

Asset Allocation.

Emerging Markets-Anleihen - Hohe Renditen und große Risiken.

Bonds mit Kick (4).

Dezember 2004.

dit | Allianz Dresdner
Global Investors

Emerging Markets-Anleihen - Hohe Renditen & große Risiken.

Inhalt.

Basics der Emerging Markets	5	Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter www.dit.de bzw. www.dit.at Rubrik: Service/Marktanalysen.
Erklärung und Determinanten der Spreads	8	Alle Publikationen sind abonnierbar unter www.dit.de/apps/newsletter/dit/newsletter.html
Beurteilungen von Rating-Agenturen als Wegweiser	11	Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream .
Zusammenhang von Risiko und Rendite bei Emerging Markets-Bonds	12	
Korrelationen	13	
Investor's Corner	15	

Impressum.

Deutscher Investment Trust
Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH
Mainzer Landstraße 11-13
60329 Frankfurt am Main
Investor Information
Hans-Jörg Naumer (hjn), Dr. Oliver Plein (pl)

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zu Grunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die

Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Emerging Markets- Anleihen - Hohe Renditen & große Risiken.

In der letzten Dekade gewann der Kapitalstrom in die so genannten „Schwellenländer (Emerging Markets) deutlich an Breite. Dahinter standen eine dynamische wirtschaftliche Entwicklung und attraktive Renditen. Während in den achtziger Jahren vornehmlich internationale Banken die Investitionsvorhaben finanzierten, kamen in den letzten Jahren zunehmend neue Anlegerkreise hinzu.

Das gestiegene Interesse der Anleger hat zu einer größeren Produktvielfalt beigetragen. Nahezu alle Finanzinstrumente, die an entwickelten Finanzmärkten zur Verfügung stehen, finden sich auch in den Emerging Markets. Es können in lokaler Währung oder US-Dollar bzw. Euro denomierte Staats- oder Unternehmensanleihen oder auch am lokalen Aktienmarkt notierte Unternehmensanteile erworben werden.

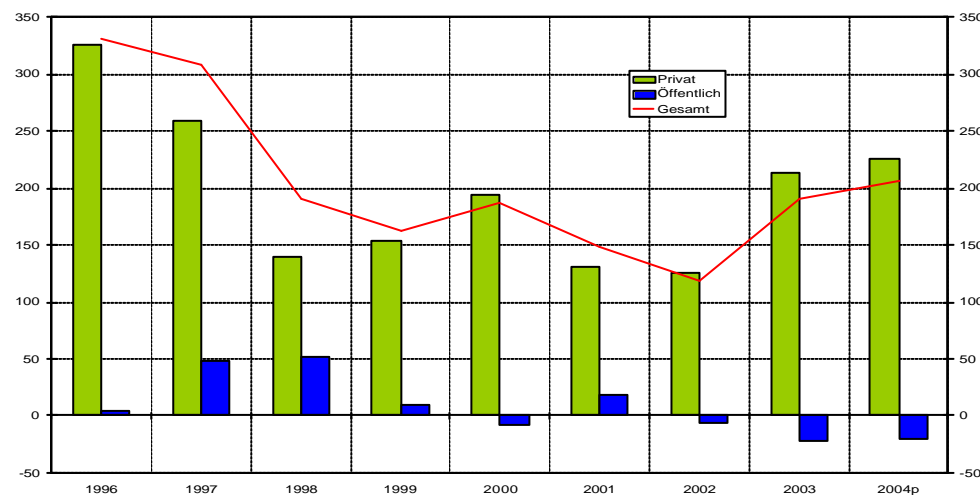
Eine besonders wichtige und ergiebige Finanzierungsquelle für Kreditnehmer in den Schwellenländern ist der internationale Kapitalmarkt. Aus diesem Grund beleuchtet der vierte Baustein unserer „Bonds mit Kick“-Reihe die Anleihen aus den Emerging Markets. Hierbei stehen folgende Fragen im Mittelpunkt:

- Was sind Emerging Markets und welche Länder gehören dazu?
- Wie groß ist das Volumen der internationalen Anleihen der Emerging Markets und wer sind die größten Emittenten?
- Was steckt hinter dem Begriff der Zinsdifferenzen (Spreads), die der Emerging Market Bond Index Plus (EMBI+) von J.P. Morgan misst? Welche Faktoren bestimmen die Höhe der Spreads?
- Was sagen die Korrelationen zwischen den Spreads auf verschiedene Eurobonds und zwischen den Spreads und anderen Assetklassen? Dürfen alle Länder, die zu den Emerging Markets zählen, in einen Topf geworfen werden?
- Welche Bedeutung hat die Assetklasse der Emerging Markets-Bonds für das Depot?

Kapitalströme in die Emerging Markets.

Schaubild 1.

Angaben netto in Mrd. US\$.



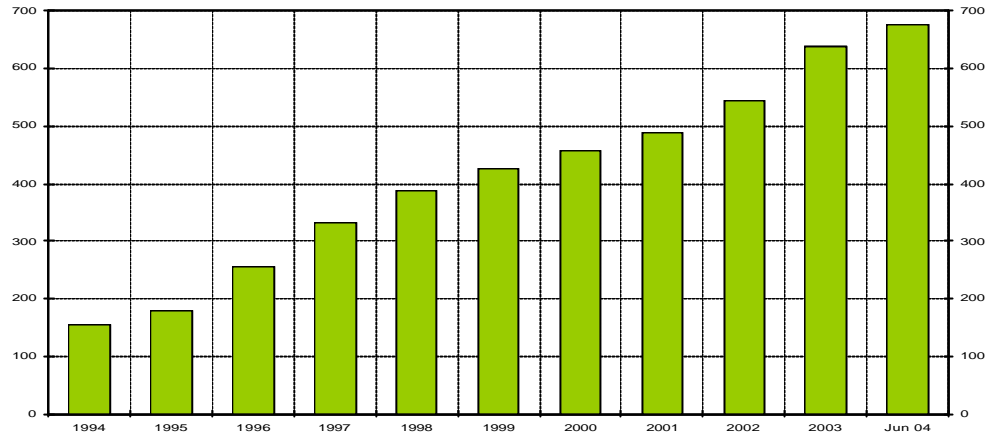
Quelle: IIF.

Internationale Anleihen der Emerging Markets.

Schaubild 2.

Ausstehendes Volumen in Mrd. US\$.

Das ausstehende Volumen der internationalen Anleihen der Emerging Markets steigt seit einigen Jahren stetig an.



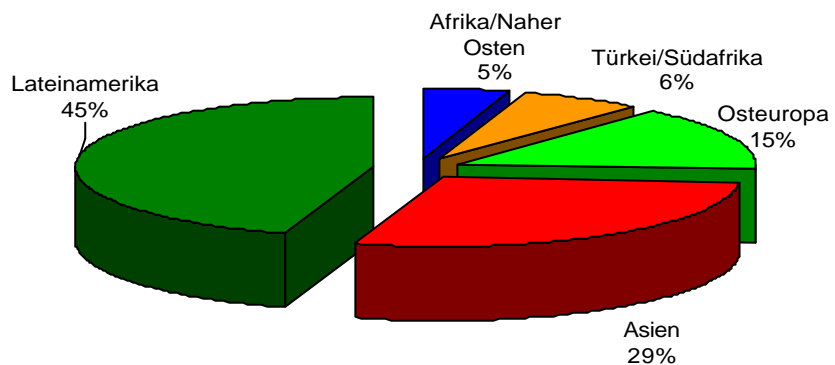
Quelle: BIZ.

Internationale Anleihen nach Herkunft der Emittenten.

Schaubild 3.

Anteil an allen Emerging Markets-Emissionen in %, Stand: 30.09.2004.

Auf regionaler Ebene dominieren Emittenten aus Lateinamerika.



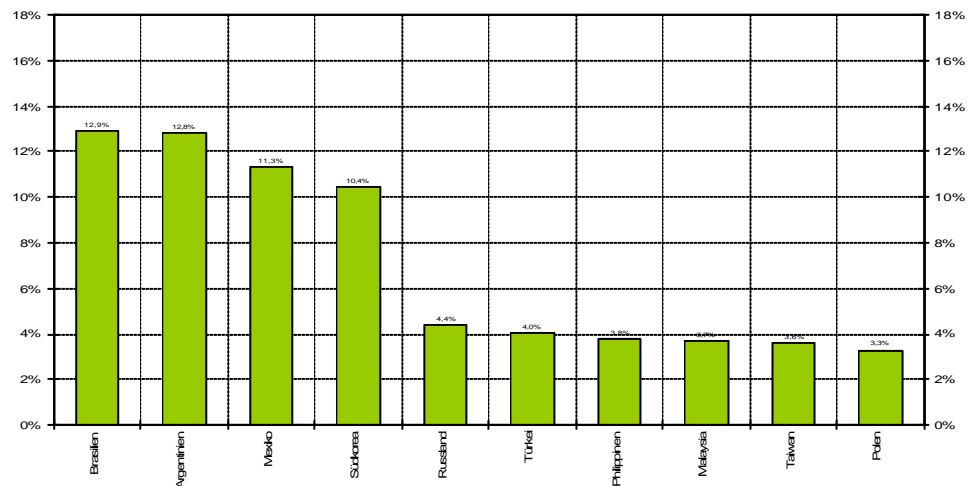
Quelle: BIZ.

Internationale Emissionen, Anteile der verschiedenen Länder am ausstehenden Volumen.

Schaubild 4.

in %, Stand: 30.09.2004.

Die drei größten Emittenten aus dem Bereich der Schwellenländer vereinigen einen Marktanteil von 37% auf sich.



Quelle: BIZ.

Basics der Emerging Markets.

Im Rahmen der Asset Allocation rücken Investments in Emerging Markets zunehmend in den Vordergrund.

Dank moderner Informations- und Kommunikationsmedien kann der Investor Wertpapiere von öffentlichen und privaten Emittenten auf globaler Ebene rund um die Uhr erwerben. Wurden bis Anfang der neunziger Jahre Anlageentscheidungen vornehmlich in Industriestaaten vorgenommen, so rücken seit einigen Jahren zunehmend auch Investments in Emerging Markets in den Blickpunkt.

Emerging Markets - eine Eingrenzung.

Für den Begriff „Emerging Market“, „Schwellenland“ oder auch „Entwicklungsland“ gibt es keine einheitliche oder verbindliche Definition. Die bevölkerungsmäßig größte Gruppe unseres Planeten ist zu vielfältig, um sie mit einer einheitlichen Definition zu umschreiben. Die Weltbank verwendet aus operationalen und analytischen Gründen das Bruttonationalprodukt (BSP) pro Kopf als Hauptkriterium für die Klassifizierung einzelner Länder innerhalb dieser Gruppe (weitere Unterscheidungskriterien sind die geographische Lage und der Verschuldungsgrad). Nach dem Weltentwicklungsbericht von 2001 liegen den nach ökonomischen Kriterien gebildeten Ländergruppierungen folgende Bandbreiten zugrunde:

- Länder mit niedrigem Einkommen (low income): BSP pro Kopf von weniger als 745 US\$ im Jahr 2001.
- Länder mit mittlerem Einkommen (middle income): BSP pro Kopf von mehr als 746 US\$, aber weniger als 9.205 US\$.
- Länder mit hohem Einkommen (high income): BSP pro Kopf von mehr als 9.206 US\$.

Innerhalb der Entwicklungsländer bilden die Emerging Markets eine Sondergruppe. Hierunter versteht man Dritte-Welt-Länder, die in ihrem wirtschaftlichen Entwicklungsstand schon recht weit fortgeschritten sind. Alternativ zum Begriff Emerging Markets sind auch die Bezeichnungen „take-off“-Länder

oder „newly industrializing countries“ gebräuchlich. Als Kriterien für diese Länder gelten unter anderem:

- Relativ hoher Anteil industrieller Güter an den Exporten.
- Relativ hoher Anteil der Industrie an der gesamten Wertschöpfung (Bruttonationalprodukt).
- Aufgrund der hohen wirtschaftlichen Dynamik ist damit zu rechnen, dass die Strukturmerkmale eines typischen Entwicklungslandes bald völlig überwunden sind.

Wichtige Emerging Markets.

Zu den Emerging Markets zählen die großen Staaten Lateinamerikas, wie Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko und Venezuela. Beispiele für die Schwellenländer Asiens sind China, Indien, Malaysia, Südkorea und Thailand. Die Transformationsstaaten Mittel- und Osteuropas (vor allem Polen, Tschechien, Ungarn) sowie Russland gehören ebenso in diese Kategorie wie die Türkei und Südafrika.

Bezogen auf die Einkommensklassen gemäß Weltbank-Definition gehören fast alle Emerging Markets zu den Ländern mit mittlerem/hohem Einkommen. Die Skala reicht von China (960 US\$ im Jahr 2002) über Polen (4.570 US\$) bis hin zu Südkorea (9.930 US\$). Das nach wie vor existierende ökonomische „Aufholpotenzial“ der Schwellenländer lässt sich anhand des Gefälles zu den Industrieländern erkennen. Spitzenreiter sind Liechtenstein und Luxemburg mit einem Pro-Kopf-BSP von rund 40.000 US\$ im Jahr 2002, gefolgt von Norwegen (38.730 US\$), der Schweiz (36.170 US\$), den USA (35.400 US\$) und Japan (34.010 US\$). Der Euroraum liegt in der Rangliste mit 20.320 US\$ auf Platz 28 und das globale Pro-Kopf-BSP beträgt 5.120 US\$.

Kapitalströme in die Emerging Markets.

Besonders in der letzten Dekade gewann der Kapitalzufluss in die Emerging Markets an Breite. Eine hohe Wirtschaftsdynamik und damit verbunden attraktive Renditen lockten viele Investoren an, wie Schaubild 1 (s. S.3) zeigt. Im Boomjahr 1996 erreichte der Nettokapitaltransfer mehr als 325 Mrd. US\$. Dass der Kapitalverkehr mit den Industrienationen

Das BSP pro Kopf dient als Proxy für den ökonomischen Entwicklungsgrad.

In Krisenzeiten kürzen internationale Banken ihre Kreditlinien.

allerdings im Zeitablauf starken Schwankungen unterliegt, zeigt der massive Rückgang der Zuflüsse in den Jahren 1998 und 1999. Ursächlich hierfür war hauptsächlich der Rückzug internationaler Banken, die vor dem Hintergrund der Asien-, Russland- und Brasilienkrise ihr Engagement massiv kürzten. Auch zukünftig werden die Kapitalströme starken Schwankungen ausgesetzt sein. Alleine die unterschiedlichen Volumina der Finanzmärkte in den Industriestaaten und Emerging Markets spielen eine große Rolle. So erreicht die Börsenkapitalisierung großer US-Unternehmen die Höhe des BIP's größerer Emerging Markets und die Kapitalisierung selbst größerer Schwellenlandbörsen wie der mexikanischen betrug 2002 weniger als 1% des New Yorker Aktienmarktes. Schon eine marginale Veränderung der Finanzierungsbedingungen in den Industriestaaten oder eine Zunahme der Risikoaversion kann so leicht zu Schwankungen im Kapitalverkehr führen, was in den Emerging Markets zu starken Verwerfungen an den lokalen Devisen-, Renten- und Aktienmärkten führt. Dominierend sind die Kapitalströme privater Investoren. Sie machten in den letzten Jahren z.T. mehr als 90% der gesamten Kapitalströme aus. Dagegen spielen öffentliche Kapitalgeber, wie der Internationale Währungsfonds (IWF), die Weltbank, regionale Entwicklungs-

Selbst kleine Schwankungen im Kapitalverkehr führen in den Emerging Markets zu starken Verwerfungen.

banken oder Regierungen nur eine untergeordnete Rolle. Daher sind auch die Möglichkeiten eingeschränkt, in Krisenfällen mit Finanzspritzen eine Stabilisierung zu erreichen.

Wichtige Anlageformen.

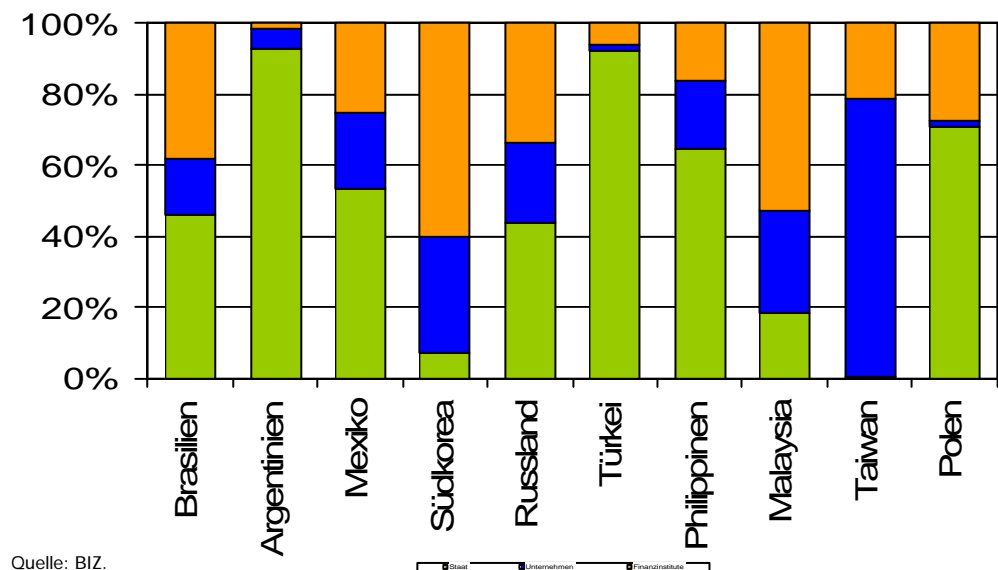
Der internationale Kapitalmarkt erweist sich seit Anfang der neunziger Jahre als ergiebige Finanzierungsquelle für Schuldner aus den Emerging Markets. Vor allem durch die Schuldenerleichterungsabkommen mit Ländern, die in den achtziger Jahren ihren Schuldendienst nicht mehr leisten konnten, gewann der Anleihemarkt an Tiefe. Die damals nicht mehr ordnungsgemäß bedienten Darlehen der internationalen Banken wurden in den Schuldenabkommen nach einem Schuldenverzicht in langfristige, überwiegend in US-Dollar denominierte Bonds umgewandelt. Die Geburtsstunde der so genannten Brady-Bonds. Die Bonds sind nach dem früheren US-Finanzminister Nicholas Brady benannt, der 1989 einen Maßnahmenkatalog zur Lösung der Schuldenproblematik von Entwicklungsländern ausgearbeitet hat. Ein Besicherungselement, das zumindest die Tilgung am Laufzeitende durch in den USA hinterlegte Vermögenswerte garantiert, verringert das Risiko dieser Bonds.

Lokale Emittenten am internationalen Kapitalmarkt.

Schaubild 5.

Aufteilung am ausstehenden Volumen in %, Stand: 30.09.2004.

In der Regel sind öffentliche Adressen die größten Emittenten. In manchen Ländern dominieren allerdings Emissionen des Privatsektors, so dass neben dem generellen Länderisiko ein Branchen- oder Einzelrisiko existiert.



Quelle: BIZ.

Rückkauf von Brady-Bonds.

Die Eurobonds sind überwiegend in US-Dollar denominated.

Die ausstehenden Brady-Bonds dürften insgesamt ein Volumen von etwa 150 Mrd. US\$ haben. Kreditnehmer sind im Wesentlichen Regierungen aus Lateinamerika. Um den Schuldendienst in der Zukunft zu reduzieren und die verpfändeten Aktiva wieder freizusetzen, haben mittlerweile einige Staaten - vor allem Brasilien - begonnen, ihre Brady-Bond-Emissionen zurückzukaufen und durch Neuemissionen zu ersetzen. Mit der größeren Tiefe der Bondmärkte nahm auch die Emissionstätigkeit zu. Ohne die Brady-Bonds stiegen die ausstehenden Eurobonds (Anleihen, die nicht auf die Währung des Emissionslandes lauten und außerhalb des Sitzlandes des Schuldners begeben werden) von Emerging Markets-Adressen von 155 Mrd. US\$ im Jahre 1994 auf fast 675 Mrd. US\$ im zweiten Quartal 2004 an (s. Schaubild 2, S.4). Der Großteil der Anleihen lautet auf US-Dollar. Eurodenominierte Bonds finden sich vornehmlich in den mittel- und osteuropäischen Schwellenländern sowie in der Türkei und Südafrika. In der Regel weisen die Bonds Laufzeiten von bis zu 30 Jahren und mehr auf und haben eine feste Zinsbindung.

Größte Emittenten.

Schaubild 3 (s.S.4) zeigt die regionale Aufteilung der Emerging Markets-Emissionen. Mit einem Anteil von rund 45% sind Adressen aus Lateinamerika die mit Abstand größten Kreditnehmer. Es folgen Asien, Osteuropa, Türkei/Südafrika und Afrika/Naher Osten. Dies spiegelt sich auch beim Blick auf die verschiedenen nationalen Emittenten wider (s. Schaubild 4, S.4). Mit Argentinien, Brasilien und Mexiko stammen die drei größten Emittenten aus Lateinamerika. Sie haben zusammen einen Anteil von 37% am gesamten ausstehenden Volumen der Schwellenländer. In absoluten Zahlen sind dies 250 Mrd. US\$.

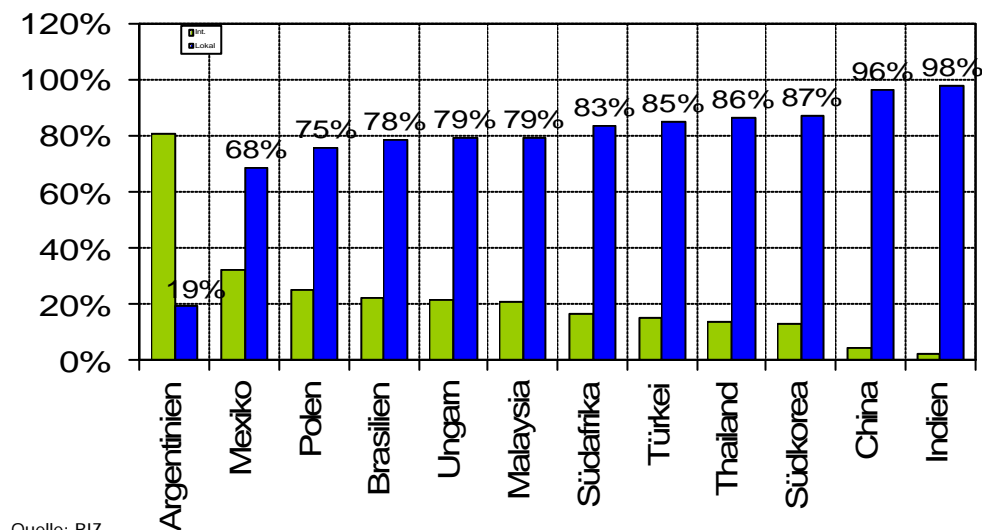
Die länderspezifische Aufteilung nach den wichtigsten Emittenten innerhalb eines Landes (Staat, Unternehmen, Finanzinstitute) zeigt Schaubild 5 (s. S.6):

- In den meisten Ländern ist der jeweilige Staat oder eine öffentliche Körperschaft der Schuldner. Deren Bonität ist meist höher einzustufen als die der Unternehmen des Landes.
- Für die Gesamtheit der Emerging Markets entfallen 53% aller Begebungen auf staatliche Adressen und 28% bzw. 19% gehen auf Finanzinstitute und Unternehmen zurück.

Bedeutung der lokalen Rentenmärkte.

Schaubild 6.

Anteile am ausstehenden Volumen in %, Stand: 30.09.2004.



Quelle: BIZ.

Niedrigere Inflationsraten ermöglichen zunehmende Laufzeiten bei neuen Emissionen.

- Es gibt jedoch große regionale Unterschiede. Während in Lateinamerika der öffentliche Sektor mit einem Anteil von gut 64% der größte Schuldner ist, ist in Asien der Unternehmenssektor der größte Kreditnehmer (39%).
- Auch auf der Länderebene zeigen sich Differenzen. In Argentinien, der Türkei und Ungarn entfallen auf den staatlichen Sektor rund 90% der Verbindlichkeiten am internationalen Kapitalmarkt. Dagegen dominieren in Taiwan (78%), Indien (72%) und Chile (61%) Emittenten aus dem Unternehmenssektor. Relativ hoch ist der Anteil der Schuldner aus dem Bereich der Finanzinstitute in Indonesien, China und Südkorea.

In vielen Emerging Markets wird der Finanzbedarf der verschiedenen Kreditnehmer durch die lokalen Rentenmärkte gedeckt (s. Schaubild 6, S.7). Lediglich Argentinien deckt seinen Finanzbedarf größtenteils durch die Inanspruchnahme des internationalen Kapitalmarktes. Die Laufzeitenstruktur der lokal begebenen Bonds ist stark durch die Inflationshistorie geprägt. Während in Lateinamerika die hohen Preissteigerungsraten nur sehr kurze Zinsbindungsfristen erlaubten, sind in Asien vornehmlich langfristige Emissionen anzutreffen. Die deutlich niedrigeren Preissteigerungsraten in den

letzten Jahren haben die Zinsstrukturkurven an den inländischen Sekundärmärkten sichtbar stabilisiert. Die Laufzeiten neuer Emissionen nehmen in den meisten Schwellenländern rund um den Globus allmählich zu.

Erklärung und Determinanten der Spreads.

Nach der eher deskriptiven Erläuterung des Anleihe-segmentes der Emerging Markets geht es jetzt ans Eingemachte. Was bestimmt die Höhe der Verzinsung, wie wird die Risikoprämie gemessen und welche Faktoren bestimmen das Zinsniveau?

EMBI+ von J.P. Morgan.

Die Rentenmärkte der wichtigsten Schwellenländer können über den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) betrachtet werden. Der Index deckt die in ausländischer Währung denominatede Verschuldung von Emerging Markets ab. Um in den Index aufgenommen zu werden, muss die Bonität eines Landes sowohl von der Rating-Agentur Standard & Poor's als auch von Moody's mit BBB- bzw. Baa3 oder besser bewertet werden. Die Kreditwürdigkeit dient hier als Vorfilter. Damit eine Anleihe in den Index miteinfließt, sind einige Bedingungen zu erfüllen:

Der EMBI+ von J.P. Morgan deckt die in ausländischer Währung denominatede Verschuldung von Emerging Markets ab.

Entwicklung des EMBI+ von J.P. Morgan.

Schaubild 7.

in Basispunkten, Stand: 30.11. 2004.



- Die Anleihe muss im Allgemeinen in US-Dollar denominated sein.
- Die am Markt ausstehende Summe der einzelnen Bonds muss mindestens 500 Mio. US\$ betragen.
- Die Restlaufzeit muss zum Zeitpunkt der Aufnahme in den Index mindestens 2,5 Jahre betragen.

Nicht ganz überraschend sind Brasilien, Russland und Mexiko die Indexschwergewichte. Sie sind die mit Abstand liquiden und größten Märkte für Eurobonds innerhalb der Emerging Markets.

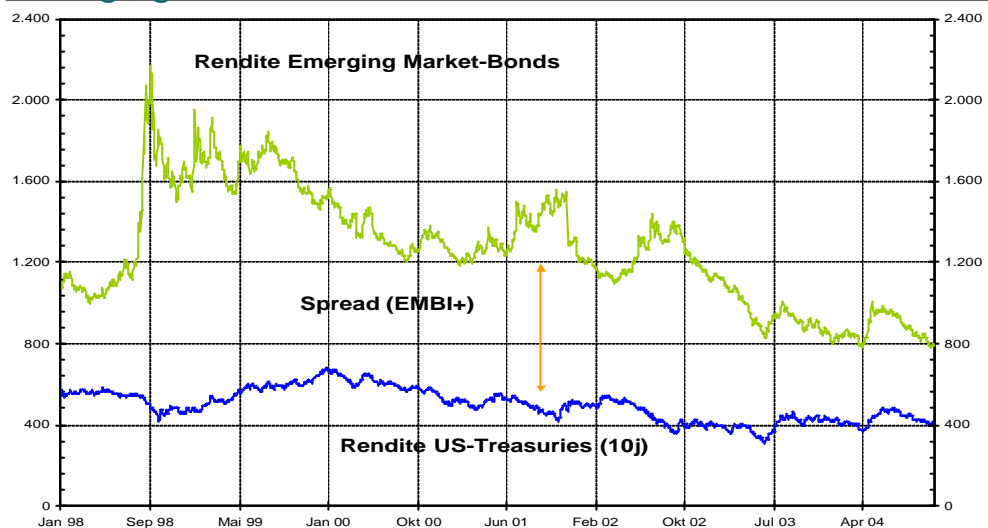
Schaubild 7 (s. S.8) zeigt die Entwicklung des EMBI+ seit Anfang 1999. Die starken Schwankungen sind auf den ersten Blick leicht zu erkennen. Bei einem Durchschnittswert von 765 Basispunkten (entspricht 7,65 Prozentpunkten, da 100 Basispunkte einem Prozentpunkt entsprechen) zwischen Anfang 1999 und November 2004 lag der „Peak“ am 10.9.1998 bei 1.697 Basispunkten und das „Low“ am 24.11.2004 bei 376 Basispunkten. Die Schwankungsbreite lag also bei stolzen 1.324 Basispunkten.

Seit 1998 schwankte der Spread von Emerging Markets-Bonds um rund 1.320 Basispunkte.

Zusammensetzung der Rendite von Emerging Market-Bonds.

Schaubild 8.

in Basispunkten,
Stand: 30.11. 2004.



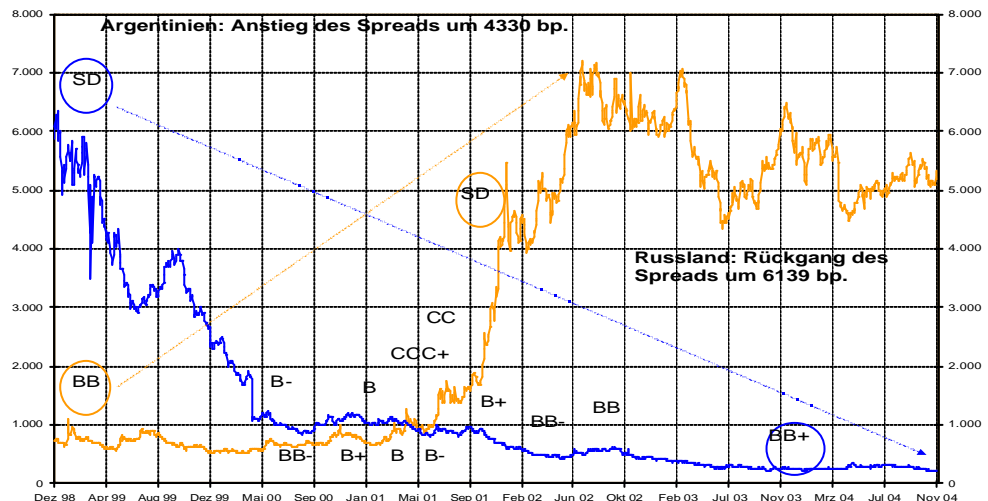
Zusammenhang zwischen Spread und Rating.

Schaubild 9.

Darstellung des Spreads
in Basispunkten.

Rating: Standard&Poor's.

Stand: 30.11.2004.



Quelle: Standard & Poor's.

Woraus setzt sich die Rendite von Emerging Markets-Anleihen zusammen?

Zinsdifferenz (Spread).

Was sagt ein Spread von 765 Basispunkten aus? Eine graphische Erläuterung zeigt Schaubild 8 (s. S.9):

- Die Ausgangsbasis bildet die Rendite zehnjähriger US-Treasury Bonds. Sie sind das liquideste und sicherste Anleihe-segment weltweit.
- Zur Rendite der US-Treasuries als sicherste Anlageform kommt der so genannte Spread (Zinsdifferenz) als Risikozuschlag. Risikozuschlag deshalb, weil der Investor mit dem Halten von Emerging Markets-Bonds größere Risiken eingeht - welche Risiken, zeigt das folgende Kapitel.
- Beide zusammen, also Rendite der US-Treasuries und Risikozuschlag, ergeben die Rendite von Emerging Markets-Bonds.
- Musterbeispiel: Rendite US-Treasury von 5% (500 bp) plus Spread von 9 Prozentpunkten (900 bp) ergibt eine Rendite für Emerging Markets-Bonds von 14% (1.400 bp).

Gründe für das Entstehen von Länderrisiken.

Erklärungsfaktoren.

Was bestimmt die Höhe der Spreads? Auf den ersten Blick ist die Antwort ganz einfach: Das Länderrisiko ist entscheidend. Auf den

zweiten Blick stellt sich aber die Frage, was ein Länderrisiko ist und welche Faktoren es beeinflussen.

Länderrisiken sind sehr eng mit dem Begriff des Forderungsausfalls verbunden. Dahinter verbirgt sich das Risiko, dass die Auslandsverbindlichkeiten (Tilgungs- und Zinszahlungen) nicht mehr ordnungsgemäß bedient werden. Dieser Fall kann eintreten, wenn zum einen der Staat selbst den Schuldendienst einstellt (sovereign risk, politisches Risiko) oder zum anderen die Regierung in den Auslands-schuldendienst der privaten Adressen mittels Devisen- und Kapitalverkehrskontrollen eingreift (Transferrisiko). Vom Länderrisiko deutlich abzugrenzen sind Einzelrisiken (Unternehmensrisiken), Sektorrisiken und Finanzmarktrisiken (systemische Finanzkrisen).

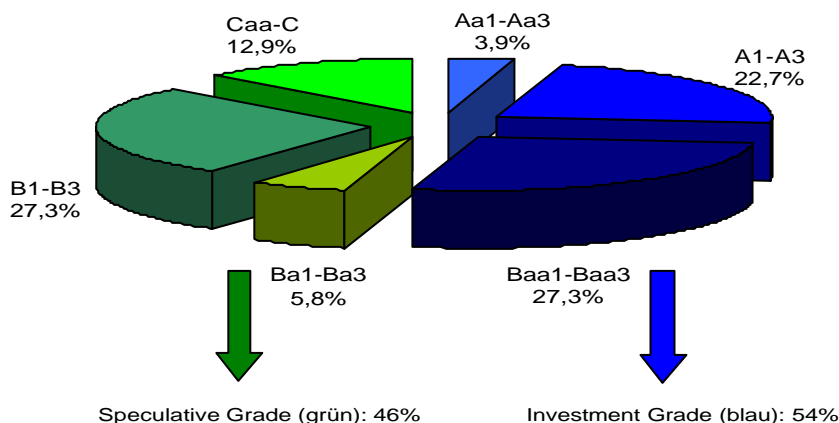
Die Gründe für das Entstehen von Länderrisiken sind vielfältig und oft nicht einfach zu greifen, da es keinen Indikator gibt, der alle Einzelinformationen zu einer Zahl verdichtet und rechtzeitig Alarm schlägt. Vielmehr sind verschiedene Ursachen zu nennen:

- Aktienmarktkrisen.
- Währungskrisen.
- Systemische Finanzkrisen: Krise im Bankensektor oder Insolvenzen sehr großer Unternehmen.
- Gesamtwirtschaftliche Fremdwährungs-liquiditätspässe.
- Zahlungsunfähigkeit des Staates.

Aufteilung der Emerging Markets in verschiedene Rating-Kategorien.

Schaubild 10.

Stand: 30.11.2004.



Quelle: Moody's.

Beurteilungen von Rating-Agenturen als Wegweiser.

Die von den Rating-Agenturen Standard & Poors und Moody's ermittelten Bonitäten (Kreditwürdigkeiten) der Emittenten geben Hinweise auf das mit dem Kauf eines Bonds eingegangene Risiko. In vereinfachter Form wird zwischen relativ guten Bonitäten (Investment Grade) und relativ schlechten

(Speculative Grade) unterschieden (s. Kasten 1).

Zur Ermittlung eines Ratings betrachten die Agenturen eine Vielzahl von quantitativen und qualitativen Informationen. Zu den quantitativen zählen u.a.:

- Leistungsbilanzsaldo in Relation zum BIP.
- Devisenreserven in Prozent der Importe.
- Abweichung des realen Wechselkurses von seinem Trend.
- Kurzfristige Verschuldung in Relation zur Liquiditätslage.
- Wachstum der inländischen Kredite im Verhältnis zum BIP.

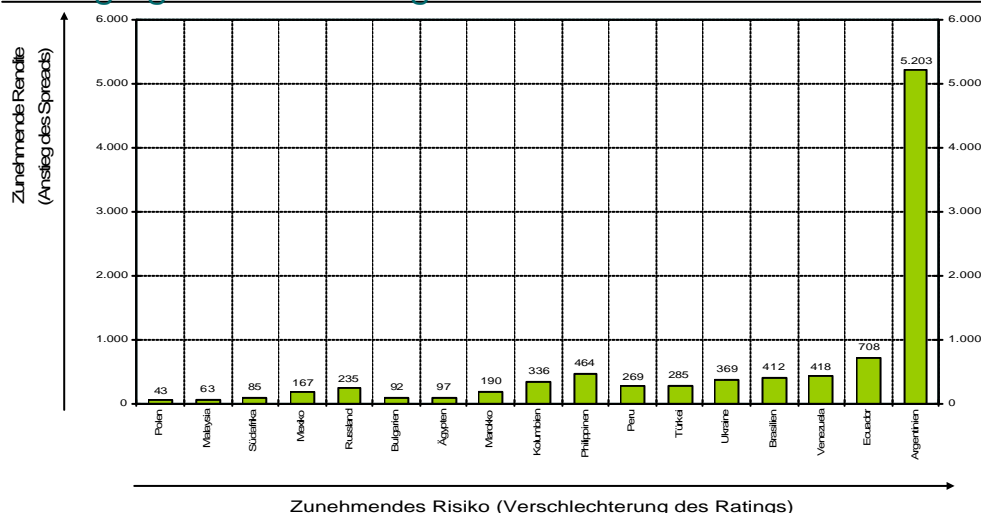
Kasten 1.
Die Ratings von Standard & Poor's und Moody's.

Investment Grade	S&P	Moody's	Bedeutung
AAA	AAA	Aaa	beste Schuldnerqualität, geringstes Ausfallrisiko
AA	AA	Aa	hohe Qualität, etwas höheres Ausfallrisiko
A	A	A	starke Zins- und Tilgungsfähigkeit, aber etwas anfälliger gegenüber negativen Einflüssen des ökonomischen Umfeldes
BBB	BBB	Baa	mittlere Qualität, ausreichende Zahlungsfähigkeit, relativ starke Anfälligkeit gegenüber Veränderungen des Umfeldes
Speculative Grade	BB	Ba	spekulative Anlage, zukünftige Zahlungsfähigkeit unsicher
B	B	B	zukünftige Zahlungsfähigkeit schwach, hohes Ausfallrisiko
CCC	CCC	Caa	gegenwärtige Zahlungsfähigkeit gefährdet
CC, C	CC, C	Ca, C	niedrigste Qualität, gegenwärtige Zahlungsfähigkeit stark gefährdet
SD, D	SD, D	./.	selektiver oder allgemeiner Zahlungsausfall

Quelle: Standard & Poor's, Moody's.

Zusammenhang von Rendite und Risiko bei Emerging Markets-Anlagen.

Schaubild 11.
Darstellung des Spreads in Basispunkten, Stand: 30.11.2004.



Quelle: Moody's, Bloomberg.

Rendite und Risiko sind wie Pech und Schwefel. Auch bei Engagements in Schwellenländern.

Da nicht alle zur Erfassung von Länderrisiken relevanten Informationen quantitativ ermittelbar sind, fließen auch qualitative Indikatoren in die Bonitätsermittlung ein. Dazu gehören z.B.:

- Geld- und Finanzpolitik.
- Stabilität des Finanzsektors.
- Umgang mit Wirtschaftskrisen in der Vergangenheit.
- Struktur des externen Sektors (u.a. Abhängig von Rohstoffexporten).

Die Ergebnisse des Ratingprozesses der Rating-Agentur Moody's für die Schwellenländer zeigt Schaubild 10 (s. S.10). Den größten Block stellt der Bereich Baa1-Baa3. Hierin versammelt sind z.B. Thailand, Mexiko, und Russland. Die Aufteilung zwischen Investment Grade und Speculative Grade sieht leichte Vorteile für die besseren Bonitäten.

Die Einstufungen der einzelnen Länder schöpfen derzeit die komplette Ratingskala aus. Sie bewegen sich von Taiwan (Aa3) bis hin zu Argentinien (Caa1).

Insbesondere die Entwicklungen von Argentinien und Russland seit 1999 zeigen, dass nicht alle Emerging Markets in einen Topf geworfen werden dürfen.

Zusammenhang von Risiko und Rendite bei Emerging Markets-Bonds.

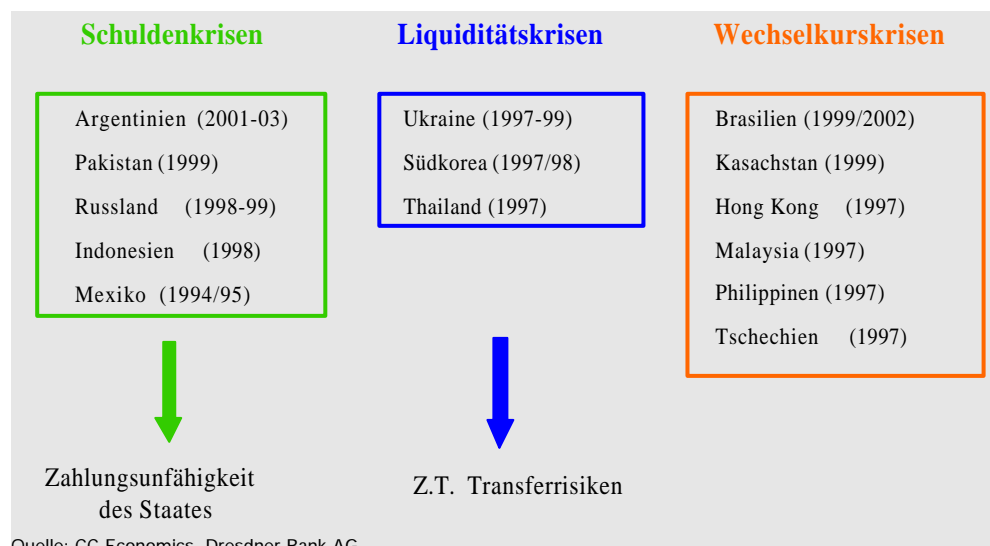
Nach den Erkenntnissen der Kapitalmarkttheorie gehören Risiko und Rendite genauso zusammen wie Pech und Schwefel. Das gilt auch für das Anleihe-segment der Emerging Markets.

Schaubild 9 (s. S.9) zeigt diesen Sachverhalt an der divergierenden Entwicklung von russischen und argentinischen Bonds. Zwischen Ende 1998 und November 2004 sank der Spread auf Schuldverschreibungen Russlands um mehr als 6.100 bp, was gleichbedeutend mit großen Kursgewinnen ist. Gleichzeitig verbesserte sich das Rating von SD (selektiver Zahlungsausfall) auf BB+. Eine komplett gegenläufige Entwicklung war in Argentinien zu beobachten. Dort stieg die Zinsdifferenz zwischenzeitlich um mehr als 4.300 bp und das Rating verschlechterte sich von BB auf SD. Des Weiteren lässt sich anhand der Entwicklung der Spreads zum einen erkennen, dass der Markt schneller reagiert als die Rating-Agenturen. Beispielsweise sank die Risikoprämie für russische Bonds im Juni 2000 auf unter 1.000 bp - ein Rückgang um mehr als 5.000 bp seit Ende 1998 -, während das Rating erst Ende 2000 angehoben wurde. Zum anderen zeigt sich in „Krisenzeiten“ eine hohe Volatilität der Spreads, die selbst in wenigen Tagen um bis zu 2.000 bp schwanken können.

Emerging Markets-Krisen in der Vergangenheit.

Schaubild 12.

In Emerging Markets können verschiedene Arten von Krisen auftreten. Besonders bei lokalen Anleihen ist das Wechselkursrisiko zu beachten.



Die Rating-Agenturen reagieren oft später als der Markt.

Auch für die gesamte Assetklasse zeigt sich der positive Zusammenhang von Rendite und Risiko (s. Schaubild 11, S.11): Bessere Risiken haben geringere Risikozuschläge. Bemerkenswert ist jedoch, dass es einige „Ausreißer“ gibt. So hat z.B. Russland gegenüber Bulgarien das bessere Rating, aber einen um 143 bp höheren Spread. Ähnlich ist der Renditeunterschied zwischen Kolumbien und den Philippinen: Rund 130 bp bei gleichem Rating. Neben der Tatsache, dass die Rating-Agenturen in ihrer Urteilsfindung oft ein wenig „hinterherhinken“ ist dies auch auf die Größe des Marktsegmentes und die Liquidität zurückzuführen.

Krisen, Krisen, Krisen.

Hohe Rendite bei niedrigem Risiko - von dieser Konstellation träumt jeder Anleger. Auch oder gerade bei Engagements in Emerging Markets-Bonds können die in vielen Fällen hohen Renditen nicht ohne Risiko eingestrichen werden. Denn je größer der Spread, desto höher die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls. Dass die Aussichten auf „Free lunches“ nicht immer gegeben sind, zeigt ein Blick auf vergangene Schwellenland-Krisen (s. Schaubild 12, S.12). Aus den verschiedensten Ursachen kam es zu Verzögerungen oder Ausfällen bei Kuponzahlungen, Umschuldungen mit Nominalwertkürzungen oder Forderungsausfällen. Unabhängig von generellen Länderrisiken und zusätzlich zu Transferrisiken kann es auch zu Sektor- und Einzelrisiken kommen, wenn der Emittent aus dem Unternehmens- oder Finanzsektor stammt.

Die Vergangenheit ist zwar nicht immer ein guter Ratgeber für die Zukunft. Aber die Häufigkeit der Krisen zeigt, dass auch zukünftig mit Finanzkrisen gerechnet werden

Bei Investments in Emerging Markets sind nicht nur Länderrisiken zu beachten.

muss, die sich dann möglicherweise in Ursache und Auswirkung von den letzten unterscheiden. Zudem ist davon auszugehen, dass multi- und bilaterale Kreditgeber in Zukunft nicht mehr in bisher gewohnten finanziellen Größenordnungen Gewehr bei Fuß stehen, um Krisensituationen zu entschärfen. Gerade die aktuellen Diskussionen um eine stärkere Einbindung des privaten Sektors bei Umschuldungsverhandlungen verdeutlichen dies. Es ist also zukünftig verstärkt damit zu rechnen, dass einzelne Schuldner die von ihnen emittierten Bonds nicht mehr bedienen können. Zudem birgt der sich ständig ausdehnende Investorenkreis die Gefahr, dass Anlagegelder zu schnell und in zu großen Volumina in Projekte mit höherem Risikogehalt fließen. Zusammen mit den generell höheren Risiken in Emerging Markets (ökonomisch und politisch) und der großen externen Abhängigkeit (Risikoneigung der Anleger weltweit) macht dies eine Prognose, wann eine Entwicklung in eine Krise umschlägt, sehr schwer. Daher sollte die Euphorie der Märkte nicht den Blick auf eine rationale Chance-Risiko-Abwägung bei einer Investitionsentscheidung trüben. Hierzu gehört auch, dass man nicht von einem generellen Risiko bei Emerging Markets reden kann. Dies verdeutlichen vor allem die Schaubilder 10 und 11 (s. S.10&11).

Korrelationen.

Welche Bedeutung Emerging Markets-Bonds für ein Depot haben können, verrät ein Blick auf die Korrelationen zwischen Eurobonds (s. Schaubild, S.14). Es zeigt, welche Beimischungen im Hinblick auf die Diversifikationsmöglichkeiten sinnvoll sind.

Der Korrelationskoeffizient kann Werte zwischen -1 und 1 annehmen. Es besteht ein im Zeitablauf vollkommen positiver Zusammen-

Was sagen die Korrelationen?

hang zwischen den Spreads bzw. Renditen, wenn der Koeffizient 1 beträgt. Liegt er bei 0, existiert kein Zusammenhang. Ein negativer Zusammenhang besteht bei negativen Koeffizienten. Im Extremfall mit einem Wert von -1 ist eine Vernichtung von Risiken möglich. In der letzten Zeile sind die Summen der jeweiligen Spalten aufgeführt. Sie gewähren einen plakativen Blick auf die Stärke des Zusammenhangs des Spreads eines Segments mit demjenigen anderer Segmente. Je höher der Wert ausfällt, desto stärker ist die Korrelation. Hieraus lassen sich folgende Aussagen treffen:

- Der stärkste Zusammenhang ergibt sich beim EMBI. Kein Wunder, schließlich fasst er die Werte der jeweiligen Schwellenländer zusammen.
- Den niedrigsten Wert weisen zehnjährige US-Treasury Bonds aus. Hier ergeben sich mit einzelnen Segmenten sogar negative Korrelationen. Dies bedeutet, dass sich durch eine Kombination von Emerging Market-Bonds mit Staatsanleihen aus den USA Risiken im Depot reduzieren lassen, ohne gleichzeitig die Rendite zu schmälern.

Korrelationskoeffizienten der Risikospreads internationaler Anleihen.

Schaubild 13.

	Argentinien	Brasilien	China1)	EMBI	Ecuador	Malaysia2)	Mexiko	Nigeria	Polen	Russland	Südafrika3)	Südkorea	Türkei4)	Venezuela	Nasdaq	MSCI Welt	US-Bonds
Argentinien	1,00	0,64	-0,13	0,69	0,26	-0,02	0,45	0,37	0,39	0,24	0,01	-0,09	-0,03	0,39	0,56	0,61	-0,13
Brasilien	0,64	1,00	-0,11	0,83	0,61	0,30	0,56	0,61	0,26	0,50	0,28	0,00	0,59	0,71	0,43	0,41	-0,27
China	-0,13	-0,11	1,00	0,07	0,10	0,39	0,15	0,33	0,52	-0,03	0,54	0,59	-0,20	-0,01	-0,35	-0,43	0,67
EMBI	0,69	0,83	0,07	1,00	0,58	0,55	0,84	0,63	0,53	0,71	0,40	0,12	0,49	0,91	0,32	0,39	-0,14
Ecuador	0,26	0,61	0,10	0,58	1,00	0,06	0,51	0,66	0,35	0,24	0,02	-0,09	0,28	0,54	-0,21	0,02	0,11
Malaysia	-0,02	0,30	0,39	0,55	0,06	1,00	0,49	0,26	0,03	0,56	0,88	0,75	0,35	0,62	0,07	-0,13	-0,32
Mexiko	0,45	0,56	0,15	0,84	0,51	0,49	1,00	0,48	0,51	0,63	0,38	0,09	0,29	0,70	0,08	0,22	0,11
Nigeria	0,37	0,61	0,33	0,63	0,66	0,26	0,48	1,00	0,63	0,21	0,27	0,26	0,29	0,65	0,03	0,16	0,07
Polen	0,39	0,26	0,52	0,53	0,35	0,03	0,51	0,63	1,00	0,15	0,15	0,23	-0,31	0,47	-0,04	0,09	0,39
Russland	0,24	0,50	-0,03	0,71	0,24	0,56	0,63	0,21	0,15	1,00	0,47	0,10	0,37	0,66	0,21	0,13	-0,39
Südafrika	0,01	0,28	0,54	0,40	0,02	0,88	0,38	0,27	0,15	0,47	1,00	0,70	0,25	0,35	0,01	-0,24	-0,11
Südkorea	-0,09	0,00	0,59	0,12	-0,09	0,75	0,09	0,26	0,23	0,10	0,70	1,00	0,06	0,17	0,02	-0,16	0,09
Türkei	-0,03	0,59	-0,20	0,49	0,28	0,35	0,29	0,29	-0,31	0,37	0,25	0,06	1,00	0,51	0,36	0,20	-0,42
Venezuela	0,39	0,71	-0,01	0,91	0,54	0,62	0,70	0,65	0,47	0,66	0,35	0,17	0,51	1,00	0,32	0,43	-0,27
Nasdaq	0,56	0,43	-0,35	0,32	-0,21	0,07	0,08	0,03	-0,04	0,21	0,01	0,02	0,36	0,32	1,00	0,86	-0,48
MSCI Welt	0,61	0,41	-0,43	0,39	0,02	-0,13	0,22	0,16	0,09	0,13	-0,24	-0,16	0,20	0,43	0,86	1,00	-0,40
US-Bonds	-0,13	-0,27	0,67	-0,14	0,11	-0,32	0,11	0,07	0,39	-0,39	-0,11	0,09	-0,42	-0,27	-0,48	-0,40	1,00
Summe	4,21	6,36	2,09	7,91	4,03	4,82	6,49	5,90	4,37	4,73	4,37	2,84	3,08	7,15	2,20	2,18	-1,50

1) 31.03.1995 - 30.11.2004
 2) 31.10.1997 - 30.11.2004
 3) 01.10.1996 - 30.11.2004
 4) 30.06.1997 - 30.11.2004

Summa Oeconomica.

- Besonders in der letzten Dekade gewann der Kapitalzufluss in die Emerging Markets an Breite. Eine hohe Wirtschaftsdynamik und attraktive Renditen lockten viele Investoren an.
- Als sehr ergiebige Finanzierungsquelle erweist sich seit Anfang der neunziger Jahre der internationale Kapitalmarkt.
- Die mit Abstand größten Kreditnehmer innerhalb der Schwellenländer sind lateinamerikanische Adressen. Mit Argentinien, Brasilien und Mexiko stammen auch die drei größten Emittenten aus dieser Region.
- Über den J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) können die Rentenmärkte der Schwellenländer betrachtet werden. Die Zinsdifferenz (Spread) als Zuschlag bzw. Risikoprämie gegenüber US-Bonds ist Ausdruck des jeweiligen Länderrisikos.
- Neben dem Spread geben auch die von den Rating-Agenturen ermittelten Bonitätseinschätzungen Hinweise auf die mit den Bonds eingegangenen Risiken.
- Risiko und Rendite gehören untrennbar zusammen. Das gilt auch für Schuldverschreibungen aus Schwellenländern. Je höher der Spread, desto höher auch die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls.
- Eine Analyse der Korrelationen zeigt, dass eine Kombination von Emerging Markets-Bonds mit US-Staatsanleihen Möglichkeiten zur Risikoreduzierung bietet. pl

Investor's Corner.

Ein sich rasch änderndes Umfeld, neue Finanzinstrumente sowie unterschiedliche Wirtschaftspolitiken erschweren es dem privaten Anleger, sich von Emerging Markets ein adäquates Risikobild zu machen. Da ferner eine sinnvolle Risikostreuung mit Einzelengagements kaum möglich ist, ist es sinnvoll, Emerging Markets-Bonds durch den Erwerb von Fonds dem Depot beizumischen. Hierzu bietet der folgende Produkte an:

- dit-EMERGING MARKETS BOND FUND (ISIN IE0032828273),
- dit-EURO BOND TOTAL RETURN (ISIN LU0140355917).

Die von uns genannten Fonds verstehen sich als Portfoliobeimischung, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Risiko-/Ertragsziels des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder beim dit.

Die in diesem „Dynamic Investment Trends“ erwähnten Fonds sind nicht zum öffentlichen Vertrieb in Österreich zugelassen.