das Diversifikationspotenzial steigt jedoch deutlich, wenn man die Indexeinschränkungen aufhebt.

Diversifikation durch Mischportfolios

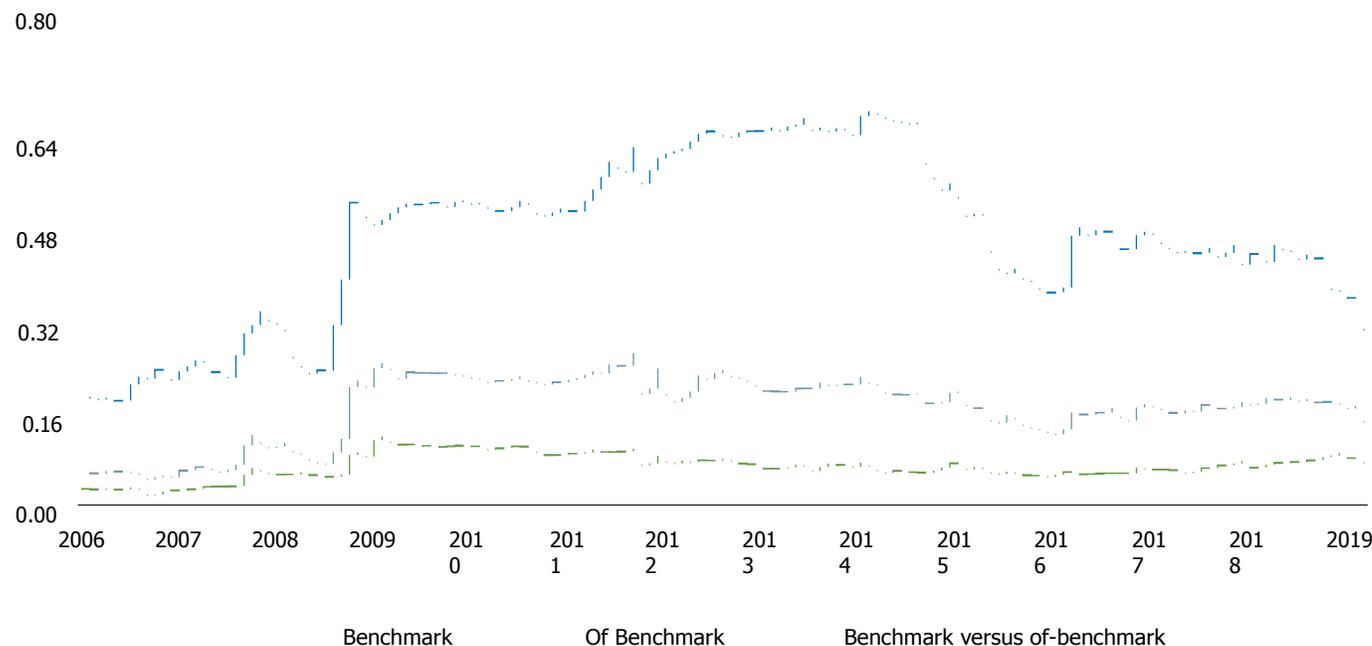
Mit der Vielfalt der EMD-Märkte erkannten Anleger nach und nach auch das Potenzial einer diversifizierteren Allokation, die Staatsanleihen in Hartwährung durch Positionen in Landeswährung, Unternehmensanleihen und Frontier Markt Debt ergänzt. Grundsätzlich sollte eine Ausweitung des Anlageuniversums Diversifikationsvorteile mit sich bringen und langfristig zu besseren risikobereinigten Renditen führen.

Mischportfolios nehmen unterschiedliche Formen an. Institutionelle Investoren können die Positionen zum Beispiel auf einzelne Töpfe verteilen und diese entweder strategisch oder rein opportunistisch verwalten.

Sie können das Mandat jedoch auch vollständig an einen Investmentmanager übertragen, der die Allokationen innerhalb vorgegebener Grenzen verwaltet.

Abbildung C

Währungsdiversifikation: EMD-Indizes sind im Nachteil



Quelle: Eaton Vance per 31. März 2019. Das Diagramm zeigt rollierende 36-Monats-Kreuzkorrelationen (Median) für (1) Währungspaare innerhalb des J.P. Morgan GBI EM Global Diversified Index; (2) Währungspaare außerhalb dieses Index und (3) Index- und Nicht-Index-Währungspaare. Die Medianwerte in dieser Analyse nähern sich den Durchschnittswerten an.

⁴Quelle: World Bank Treasury Report, Emerging Markets Local Currency Debt and Foreign Investors, November 2014.

⁵Quelle: Emerging-market debt investing: A Nordic perspective, Kirstein A/S und Eaton Vance, November 2016. In einer Studie hat Kirstein A/S die höchsten und niedrigsten Renditen der drei Marktsegmente (Staatsanleihen in Hart- bzw. Landeswährung sowie Unternehmensanleihen) für jedes Kalenderjahr zwischen 2005 und 2015 und für das Jahr 2016 (bis 31. Juli) sowie die Renditen für ein gleichgewichtetes Mischportfolio untersucht. Der Studie liegen folgende Indizes zugrunde: J.P. Morgan EMBI Global Diversified (Staatsanleihen in Hartwährung), J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified (Staatsanleihen

Mischallokationen heute: ganzheitlich, top-down

Ungeachtet dieser Unterschiede verbindet die meisten Mischportfolios ihre ganzheitliche Top-Down- Allokationsstrategie.

Wer sein Anlageuniversum deutlich vergrößern will, für den ist aus unserer Sicht eine Top-Down-Mischallokation ein Schritt in die richtige Richtung. Das dänische Investment-Beratungsunternehmen Kirstein A/S hat die Vorteile einer statischen, gleichgewichteten Aufteilung des Anlagevermögens auf die drei wichtigsten Sub-Assetklassen untersucht: Staatsanleihen in Hartwährung (dargestellt durch den J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index), Staatsanleihen in Landeswährung (J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index) und

Unternehmensanleihen in Hartwährung (J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index). Laut Kirstein kann eine solche statische Allokation 60% der annualisierten Gesamrendite erzielen, die ein Anleger in einem beliebigen Kalenderjahr mit der renditestärksten der drei Sub-Assetklassen erreichen könnte.⁵

Aus treuhänderischer Sicht mag eine indexbasierte Top-Down-Mischstrategie konservativ erscheinen, ein wirtschaftlich hat sie jedoch mehrere Nachteile:

- Die Gewichtung wird in der Regel nur einmal jährlich überprüft. Ein solcher Entscheidungsrythmus wird jedoch der Geschwindigkeit nicht gerecht, mit der sich die Bedingungen am Markt und die relativen Bewertungen innerhalb der Assetklasse ändern.



in Landeswährung) und

J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified (Unternehmensanleihen). Die annualisierte Rendite in jedem einzelnen Jahr des Beobachtungszeitraums betrug 11% für die renditestärkste Position, 2% für das renditeschwächste Position und 7% für die gleichgewichtete Position.



- Wer verschiedene EMD-Assetklassen im Rahmen einer ganzheitlichen Top-Down-Strategie miteinander kombiniert, orientiert sich meistens an den entsprechenden Indizes (EMBI GD, GBI-EM GD und CEMBI BD). Selbst wenn die Strategie taktische Über- und Untergewichtungen zulässt, unterliegt das Portfolio dabei letztlich denselben Restriktionen wie die Indizes selbst.

Eine solche Streuung über mehrere indexähnliche Exposures bringt auch andere Nachteile mit sich. Dazu folgende Anmerkungen:

- Eine wesentliche Renditequelle insbesondere in Schwellenländern sind die länderspezifischen Risikofaktoren.⁶ Leider werden einzelne Länder in den bekanntesten Indizes sehr unterschiedlich gewichtet.

Indien zum Beispiel ist Bestandteil des CEMBI, nicht jedoch des GBI-EM GD. Die Vermögensaufteilung auf verschiedene Assetklassen beeinflusst auch das Länder-Exposure.

- Wer ein indexähnliches Exposure gegen ein anderes austauscht, muss mit deutlichen Duration-Veränderungen rechnen. Der GBI-EM GD hat eine Duration von rund 5,3 Jahren, der EMBI-GD kommt auf rund sieben Jahre. Wer Staatsanleihen in Hartwährung durch EM-Unternehmensanleihen in USD ersetzt (ein indexähnliches Exposure vorausgesetzt), verändert damit seine US-Duration. Nur wenige Anleger verstehen,

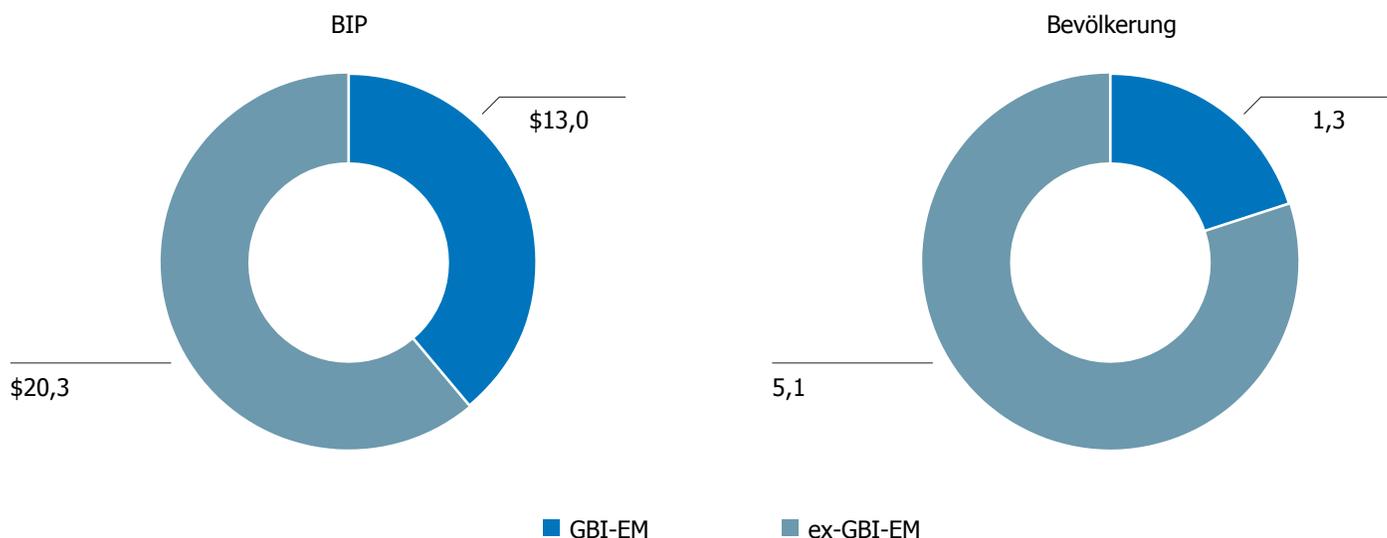
- wie deutlich sich Industrieländerrisiken auf EM-Indizes auswirken; eine Risikofaktor-Strategie mit Bottom-Up-Analyse würde diese hingegen einbeziehen.

- Ist ein Land (zum Beispiel Russland) in allen drei Indizes stark vertreten, kann eine Mischgewichtung der drei Indizes zu einer exzessiven absoluten Risikokonzentration führen. Institutionelle Anleger laufen außerdem Gefahr, dass mehrere Sub-Manager das gleiche Land übergewichten. Darüber hinaus lassen sich erhebliche Relative Value-Unterschiede zwischen Schuldverschreibungen in Landes- und Hartwährung (US-Dollar) sowie zwischen Staats- und Unternehmensanleihen feststellen. Diese Unterschiede werden im Rahmen einer Top-Down Asset Allokation nicht erfasst.

Allerdings verlangen die Anlagerichtlinien vieler institutioneller Investoren schon aus praktischen Gründen die Verwendung einer Benchmark. Eine Option für eine Mischallokation wäre etwa eine gemischte Benchmark, bestehend aus rund 50% GBI-EM, 25% EMBI und 25% CEMBI, was der Marktkapitalisierung der ausstehenden Anleihen des gesamten Anlageuniversums entspricht. Aus unserer Sicht eignet sich eine Benchmark jedoch im Wesentlichen als Referenzwert für die Entwicklung des Portfolios. Nicht optimal für die Assetklasse sind Allokationsstrategien, die sich im Wesentlichen auf Über- und Untergewichtungen verbreiteter EM-Indizes beschränken.

Abbildung D

Wirtschaftliches und demografisches Potenzial der Schwellenländer außerhalb des GBI-EM



Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook Database, Oktober 2017. Änderungen vorbehalten.

⁶Quellen: Baldacci, Gupta, & Mati, 2008; Beck, 2001; Eaton Vance, 2015; Heston & Rouwenhorst, 1995; Rowland & Torres, 2004; Serra, 2000; Stocker, 2016.



Die Mischstrategien der Zukunft sind aktiv, indexunabhängig und faktorbasiert

Wer sich von der Benchmark löst, weitet sein Anlageuniversum deutlich aus, wie in Abbildung D zu sehen ist.

Eaton Vance setzt sich für Anlagestrategien ohne Indexbindung ein, die sich auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten und das politische Umfeld einzelner Länder konzentrieren und durch Bottom-Up-Analyse einzelner Risikofaktoren das gesamte Anlageuniversum ausschöpfen. Anleihen lassen sich in ihre einzelnen Risikofaktoren aufschlüsseln: Währungen, Zinsen sowie Kreditspreads von Staats- und Unternehmensanleihen. Durch individuelle Analyse dieser idiosynkratischen Risikofaktoren auf Länderebene lässt sich nach unserer Überzeugung beständig Alpha generieren. In Abbildung E ist ein stark vereinfachtes Beispiel einer länderspezifischen Risikofaktoranalyse dargestellt, die zur Strukturierung eines Portfolios dienen kann.

Unconstrained Blended – Ein Fall für Spezialisten

Ein Mischportfolio ohne Benchmark-Restriktionen stellt Fondsmanager vor eine komplexe Aufgabe und erfordert neben umfangreichen Research-Kapazitäten auch eine solide operative Infrastruktur, EM-erfahrene Fixed Income-Händler und ein robustes Risikomanagement.

Research. Der Research-Mehrwert in Schwellenländern ist signifikant, da sich weniger Analysten um dieses Anlageuniversum kümmern als beispielsweise um den S&P 500. Fundamentalanalyse ist insbesondere auf Länderebene wichtig, um sowohl Potenzial erkennen als auch Risiken einschätzen zu können.

Ein gutes Beispiel für Risiken ist Sambia. Ende Mai 2019 erreichten die Risikoaufschläge für sambische Staatsanleihen mit Fälligkeit im September 2022 und einem Volumen von 750 Millionen US-Dollar den Spitzenwert von 2.000 Basispunkten. Wir hatten uns jedoch schon vor den offensichtlichen Anzeichen von Schwierigkeiten und dem rasanten Anstieg der Spreads Anfang des Jahres 2018 gegen sambische Eurobonds entschieden. Zwar waren die Anleihen vergleichsweise

attraktiv bewertet. Wir sahen jedoch zwei Risiken, die der Markt aus unserer Sicht unterschätzte: Im Vergleich zu anderen Investoren schätzten wir erstens das Risiko von Beschlagnahmungen höher ein. (Die sambische Regierung hat seitdem Vermögenswerte mindestens eines ausländischen Bergbauunternehmens gepfändet.) Zweitens hielten wir eine Restrukturierung der Staatsschulden für wahrscheinlicher. Aktuell (Stand: Juni 2019) scheint eine Restrukturierung unvermeidlich. Die aus dem Ruder gelaufenen Staatsfinanzen und die zunehmend schwierige Lage internationaler Investoren unterstreichen die Bedeutung sorgfältiger Due Diligence und fundierter Fundamentalanalyse vor einer Investitionsentscheidung zugunsten eines bestimmten Landes.

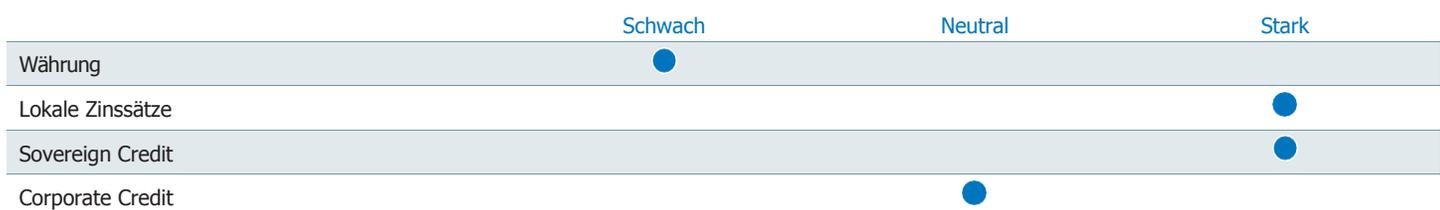
Depot-, Konto- und Handelsinfrastruktur. Eine extrem robuste operative Infrastruktur ist unerlässlich, wenn Anleger das Potenzial der Schwellenländer vollständig ausschöpfen wollen. Investmentmanager sind auf ausgereifte und komplexe Handelsinfrastruktur angewiesen und müssen verschiedene Konten in mehr als 100 Ländern verwalten können.

Insbesondere die Dokumentationsfunktionen müssen gut ausgestattet sein, um die schiere Menge an Unterlagen beherrschen zu können, die erstellt, verfolgt und auf dem neuesten Stand gehalten werden müssen. Geschieht dies nicht, kann es schnell kostspielig werden. So mussten etwa Investoren in Nigeria Verluste hinnehmen, weil ihre Certificate of Capital Importation-Berichte (CCI) nicht aktuell waren und Abweichungen zu Transaktionen in ihren Bank- und Handelskonten erkennbar waren.

Investoren können nur dann Geld von und nach Nigeria überwiesen, wenn jede Transaktion mit ihrem CCI-Bericht übereinstimmt. Dem CCI ist zu entnehmen, wie viel Kapital ursprünglich ins Land kam. Das mag simpel klingen. Anleger sind jedoch nicht zur Rückführung ihrer Erlöse verpflichtet, wenn sie eine Position verkaufen und eine andere aufbauen. Tatsächlich ist es daher gar nicht so einfach, das CCI regelmäßig zu aktualisieren. Nach unserer Erfahrung stellen nur wenige Investoren sicher, dass ihre CCIs jederzeit auf dem neuesten Stand sind.

Abbildung E

Relative Value verschiedener Risikofaktoren: Länderausblick Türkei (Juni 2019)



Quelle: Eaton Vance; Daten per 15. Juni 2019. Dieser vereinfachte Ausblick dient lediglich zu Informationszwecken und darf nicht als Anlageberatung betrachtet werden.



Handelskompetenz. Der Handel mit OTC-Instrumenten in Schwellenländern kann sehr schwierig sein und setzt gut ausgestattete und erfahrene Spezialisten voraus, die sich ausschließlich auf den EMD-Handel konzentrieren. Andernfalls kann der Manager das Geld womöglich nicht aus Ländern wie Nigeria oder Indien abziehen, muss die schlechten Wechselkurse seiner Depotbank für Währungen mit Handelseinschränkungen hinnehmen oder Steuern abführen, die er hätte vermeiden können. Diese Verluste können beträchtlich sein und die rund 40-70 Basispunkte an Managementgebühren bei Weitem übersteigen, die ein entsprechend qualifizierter externer Investmentmanager berechnet.

Risikomanagement. Investmentmanager müssen den rechtlichen Rahmen genau kennen, in dem sie operieren. Anders als in anderen Märkten können sich die Gesetze zur Regulierung von Marktzugang, Steuern und Handelsbeschränkungen ebenso häufig wie plötzlich ändern. Außerdem müssen Manager die für sie relevanten Handelsrichtlinien genau kennen (z.B. die Protokolle der International Swaps and Derivatives Association) und wissen, wo sie Liquidität finden. Die Rentenmärkte der Schwellenländer sind implizit auch mit Industrieländerrisiken behaftet. Auch diese Risiken müssen sie verstehen und zusätzlich nach möglichen Betrugsfällen in den Unternehmen suchen, in die sie investiert haben.

Wir sind uns dieser Anforderungen bewusst. Daher umfasst das Eaton Vance Global Income Team mehr als 40 Anlagespezialisten, darunter mehrere EMD-Händler und fünf Trading Assistants in Boston, London und Singapur. Devisen handeln wir selbst und können so das Risiko teurer Transaktionen vermeiden, das bei der Abwicklung über Depotbanken entstehen kann. Dank eigener Ressourcen können wir Transaktionen außerdem zu unseren Gunsten strukturieren. So nutzen wir zum Beispiel in Kolumbien ein Zahlungssystem, das Transaktionssteuern vermeidet.

Sonstige Überlegungen

Bevor Anleger ihre EMD-Positionen selbst verwalten, sollten sie sich bewusst machen, dass EMD-Handelsexpertise dünn gesät ist. Einzelne institutionelle Investoren könnten sich bei der Personalbeschaffung daher schwertun.

Internes Management kann in Bezug auf Transparenz und Wertentwicklung auch Governance-Probleme mit sich bringen.

Herkömmliche Anlagestrategien für EMD-Positionen in Landeswährung haben bisher viele Investoren enttäuscht. Index- bzw. Mehrrenditen in Landeswährung haben sich für viele Anleger als schwierig erwiesen, insbesondere in Bullenmärkten.

Der J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Index ist ein Brutto-Index und erfasst keine Steuern – welche „echte“ Anleger gleichwohl bezahlen müssen, wenn sie den Index abbilden wollen. Diese Steuern fallen für unterschiedliche Anleger unterschiedlich hoch aus, ausschlaggebend sind dabei unter anderem die Fondsstruktur, das Fondsdomizil und welche Instrumente der Fonds zur Order-Ausführung verwendet. Anleger sollten prüfen, ob die Vorzüge „optimierter“ Strategien ohne Benchmark-Einschränkungen die Kostenvorteile herkömmlicher Anlagestrategien für Anleihen in Landeswährung möglicherweise aufwiegen.

Lohnt sich eine benchmarkunabhängige Mischstrategie?

Natürlich müssen institutionelle Investoren diese Frage durch eigene Due Diligence beantworten. Der Eaton Vance Leistungsausweis zeigt jedoch eindeutig, dass eine solche Strategie funktionieren kann. In den mehr als drei Jahren seit ihrer Auflegung konnte unsere Emerging Market Debt Opportunities Strategie nicht nur Alpha und Mehrrenditen erwirtschaften, sondern den Index auch durch niedrigere Volatilität übertreffen. Es mag unlogisch erscheinen, doch flexiblere Strategien bieten nicht nur höheres Ertragspotenzial, sondern können sogar gleichzeitig die Volatilität reduzieren.

Fazit

EMD ist attraktiv sowohl als einzigartige Ertragsquelle als auch zur Diversifikation von Anleihepositionen aus Industrieländern. Anlageerfolg in dieser komplexen Assetklasse setzt jedoch nicht nur Fachkompetenz voraus. Insbesondere bei Mischstrategien müssen Anleger auch mögliche Fallstricke und die Eigenheiten der EM-Rentenmärkte kennen. Wir halten indexbasierte Mischstrategien für eine konservative und unkomplizierte Option, die die Vorstände von institutionellen Anlegern relativ einfach genehmigen und anschließend überwachen können. Die inhärenten Indexmängel sprechen jedoch für eine komplexere und flexiblere Anlagestrategie, die eine Analyse der Risikofaktoren aller Länder innerhalb des Anlageuniversums einschließt. Anleger müssen dafür umdenken und höhere Tracking Errors gegenüber ihrer Benchmark hinnehmen. Benchmarkunabhängige Strategien setzen außerdem umfangreiche Due Diligence voraus – ebenso wie die Erkenntnis, dass herkömmliche indexbasierte Konzepte das Potenzial der EMD-Märkte nicht ansatzweise ausschöpfen.



Indexdefinitionen

Der J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (EMBI GD) ist ein diversifizierter Index für Staatsanleihen in Hartwährung ausgewählter Schwellenländer. Genau wie der EMBI GI enthält der Index Brady Bonds in US-Dollar, Eurobonds, handelbare Kredite und lokale Schuldverschreibungen staatlicher und quasi staatlicher Emittenten. Anders als beim EMBI Global ist die Gewichtung größerer Schuldnerländer jedoch begrenzt.

The J.P. Morgan Government Bond Index-Emerging Markets Global Diversified Index (GBI-EM GD) ist ein Index für Staatsanleihen aus Schwellenländern in Landeswährung mit einer Laufzeit von über einem Jahr. Der Index wird nicht aktiv gemanagt. Genau wie der GBI-EM Global erfasst der Index nur solche Länder, die für die meisten internationalen Anleger direkt zugänglich sind. Im Gegensatz zum GBI-EM Global Diversified ist jedoch die Gewichtung größerer Schuldnerländer begrenzt.

Der J.P. Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified (CEMBI BD) ist ein kapitalgewichteter Index für Hartwährungsanleihen (in US-Dollar) von Unternehmen aus Schwellenländern.

Der J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) Index ist ein kapitalgewichteter Index für Brady Bonds in US-Dollar, Eurobonds und handelbare Kredite staatlicher Einrichtungen.

Sofern nicht anders angegeben, sind Verkaufsgebühren, Provisionen, Ausgaben, Steuern und Leverage (sofern zutreffend) in den Indexrenditen nicht enthalten. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Die historische Wertentwicklung von Indizes zeigt Markttrends an und stellt weder die frühere noch die zukünftige Wertentwicklung dar.



Hinweise zu Risiken

In Schwellenländern können Risiken durch widrige Marktbedingungen bzw. wirtschaftliche, politische, regulatorische, geopolitische und sonstige Bedingungen ausgeprägter sein.

Wichtige zusätzliche Informationen

Quelle aller Daten: IMF, JPMorgan und Eaton Vance; Stand (sofern nicht anders angegeben): 15. Juni 2019.

Dieses Material dient nur zu Informations- und Illustrationszwecken. Dieses Dokument darf nicht als Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf- oder Verkauf bestimmter Instrumente oder zur Umsetzung einer bestimmten Anlagestrategie interpretiert werden. Dieses Dokument wurde erstellt auf Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen sowie intern entwickelter Daten und externer Quellen, die als verlässlich angesehen werden. Es werden jedoch keine Zusicherungen im Hinblick auf Zuverlässigkeit dieser Informationen gegeben. Eaton Vance hat keine unabhängige Überprüfung der Informationen aus öffentlichen und externen Quellen angestrebt. Die in diesem Dokument enthaltenen Anlageeinschätzungen, Meinungen und/oder Analysen sind per angegebenem Datum aktuell und können ohne Ankündigung geändert werden. Je nach Anlagestil, Zielen, Meinungen oder Philosophien können unterschiedliche Ansichten zum Ausdruck kommen. Dieses Dokument kann Aussagen enthalten, die keine historischen Fakten sind und als zukunftsgerichtete Aussagen bezeichnet werden. Zukünftige Ergebnisse können erheblich von den in zukunftsgerichteten Aussagen genannten Ergebnissen abweichen, abhängig von Faktoren wie Veränderungen in Wertpapier- oder Finanzmärkten oder allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen.

Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Personen, von denen Eaton Vance nach Treu und Glauben davon ausgeht, dass Kommunikation mit diesen Personen zulässig ist. Es darf nicht ohne die Zustimmung von Eaton Vance an andere Personen weitergegeben werden. Es ist nicht an andere Personen gerichtet und darf von diesen unabhängig von dem Verwendungszweck nicht verwendet werden. Dieses Dokument enthält keine Einschätzung zu der Eignung der hier beschriebenen Anlagen für die persönlichen Umstände eines Empfängers oder anderweitig. Es liegt in der Verantwortung jeder Person, die dieses Dokument liest, sich von der uneingeschränkten Einhaltung der Gesetze eines relevanten Landes zu überzeugen, einschließlich der Einholung einer erforderlichen behördlichen oder sonstigen Zustimmung oder der Einhaltung einer anderen Formalität, die in diesem Land zu beachten ist. Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Renditen und Marktwerte in US-Dollar angegeben.

Im Vereinigten Königreich wird dieses Dokument herausgegeben von Eaton Vance Management (International) Limited („EVMI“), 125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, UK. EVMI ist im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority autorisiert und wird durch diese reguliert. EVMI vermarktet die Dienstleistungen der folgenden strategischen Tochtergesellschaften: Parametric Portfolio Associates® LLC („PPA“), ein bei der SEC registrierter Investment Advisor.

In Deutschland ist Eaton Vance Management (International) Limited, Deutschland („EVMID“) eine Zweigniederlassung der EVMI. EVMID wurde von der BaFin als eine Zweigniederlassung der EVMI zugelassen.

Investmentfonds werden von Eaton Vance Distributors, Inc. vertrieben. („EVD“). Two International Place, Boston, MA 02110, (800) 225-6265. Mitglied FINRA/ SIPC.

Eaton Vance Investment Counsel. Two International Place, Boston, MA 02110. Der Eaton Vance Investment Counsel ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft der EVC und ist bei der SEC als Anlageberater nach dem Advisers Act registriert.



Anlagen sind mit Risiken verbunden. Es ist nicht gewährleistet, dass Eaton Vance oder Tochtergesellschaften von Eaton Vance Gewinne erzielen oder Verluste vermeiden werden. Anleger können nicht direkt in einen Index investieren. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Über Eaton Vance

Eaton Vance entwickelt innovative Anlagestrategien und Wealth Management-Lösungen für zukunftsorientierte Anleger auf der ganzen Welt. Über die Tochtergesellschaften Eaton Vance Management, Parametric, Atlanta Capital, Hexavest und Calvert vermarktet Eaton Vance zahlreiche Anlagelösungen, von fundamental aktiven Bottom-Up- und Top-Down-, Responsible Investing- und quantitativen Strategien bis zu individuell auf die Anforderungen unserer Kunden abgestimmten Portfolios. Herausragender Kundenservice, zeitgerechte Innovation und attraktive, zyklusunabhängige Renditen sind bereits seit 1924 Markenzeichen von Eaton Vance.

For further information, please contact:

Eaton Vance Management
Two International Place, Boston, MA 02110
800.836.2414 or 617.482.8260 |
eatonvance.com

Eaton Vance Management (International) Limited
125 Old Broad Street, London, EC2N 1AR, United
Kingdom
+44 (0)203.207.1900 | global.eatonvance.com

