

Emerging Market Anleihefonds: Attraktive Investments?

Univ.-Prof. Dr. Engelbert Dockner
Wissenschaftliche Leitung Spängler IQAM Invest
WU Wirtschaftsuniversität Wien

investmentforum 6.-7. April 2016
Residenz zu Salzburg

Agenda

1. Was bedeutet eine Investition in EM Staatsanleihen?

2. Sind EM Bonds attraktive Investments?

3. Was treibt die Performance von EM Bonds?

4. Wie attraktiv sind Carry-Strategien?

5. Risikoprämien bei EM Staatsanleihen

6. Zusammenfassung



1. Was bedeutet eine Investition in EM Staatsanleihen?

Investitionen in EM Staatsanleihen

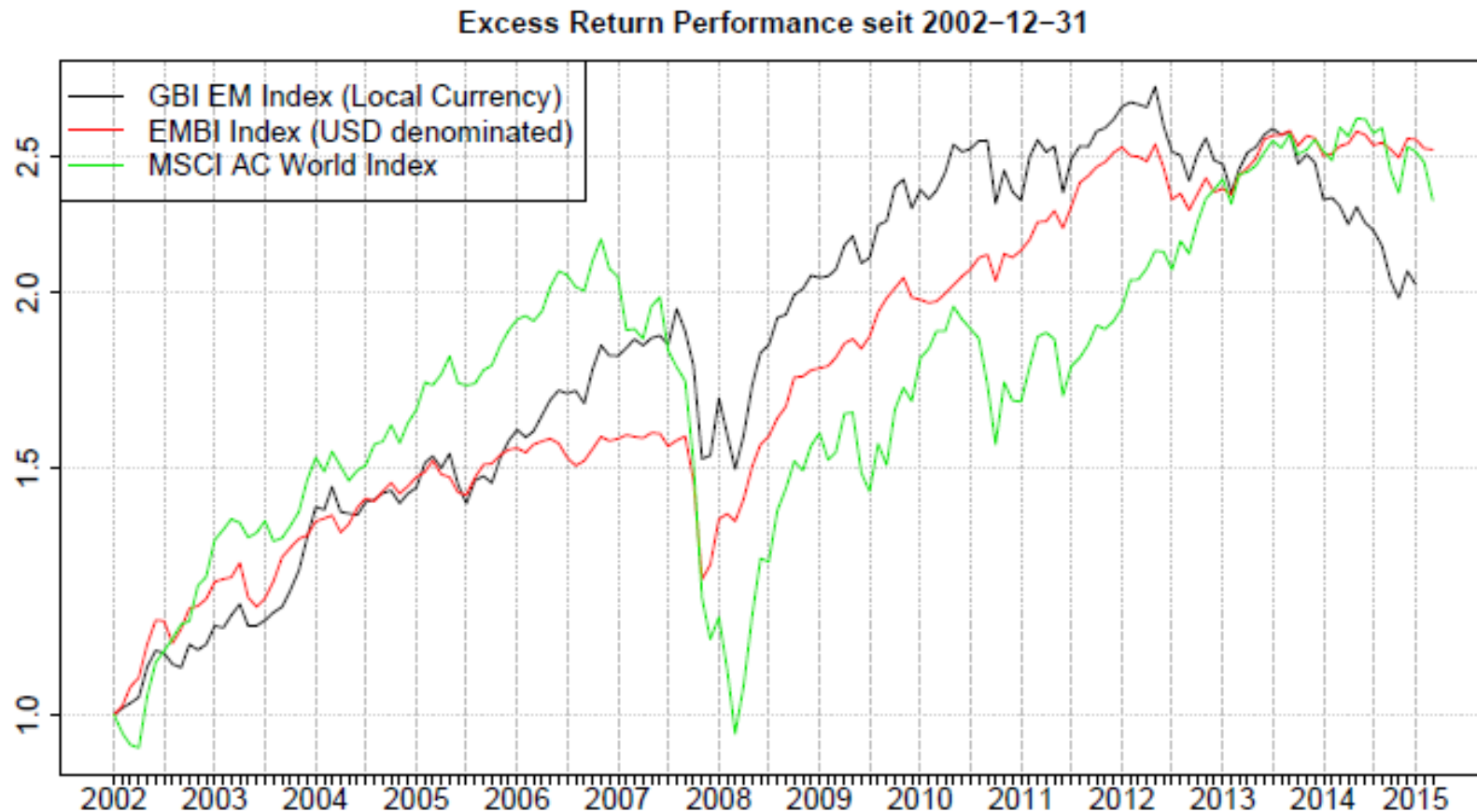
- Was veranlasst einen Anleger, in EM Staatsanleihen zu investieren?
- EM Staatsanleihen liefern **Exposures**, die ein Investor in dieser Form sonst nicht erzielen kann.
 - ▶ Im Regelfall **Zinsrisiko** mit einem **Zinsdifferential** zur Anlagewährung
 - ▶ **Währungsrisiko**, das deutlich höher ist als in den entwickelten Ökonomien
 - ▶ **Länderrisiko** aufgrund möglicher Zahlungsunfähigkeit des Landes
- Investitionen in EM Staatsanleihen können in zwei alternativen Varianten erfolgen
 1. Anleihen in **Lokalwährung** (Zins- und Währungsrisiko)
 2. Anleihen im **USD, EUR** oder einer anderen **Finanzierungswährung** (Länderrisiko und Zins- und Währungsrisiko der Finanzierungswährung)
 - Bei Anleihen im USD oder EUR spiegelt das Zinsniveau der Anleihe das Zinsrisiko der Finanzierungswährung und das Länderrisiko der Emittentin wider



2. Sind EM Bonds attraktive Investments?

Sind EM Bonds attraktive Investments?

- Kursverlauf des MSCI AC, des GBI EM (Lokalwährung) und EMBI (USD)



Quelle: Reuters Stand März 2016

Sind EM Bonds attraktive Investments?

- Performancevergleich im Zeitraum Dezember 2002 bis Februar 2016

	GBI	MSCI_AC	EMBI	REX
Ü-Rendite p.a.	6.19%	7.72%	7.49%	3.56%
Volatilität p.a.	11.87%	15.66%	8.57%	10.53%
Sharpe Ratio	0.522	0.493	0.874	0.338
Schiefe	-0.644	-0.785	-1.787	0.090

- Performancevergleich im Zeitraum Dezember 2002 bis Dezember 2007

	GBI	MSCI_AC	EMBI
Ü-Rendite p.a.	12,17%	14,91%	9,32%
Volatilität p.a.	8,22%	9,57%	6,76%
Sharpe Ratio	1,480	1,558	1,379
Schiefe	-0,162	0,086	-0,593

Quelle: Eigene Berechnungen

3. Was treibt die Performance von EM Bonds?

Faktoranalyse für EM Anleihen

- Die ungedeckte Zinsparität besagt, dass das Zinsdifferential zwischen zwei Ländern durch die erwartete Währungsanpassung ausgeglichen wird.

$$\underbrace{i_d - i_f}_{\text{Zinsdifferential}} = \underbrace{E(w_{d,f})}_{\text{Erwartete Währungsänderung}}$$

- Da die ungedeckte Zinsparität nicht gilt, liegt die Attraktivität von EM Staatsanleihen in der Möglichkeit, von hohen Zinsdifferentials bei geringen Währungsänderungen zu profitieren. → **Carry-Strategie**
- Die Renditedynamik von EM Anleiheinvestments wird nachhaltig bestimmt durch
 - ▶ **Duration** (Laufzeit der Anleihen bestimmt deren Zinsrisiko)
 - ▶ **Carry** (Zinsdifferential gekoppelt mit Währungsänderungen)
 - ▶ **Gesamtmarkt** (Marktrisiko)

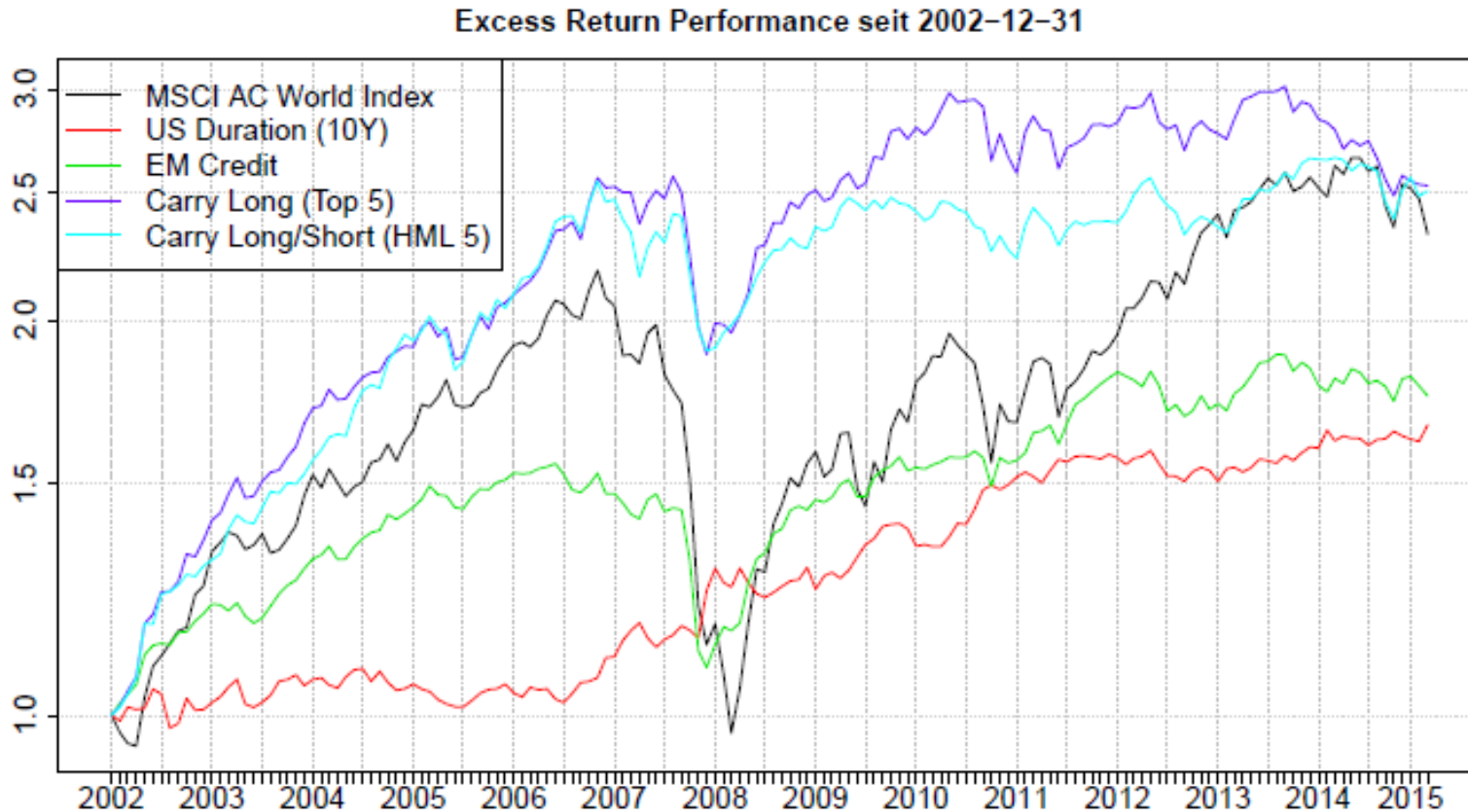
Risikotreiber für EM Anleihen

- Gesamtmarktentwicklung wird durch den **MSCI AC** dargestellt.
- Carry wird durch **Carry-Indizes** dargestellt.
 - ▶ **Carry Long**: Aus einem Korb von 34 Währungen werden jeden Monat jene fünf Währungen ausgewählt, deren Zinsdifferential am höchsten ist.
 - ▶ **Carry Short**: Aus dem Korb von 34 Währungen werden jeden Monat jene fünf Währungen ausgewählt mit den niedrigsten Zinsen. Diese Währungen stellen Kreditwährungen dar.
 - ▶ **Carry Long minus Short**: Finanzierung des Investments mit den Short Währungen und Veranlagung in den Long Währungen
- Der Duration-Faktor wird aus den **5-jährigen US Treasury Note Futures** errechnet und gibt die Sensitivität der US Zinskurve an.
- Alle drei Risikofaktoren sind eng mit investierbaren Strategien verbunden.



Risikofaktoren für EM Anleihen

- Darstellung der Risikofaktoren



Quelle: Eigene Berechnungen

Faktoranalyse des GBI

- Welche Exposures hat der GBI (Index lokale Wahrung) zu den Risikofaktoren?

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
(Intercept)	0.014 (0.022)	-0.014 (0.020)	-0.031* (0.015)	-0.019 (0.014)	-0.030 (0.019)
MSCI AC	0.572*** (0.040)	0.617*** (0.037)	0.255*** (0.041)	0.214*** (0.040)	0.507*** (0.042)
US Duration		0.604*** (0.095)	0.459*** (0.071)	0.358*** (0.069)	0.633*** (0.089)
Long5			0.675*** (0.059)	0.620*** (0.056)	
Short5				-0.369*** (0.077)	
HML5					0.317*** (0.068)
R ²	0.568	0.659	0.818	0.842	0.702
Adj. R ²	0.565	0.655	0.815	0.838	0.696
Num. obs.	155	155	155	155	155
RMSE	0.271	0.242	0.177	0.166	0.227

*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, + $p < 0.1$

Quelle: Eigene Berechnungen

Faktoranalyse des EMBI

- Welche Exposures hat der EMBI (Index im USD) zu den Risikofaktoren?

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
(Intercept)	0.047* (0.019)	0.015 (0.015)	0.006 (0.013)	0.003 (0.013)	0.009 (0.015)
MSCI AC	0.352*** (0.034)	0.406*** (0.027)	0.223*** (0.037)	0.234*** (0.038)	0.311*** (0.030)
US Duration		0.711*** (0.070)	0.638*** (0.063)	0.666*** (0.066)	0.685*** (0.069)
Long5			0.340*** (0.052)	0.355*** (0.053)	
Short5				0.103 (0.073)	
HML5					0.323*** (0.048)
R ²	0.411	0.651	0.727	0.731	0.624
Adj. R ²	0.407	0.646	0.722	0.724	0.619
Num. obs.	155	155	155	155	204
RMSE	0.229	0.177	0.157	0.157	0.199

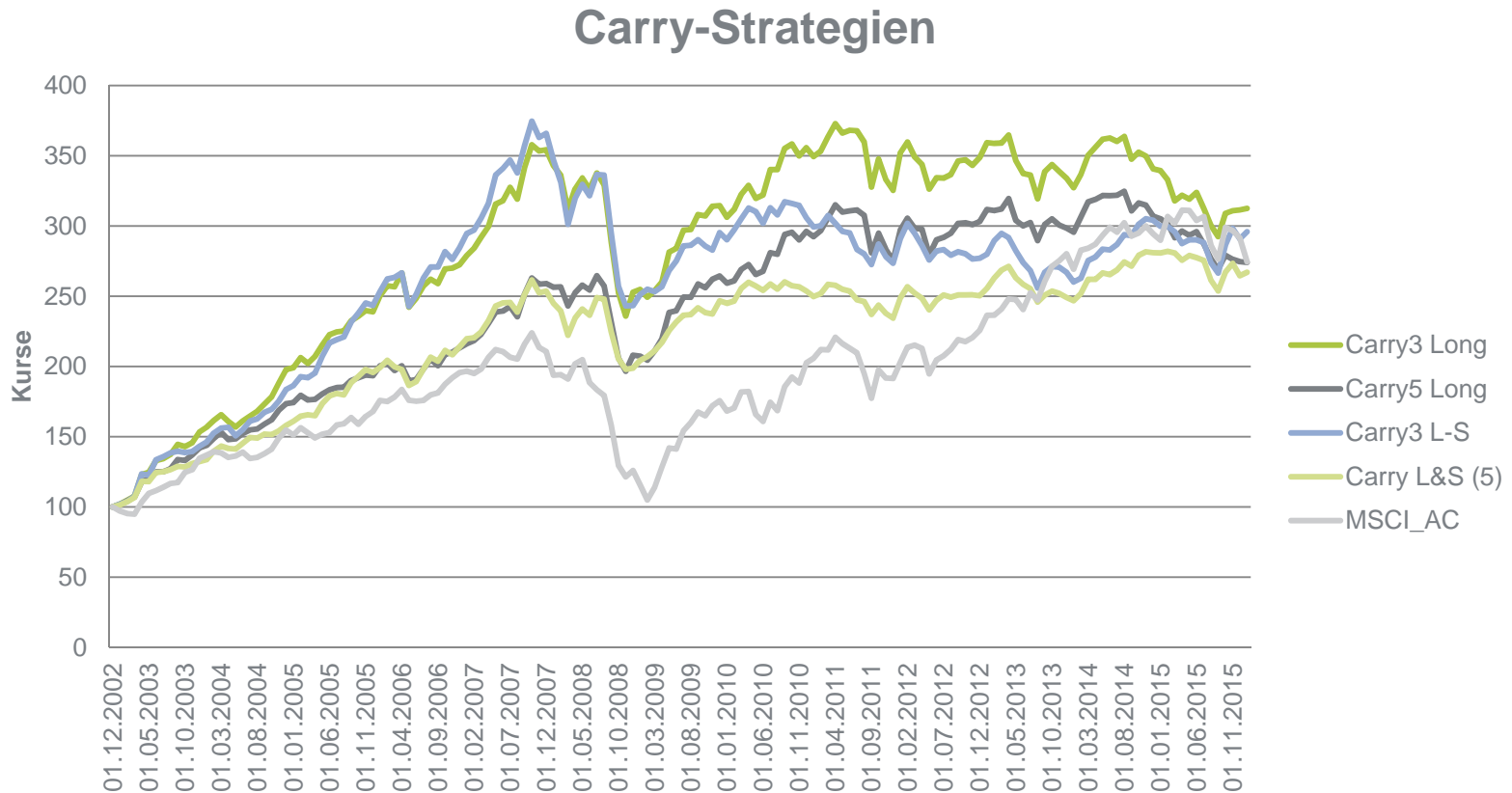
*** $p < 0.001$, ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$, + $p < 0.1$

Quelle: Eigene Berechnungen

4. Wie attraktiv sind Carry-Strategien?

Carry-Strategien

- Kursentwicklung von Carry-Strategien im Zeitablauf mit jeweils drei und fünf Währungen.



Quelle: Eigene Berechnungen

Performance von Carry-Strategien

- Performancevergleich im Zeitraum Dezember 2002 bis Februar 2016

	MSCI_AC	Carry3 Long	Carry5 Long	Carry3 L-S	Carry5 L-S	Risk Free
Ü-Rendite p.a.	7,72%	8,71%	7,71%	8,29%	7,51%	1,25%
Volatilität p.a.	15,66%	12,61%	10,76%	12,30%	9,55%	0,49%
Sharpe Ratio	0,493	0,691	0,716	0,674	0,786	--
Schiefe	-0,785	-0,749	-0,736	-0,686	-0,527	1,216

- Performancevergleich im Zeitraum Dezember 2002 bis Dezember 2007

	MSCI_AC	Carry3 Long	Carry5 Long	Carry3 L-S	Carry5 L-S	Risk Free
Ü-Rendite p.a.	14,91%	25,30%	19,04%	25,95%	18,61%	2,88%
Volatilität p.a.	9,57%	10,43%	8,37%	10,85%	8,70%	0,48%
Sharpe Ratio	1,558	2,426	2,274	2,391	2,139	--
Schiefe	0,086	-0,231	0,026	-0,019	0,096	0,054

Quelle: Eigene Berechnungen

5. Risikoprämien bei EM Staatsanleihen

Risikoprämien für Investments in EM Bonds in Lokalwährung

- Dekomposition des GBI in Risikofaktoren und Risikoprämien

GBI - Risikoprämien	Subperioden			Gesamtperiode 2003-2015
	2003-2005	2006-2010	2010-2015	
Faktor Exposure				
β_{MSCIAC}	0.240	0.295	0.141	0.251
$\beta_{USDduration}$	0.309	0.568	0.382	0.430
β_{Carry}	0.436	0.578	0.981	0.663
Price of Risk (in %)				
\bar{r}_{MSCIAC}	17.289	3.748	7.763	8.421
$\bar{r}_{USDduration}$	2.055	5.082	3.929	3.940
\bar{r}_{Carry}	21.997	8.520	-1.414	7.869
\bar{r}_{Zins}	12.754	7.708	7.404	8.764
\bar{r}_{FX}	9.243	0.812	-8.818	-0.896
Risikoprämie (in %) ($\pi = \beta * \bar{r}$)				
π_{MSCIAC}	4.150	1.106	1.098	2.111
$\pi_{USDduration}$	0.634	2.886	1.502	1.696
π_{Carry}	9.585	4.927	-1.387	5.217
π_{Zins}	5.557	4.458	7.265	5.811
π_{FX}	4.028	0.469	-8.652	-0.594
Summe Risikoprämien (in %)				
$\Pi = \sum \pi_i$	14.370	8.920	1.213	9.023
EM Index Return (in %)				
\bar{r}_{GBI}	12.778	10.733	-2.452	6.189

Risikoprämien für Investments in EM Bonds im USD

- Dekomposition des EMBI in Risikofaktoren und Risikoprämien

EMBI - Risikoprämien	Subperioden			Gesamtperiode
	2003-2005	2006-2010	2010-2015	2003-2015
Faktor Exposure				
β_{MSCIAC}	0.138	0.199	0.307	0.224
$\beta_{USDuration}$	0.699	0.602	0.683	0.644
β_{Carry}	0.389	0.407	0.204	0.342
Price of Risk (in %)				
\bar{r}_{MSCIAC}	17.289	3.748	7.763	8.421
$\bar{r}_{USDuration}$	2.055	5.082	3.929	3.940
\bar{r}_{Carry}	21.997	8.520	-1.414	7.869
\bar{r}_{Zins}	12.754	7.708	7.404	8.764
\bar{r}_{FX}	9.243	0.812	-8.818	-0.896
Risikoprämie (in %) ($\pi = \beta * \bar{r}$)				
π_{MSCIAC}	2.386	0.747	2.380	1.887
$\pi_{USDuration}$	1.436	3.058	2.684	2.537
π_{Carry}	8.556	3.466	-0.289	2.693
π_{Zins}	4.960	3.136	1.511	2.999
π_{FX}	3.595	0.330	-1.800	-0.306
Summe Risikoprämien (in %)				
$\Pi = \sum \pi_i$	12.378	7.271	4.775	7.117
EM Index Return (in %)				
\bar{r}_{EMBI}	13.362	6.393	5.615	7.715

6. Zusammenfassung

Zusammenfassung und Ausblick

- Investments in EM Staatsanleihen bieten dem Anleger ein grundlegend **anderes Bündel** an **Risikofaktoren**.
- Die Risiken setzen sich zusammen aus **Zins-**, **Währungs-**, und **Länderrisiken**, die in Form von Duration- und Carry-Strategien umgesetzt werden.
- EM Staatsanleihen sind **attraktive Investments**, sowohl in **Lokalwährung** als auch im **USD**.
- Während EM Staatsanleihen in **Lokalwährungen** vor und bis kurz nach der Finanzkrise sehr **ertragreiche** Investments waren sind seither Anleihen, die im **USD emittiert** wurden zu bevorzugen.
- Der **größte Renditetreiber** von EM Staatsanleihen ist der **Carry-Faktor**, der bis auf die letzten Jahre einen attraktive Ertrag garantiert hat.
- Aktuelle Abwertungen zahlreicher EM Währungen machen zukünftig Carry-Renditen wieder attraktiv.



Wichtige Informationen

- Die Zeichnung von Anteilen an Fonds kann nur auf Basis der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument bzw. KID) sowie des Prospekts des jeweiligen Fonds getätigt werden. Die aktuell gültige Fassung dieser Dokumente ist bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Soweit bei den genannten Fonds nicht explizit anders angegeben, ist die Spängler IQAM Invest GmbH mit Sitz in der Franz-Josef-Straße 22, A-5020 Salzburg, die Verwaltungsgesellschaft dieser Fonds, bei der die genannten Dokumente in deutscher Sprache aufliegen. Bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland sind diese Dokumente auch bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich.

- Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien
- Diese Präsentation wurde ausschließlich für den persönlichen Gebrauch und nur zu Informationszwecken erstellt. Jede Form der Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe des Inhalts durch bzw. an nicht vorgesehene Adressaten ist unzulässig. Die Präsentation wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen oder steuerlichen Rat zu erteilen.
- Die Daten, auf die sich die Präsentation stützt, wurden aus als zuverlässig erachteten Quellen übernommen. Die Daten wurden aber nicht von einer unabhängigen Stelle verifiziert, sodass für die Vollständigkeit und Richtigkeit derselben nicht garantiert werden kann, obwohl die Daten für zutreffend und nicht irreführend gehalten werden.
- Die enthaltenen Angaben dienen ausschließlich der Information und stellen kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthalten auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Diese Präsentation ist keine Finanzanalyse und unterliegt daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen.
- Die in der Präsentation dargebrachten Investitionsmöglichkeiten eignen sich ggf. nicht für alle Investoren. Ein Anleger muss seine Investitionsentscheidung daher auf seine individuellen Investitionsziele sowie seine finanzielle Situation abstimmen und je nach persönlichem Ermessen eine unabhängige Finanzberatung in Anspruch nehmen.
- Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Finanzinstruments zu. Bei der Performanceberechnung wurden allfällige beim Kauf, Halten oder Verkauf eines Finanzprodukts erhobene Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Der Wert eines Finanzinstruments ist Schwankungen unterworfen und kann sowohl steigen als auch fallen. Bei Finanzinstrumenten, die auf Fremdwährung lauten, können Veränderungen der Währung eine negative Auswirkung auf die Rendite haben.
- Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, die sich auch ohne vorherige Bekanntmachung ändern kann.
- Diese Präsentation wurde nach bestem Wissen und Gewissen erstellt, etwaige Fehler und Irrtümer bleiben vorbehalten.