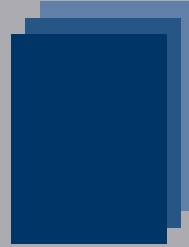


Hintergrund



Aktualisierung zu Indexbenchmarks für
Emerging Markets Debt

September 2018

©2018. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC oder verbundener Unternehmen ("Lazard") wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten. Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC oder verbundenen Unternehmen ("Lazard") ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussagen in diesem Dokument stellen eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes oder sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar. Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann. Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.

Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com/globaldisclosure über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben, und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

Aktualisierung zu Indexbenchmarks für Emerging Markets Debt

- Die Rentenmärkte der Emerging Markets (Emerging Market Debt=EMD) sind über die vergangene Dekade als höherrentierliche Anlagealternative zunehmend ins Blickfeld der Euro-Anleger gekommen. Dabei haben sich die Anleger anfangs auf die Hartwährungsanleihen der EM kapriziert, zunehmend finden aber auch die Lokalwährungsanleihen der EM Eingang in die Portfolios.
- Die Rentenmärkte der Emerging Markets sind erheblich gewachsen und das Anlageuniversum ist breiter geworden. Immer mehr Länder, Währungen und Emittenten sind hinzugekommen, die Liquidität hat deutlich zugenommen, die Diversifikationsmöglichkeiten der Anleger wurden beträchtlich erweitert und die Qualität der Emittenten hat sich verbessert.
- Bei der Auflage eines EMD-Mandates sind viele Details zu entscheiden. Will man ein indexnahes Benchmark-Konzept umsetzen oder aktives Management mit einem höheren Tracking Error zu den Indizes umsetzen? Sollen es nur Hartwährungen sein, will man auch in Lokalwährungen investieren, sollen Unternehmensanleihen eine Rolle spielen, ist möglicherweise ein „Blend“-Konzept, das in alle Anlagemöglichkeiten investiert, die richtige Lösung? Oder wird vielleicht eher eine Total Return-Strategie, die unabhängig von Indexbenchmarks investiert, bevorzugt, um die Risiken zu begrenzen? Wie geht man mit dem vielfältigen Währungsrisiko um?
- JPMorgan hat sich als Marktführer von EM-Indexbenchmarks durchgesetzt. Die wichtigsten Repräsentanten der verschiedenen Märkte sind dabei der JPM EMBI Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Hartwährungen, der JPM CEMBI Broad Diversified Index für Unternehmensanleihen in Hartwährungen und der JPM GBI-EM Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Lokalwährungen.
- Historisch gesehen hatten Hartwährungsanlagen gemäß des JPM EMBI Global Diversified die größte Aufmerksamkeit. Sie hatten sehr lange eine überlegene Wertentwicklung, das Währungsrisiko ist durch den starken Fokus auf USD für den Euroland-Anleger leicht zu managen und das dem Index zugrundeliegende Portfolio ist mit 67 Ländern und 152 Emittenten sehr gut diversifiziert. Auf der anderen Seite ist der Index in den letzten Jahren immer effizienter geworden und durch Neuemissionen wenig gewachsen, so dass dieser Markt heute etwas ausgereizt ist.
- Seit einigen Jahren ist das stärkste Marktwachstum in den Märkten zu verzeichnen, die durch den JPM CEMBI Broad Diversified Index für Unternehmensanleihen in Hartwährungen und den JPM GBI-EM Global Diversified Index für Staatsanleihen in Lokalwährungen abgebildet wird. Diese Märkte werden auf lange Sicht als die „eigentlichen“ Emerging Markets Rentenmärkte für Anleger und aktive Manager angesehen, in denen der Anleger mit Illiquiditäts- und Ineffizienzprämien belohnt wird.
- Für Euroland-Anleger kommt dem Währungsmanagement eine wichtige Rolle zu. Alle EMD-Indizes notieren in der Basisform in USD, so dass der Anleger entscheiden muss, ob er das USD/EUR Exposure hedgen will oder offenlässt.

Dies ist die Aktualisierung der gleichnamigen Publikation vom April 2018.

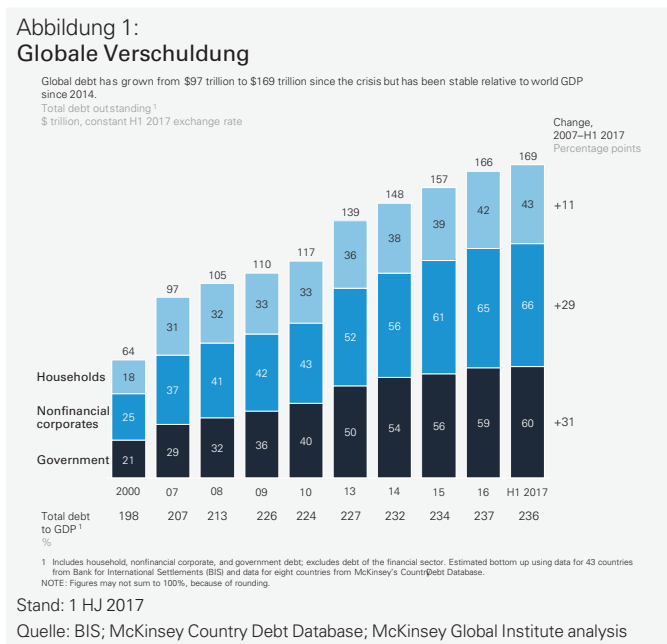
Aktualisierung zu Indexbenchmarks für Emerging Markets Debt

Der globale Rentenmarkt

Die politische Diskussion hat sich seit der Finanzmarktkrise 2008 stark auf die Themen "Sparen" und "Austerität" fokussiert. Insbesondere in Europa, aber auch in den USA und in vielen Emerging Markets wurde vermehrt festgestellt, dass „man nur das ausgeben kann, was man vorher auch eingenommen hat“.

Es wird gern betont, dass nicht nur der Staat, sondern auch die Banken, manche Unternehmen und der private Konsument „deleveragen“ müssen. Auf Basis dieser Beobachtungen würde man vermuten, dass die Weltrentenmärkte einige Zeit nicht mehr gewachsen sind, weil immer weniger Schulden gemacht werden.

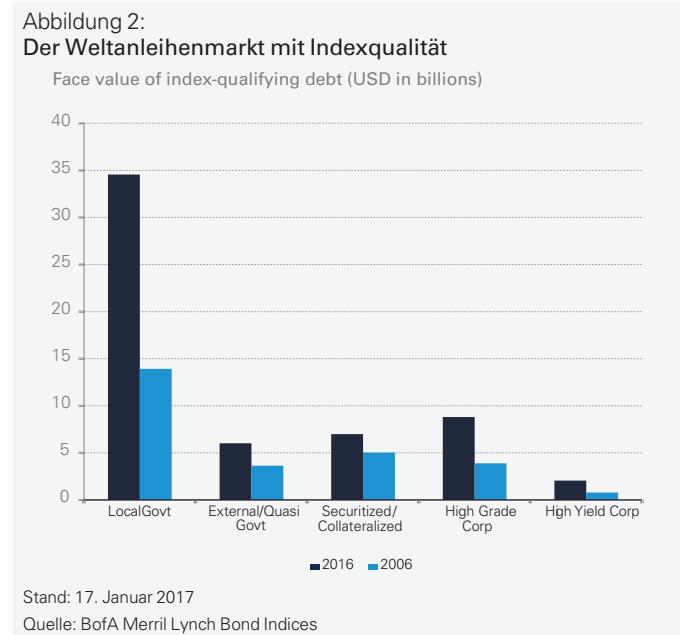
Für den (zynischen) Beobachter nicht überraschend ist das Gegenteil eingetreten. Die Welt bleibt eine Schuldenwirtschaft und die wirtschaftlichen Akteure hängen unverändert am Tropf immer neuer Kredite. Die weltweite Verschuldung und dementsprechend das Volumen der Weltrentenmärkte sind seit der Finanzmarktkrise trotz der vielen Lippenbekenntnisse weiter angestiegen und haben 2017 einen neuen historischen Hochstand erreicht. Die globale Staatsverschuldung hat sich von 2008 auf 2017 von 32 Billionen USD auf 60 Billionen USD sogar fast verdoppelt, auch wenn sich die Verschuldung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts seit 2014 stabilisiert hat (vgl. Abbildung 1).¹



Ein Großteil der existierenden Schuldtitel an den Finanzmärkten ist für den „normalen“ Anleger entweder nicht relevant, kleinvolumig, illiquide oder ihm nicht zugänglich. Beschränkt man sich bei der Betrachtung des Rentenmarkts auf den Teil der Anleihen, der dem

Publikum zugänglich sowie großvolumig bzw. liquide genug ist, um sich für den Eingang in Rentenindexbenchmarks (wie die Indizes von Bank of America Merrill Lynch) zu qualifizieren, schrumpft das betrachtete Vermögen beträchtlich, ist aber immer noch riesig und stetig gewachsen.

Den mit Abstand größten Teil des Gesamtvolumens des (liquiden) Weltrentenmarktes in Höhe von rund 58,5 Billionen USD (Ende 2016) machten (lokale) Staatsanleihen (rund 35 Billionen USD) aus, gefolgt von (Investmentgrade-)Unternehmensanleihen (8,8 Billionen USD) und besicherten Anleihen (Covered Bonds oder Asset Backed Securities; 7 Billionen USD) (vgl. Abbildung 2).²



Emerging Markets Debt

Auch das ausstehende Volumen von Schuldtiteln der Emerging Markets (Emerging Markets Debt = EMD) ist seit der Finanzmarktkrise stark angewachsen. Das gesamte Marktvolumen belief sich Ende 2017 auf sage und schreibe 24,7 Billionen USD, wovon 20,5 Billionen USD, also 83%, aus den zehn größten EM-Ländern stammen. In dieser breiten Abgrenzung machen EM-Anleihen rund 20 % des Weltrentenmarkts aus.

Dabei ist der Lokalwährungsmarkt mit 21,1 Billionen USD viel größer als die Emissionen in Hartwährungen mit 3,5 Billionen USD. In den EM machen Staatsanleihen rund die Hälfte aller Anleihen aus, während die andere Hälfte aus Unternehmensanleihen besteht, hier etwa 60 % Finanzanleihen und 40 % Unternehmensanleihen ex Financials (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3:
Der Rentenmarkt der Emerging Markets³

	Domestic Debt				External Debt				Total
	Fin Inst	Corp	Sovereign	Total	Fin Inst	Corp	Sovereign	Total	
Total amount outstanding EM	6,383	4,261	10,557	21,201	1,254	1,095	1,198	3,548	24,749
BRIC	5,125	3,141	6,854	15,121	444	504	161	1,109	16,229
BRIC as % of EM	80.3%	73.7%	64.9%	71.3%	35.4%	46.0%	13.4%	31.3%	65.6%
Largest 10 GEMs	6,071	4,091	8,477	18,640	1,031	810	429	2,270	20,462
Largest 10 GEMs as % of EM	95.1%	96.0%	80.3%	87.9%	82.2%	73.9%	35.8%	64.0%	82.7%
All countries	39,165	13,983	52,123	105,272	16,667	3,687	1,854	22,208	127,480
% of all debt that is EM	16.3%	30.5%	20.3%	20.1%	7.5%	29.7%	64.6%	16.0%	19.4%

Source: BofA Merrill Lynch Global Research

* Note: Largest 10 GEMs by amount outstanding of LDM are China, Brazil, South Korea, India, Mexico, Taiwan, Thailand, Malaysia, Russia and South Africa. Largest 10 GEMs by amount outstanding of EXD are China, Hong Kong, Brazil, Mexico, Russia, South Korea, Singapore, Turkey, United Arab Emirates and Argentina

GEM tradable domestic debt (US\$ bn)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Govt	5,683	5,890	6,458	6,563	6,728	7,067	8,610	10,557
Corp	4,866	5,293	5,814	5,924	7,294	8,195	9,112	10,644
Total	10,548	11,183	12,272	12,487	14,023	15,262	17,723	21,201

Source: BofA Merrill Lynch Global Research, BIS, Bloomberg

GEM tradable external debt (US\$ bn)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Govt	600	646	732	788	787	848	988	1,198
Corp	704	831	1,020	1,242	1,409	1,977	2,021	2,350
Total	1,304	1,477	1,752	2,030	2,196	2,825	3,009	3,548

Source: BofA Merrill Lynch Global Research, BIS, Bloomberg

Quelle: BofA Merrill Lynch; GEMs FI Strategy Viewpoint 30. Juli 2018

Dieses riesige Volumen täuscht allerdings etwas über das für Ausländer investierbare, wirklich liquide und relevante Anlagevolumen hinweg. Viele der oben aufgezählten Volumina sind Lokalmärkte in China und Indien, die für den ausländischen Investor nicht von Interesse sind.

Der liquide und für Ausländer zugängliche Rentenmarkt der Emerging Markets (EMD) machte Ende 2016 ein Gesamtvolumen von rund 6,4 Billionen USD aus.

Die Volumina sind ordentlich gewachsen, dies gilt insbesondere für Staatsanleihen (Sovereigns) und External „Non-Sovereigns“, also Unternehmensanleihen in Hartwährungen. Das starke Marktwachstum bedeutet auf der positiven Seite für einen potentiellen Investor ein größeres Universum und bessere Diversifikationsmöglichkeiten als in der Vergangenheit, impliziert allerdings auch, dass die Verschuldung vieler Emerging Markets von sehr niedriger Basis kommend stetig angestiegen ist (vgl. Abbildung 4).

Abbildung 4:
Der EM-Rentenmarkt mit Indexqualität

Emerging Markets growth trends

	Local Sovereign	External Sovereign	External Non-Sov	Local Non-Sov	Total	Local Sovereign	External Sovereign	External Non-Sov	Local Non-Sov	Total
2006	1,162,972	367,873	272,077	na	1,802,921					
2007	1,396,748	384,016	335,662	na	2,116,426	20.1%	4.4%	23.4%	na	17.4%
2008	1,501,166	370,353	340,504	na	2,212,024	7.5%	-3.6%	1.4%	na	4.5%
2009	1,765,846	418,946	414,585	na	2,599,377	17.6%	13.1%	21.8%	na	17.5%
2010	2,093,529	470,984	555,887	na	3,120,401	18.6%	12.4%	34.1%	na	20.0%
2011	2,381,859	506,806	669,878	na	3,558,543	13.8%	7.6%	20.5%	na	14.0%
2012	2,746,479	558,717	878,210	115,871	4,299,278	15.3%	10.2%	31.1%	na	20.8%
2013	3,071,324	592,784	1,086,115	136,143	4,886,366	11.8%	6.1%	23.7%	17.5%	13.7%
2014	3,361,384	588,624	1,236,422	176,634	5,363,064	9.4%	-0.7%	13.8%	29.7%	9.8%
2015	3,693,423	631,393	1,282,807	175,907	5,783,529	9.9%	7.3%	3.8%	-0.4%	7.8%
2016	4,186,006	756,812	1,326,920	152,231	6,421,969	13.3%	19.9%	3.4%	-13.5%	11.0%

Quelle: BofA Merrill Lynch; Bond Index Almanac 17. Januar 2017

Für den Anleger (aber auch für den Emittenten) in den Emerging Markets ist die Unterscheidung zwischen „External Debt“ und „Local Debt“ von zentraler Bedeutung.⁴ External Debt sind die Anleihen von Emittenten der Emerging Markets, die in Hartwährungen, also USD, EUR, GBP oder JPY emittiert wurden, also in Währungen, die aus Sicht des Emerging Market-Emittenten Fremdwährungen sind. Rund 80% dieser Anleihen notieren in USD, deshalb spricht man manchmal sogar direkt vom Dollarsegment der EM-Anleihen. Mit „Local Debt“ hingegen bezeichnet man die Anleihen eines Emerging Markets-Emittenten, die dieser in der eigenen Währung emittiert.

Finanziert sich beispielsweise Brasilien über eine Anleihe, die auf USD lautet, gehört diese zur Verschuldung in ausländischer Währung, zu „External (Sovereign) Debt“. Emittiert Brasilien eine Anleihe in der eigenen Währung, in Brasilianischem Real (BRL), so gehört die Anleihe zu „Local (Sovereign) Debt“. Diese Logik gilt nicht nur für Emittenten von Ländern, sondern auch für Unternehmen. Emittiert das Unternehmen „Petrobras“ mit Sitz in Brasilien eine Anleihe in USD, gehört diese zu „External (Non-Sovereign) Debt“, finanziert es sich in BRL, so gehört die Anleihe zu „Local (Non-Sovereign) Debt“.

Historisch gesehen waren seit den ersten Emissionen in den 1960er Jahren über Jahrzehnte die Märkte für External Debt bzw. „Emerging Market Hard Currency Bonds“, wie diese Anlageform auch genannt wird, die dominierende Assetklasse. Die meisten Schwellenländer waren wegen ihrer Unterentwicklung und Schwäche nicht in der Lage, Rentenpapiere in der eigenen Währung zu emittieren, sondern mussten auf Anleihen in Währungen der entwickelten Welt (aus Sicht der EM-Länder also Fremdwährungsanleihen) ausweichen.

Dies hat sich in den letzten zehn Jahren deutlich verschoben. Mehr als 45 Länder der Emerging Markets emittieren mittlerweile Anleihen, die in ihrer eigenen Lokalwährung denominated sind, auch wenn immer noch viel weniger Länder emissionsfähig sind als im Bereich Hartwährungen. Der „Local Sovereigns-Markt“ wächst

schon einige Zeit stärker als der traditionelle Hartwährungsmarkt für Staatsanleihen („External Sovereigns“). Ende 2016 war der liquide und indexrelevante Markt der Staatsanleihen in EM-Lokalwährungen mit 4,2 Billionen USD von der Marktkapitalisierung her fast sechsmal so groß wie der Staatsanleihenmarkt in Hartwährungen mit rund 750 Mrd. USD.

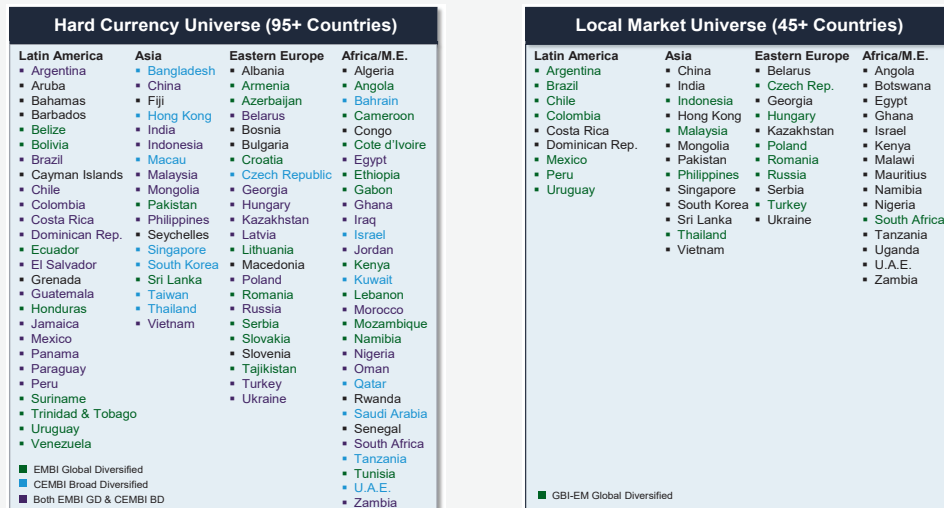
Etwas anders sieht der Markt für EM-Unternehmensanleihen aus.⁵ Es existiert zwar auch ein Markt für Unternehmensanleihen in Lokalwährungen, aber der ist sehr fragmentiert, kleinvolumig und für Ausländer oft nicht zugänglich. Daher dominieren im Bereich der EM-Unternehmensanleihen in den Indexbenchmarks für Corporate Bonds die Unternehmensanleihen in Hartwährungen („External Non-Sovereigns“), während der Unternehmensanleihenmarkt in EM-Lokalwährungen („Local Non-Sovereigns“) in den Indizes unterrepräsentiert ist.⁶

Übersicht über die Emerging Markets Debt Indexbenchmarks

Die meisten Indexanbieter offerieren eine Reihe von Indizes, die sich auf Emerging Markets-Anleihen beziehen („EMD-Indizes“). Dabei gilt generell, dass nicht alle EM-Länder, die Anleihen emittieren, in den gängigen Indizes Berücksichtigung finden. Die Indexanbieter treffen eine Vorauswahl im Sinne einer Konzentration auf die liquidesten Hauptländer und Währungen, um die Indizes nicht zu kompliziert und einigermaßen fungibel zu machen. Zudem werden Unternehmensanleihen und inflationsindexierte Anleihen in die „normalen“ EMD-Indizes (noch) nicht einbezogen, sondern bilden einen eigenen Index.

In der Praxis hat sich der Indexlieferant JPMorgan mit seinen diversen EM-Indexfamilien eindeutig durchgesetzt. Die EMD-Indizes von JPMorgan werden von fast allen Assetmanagern bei der Verwaltung von Emerging Markets Bonds-Mandaten als Benchmark verwendet. Diese Indizes umfassen einen großen Teil der Länder und Währungen des Anlageuniversums (vgl. Abbildung 5).⁷

Abbildung 5: Evolving Universe - Indices Do Not Capture Full Opportunity Set



Stand: 30 Juni 2018
Quelle: JP Morgan

Abbildung 6:
Charakteristika der gängigsten EMD-Indizes, Stand Ende Juni 2018

		Hard Currency Sovereign	Local Currency Sovereign	Hard Currency Corporates
Top Level Characteristics	Primary Index	JPM EMBI Global Div.	JPM GBI-EM Global Div.	JPM CEMBI Broad Div.
	Index Market Cap (bn) ¹	\$881	\$1,130	\$953
	Currency Denomination	USD	EM Currencies	USD
	# of Countries	67	18	51
	# of Issuers	152	18	644
	Duration (yrs)	6.66	5.07	4.59
	YTM	6.53%	6.59%	5.79%
	Spread (bps)	369	-	301
	Average Rating	BB+	BBB	BBB-
	Sector Allocation	Sovereign	78%	100%
Quasi-sovereign ²		22%	-	30%
Corporate		-	-	70%
Quality Allocation	Investment Grade	51%	79%	58%
	High Yield	49%	21%	42%
Return and Risk Characteristics	Annualized Return	8.1%	6.8%	6.8%
	Volatility	8.0%	11.7%	7.4%
	Sharpe Ratio	0.8	0.5	0.7
	Max Drawdown	(21.8%)	(29.3%)	(24.3%)
	Time to Recovery (mo.)	8	N/A	9
Correlations	US Equities	0.5	0.5	0.6
	Global Equities	0.6	0.6	0.7
	US Treasuries	0.1	0.0	(0.1)
	Global Gov't Bonds	0.4	0.5	0.2

¹ Market cap reflects the EMBI Global, GBI-EM Global and CEMBI Broad.
² JPM EMBI GD includes quasi-sovereign issuers that are 100% government owned entities while the JPM CEMBI BD includes quasi-sovereign issuers that are <100% government owned.
The return and risk characteristics presented represent the period from 31 December 2002 – 31 December 2017. Correlations are calculated using quarterly returns. This is not intended to represent the performance of any product or strategy managed by Lazard. The indices listed above are unmanaged and have no fees. It is not possible to invest directly in an index. Past performance is not a reliable indicator of future results.
Source: Lazard, JPMorgan.

Stand: 30 Juni 2018
Quelle: Lazard, Bloomberg

Dabei unterscheidet JPMorgan drei einzelne Indexgruppen. Es gibt einerseits die JPM GBI-EM Indexfamilie, die sechs verschiedene Indizes umfasst und sich auf die Lokalwährungen der EM bezieht. Davon zu unterscheiden ist die JPM EMBI Familie, die drei Indizes beinhaltet, die sich auf die Hartwährungen der EM beziehen. Schließlich bietet JPM die JPM CEMBI Indexfamilie an, welche vier Indizes umfasst, die sich speziell auf EM-Unternehmensanleihen (im Hartwährungsbereich) beziehen, die ja in den anderen EMD-Indizes nicht enthalten sind.

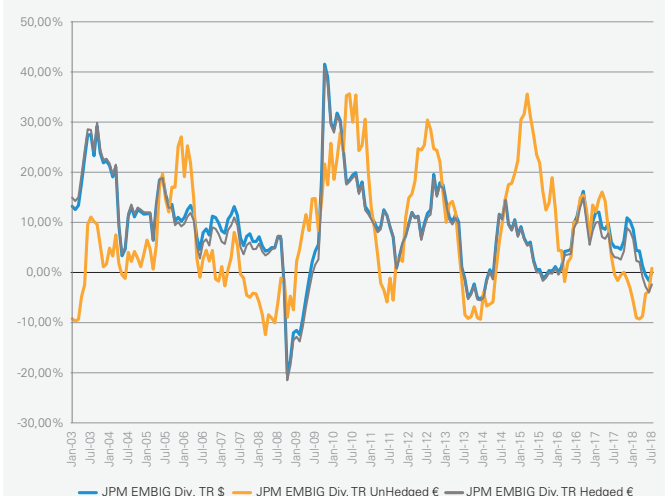
Die wichtigsten Repräsentanten der drei Indexfamilien sind die im Assetmanagement praktisch immer verwendeten, investierbaren „Diversified“-Indizes, also der JPM EMBI Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Hartwährungen, der JPM CEMBI Broad Diversified Index für Unternehmensanleihen in Hartwährungen und der JPM GBI-EM Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Lokalwährungen. Deren Charakteristika zeigt übersichtsartig die obige Tabelle (vgl. Abbildung 6).

Für den Investor aus Euroland von entscheidender Bedeutung ist die Tatsache, dass alle EMD-Indizes grundsätzlich auf Basis des USD berechnet werden. Vergibt ein Euroland-Anleger also ein Vermögensverwaltungsmandat, das sich an einer solchen EMD-Indexbenchmark ausrichtet, hat er zunächst ein offenes Währungsrisiko in dem Sinne, dass er den Schwankungen zwischen EUR und USD ausgesetzt ist. Will er dieses Risiko nicht offen lassen, muss er das Mandat entweder um eine Währungssicherung (USD/EUR) ergänzen oder als Benchmark für das Mandat von vorneherein auf in EUR gehedged Benchmarks zurückgreifen, die von JPM ebenfalls berechnet werden. Dann wird der mit dem Mandat beauftragte Manager USD/EUR regelmäßig absichern.

Die Entscheidung des Anlegers, bei der Vergabe von EMD-Mandaten das USD/EUR-Risiko zu hedgen oder offen zu lassen, ist keineswegs trivial. Während die USD-Performance der EMD-Benchmarks über die letzten zwölf Jahre weitgehend der Wertentwicklung der in EUR gehedged Indizes entsprochen hatte

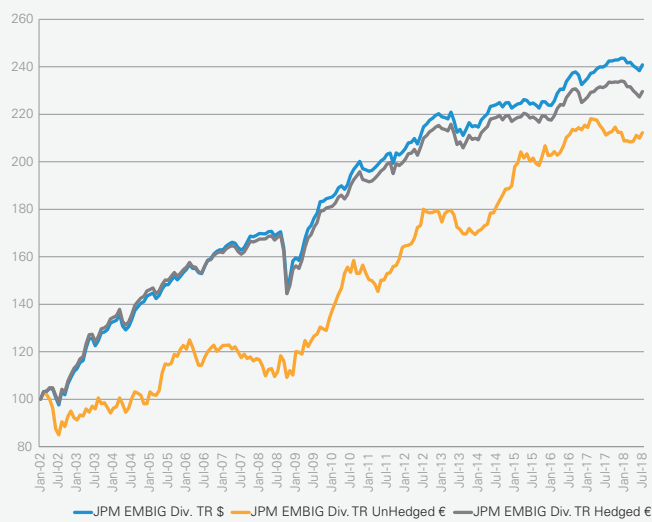
(kurzfristig kam es wegen der Hedgekosten zeitweise zu stärkeren Abweichungen der Indizes), hängt die Performance der in Euro umgerechneten ungehedged Indizes stark von der volatilen Wertentwicklung USD/EUR ab. In Zeitperioden starker Währungsturbulenzen wie beispielsweise in 2013 und 2017 (Eurostärke) oder 2018 (Euroschwäche) kann die USD/EUR Bewegung für die Wertentwicklung eines (nicht währungsgesicherten) EMD-Mandates genau so entscheidend sein wie die Performance der EMD-Märkte selber (vgl. Abbildung 7 und 8).

Abbildung 7:
JPM EMBI Global Diversified, ROLLIERENDER JAHRESERTRAG, in USD, in € und in € gehedged



Stand: 31. Juli 2018
Quelle: Bloomberg

Abbildung 8:
JPM EMBI Global Diversified TR-Index in USD, in € und in € gehedged



Stand: 31. Juli 2018
Quelle: Bloomberg

Von diesem USD-Risiko eines Euro-Anlegers, das aus der Notierung der Indexbenchmarks in USD herrührt, ist das eigentliche Währungsrisiko der EMD-Lokalwährungsinvestments zu unterscheiden.

Vergibt ein Euroland-Investor ein EM-Lokalwährungsmandat gemäß beispielsweise des JPM GBI-EM Global Diversified und entscheidet sich für den in Euro gehedgen Index als Benchmark, so bedeutet dies lediglich, dass das USD/EUR Risiko, das in der Ausgangsbenchmark enthalten ist, für den Euroinvestor gehedged wird. Das Lokalwährungsrisiko der beispielsweise im Index enthaltenen in BRL oder in RUB denominierten Anleihen gegenüber dem USD bleibt hiervon unberührt, weil der Anleger mit der Entscheidung für ein Investment in EM-Lokalwährungsanleihen sich ja gerade für die Lokalwährungen der Emerging Markets als Ertragstreiber entschieden hat.

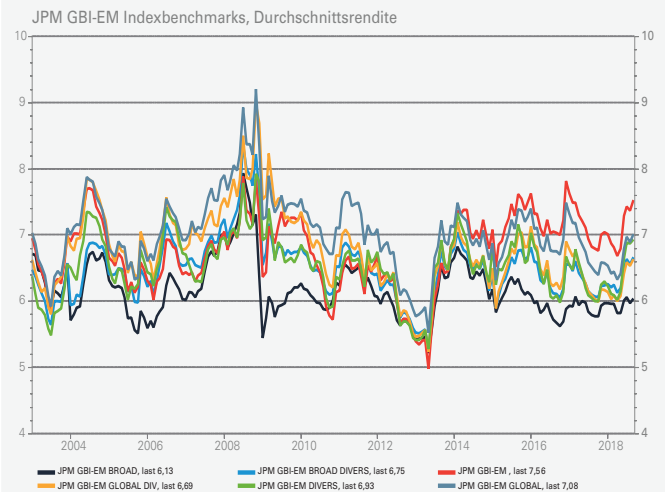
Da wir die JPM CEMBI Unternehmensanleihen-Indizes in einer anderen Publikation ausführlich darstellen werden, werden wir im Folgenden nur die JPM GBI-EM Indizes und die JPM EMBI Indexgruppe genauer betrachten.⁸

JPM GBI-EM Indizes für Lokalwährungsanleihen

Die JPM GBI-EM Indizes umfassen eine Familie von sechs Indizes, die seit Juni 2005 (zurückberechnet bis Dezember 2002) vorliegen und sich durch die Größe des Anlageuniversums, die Mindestvolumen und -liquidität sowie den Diversifikationsgrad voneinander unterscheiden.⁹ Das Anlageuniversum beschränkt sich auf Staatsanleihen in den Lokalwährungen der Emerging Markets mit Mindestliquidität und Mindestlaufzeit.

JPMorgan berechnet erstens den „JPM GBI-EM Broad“-Index, zweitens den „JPM GBI-EM Global“-Index sowie drittens den „JPM GBI-EM“-Index, wobei alle drei Indizes im Rahmen leichter Modifikationen auch in einer „Diversified“-Version zur Verfügung gestellt werden (vgl. Abbildung 9).

Abbildung 9:
Die JPM GBI-EM Indizes, Durchschnittsrenditen



Stand: 7. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die umfassendste Indexvariante mit den meisten Anleihen und den geringsten Qualitäts- und Liquiditätseinschränkungen ist die „GBI-EM Broad“-Ausführung der Indizes. Auf der anderen Seite des Spektrums steht die „GBI-EM“-Variante, die sich auf die größten, liquidesten und für Anleger besonders leicht zugänglichen Länder, Währungen und Anleihen konzentriert und die (beispielsweise als Benchmark für ETFs) am einfachsten nachbildbar („replicable“) ist. In der Mitte des Spektrums steht die „GBI-EM Global“ Version, die einen Mittelweg zwischen großem Universum und hoher Fungibilität zu gehen versucht und von JPM als der Index der investierbaren Anleihen bezeichnet wird.

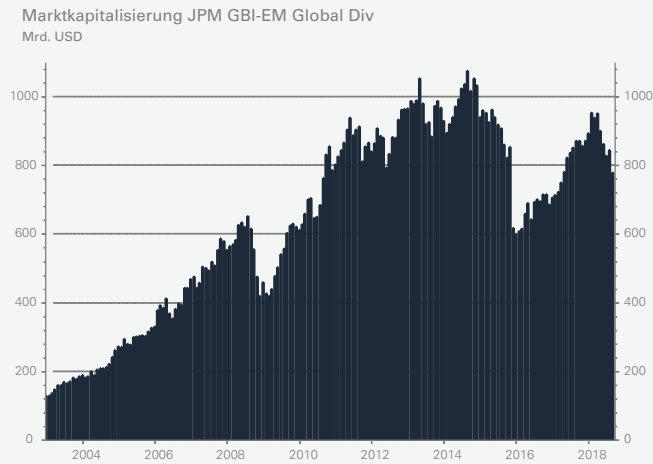
Die „Diversified“-Varianten unterscheiden sich von den Ausgangsvarianten dadurch, dass in ihnen durch eine ausgeklügelte Berechnungsmethodik die Länder- und Währungsgewichtungen der Grundvarianten in dem Sinne verändert werden, als dass die sehr hohe Gewichtung einzelner Länder und Währungen im marktkapitalisierungsgewichteten Ausgangsindex reduziert und auf eine gewisse Maximalgewichtung begrenzt wird. Kleineren Märkten wird im „Diversified“-Index eine größere Gewichtung gegeben, um eine ausgeglichenerere Länder- und Währungsdiversifikation des dem Index zugrundeliegenden Portfolios zu erreichen, auch wenn diese nicht unbedingt die wirkliche Marktgewichtung widerspiegelt.

Als Marktstandard im aktiven Management hat sich der JPM GBI-EM Global Diversified Index durchgesetzt. Deshalb gehen wir im Folgenden nur auf diese Indexbenchmark näher ein. Die Marktkapitalisierung dieses Indexes ist in den letzten Jahren bis auf die Zeit der Finanzmarktkrise und die Phase der EM-Währungsschwäche 2015/16 stetig gewachsen und hat im

Juli 2018 (umgerechnet) etwas mehr als 800 Mrd. USD (im JPM EBI-EM Global Index sind es 1,1 Billionen USD) erreicht (vgl. Abbildung 10).

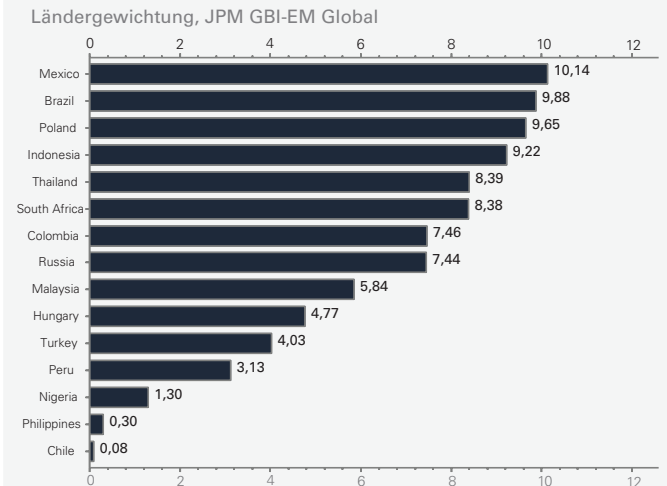
an die Marktentwicklung), während ihre Gewichtung gemäß Marktkapitalisierung im JPM GBI-EM Global wesentlich größer ist (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 10: Marktkapitalisierung des JPM GBI-EM Global Diversified



Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 12: Ländergewichtung im JPM GBI-EM Global Diversified

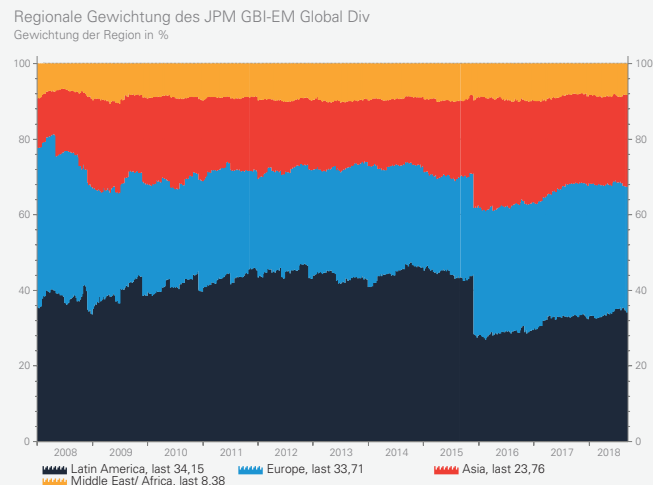


Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Von der Regionengewichtung her liegt der Schwerpunkt des Indexes mit 34 % in Latein-Amerika, gefolgt von 33 % in Europa, 24 % in Asien und 8 % im Mittleren Osten und Afrika (vgl. Abbildung 11).

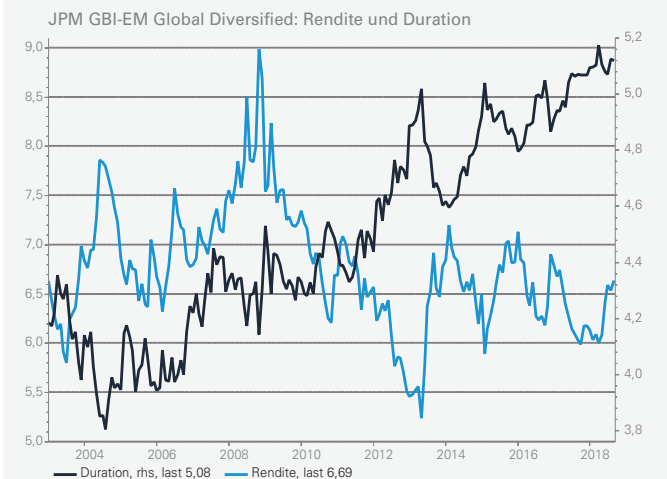
Die Entwicklung der Durchschnittsrendite dieses Indexes war in den letzten Jahren volatil und schwankte zwischen 5,22 % und 8,99 %, bot aber immer eine attraktive Mehrrendite zum US-Staatsanleihenmarkt, ganz zu schweigen von den Überrenditen im Vergleich zu den Staatsanleihen der Eurozone. Die Duration dieses Indexes lag stets deutlich unter der Duration von den Rentenindizes der entwickelten Welt. Allerdings ist die Duration in den letzten Jahren wegen des fallenden Zinsniveaus und der wachsenden Fähigkeit der EM-Länder, etwas längere Laufzeiten zu emittieren, allmählich etwas angestiegen auf zuletzt über fünf Jahre (vgl. Abbildung 13).

Abbildung 11: Regionale Gewichtung des JPM GBI-EM Global Diversified-Index



Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Abbildung 13: Rendite und Duration des JPM GBI-EM Global Diversified



Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die Zahl der Länder im JPM GBI-EM Global Diversified Index war im Juli 2018 relativ eng auf 18 Länder begrenzt, wobei einige große Länder wie Mexiko, Polen oder Brasilien angepasst und rechnerisch auf 10% begrenzt werden (regelmäßige Anpassung

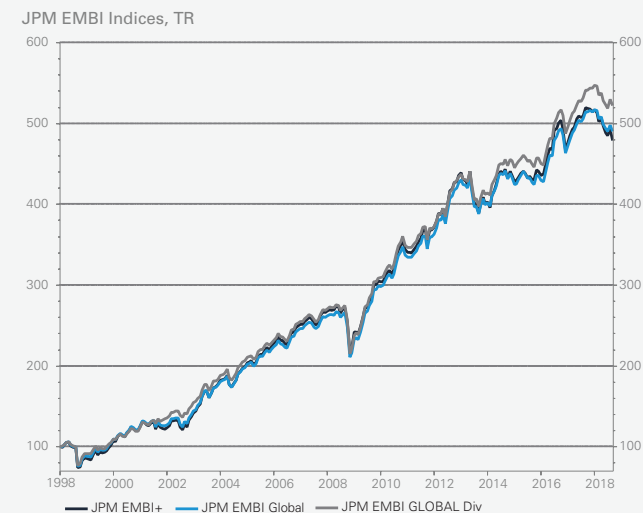
Im Unterschied zum Index der Hartwährungsanleihen ist der JPM GBI-EM Global Diversified fast vollständig ein Index mit Investmentqualitäts-Rating. Ende Juli 2018 betrug das Durchschnittsrating BBB und 79 % aller Anleihen hatten Investmentqualität. Der HY-Anteil im JPM GBI-EM Global Diversified liegt bei etwa 21 %, war aber historisch sogar schon wesentlich niedriger. Dabei ist zu beachten, dass gerade in den Emerging Markets das Länderrating in Lokalwährungen oft höher ist als in Fremdwährungen, weil Emissionen in Fremdwährungen für den Emittenten mit höheren Risiken verbunden sind (Translationsrisiko).

JPM EMBI Indizes für Hartwährungsanleihen

Die JPM EMBI Indexfamilie umfasst drei Indizes, die sich durch die Größe des Anlageuniversums, die Mindestvolumen und -liquidität sowie den Diversifikationsgrad voneinander unterscheiden.¹⁰ Das Anlageuniversum beschränkt sich auf Staatsanleihen („Sovereigns“ und „Quasi-Sovereigns“) in den Hartwährungen der Emerging Markets mit Mindestliquidität und Mindestlaufzeit.

JPMorgan berechnet erstens den „JPM EMBI+“ Index, zweitens den „JPM EMBI Global“ Index sowie drittens den „JPM EMBI Global Diversified“ Index (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 14:
JPM EMBI Indizes, TR



Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

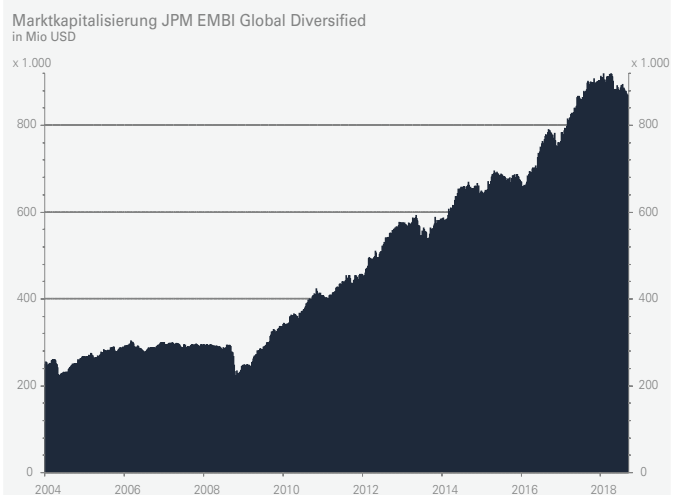
Der erste, im Juli 1995 eingeführte und bis Dezember 1993 rückberechnete EM-Hartwährungsindex von JPM war der JPM EMBI+ Index. Er wird wie alle EMBI-Indizes auf Basis der Marktkapitalisierung von Staatsanleihen gewichtet, ist aber der Teilindex mit den größten Liquiditätsanforderungen, so dass einige Märkte ausgeschlossen sind.

Der JPM EMBI Global-Index wurde im Juli 1999 eingeführt, aber ebenfalls bis Dezember 1993 zurückgerechnet. Er ist etwas umfassender, breiter und damit repräsentativer als der EMBI+ Index. Er enthält auch Quasi-Staatsanleihen und seine Ländergewichtung basiert auf der normalen Marktkapitalisierung ohne Gewichtungsbegrenzungen.

Dies unterscheidet ihn vom JPM EMBI Global Diversified-Index, der gleichzeitig mit der gleichen Rückrechnung eingeführt wurde, aber eine Begrenzung von Ländergewichtungen berücksichtigt, sodass die großen Märkte niedriger und die kleinen Märkte höher gewichtet sind als im JPM EMBI Global-Index.

Als Marktstandard im aktiven Management hat sich der JPM EMBI Global Diversified-Index durchgesetzt. Deshalb gehen wir im Folgenden nur auf diese Indexbenchmark näher ein. Die Marktkapitalisierung dieses Indexes ist in den letzten Jahren gewachsen und hat im Juli 2018 rund 880 Mrd. USD erreicht (vgl. Abbildung 15).

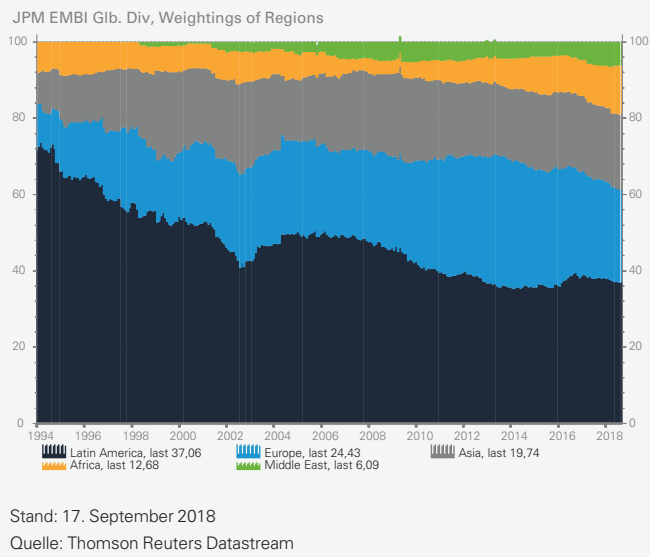
Abbildung 15:
Marktkapitalisierung des JPM EMBI Global Diversified



Stand: 17. September 2018
Quelle: Thomson Reuters Datastream

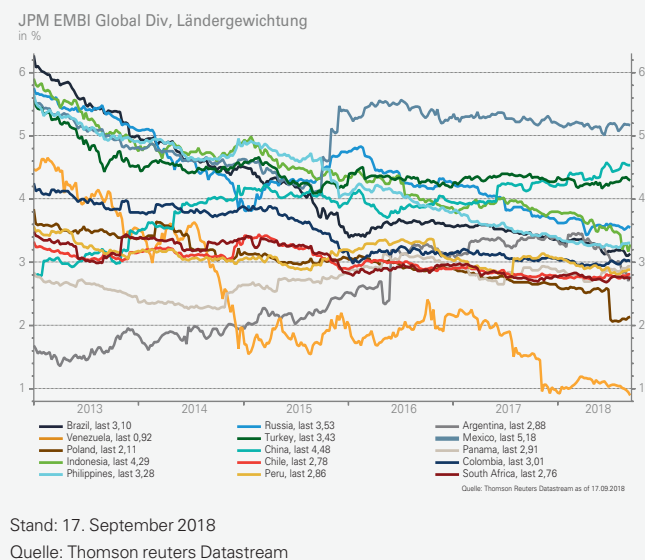
Von der Regionengewichtung her liegt der Schwerpunkt des Indexes mit 37 % in Lateinamerika, gefolgt von 24 % in Europa, 20 % in Asien, 13 % in Afrika und 6 % im Mittleren Osten (vgl. Abbildung 16).

Abbildung 16:
Regionale Gewichtung im JPM EMBI Global Diversified



Das Länder-Portfolio ist im JPM EMBI Global Diversified-Index viel breiter auf 67 Länder gestreut als in den Lokalwährungsindizes, wobei die Gewichtungen einiger großvolumiger Länder wie Mexiko, Brasilien, Türkei, Venezuela oder Russland rechnerisch zugunsten kleinerer Länder begrenzt werden (regelmäßige Anpassung an die Marktentwicklung), um eine bessere Diversifizierung des Indexportfolios zu erreichen (vgl. Abbildung 17).

Abbildung 17:
Gewichtung ausgewählter Länder im JPM EMBI Global Diversified-Index



Die Entwicklung der Durchschnittsrendite dieses Indexes war in den letzten Jahren viel volatil als im Lokalwährungsindex und schwankte zwischen 4,3 % und 12 %, bot aber durchgehend eine attraktive Mehrrendite zum US-Staatsanleihenmarkt oder den Renditen in der Eurozone. Die Duration dieses Indexes lag zwar

in der Vergangenheit meist deutlich unter der Duration von den Rentenindizes der entwickelten Welt, das hat sich zuletzt aber schrittweise geändert. Die Indexduration ist wegen des fallenden Zinsniveaus und der wachsenden Fähigkeit der EM-Länder, etwas längere Laufzeiten zu emittieren, von 2004 bis 2014 stetig angestiegen, bevor sie sich wegen des vom US-Markt ausgehenden Zinsanstiegs seit 2014 wieder etwas reduziert hat (vgl. Abbildung 18 und 19).

Abbildung 18:
Rendite und Duration des JPM EMBI Global Diversified

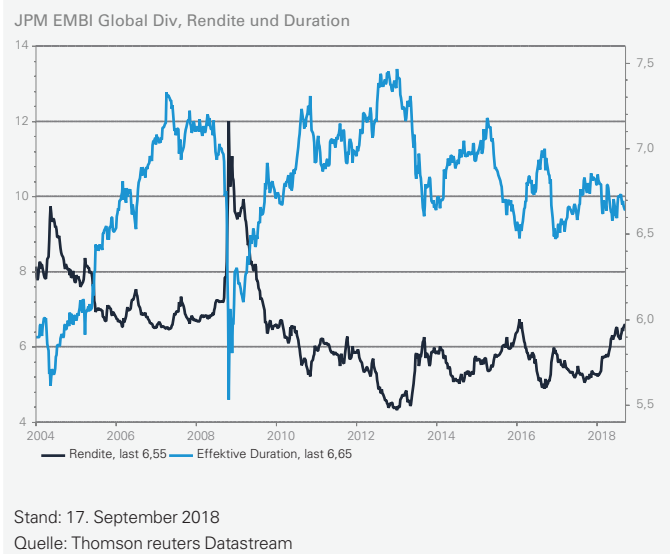
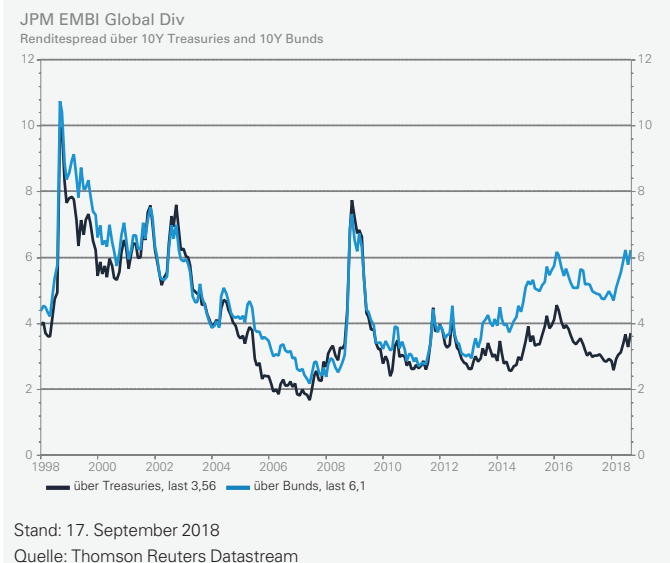


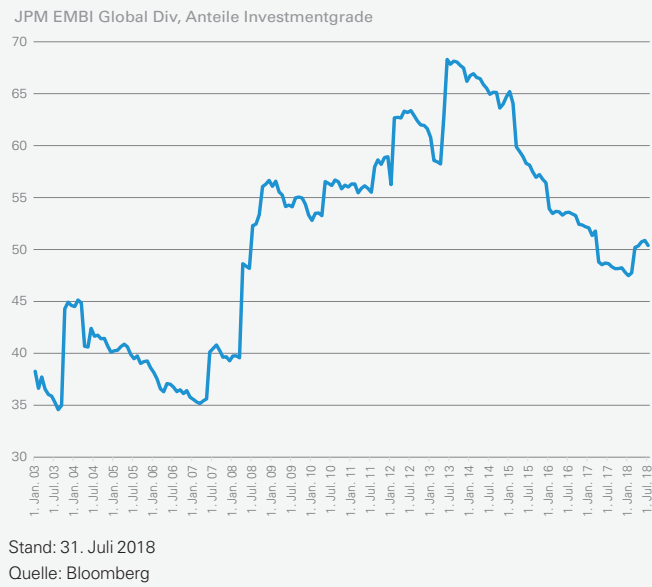
Abbildung 19:
Renditespread von JPM EMBI Global Div über Bunds und Treasuries



Erfreulich war sehr lange die Qualitätsentwicklung der im JPM GBI-EM Global Diversified-Index widergespiegelten Staatsanleihen. Die Ratingqualität hatte sich von 2007 bis 2013 durch die positive strukturelle Entwicklung der Emerging Markets stetig verbessert

und der Anteil der mit Investmentgrade versehenen Titel war von 35% in 2007 auf fast 70% in 2013 angestiegen. Dieser Trend hat sich allerdings im Zuge der geänderten Geldpolitik in den USA seit Mitte 2013 wieder stetig zurückgebildet. Dies liegt auch daran, dass einige große Länder wie Russland, Brasilien, Türkei und Südafrika ihr Investment-Grade Rating in den letzten Jahren wieder verloren haben. Heute sind rund 50 % aller Anleihen im JPM EMBI Global Diversified Investmentgrade und 50 % High Yield (vgl. Abbildung 20).

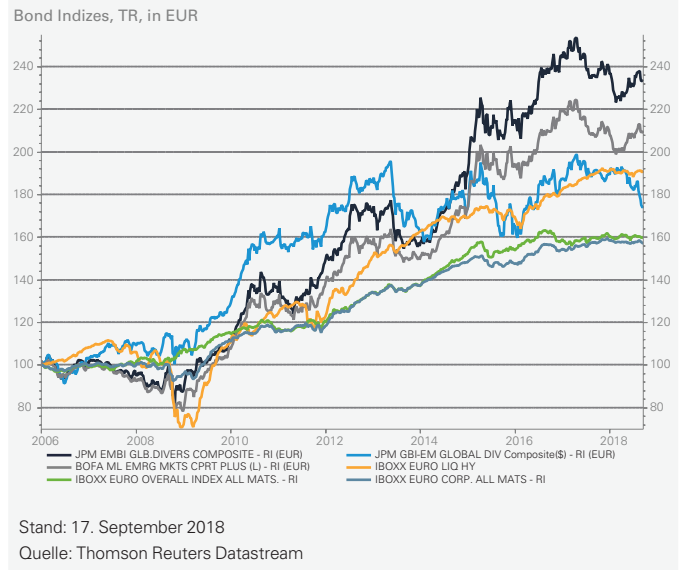
Abbildung 20:
Anteil der Investmentgrade-Emissionen am JPM EMBI Global Diversified



Zusammenfassung und Ausblick

Die Rentenmärkte der Emerging Markets sind über die vergangene Dekade in Folge des Niedrigzinsumfelds der Bondmärkte der entwickelten Welt als höherrentierliche Anlagealternative immer mehr ins Blickfeld der Euro-Anleger gekommen. Selbst in den Portfolios vieler konservativer Investoren spielen EM-Anleihen mittlerweile eine wichtige Rolle. Dabei haben sich die Anleger anfangs auf die Hartwährungsanleihen der EM kapriziert, zunehmend finden aber auch die Lokalwährungsanleihen der EM Eingang in die Portfolios. Die Wertentwicklung der Rentenmärkte der EM konnte sich in der letzten Dekade durchaus sehen lassen, was die Bedeutung für die strategische Asset Allocation unterstreicht (vgl. Abbildung 21).

Abbildung 21:
Wertentwicklung ausgewählter Assetklassen



In den letzten Jahren haben sich nicht nur die Anleger, sondern auch die Märkte selbst weiter entwickelt. Die Rentenmärkte der Emerging Markets sind stetig gewachsen und das Anlageuniversum ist breiter geworden. Immer mehr Länder, Währungen und Emittenten sind hinzugekommen, die Liquidität ist stetig gewachsen, die Diversifikationsmöglichkeiten der Anleger wurden ständig erweitert und die Qualität der Emittenten hat sich verbessert. Der Emerging Markets-Rentenmarkt ist für viele Investoren zu einer ganz normalen Assetklasse geworden.

Wenn ein Markt dieses Entwicklungsstadium erreicht hat, ist aber auch die Fülle der notwendigen Anlageentscheidungen für den Investor größer geworden.¹¹ Es genügt nicht einfach, sich für EMD als Kapitalanlage festzulegen, sondern es sind viele Details zu klären, wie genau man dies machen will.

Will man ein indexnahes Benchmark-Konzept umsetzen oder will man aktives Management gegenüber Indexbenchmarks mit einem höheren Tracking Error umsetzen? Sollen es nur Hartwährungen sein, will man auch in Lokalwährungen investieren, sollen Unternehmensanleihen eine Rolle spielen, ist möglicherweise ein „Blend“-Konzept, das in alle Anagemöglichkeiten investiert, die richtige Lösung?¹² Oder wird vielleicht eher eine TR-Strategie unabhängig von Indexbenchmarks bevorzugt, um die Risiken zu begrenzen?¹³ Wie geht man mit dem vielfältigen Währungsrisiko um? All diese Fragen sind wegen der großen Variabilität zwischen den Wertentwicklungen der einzelnen EMD-Segmente in den verschiedenen Zeiträumen von beträchtlicher Bedeutung (vgl. Abbildung 22).¹⁴

Abbildung 22:
Jahresperformance der EMD-Segmente

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hard Currency Sovereign	22.2%	11.6%	10.3%	9.9%	6.2%	(12.0%)	29.8%	12.3%	7.3%	17.4%	(5.3%)	7.4%	1.2%	10.2%	10.3%
Local Currency Sovereign	16.9%	23.0%	6.2%	15.2%	18.1%	(5.2%)	22.0%	15.7%	(1.7%)	16.8%	(9.0%)	(5.7%)	(14.9%)	9.9%	15.2%
Hard Currency Corporate	16.2%	10.3%	6.1%	6.5%	3.9%	(15.9%)	34.9%	13.1%	2.3%	14.9%	(0.6%)	4.9%	1.3%	9.7%	7.9%
Difference (Best – Worst)	6.0%	12.7%	4.2%	8.7%	14.2%	10.6%	12.9%	3.4%	9.1%	2.4%	8.4%	13.1%	16.2%	0.5%	7.3%

The performance quoted represents past performance. Past performance is not a reliable indicator of future results. For illustrative purposes only.
This is not intended to reflect the performance of any product or strategy managed by Lazard.
The indices listed above are unmanaged and have no fees. It is not possible to invest directly in an index.

Stand: 31. Dezember 2017

Quelle: Lazard, JP Morgan

Um den Markt besser zu verstehen, kann eine Analyse der in den letzten Jahren in großer Vielfalt entwickelten Indexbenchmarks weiterhelfen. Dabei hat sich JPMorgan als Marktführer von EM-Indexbenchmarks durchgesetzt. Die wichtigsten Repräsentanten der verschiedenen Märkte sind dabei der JPM EMBI Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Hartwährungen, der JPM CEMBI Broad Diversified Index für Unternehmensanleihen in Hartwährungen und der JPM GBI-EM Global Diversified Index für die Staatsanleihen in Lokalwährungen.

Historisch gesehen hatten Hartwährungsanlagen gemäß des JPM EMBI Global Diversified stets die größte Aufmerksamkeit. Sie hatten sehr lange eine überlegene Wertentwicklung, das Währungsrisiko ist durch den starken Fokus auf USD für den Euroland-Anleger leicht zu managen und das dem Index zugrundeliegende Portfolio ist mit 67 Ländern und 152 Emittenten sehr gut diversifiziert. Auf der anderen Seite ist der Index in den letzten Jahren immer effizienter geworden und kaum noch durch Neuemissionen gewachsen, so dass es für aktive Manager immer aufwändiger und herausfordernder geworden ist, den Index zu schlagen.

Seit einigen Jahren ist stärkste Marktwachstum in den Märkten zu verzeichnen, die durch den JPM CEMBI Broad Diversified Index für Unternehmensanleihen in Hartwährungen und den JPM GBI-EM Global Diversified Index für Staatsanleihen in Lokalwährungen abgebildet wird. Diese Märkte werden auf lange Sicht als die „eigentlichen“ Emerging Markets Rentenmärkte für Anleger und aktive Manager angesehen, in denen der Anleger noch mit Illiquiditäts- und Ineffizienzprämien belohnt wird.

Für Euroland-Anleger kommt dem Währungsmanagement eine wichtige Rolle zu. Alle EMD-Indizes notieren in der Basisform in USD, so dass der Anleger entscheiden muss, ob er das USD/EUR Exposure hedgen will oder offenlässt.

Verfasser: Werner Krämer

Tel: 069 / 50606-140

Literaturverzeichnis

- ¹ S. Lund et al: Rising Corporate Debt – Peril or Promise? McKinsey Global Institute, Discussion Paper, Juni 2018.
- ² P. Galdi: World Bond Market Growth Trends, Bank of America Merrill Lynch Bond Index Almanac, White Paper, Januar 2017.
- ³ J. Brauer: Size and structure of Global Emerging Markets tradable debt, Bank of America Merrill Lynch GEMs FI Strategy Viewpoint, 30. Juli 2018.
- ⁴ nn: Revisiting Emerging Market Debt, White Paper, Mercer, November 2015.
- ⁵ L. Alfaro et al: Lessons Unlearned) – Corporate Debt in Emerging Markets, White Paper, Harvard Business School, 2017-097.
- ⁶ P. Marsland: Emerging Market Debt, a blended approach, White Paper, Aberdeen AM, Februar 2017.
- ⁷ D. Simon et al: An Introduction to Lazard Asset Management's Emerging Markets Debt Strategies, Präsentation, Juli 2018.
- ⁸ W. Krämer: Emerging Markets Corporate Bonds, Lazard Asset Management, Hintergrund, August 2013; S. Bhattacharya: Making Sense of EMD, White Paper, JPMorgan, März 2015.
- ⁹ G. Kim / S. Pithavadian: GBI-EM, JPMorgan Global Index Research, White Paper, Februar 2015.
- ¹⁰ G. Kim: EMBI Global und EMBI Global Diversified, Rules and Methodology, JPMorgan Global Index Research, White Paper, Mai 2013; G. Kim et al: EMBI+, EMBI Global, EMBI Global Diversified, JPM Global Index Research, JPM Fixed Income Index Products Guides, Januar 2013.
- ¹¹ JPM: Digging Deeper, Emerging Market debt choices, J.P.Morgan Asset Management, White Paper, März 2012.
- ¹² M. Neidert: Emerging Market Debt – to Blend or Not to Blend?, bfinance Insight Paper, December 2017; nn: Strategic benchmarks within EMD, White Paper, Neuberger Berman, November 2014.
- ¹³ W. Krämer: Total Return-Konzepte mit Emerging Markets Debt, Lazard Asset Management, Hintergrund, Juli 2011.
- ¹⁴ nn: The Hitchhiker's Guide to the Investment Universe, Global Investment Strategy, BofA ML, Juni 2018.

Weitere Lazard Publikationen

Hintergrund August 2015

„Vom Charme aktiven Portfolio Managements“

Hintergrund März 2016

„Tracking Error und Active Share – Alles aktiv oder was?“

Standpunkt Mai 2016

„Negative Leitzinsen – Ursachen und Folgen?“

Hintergrund Juni 2016

„Wachstum und Assetpreise“

Hintergrund August 2016

„Das „magische“ Dreieck der Kapitalanlage – Revisited!“

Hintergrund September 2016

Liquidität – "Its a Gas !" (frei nach Pink Floyd)!

Hintergrund November 2016

„Globale Renten, Währungsmanagement und Indexbenchmarks“

Standpunkt März 2017

„Mehr Sicherheit in Zeiten extremer Unsicherheit – Die Globalisierung des (deutschen) Pfandbriefs“

Hintergrund Juni 2017

„Wandelanleihen – Aktienähnliche Investments mit deutlich geringerer Volatilität“

Hintergrund August 2017

„Factor Investing - Alter Wein, neu gekeltert, in hochmodernen Schläuchen“

Hintergrund September 2017

„Style-Investing, Factor Investing, Quality Investing – Eine babylonische Sprachverwirrung“

Standpunkt Dezember 2017

„Einige aktuelle Fragen zum Ausblick für die Emerging Markets“

Hintergrund April 2018

„Convertible Arbitrage-Strategien im Fondsmantel“

Standpunkt August 2018

„Skandinavische Anleihen - Die „ultimative“ Sicherheit“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardassetmanagement.com/wissen>

Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH
www.lazardassetmanagement.de

Neue Mainzer Straße 75
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29

Via Dell'Orso 2
I-Milan 20121
Tel.: +39 02 8699 8611

Lazard Asset Management
Schweiz AG
www.lazardassetmangement.com

Usterstrasse 9
CH-8001 Zürich
Tel. +41 43 888 64 80
Fax +41 43 888 64 89

7 Place de la Fusterie
CH-1204 Geneva
Tel +41 22 581 99 72

LAZARD
ASSET MANAGEMENT