

Schwellenländer sind gereift



Über die Entwicklungen und neue Anlagechancen in Emerging-Markets-Strategien diskutierten **Daniel Happ**, Leiter Investment Strategy Unit-Linked bei Zurich Gruppe Deutschland, **Dr. Oliver Pfeil**, Chief Investment Officer der EB-SIM, Evangelische Bank-Gruppe, **Peter Becker**, Investment Director Fixed Income bei Capital Group, **Dr. Volker Flögel**, Chief Investment Officer von Quoniam Asset Management, und **Jens Wildermuth**, CFA, Leiter Asset Management Emerging Markets und High Yield Bonds bei Helaba Invest. Die Diskussion moderierte **Dr. Guido Birkner**.

SPONSOREN





PETER BECKER
INVESTMENT DIRECTOR FIXED INCOME,
CAPITAL GROUP

Peter Becker mahnt bei Investments in gewissen Ländern gerade auf der Währungsseite zu Vorsicht, da der Stellenwert der Geopolitik für die Kapitalmärkte gewachsen ist. Er sieht, dass das geopolitische Risiko bei Investoren stärker in die Analyse von Bewertungen und die Risikoprämien einfließt.

„Das Segment
 Emerging-Markets-Unternehmensanleihen
 wird zusammen
 mit den Lokalwährungsanleihen weiter am
 stärksten
 wachsen.“

Meine Herren, wie definieren Sie die Asset-Klasse Emerging Markets? Wie grenzen Sie sie von Frontier Markets und Developed Markets ab?

Daniel Happ: Wir sind sehr indexorientiert, da wir im Fondspolice-Segment Investment-Strategien indirekt über Fonds in unsere Multi-Asset-Produkte implementieren. So ist in unserer Strategischen Asset Allocation der MSCI Emerging Markets Index als Standardindex hinterlegt. Deshalb ist die Frage der Definition für uns eher philosophischer Natur. Natürlich schauen wir bei der Analyse von Schwellenländern auf Kriterien wie Bruttonationaleinkommen und Marktzugang, doch wir orientieren uns primär an den wichtigsten Emerging-Markets-Indizes wie MSCI auf der Aktien- und JP Morgan auf der Rentenseite. Natürlich ist das für uns eine bequeme Haltung, doch wir stehen als Anbieter von Fondspolice auch in einem Wettbewerb und müssen wettbewerbsfähige Anlagelösungen anbieten. Deshalb helfen uns hier Indizes als Benchmarks. Das gilt nach meiner Einschätzung auch für die gesamte Branche im Wholesale- und Retail-Segment generell.

Oliver Pfeil: Natürlich setzen die genannten Indizes Standards, doch für eine eigene

Definition von Schwellenländern bietet der Weltwährungsfonds IMF Orientierung. Der IMF definiert rund 40 Industrieländer nach makroökonomischen Kennzahlen. Staaten, die nicht zu diesen 40 Industrieländern zählen, lassen sich unter Frontier oder Emerging Markets subsumieren.

Peter Becker: Ich halte den Begriff „Emerging Markets“ für irreführend, weil dieses Investment-Universum sehr heterogen ist, gerade auf der Bond-Seite. Über die Indizes hinaus sind Bewertungskriterien wie Liquidität zu berücksichtigen. Da differenzieren sich die einzelnen Märkte stark, wie auch das Beispiel Indien zeigt, das in diesem Jahr in die Lokalwährungsindizes aufgenommen wird. Indien war aufgrund der Zugangsbeschränkungen in der Vergangenheit schwer investierbar, aber solche Märkte öffnen sich jetzt immer mehr für internationale Investoren. Das zeigt, wie stark sich das Universum entwickelt. Auch außerhalb der Indizes bieten sich viele gute Investitionsmöglichkeiten, zum Beispiel im Early-Stage-Segment.

Volker Flögel: Die SAA von institutionellen Investoren ist häufig von durch Index-Provider definierten Länderuniversen getrieben, die jeweils den Markt vorgeben. Gleichzeitig existiert immer auch eine

Grauzone. Südkorea ist für die Emerging Markets ein gutes Beispiel. Vom Entwicklungsstand her ist Südkorea kein Schwellenland mehr, aber die Investitionsmöglichkeiten für Anleger aus dem Ausland sind regulatorisch beschnitten. Sie müssen zum Beispiel bis dato ein spezielles Konto eröffnen, und auch der Währungsmarkt war nicht vollständig liberalisiert – diese Regeln sollen allerdings bald fallen. Die Indexbetreiber bewerten einen solchen Markt unterschiedlich. Für FTSE ist Südkorea kein Schwellenland, der Aktienmarkt ist sehr technologielastig, beispielsweise mit Samsung als globalem Unternehmen. Dadurch ist der EM-Index bei FTSE auch auf Sektorebene anders zusammengesetzt als bei MSCI. Entsprechend ist eine Indexwahl bei FTSE auch eine Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Sektorgewichtung.

Peter Becker: Natürlich nutzen auch wir die einschlägigen Indizes seit vielen Jahren, greifen aber auch auf Off-Benchmarks zur Diversifizierung zurück.

Herr Happ, wie groß ist das Emerging-Markets-Exposure der Zurich?

Daniel Happ: Ich spreche nur für das rund 18 Milliarden Euro starke Unit-Linked-

Portfolio der Zurich Gruppe Deutschland. Dort sind wir in den Multi-Asset-Portfolios mit rund 8 Prozent in Emerging Markets investiert, sind aber insgesamt sehr restriktionsfrei unterwegs und können auch deutlich höhere Allokationsquoten fahren. Solche Phasen hat es in der Vergangenheit immer wieder gegeben. Innerhalb der Schwellenländer sind wir grundsätzlich zu einem überwiegenden Anteil in Aktien allokiert. Dies resultiert aus der hohen Präferenz unserer Kunden für Fondspolice mit hohen Aktienquoten, was in Anbetracht der langen Anlagehorizonte ja auch durchaus Sinn macht. Insbesondere während der Niedrigzinsphase haben wir in den Multi-Asset-Portfolios auf der Jagd nach Rendite auch verstärkt Emerging Market Debt neben Aktien eingesetzt, um vor allem in defensiveren, rentenlastigeren Portfolios einen positiven Total Return für unsere Kunden zu erzielen. Grundsätzlich kommen dabei alle Subanlageklassen in Frage, von Staats- bis Unternehmensanleihen in lokaler oder harter Währung.

Wie wirken sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen auf Ihr Emerging Markets Exposure aus?

Daniel Happ: Für Schwellenländer sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen

„Ich wünsche mir bei Investoren mehr Vertrauen in die Wertstabilität von Aktien, Fonds und Bonds aus Emerging Markets, wenn es mal zu regionalen Krisen und Konflikten kommt.“

schon länger herausfordernd. Auch in diesem Jahr erleben die Schwellenländer den perfekten Sturm angesichts der historisch intensiven Zinserhöhungszyklen sowie des mittlerweile hohen Zinsniveaus in den Developed Markets. Auch der starke Dollar infolge der deutlichen Outperformance von US-amerikanischen Assets insgesamt belastet die Emerging Markets. Zudem fällt ein schwaches China mit einem 30-prozentigen Anteil in den entsprechenden Indizes stark ins Gewicht. Dieser perfekte Sturm erklärt die bescheidene Wertentwicklung von Emerging Markets Anlagen und reiht sich ein in eine verlorene Dekade, zumindest auf MSCI-EM-Index-Ebene.

Peter Becker: Tatsächlich waren die beiden vergangenen Jahre hart für Emerging Markets. Trotzdem ist diese Asset-Klasse auf der Bond-Seite – und hier insbesondere die Local-Currency-Seite – relativ gut durch die schwierige Marktphase der letzten beiden Jahre gekommen. Natürlich gab und gibt es auch fragilere Länder, die größere Schwierigkeiten mit den höheren Zinsen und dem starken Dollar haben und restrukturieren mussten. Aber im Vergleich zu den Staats- und Unternehmensanleihen in den entwickelten Ländern, die in der Zinserhöhungsphase ein katastrophales Jahr

erlebten, waren die lokalen Währungsanleihen der Schwellenländer noch relativ stabil. Das zeigt, dass wenigstens einige Schwellenländer inzwischen so gereift sind, dass sich diese Asset-Klasse ein Stück weit vom globalen Umfeld abheben kann. Die Zentralbanken in vielen Schwellenländern haben einen viel besseren Job gemacht als die Fed oder die EZB. Beispielsweise haben die Zentralbanken in Brasilien, Mexiko und Chile die Zinsen schon in 2021 aggressiv angehoben, teilweise auf fast 14 Prozent. Durch den frühen Zinserhöhungszyklus waren sie auch schneller am Ende dieses Zyklus, denn Chile und Brasilien haben die Zinsen bereits gesenkt. Mexiko wird folgen. Ähnliches sehen wir in manchen osteuropäischen Ländern. Dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken wiederhergestellt wird, ist aus unserer Sicht eine gute Entwicklung für die Asset-Klasse Emerging Markets. Zudem sind viele der Schwellenländer-Volkswirtschaften durch die harschen Zinserhöhungen nicht in eine tiefe Rezession hineingerutscht.

Oliver Pfeil: In manchen Schwellenländern haben wir tatsächlich diese positiven Beispiele. In anderen Ländern sehen wir genau das Gegenteil. So hat die türkische Zentralbank die Inflation aus politischen



JENS WILDERMUTH **CFA, LEITER ASSET MANAGEMENT** **EMERGING MARKETS UND HIGH YIELD** **BONDS, HELABA INVEST**

Jens Wildermuth plädiert dafür, dass sich die Investment Community stärker um das Vertrauen von Investoren auch in Krisen bemühen sollte. Da der Zinsanstieg risikoloses Fixed Income zurückgebracht hat, sollten Investoren davon überzeugt werden, dass Emerging Markets weiterhin attraktiv sind.

Gründen zunächst selbst befeuert und muss nun hinterher den Scherbenhaufen zusammenkehren.

Peter Becker: Daran zeigt sich, dass viele der Problemfälle hausgemacht sind und nicht kennzeichnend für die globalen Märkte sind.

Oliver Pfeil: Gleichzeitig sehen wir in den Emerging-Markets-Indizes, wie das kriselnde Schwergewicht China die Indizes seit Jahren negativ beeinflusst. Auch aus diesem Grund gibt es immer wieder neue Aufspaltungen der Indizes wie EM ex China oder Asia ex China, weil das Problem für China noch lange nicht gelöst ist.

Daniel Happ: Ich möchte Herrn Becker zustimmen, dass viele Emerging Markets in den letzten Jahren eine sehr solide Geldpolitik betrieben haben. Damit haben sich diese Märkte eine gute Ausgangsposition für die künftige Entwicklung geschaffen.

Welchen Einfluss haben geopolitische Spannungen auf die Asset-Klasse Emerging Markets?

Jens Wildermuth: Für Hard Currency Debt ist aktuell der Israelkrieg eine relevante Größe. Israel selbst ist bei uns nicht in der Benchmark, aber für Staaten aus der Region waren die Auswirkungen relativ moderat. Wir haben eine Ausweitung der Risikoprämie im Schnitt von 10 bis 30 Basispunkten gesehen. Hinzu kommt, dass viele Staaten im Mittleren Osten wie Saudi-Arabien, Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate auf der Bonitätsseite sehr gut aufgestellt sind. Ich glaube, dass viele Investoren einfach die Möglichkeit eines Krieges in der Region lange ausgeblendet haben. Der Kriegsausbruch hat kurzfristig zu einer Ausweitung der Risikoprämien geführt, doch die sind jetzt wieder auf das vorherige Niveau zurückgegangen. Solange der Krieg regional begrenzt ist, ist der Effekt auf die Emerging Markets in der Region überschaubar. Eine andere Situation hätten wir bei einem möglichen Angriff von China auf Taiwan. Dann würde der Kapitalmarkt insgesamt extrem unter Druck geraten. Natürlich hat der russische Angriff auf die Ukraine die Region Mittel- und Osteuropa auch unter Druck gesetzt. Die Risikoprämien der Anrainerstaaten haben sich stark erhöht. Tatsächlich stehen viele dieser Staaten aber gut da, auch weil sie Zugriff auf EU-Gelder haben. Wir sehen grundsätzlich weiter eine gute Opportunität, in diesen Märkten investiert zu sein. Mit Staaten wie Mazedonien, Bulgarien und Rumänien lassen sich heute 50 bis 150 Basispunkte mehr Risikoprämie verdienen als vor dem Ukrainekrieg. Ferner steht Bulgarien im Jahr 2025 vor der Einführung des Euros. Zudem erhöht der Ukrainekrieg den Druck auf die EU, Westbalkanstaaten aufzunehmen. Daraus ergeben

DANIEL HAPP
LEITER INVESTMENT STRATEGY
UNIT-LINKED, ZURICH GRUPPE
DEUTSCHLAND

Daniel Happ bewertet den makroökonomischen Rahmen für Schwellenländer als herausfordernd. Im vergangenen Jahr erlebten die Schwellenländer den perfekten Sturm angesichts der historisch intensiven Zinserhöhungszyklen sowie des mittlerweile hohen Zinsniveaus.



sich für Investoren Opportunitäten, die sie wahrnehmen sollten.

Volker Flögel: Das Sentiment für manche Emerging Markets ist in den vergangenen Jahren negativ geworden. Die Makrosituation in China als Indexschwergewicht hat dabei einen großen Einfluss. Dazu kamen die unterbrochenen Lieferketten während des Corona-Lockdowns, der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine und die angespannte Lage zwischen China und Taiwan. Das alles hat schon zu Enttäuschungen geführt, gerade im Hinblick auf China. Dort sind die Unternehmensgewinne in den zurückliegenden fünf Jahren nicht gewachsen. Auch beim GDP ist China von den Zahlen früherer Jahre weit entfernt. Doch die Lage stabilisiert sich jetzt, und Emerging Markets weisen immer noch ein GDP-Wachstum auf, das über den Vergleichswerten vieler entwickelter Märkte liegt. Auch die Gewinne der Unternehmen scheinen jetzt wieder deutlich zuzulegen. Zudem sind die Bewertungs-Multiples von Emerging Markets deutlich zurückgegangen, so dass sie derzeit wieder äußerst attraktiv bewertet sind.

Daniel Happ: Ich bin immer wieder überrascht, wie wenig geopolitische Eskalationen den Kapitalmarkt negativ beeinflus-

sen. Solche Krisen zeigen seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs immer ähnliche Verläufe. Zunächst zeigt sich eine schnelle Überreaktion der Kapitalmarktteilnehmer nach unten, doch nach durchschnittlich sechs Wochen ist das Vorkrisenniveau und nach drei Monaten sind bereits ordentliche Wertzuwächse erreicht. Regionale Krisen und Konflikte wirken sich also auf Sicht nur kurzzeitig auf ein globales Makroportfolio aus. Langfristig haben aber dann – häufig aus der Geopolitik resultierende – strukturelle Entwicklungen wie ein gewisser Rückgang der Globalisierung eine stärkere Wirkung auf Makro und Märkte. Ein gutes aktuelles Beispiel ist Mexiko, welches von umfangreichen Verlagerungen von Produktionsstandorten im Rahmen des „Friendshoring“ durch die USA profitiert.

Volker Flögel: Wir sehen auch, dass der Handel parallel zur globalen Wirtschaftsleistung nicht mehr ansteigt. Die Globalisierung stagniert seit einigen Jahren. Das verursacht auch geringere Wachstumserwartungen für Emerging Markets. Tatsächlich steigt aber der Wohlstand in diesen Ländern durchaus an, es gibt eine lokale Nachfrage in diesen Regionen. Dementsprechend werden Schwellenländer unabhängiger von Globalisierungstrends.

Jens Wildermuth: Laut dem IWF sollen Emerging Markets im Jahr 2024 rund 4 Prozent wachsen, die Developed Markets dagegen nur um 1,5 Prozent. Die Wachstumsdifferenz bleibt also hoch. Die Emerging Markets steuern nach Kaufkraftparität fast 60 Prozent zum globalen GDP bei. Ich wünsche mir bei Investoren mehr Vertrauen in die Wertstabilität von Aktien, Fonds und Bonds aus Emerging Markets, wenn es mal zu regionalen Krisen und Konflikten kommt. Auch die Asset Manager, die schon bewiesen haben, dass sie mit Fonds ein positives Alpha über die Jahre erwirtschaften können, sind auf das Vertrauen ihrer Kunden angewiesen. Doch manche Investoren reagieren bei vorübergehenden regionalen Krisen panisch, obwohl sie sich vorher dazu entschlossen haben, dem Manager ihr Kapital anzuvertrauen. Wir als Investment Community sollten stärker daran arbeiten, dass das Vertrauen von Investoren auch in Krisen nicht verloren geht. Unsere Firma hat die Assets im EM-Hard-Currency-Bereich in den zurückliegenden 15 Jahren massiv gesteigert. Heute haben wir 2 Milliarden Euro Assets under Management für Emerging Markets – sowohl Corporates als auch Staaten. Zehn Jahre lang liefen unsere Investments sehr gut und lagen vor

der Benchmark. Wir hatten nur ein Jahr mit einem negativen Alpha nach Kosten. Ansonsten hieß die Devise immer „Hunt for yield“. Um die Extrarendite zu verdienen, war Emerging Markets Hard Currency neben Aktien lange einer der Places to be. Der Zinsanstieg hat risikoloses Fixed Income wieder zurückgebracht, und wir müssen derzeit Investoren davon überzeugen, dass Emerging Markets weiterhin attraktiv sind. Für das Jahr 2023 können wir insgesamt knapp 9 Prozent Performance vorweisen. 2024 sind bis zu 7 Prozent möglich bei einem Roll-down bei Zinsen und Spreads und einer Volatilität von 6 Prozent. Dennoch ist es derzeit schwer, Kunden von Emerging Markets zu überzeugen.

Peter Becker: Diese Beobachtungen machen wir auch. Das Interesse der Investoren an Emerging Markets kam in den zurückliegenden zehn bis zwölf Jahren immer wieder in Wellen, stieg in diesem Zeitraum aber trotzdem kontinuierlich an. Natürlich gab es auch Enttäuschungen, etwa bei Emerging Markets Local Currency Bonds nach der globalen Finanzkrise 2009 und dann insbesondere nach dem sogenannten Taper Tantrum in 2013, als der Dollar jahrelang stark war. Damals sind Investoren auch aus der Asset-Klasse ausgestiegen. Das Inte-

„Viele Emerging Markets haben in den letzten Jahren eine sehr solide Geldpolitik betrieben und sich eine gute Ausgangsposition für die künftige Entwicklung geschaffen.“



resse unserer Kunden an Local Currency kommt jetzt langsam wieder zurück. Aufgrund der Korrelation zu anderen Asset-Klassen ist es ein gutes Instrument, um ein Portfolio weiter zu diversifizieren. Investoren sollten antizyklisch anlegen, also nicht in einer Krise aus den Assets rausgehen.

Volker Flögel: Emerging Markets weisen eine Kluft zwischen dem genannten hohen Anteil am globalen GDP und einer Marktkapitalisierung von lediglich 10 Prozent auf. Investoren, die am globalen Wachstum partizipieren möchten, kommen an den Emerging Markets nicht vorbei – zumal wir in den vergangenen Jahren schon eine Risikokopplung von den Developed Markets beobachtet haben. So waren die Banken in den Emerging Markets im positiven Bereich, als in den USA die jüngste Bankenkrise startete. Jenseits von globalen Playern wie Samsung finden sich in den Emerging-Markets-Indizes attraktive Unternehmen, die ein Exposure auf lokales Wachstum haben und unter Risikoaspekten besser dastehen als manches vergleichbare Unternehmen aus

den Developed Markets. Dennoch sind die Emerging Markets immer noch stark unterrepräsentiert in institutionellen Portfolios. In den vergangenen Jahren hatten viele Investoren auf Diversifikation durch Mischung von Aktien und Anleihen in den entwickelten Ländern gesetzt. Aufgrund von Verlusten in beiden Asset-Klassen im Jahr 2022 fehlte dann das Risikobudget, um in Emerging Markets zu allokalieren.

Jens Wildermuth: Positiv für die Zukunft ist der Zinspuffer, der jetzt wieder vorhanden ist. Ich hoffe, dass Treasury- und Bundesrenditen für Investoren wieder der sichere Hafen sein werden, um Korrekturen bei Aktien im Portfolio auszugleichen. Wir sollten dann wieder die negative Korrelation zwischen Zinsen und Risikoprämien sehen.

Oliver Pfeil: Nach vorne schauend, sehen wir einen sinkenden Dollar, eine abnehmende Inflation und wieder sinkende Zinsen. Ein solches Umfeld ist tendenziell für Emerging Markets förderlich. In den vergangenen Jahren haben eigentlich alle Aktien schwach performt, wenn sie nicht aus den

zeiten liquide sind. Sie hängen weniger von internationalem Kapital ab als noch vor einigen Jahren. Die finanzielle Infrastruktur im eigenen Land mit Pensionsfonds und anderen Einrichtungen verleiht diesen Märkten Stabilität. Die liquiden Lokalmärkte haben heute nicht mehr das Kreditrisiko, das sie in der Vergangenheit mit sich getragen haben. Natürlich fallen einzelne Märkte immer mal ab, in diesem Jahr zum Beispiel Argentinien und die Türkei mit ihren hohen Inflationen. Daran zeigt sich, dass Emerging Markets ein klassisches Investment-Universum für aktives Management ist. Dennoch ist der breite Markt nicht mehr so anfällig für Krisen, die sich auf Aktienmärkte konzentrieren.

Welchen Grad an Transparenz erwarten Ihre Investoren von Ihnen bei den Unternehmen in Fonds?

Oliver Pfeil: Bei der Transparenz sind wir bei Schwellenmärkten in der Breite sicher noch nicht auf dem Niveau von Developed Markets. Das betrifft die Rechnungslegung, aber auch die Nachhaltigkeitsberichterstattung.

Jens Wildermuth: China ist an dieser Stelle sicher ein Problem, beispielsweise bei der Transparenz von Immobilienwerten in den Bilanzen. In anderen Märkten ist die Situation deutlich besser, etwa in Südkorea.

Daniel Happ: Genau in Märkten wie China könnte daher in 2024 die Stunde des aktiven Managers schlagen.

Volker Flögel: Tatsächlich sind aktive Manager in Emerging Markets erfolgreicher als in den entwickelten Märkten, auch wenn der Grad der Homogenität in der Berichterstattung der Unternehmen niedriger ist. Emerging Markets sind ineffizienter, was einem aktiven Manager neue Chancen eröffnet, eine Überrendite zu erzielen. Wir als quantitativer Manager haben mit rund 3.000 Unternehmen ein großes Universum, in das wir tatsächlich investieren können. Auch wenn die Datenlage nicht überall optimal ist, funktioniert unser strukturierter, datengetriebener Anlageprozess auf der

USA und dem Tech-Bereich kamen. Auch Developed Europa hat an Allokationen eingebüßt, weil hier weniger zukunftsträchtige Industrien angesiedelt sind. Dagegen steht der US-Markt aktuell in voller Blüte. Wie lange diese Blüte andauert, weiß im Augenblick niemand zu sagen.

Haben Emerging Markets einen nachhaltigen Reifeprozess durchlaufen?

Jens Wildermuth: Auf jeden Fall! Die Unabhängigkeit der Zentralbanken wird in vielen Emerging Markets heute viel besser gehandhabt als in der Vergangenheit und damit auch das Thema Inflation Targeting. Die großen Emerging-Markets-Länder haben zudem erhebliche Bestände an Hard Currency Reserves für Notfälle und für das Bedienen von Schulden aufgebaut. Diese sehr positive Entwicklung fand seit der Russland-Asien-Krise 1998 statt.

Peter Becker: Ein solcher Reifeprozess dauert jahrzehntelang, aber mehrere dieser Märkte sind schon sehr reif in dem Sinn, dass die Zinsstrukturkurven über alle Lauf-

VOLKER FLÖGEL
CHIEF INVESTMENT OFFICER, QUONIAM
ASSET MANAGEMENT

Volker Flögel sieht bei Emerging Markets eine Kluft zwischen einem 40-prozentigen Anteil am globalen GDP und einer Marktkapitalisierung von lediglich 10 Prozent. Investoren, die am globalen Wachstum partizipieren möchten, kommen nach seiner Ansicht an den Emerging Markets nicht vorbei.



Basis eines aktiven Managements in den Emerging Markets mit ihren Ineffizienzen besser als in den Developed Markets. Obgleich wir bei einzelnen Emittenten nicht ganz so in die Tiefe gehen wie ein fundamentaler Analyst, sind wir dank unserer Prognosegüte und unserer Coverage, also der Vielzahl der Analysen in einem Investment-Universum, sehr erfolgreich.

Wie hoch ist die Qualität der Daten von Providern zu Emerging Markets?

Volker Flögel: Die Coverage hat deutlich zugenommen. Allerdings sind die Accounting-Standards in Emerging Markets noch nicht ganz so hoch wie in den Developed Markets. Also muss ich mir vorher genau überlegen, in welche Subgruppen ich mein Anlageuniversum strukturieren möchte. Solche Unterschiede sieht man aber auch in den Developed Markets. Zugleich setzen sich immer mehr Unternehmen CO₂-Reduktionsziele. Es ist noch ein langer Weg bei der Reduktion von Emissionen, aber die Daten zu Emerging Markets sind in der Regel nicht von schlechter Qualität.

Daniel Happ: Nach unserer Erfahrung ist die Datenqualität der großen Datenanbieter insgesamt besser als ihr Ruf. Gerade bei den liquideren Anlageklassen und Unter-

nehmen mit einer höheren Marktkapitalisierung ist die Datenlage recht gut. Dazu arbeiten die Datenanbieter kontinuierlich an einer Verbesserung der Datenqualität. Diese Entwicklung begleiten wir eng und stehen dazu in regelmäßigem Austausch mit den großen ESG-Datenanbietern. Zudem arbeiten wir hier auch eng mit unseren Asset Managern zusammen, die teilweise selbst proprietär nachhaltigkeitsbezogene Daten erheben und auch in der Regel im direkten Kontakt mit den investierten Unternehmen stehen – Stichwort Engagement. Unabhängig davon ist die laufende ESG-Überwachung festes Element unseres Investment-Prozesses. Dafür nutzen wir einen Multi-Vendor-Ansatz, kombinieren also die Daten mehrerer führender ESG-Datenanbieter. Gibt es dabei Auffälligkeiten, und das kommt hin und wieder vor, gehen wir sofort in den Austausch mit den jeweiligen Asset Managern. Gibt es keine Klärung, wird der Fonds deallokiert.

Oliver Pfeil: Wir von der EB-SIM stehen häufiger im Dialog mit unseren Datenanbietern. Für uns ist es zentral, gerade die richtigen Daten für Nachhaltigkeit zu bekommen. Tatsächlich müssen wir bei Daten zu Emerging Markets öfter mit den Anbietern sprechen, als wenn es um Daten zu Developed Markets geht. Wir drängen

darauf, dass sich die Datenqualität an dieser Stelle verbessert, sind aber in dieser Frage noch nicht an der Stelle, an der wir sein wollen. Aber stetes Nachfragen holt auch den Stein, und mit vereinten Kräften werden wir auch die Datenqualität zu Emerging Markets verbessern.

Wie entwickelt sich die Emissionstätigkeit bei Staats- und Unternehmensanleihen aus Emerging Markets?

Jens Wildermuth: Hier gibt es das lange und das kurze Bild. Schauen wir auf die 2000er Jahre zurück, dann waren Emerging-Markets-Indizes wie etwa der JP Morgan Emerging Markets Bond Index sowohl auf der Corporate- als auch auf der Staatenseite jeweils etwa 200 Milliarden US-Dollar schwer. Dieses Volumen hat sich in den beiden zurückliegenden Jahrzehnten versechsfacht oder versiebenfacht. Dieser Markt hat 2018 einen großen Aufschub erfahren, als arabische Staaten im Mittleren Osten, vor allem Saudi-Arabien und Katar, erstmals Schulden aufgenommen haben. Solche Runden beliefen sich dann oft in der Dimension von 20 Milliarden Dollar. Die Bücher können dann auch mal 50 Milliarden groß sein. Diese arabischen Staaten wurden 2019 relativ schnell in die großen Indizes aufgenommen, wobei die

Indexanbieter ihre Regeln für die Aufnahme neuer Länder angepasst haben. Damit bekamen Investoren über die Indizes und darauf basierende Fonds die Möglichkeit, auch an der wirtschaftlichen Entwicklung dieser sehr vermögenden Staaten zu partizipieren. Im Jahr 2023 war das Emissionsvolumen neu begebener Emerging-Markets-Anleihen insgesamt überschaubar. Das hat auch den Grund, dass Teile des Emerging-Markets-Universums aus dem Markt herausgepreist wurden. Das heißt: Sobald Renditen bei Neuemissionen jenseits der 10-Prozent-Schwelle zu bezahlen sind – wie es bei Emittenten schlechterer Bonität Usus ist –, dann bekommen diese keinen Marktzugang. Im vergangenen Jahr haben wir ein stärkeres Wachstum bei Lokalanleihen gesehen. Es ist für solche Emittenten günstiger, Anleihen in der jeweiligen Lokalwährung statt in Dollar oder Euro zu platzieren. Meine These für die nächste Zeit ist: Wenn Bond- und Treasury-Renditen wieder fallen sollten, dann werden wir wieder mehr Platzierungen in Hard Currency sehen. Tendenziell wachsen Emerging Markets und erhalten über mehr platzierte Anleihen auch einen größeren Marktzugang. Damit schreibt sich die rasante Entwicklung fort, die wir in den vergangenen 20 Jahren beobachtet haben. Das Segment Emerging Markets

„Das Wirtschaftswachstum ist in den Schwellenländern zurückgekommen und stabilisiert sich derzeit.“



hat an den Kapitalmärkten inzwischen ein fast so großes Volumen wie das Segment Investment Grade Euro Corporate Bonds.

Volker Flögel: Allerdings sehen wir in Europa und in den USA einen gewissen Home Bias zum Nachteil von Emerging Markets. Investoren kaufen oft lieber Titel, die ihnen regional näher sind, als Titel aus fernen Regionen.

Daniel Happ: Der Home Bias rührt sicherlich auch vom Kunden her, den die Rendite in Euro interessiert, nicht die in einer anderen Währung. Konkret bedeutet das für die strategische Asset Allocation in unseren Multi-Asset-Portfolios, dass wir insbesondere bei Fixed Income auf Euro-denominierte oder währungsgesicherte Vehikel setzen. Nichtsdestotrotz setzen wir auch gezielt EM-Anleihen in lokaler Währung ein. Auf der Aktienseite ist das Eingehen von Fremdwährungsrisiken der Standard.

Jens Wildermuth: Dieses Denken ist nachvollziehbar, doch ein aktiver Manager kann Währungsrisiken über Devisentermingeschäfte und andere Instrumente absichern. Natürlich fallen dabei Hedge-Kosten an. Aber ich habe im aktiven Fondsmanagement letztlich alle Indikatoren zu den einzelnen

Titeln und Produkten transparent, kann sie meinem Kunden zeigen und dann entscheiden, ob ich eine kolumbianische Staatsanleihe in Euro oder in US-Dollar kaufen will.

Volker Flögel: Wir kommen aus der Selektion und identifizieren Unternehmen, die im Vergleich zu ihren Peers attraktiv sind. Währungs-Hedging betreiben wir nicht, weil sich die Hedge-Kosten nicht lohnen. Außerdem liegt in Ländern mit schwacher Währung oft eine negative Korrelation von Währung zu Aktienmarkt vor. Die Türkei ist ein gutes Beispiel. Während die Währung abgewertet hat, ist der Aktienmarkt gestiegen. Wichtig ist uns, ein qualitätsorientiertes Portfolio aufzubauen, losgelöst von der Marktkapitalisierung. Wir suchen Unternehmen mit einem niedrigen Verschuldungsgrad und einer hohen Profitabilität, die aber dennoch attraktiv gehandelt werden. Wir haben in der Regel eine Dividendenrendite von rund 4,5 Prozent – sie ist also doppelt so hoch wie die Vergleichswerte der relevanten Indizes.

Peter Becker: Die Capital Group fährt als aktiver Manager auch einen Selektionsansatz auf Länderebene. Dabei steuern wir das Bottom-up-Risiko der einzelnen Länder in einem Portfolio. Das Gesamtri-

siko steuern wir in der Regel über unsere Fundamentalanalyse von Einzelmeinungen zu den einzelnen Ländern.

Wie wichtig ist es Investoren, grüne oder gar dunkelgrüne Strategien mit strengen Ausschlüssen auch in einem Emerging-Markets-Mandat in das Portfolio zu implementieren?

Volker Flögel: Nachhaltigkeitsmotivierte Eingriffe in das Anlageuniversum können zu einem höheren Tracking Error zu den großen Indizes in manchen Phasen führen. Ein Beispiel: 2022 hat der Energiesektor sehr gut performt. Da haben Strategien mit vielen Ausschlüssen kaum eine Chance, mit dem Markt mitzuhalten. Doch viele institutionelle Investoren treten Nachhaltigkeitsinitiativen bei und geben diesen Push an ihre Asset Manager weiter. Grüne Strategien sind aber nicht generell Underperformer.

Oliver Pfeil: Dem kann ich nur zustimmen. Wir haben für unseren Artikel-8-Publikumsfonds eine geeignete Custom-Benchmark ausgewählt. Legt man die Performance eines Artikel-6-Produkts daneben oder eine nicht nachhaltige Benchmark, können Perioden wie 2021, in denen nicht nachhaltige Branchen wie Öl und Gas oder Waffen gut gelaufen sind, natürlich

weniger gut aussehen. Wir halten es für angebracht, die Performance über einen aussagekräftigen Zeitraum anzusehen, das heißt, über einen Konjunkturzyklus hinweg, und nicht nur auf ein einziges Jahr zu beziehen. Die Berücksichtigung ethischer Werte im Portfolio ist auch in Emerging Markets möglich. Dabei muss eine Nachhaltigkeitsstrategie aber über Ausschlüsse hinausgehen. Integration und Engagement spielen dabei eine wichtige Rolle. Hier nehmen wir wahr, dass sich auch in den Emerging Markets mehr Kontakte herstellen lassen, und es lässt sich mehr Einfluss nehmen auf Unternehmen, die in Emerging Markets tätig sind, aber auch auf lokale Unternehmen.

Jens Wildermuth: JP Morgan führt auch einen ESG-Index. Dabei lässt sich über längerfristige Performance-Analysen zeigen, dass die Performance praktisch gleich ist mit dem herkömmlichen Emerging-Markets-Index. Wir erfüllen gewisse ESG-Mindeststandards über alle Produkte hinweg und haben dann weitergehende grüne Produkte. Hier kann der Kunde nach seinen Anforderungen auswählen.

Daniel Happ: Wir sind ein Anbieter von Fondspolizen und liefern unseren Kunden



„Indien besitzt ein enormes Aufholpotential im Bereich Infrastruktur, etwa bei Hochgeschwindigkeitszügen.“

somit ein Produkt zur langfristigen Altersvorsorge. Dabei ist ein langfristig überzeugendes Rendite-Risiko-Profil essentiell, um den Kunden bei seinem Ziel finanzieller Sicherheit im Alter unterstützen zu können. Wir sind fest davon überzeugt, dass eine zukunftsfähige Kapitalanlage gleichzeitig einen effektiven Beitrag zur Erhaltung eines lebenswerten Planeten leisten muss. Dies darf aber nicht zu Lasten der Wertentwicklung führen, denn sonst schwindet die Akzeptanz bei den Anlegern schnell. Diese Schwerpunktsetzung, insbesondere auch in der Kommunikation, haben wir als Branche vielleicht zwischenzeitlich ein Stück weit aus den Augen verloren, was die allgemeine ESG-Müdigkeit sicher unterstützt hat. Mittlerweile gibt es neben soliden ESG-Daten auch überzeugende Nachhaltigkeitsansätze für Schwellenländer, um Rendite- mit Nachhaltigkeitsfokus zu kombinieren, beispielsweise mit einem Dekarbonisierungspfad auf Portfolioebene.

Jens Wildermuth: Tatsächlich kann die Finanzindustrie nicht der Heilsbringer in

Sachen Nachhaltigkeit sein, sondern der Gesetzgeber muss den regulatorischen Rahmen vorgeben, innerhalb dessen wir dann agieren dürfen. Aber wir als Finanzindustrie allein können nicht den Planeten retten, das ist vor allem eine gesellschaftliche und politische Aufgabe. Hier könnten auch Corporates über Nachhaltigkeits- und vor allem Dekarbonisierungsstrategien mehr unternehmen.

Oliver Pfeil: Privates Kapital wird notwendig sein, um alle Anstrengungen, die wir als Gesellschaft beispielsweise auf dem Dekarbonisierungsweg unternehmen, mitzufinanzieren. Dabei geht es um neue Technologien, Reduktion der CO₂-Emissionen, eine andere Mobilität und vieles Weitere mehr. Hier haben die Finanzmärkte den Hebel in der Hand, um Kapital bereitzustellen, etwa über Anlagefonds oder private Debt- oder Equity-Finanzierungen. Auf Seiten der Staaten mangelt es hier an Kapital, aber auch an fachlicher Kompetenz, wenn es um moderne Technologien geht.

Wie sollte die Branche mit China im Rahmen der Emerging Markets umgehen?

Peter Becker: Wir sehen gerade vor dem Hintergrund der schwelenden geopolitischen Risiken in den beiden vergangenen Jahren verstärkte Anfragen von Investoren nach „EM oder Asia ex China“. Natürlich können wir solche Produkte anbieten, aber wenn wir China herausnehmen, reduziert sich das Anlageuniversum in dieser Asset-Klasse erheblich. Allein bei Lokalwährungsanleihen trägt China 10 Prozent zum Index bei. Wenn wir China herausnehmen würden, müssen wir auch die Benchmark für die Wertentwicklung neu bestimmen, der Tracking Error ist neu zu vermessen. Da der Stellenwert der Geopolitik für die Kapitalmärkte gewachsen ist, sind wir bei Investments in China noch vorsichtiger geworden, gerade auf der Währungsseite. Jetzt fließt das geopolitische Risiko bei Investoren stärker in die Analyse von Bewertungen und die Risikoprämien ein.

Jens Wildermuth: China fällt auf der Aktienseite beim MSCI Emerging Markets

Index mit 30 Prozent ins Gewicht, auf der Anleiheenseite sind es nur 5 Prozent. Dabei handelt es sich überwiegend um Staatsanleihen, aber auch um Anleihen von Staatsunternehmen, die sehr wertstabil sind. China selbst hat eine Risikoprämie zwischen 50 und 60 Basispunkten oberhalb von Treasuries. Eine strategische Untergewichtung in China kostet de facto keinen Carry.

Volker Flögel: Bei uns auf der Aktienseite haben wir eigentlich genau die umgekehrte Situation. Auch erreichen uns nur wenige Anfragen zu „EM ex China“. Um jenseits aller geopolitischen Risiken eine Lanze zu brechen: Abgesehen von den USA finden Innovationen vor allem in China statt, beispielsweise in der Elektromobilität. Und mit einem 20-prozentigen Anteil an der Weltwirtschaft ist China zu groß und zu relevant, um es zu ignorieren.

Daniel Happ: Genau deshalb sind wir dazu übergegangen, China als eigenen Markt, als eigene Asset-Klasse jenseits der Emerging Markets zu betrachten.

Wie sieht es mit Indien aus?

Jens Wildermuth: Durch die Staatenbrille betrachtet, ist Indien praktisch nicht existent. Wenn wir uns die Bond-Indizes anschauen, ist Indien nahezu irrelevant. Seit Jahren diskutieren wir über die Vermutung, ob Indien auch einmal Hard-Currency-Anleihen platzieren könnte. Das hat sich bislang nicht eingestellt, Indien ist weiterhin ein reiner Local-Currency-Markt. Anders sieht es auf Corporate-Seite aus, da machen indische Unternehmen 3 bis 4 Prozent am Index aus und sind für uns Manager wichtig. Künftig wird diese Relevanz aufgrund der Friendshoring-Debatte eher zu- als abnehmen.

Peter Becker: Mit Blick auf die Lokalwährungsanleihen ist spannend, dass Indien im Juni 2024 in den JPM GBI-EM Index aufgenommen und dann graduell bis auf 10 Prozent aufgebaut wird. Das bedeutet, dass Investoren jetzt schon beginnen sollten, hier ein Exposure auf- oder auszubauen.

Oliver Pfeil: Indien besitzt ein enormes Aufholpotential im Bereich Infrastruktur, etwa bei Hochgeschwindigkeitszügen.

Zum Abschluss: Wie werden sich Emerging Markets in nächster Zeit entwickeln? Welche Chancen bieten sie institutionellen Investoren?

Volker Flögel: Das Wirtschaftswachstum ist in den Schwellenländern zurückgekommen und stabilisiert sich derzeit. Sie sind angesichts guter Unternehmensgewinne sehr attraktiv. Das erwartete Gewinnwachstum liegt über dem europäischen Niveau. Auch das Bewertungsniveau ist von



OLIVER PFEIL
CHIEF INVESTMENT OFFICER DER EB-SIM,
EVANGELISCHE BANK-GRUPPE

Oliver Pfeil empfiehlt auch aus Diversifikationsgründen, viele Regionen und Branchen in einem institutionellen Portfolio zu mischen. Er sieht bei Emerging Markets attraktive Gewinnerwartungen und einen Reifeprozess, gerade in der Geldpolitik.





GUIDO BIRKNER
CHEFREDAKTEUR DPN



MODERATOR

einem schwachen Stand in den vergangenen Jahren jetzt deutlich zurückgekommen. Gleichzeitig ist das Sentiment sehr negativ. In der Vergangenheit waren das häufig gute Einstiegszeitpunkte. Allerdings sollten Emerging-Markets-Investoren Geduld mit ihren Investments mitbringen.

Jens Wildermuth: Dem schließe ich mich an. Das Wachstum ist gut, die Verschuldung kommt runter, die Inflation ist im Rahmen geblieben. Für 2024 liegen die Performance-Erwartungen in den gängigen Indizes bei 6 bis 7 Prozent.

Oliver Pfeil: Allein aus Diversifikationsgründen empfiehlt es sich, viele Regionen und Branchen im Portfolio zu mischen. Wir sehen dort attraktive Gewinnerwartungen und einen Reifeprozess, gerade in der Geldpolitik. Ich erwarte, dass die Anteile der Emerging Markets in den Portfolios weiterwachsen werden.

Peter Becker: Dass die Emerging Markets für uns eine sehr relevante Asset-Klasse sind, zeigt sich allein daran, dass wir unsere Ressourcen im Emerging Market Debt Investment Team personell deutlich ausgebaut haben, insbesondere bei den Research-Analysten sowohl für Corporate Bonds als auch für Staatsanleihen. Das Segment Emerging-Markets-Unternehmensanleihen wird zusammen mit den Lokalwährungsanleihen weiter am stärksten wachsen. Dagegen tendiert das Hartwährungssegment eher seitwärts. Die Asset-Klasse Emerging Markets ist bislang immer noch unterrepräsentiert bei institutionellen Investoren, gemessen an der Wirtschaftsleistung der Staaten. Gerade jetzt ist ein günstiger Zeitpunkt, um in Emerging Markets einzusteigen. Wir können dort mit einer Anfangsrendite von 6,5 bis 7 Prozent auf Indexbasis investieren, unsere aktiv gemanagten Portfolios liegen bei 8 bis 8,5 Prozent. Wenn die Zinsen in Zukunft weiter fallen sollten, bekommen Investoren noch einen Schub von der Durationsseite. Die Währungen zeigen sich insgesamt recht stabil. Im Hartwährungsbereich ist der Markt eher zweigeteilt zwischen Titeln, die in Richtung Distressed gehen, und anderen Titeln, die sehr gut, aber auch teuer sind. Das macht ein aktives Management erforderlich.

Daniel Happ: Natürlich haben Emerging Markets einen festen Platz in einem globalen Portfolio, allein schon aus Diversifikationsgründen. Aktuell sind wir bei dieser Anlageklasse untergewichtet, denn bei einem risikofreien Zins auf den aktuellen Niveaus sind die Renditeprämien in diesem Anlagesegment, wie auch in einigen anderen, nicht überall überzeugend. Wir erwarten jedoch mit sinkendem Zinsniveau und sinkender Zinsvolatilität bei weiterhin akzeptablem Wirtschaftswachstum ein steigendes EM-Engagement in unseren Portfolios im Verlauf des nächsten Jahres. ●

Summary



KEY FACTS

- Mehrere Schwellenländer sind so gereift, dass sich die Asset-Klasse Emerging Markets ein Stück weit vom krisenbetroffenen globalen Umfeld abheben kann.
- Angesichts geopolitischer Risiken nehmen Investorenanfragen nach „EM oder Asia ex China“ zu, doch China bleibt in EM-Indizes ein Schwergewicht.
- Allein aus Diversifikationsgründen empfiehlt es sich, viele Regionen und Branchen im Portfolio zu mischen.
- Dort bieten sich attraktive Gewinnerwartungen und ein Reifeprozess, gerade in der Geldpolitik.

Jens Wildermuth sieht, dass die Unabhängigkeit der Zentralbanken in vielen Emerging Markets heute viel besser gehandhabt wird als in der Vergangenheit und damit auch das Thema Inflation Targeting erfolgreicher umgesetzt wird. Auch haben die großen Emerging-Markets-Länder in den zurückliegenden 25 Jahren hohe Bestände an Hard Currency Reserves für Notfälle und für das Bedienen von Schulden aufgebaut. **Volker Flögel** registriert in den Schwellenländern ein stabiles Wirtschaftswachstum. Für geduldige Investoren seien sie angesichts guter Unternehmensgewinne über dem europäischen Niveau attraktiv. Auch das Bewertungsniveau sei von einem teuren Stand in den vergangenen Jahren jetzt deutlich zurückgekommen.

Oliver Pfeil empfiehlt schon allein aus Diversifikationsgründen, viele Regionen und Branchen im Portfolio zu mischen. Bei Emerging Markets sieht er attraktive Ge-

winnerwartungen und einen Reifeprozess, gerade in der Geldpolitik.

Peter Becker erwartet, dass das Segment Emerging-Markets-Unternehmensanleihen zusammen mit den Lokalwährungsanleihen weiter am stärksten wachsen wird, während das Hartwährungssegment eher seitwärts tendiert. Er sieht gerade jetzt einen günstigen Zeitpunkt, um in Emerging Markets einzusteigen. Wenn die Zinsen in Zukunft weiter fallen sollten, bekommen Investoren noch einen Schub von der Durationsseite.

Laut **Daniel Happ** haben Emerging Markets einen festen Platz in einem globalen Portfolio. Aktuell seien viele Investoren bei dieser Anlageklasse untergewichtet, doch er erwartet mit sinkendem Zinsniveau und sinkender Zinsvolatilität bei weiterhin akzeptablem Wirtschaftswachstum ein steigendes EM-Engagement in den eigenen Portfolios im Verlauf des Jahres. ●