

Geld

Obligationen aus Schwellenländern etablieren sich

Während die Bonität der Industriestaaten und ihrer Unternehmen sinkt, verbessert sich jene der Wachstumsmärkte stetig. Das verleiht ihnen weiteren Aufschub.

Von Erich Solenthaler

Aktien von Unternehmen in Schwellenländern gelten seit je als eine attraktive Diversifikation zu den etablierten Anlageinstrumenten. Im Zuge der Finanzkrise werden als Alternative zu Euroanlagen nun vermehrt Obligationen aus den aufstrebenden Märkten angepriesen. Ob Aktien oder Anleihen - die Pro-Argumente sind dieselben: Schwellenländer weisen ein höheres Wachstum auf, sie sind weniger verschuldet und deshalb sicherer; die Bevölkerung ist jung, gebildet und motiviert.

Diese Argumente sind im Allgemeinen zutreffend; aber machen sie die Länder Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas zu einem Spezialfall? Haben sie sich von den Industrienationen tatsächlich abgekoppelt?

Staatsanleihen kamen zuerst

Obligationen von Emerging Markets liegen in drei Formen vor: Regierungsanleihen in Hartwährungen, meistens in US-Dollar, vereinzelt in Euro; Regierungsanleihen in der jeweiligen Landeswährung und Unternehmensanleihen. Bonds in lokalen Währungen stellen ein junges Segment dar, das in den Portfolios von ausländischen Investoren noch wenig vertreten ist. Die Performance hängt weitgehend von der Währungsentwicklung ab; weil das Risiko besonders in Stresszeiten gross ist, müssen die Anleihen etwas höher verzinst werden. Die Gruppe gilt als risikobehaftet, denn ihre Performance und ihre Volatilität weisen eine verblüffende Ähnlichkeit mit Aktienindizes auf. In den Schwellenländern haben sich während der Finanzmarktkrise die Obligationenkurse praktisch halbiert.

Die in Dollar begebenen Regierungsanleihen stellen immer noch das grösste Segment. Typische Anlagefonds wie der J.P. Morgan \$ Emerging Markets Bond Fund, ein ETF von Ishares, enthalten an die 40 Schuldnerländer, wobei Brasilien, die Türkei und die Philippinen die wichtigsten sind. (China ist nicht vertreten, da es keine Schulden in US-Dollar hat.) In dieser Währung betrug die Performance seit 2008 beinahe 10 Prozent pro Jahr. Die Zukunft dürfte aber bescheidener ausfallen, denn die Rendite auf Verfall - der beste Indikator für die mittelfristige Performance - beläuft sich auf 5,5 Prozent.

Während die Bonität der Industrieländer abnimmt, verbessert sich die Kreditwürdigkeit der Schwellenmärkte zu sehends. Ihre durchschnittliche Schuldenquote wird bis 2016 voraussichtlich auf 29 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zurückgehen. **Damit würden sie noch besser dastehen als die sparsame Schweiz - und viel besser als die G-20-Staaten, deren Schuldenberg auf durchschnittlich 117 Prozent der Wirtschaftsleistung steigen dürfte, wie aus einer Studie von Independent Credit View**



Samsung hat die Bonität während Jahren verbessert. Der südkoreanische Konzern ist heute ein Topschuldner. Foto: Bloomberg

hervorgeht. Die Zürcher Finanzboutique untersucht und bewertet die Länder anhand von 50 Kriterien, wie Analyst René Hermann erklärt. Auch zukunftsgerichtete Indikatoren wie die Demografie und die Fähigkeit, Schulden abzubauen, werden berücksichtigt. Die Bonitätseinstufungen der Independent Credit View würden sich denn auch wesentlich von jenen der grossen Ratingagenturen unterscheiden, sagt Hermann. Brasilien zum Beispiel sei im Single-A-Bereich eingeteilt, zwei Stufen höher als bei den grossen Ratingagenturen.

In dieses positive Bild passt, dass es den Philippinen kürzlich gelungen ist, eine Anleihe zu denselben Bedingungen wie Spanien zu platzieren. Und am Markt für Kreditversicherungen (CDS) werden Schwellenländer ähnlich wie Frankreich und Grossbritannien behandelt.

Die Erfolgsgeschichte der Schwellenländer setzt sich bei ihren Unternehmen fort, ist Philipp Good von Fisch Asset Management in Zürich überzeugt. Sie haben ihre Kreditwürdigkeit während vieler Jahre verbessert. Konzerne wie Samsung in Südkorea gehören nicht nur zur wirtschaftlichen Elite, sondern auch zu jener am Kapitalmarkt. Inzwischen sind sie mit einem durchschnittlichen A3 gleich eingestuft wie amerikanische Konzerne. Die Kreditkosten von Unternehmen und Regierungen würden sich weit-

gehend parallel entwickeln, hält der Manager des Fisch Bond Value Investment Grade Fund fest. Die Rendite der Corporate Bonds ist so auf durchschnittlich 4,2 Prozent gefallen. Das zeitigt Folgen: «Dank der geringeren Kapitalkosten können die Firmen mehr Schulden machen und wachsen, zum Beispiel mit Übernahmen in Europa und den USA», so Good.

Noch rentieren Unternehmensanleihen aus den Emerging Markets etwa 100 Basispunkte mehr als US-Papiere. «Aber wir erwarten mittelfristig eine Angleichung», sagt Good. Das liegt daran, dass sich die Handelsbedingungen verbessert haben und ein besonderer Risikozuschlag nicht mehr gerechtfertigt ist. So werden die Papiere häufig in Dollar ausgegeben, was Währungsabsicherungen vereinfacht. «Emerging-Markets-Anleihen sind trotz der guten Performance noch nicht überhitzt», fasst Fondsmanager Good zusammen.

Politische Risiken

Trotz der guten Daten warnt Kreditspezialist Hermann davor, die Risiken zu unterschätzen. Ereignisse wie die Verstaatlichung der argentinischen Tochter von Repsol in diesem Frühling würden immer wieder die juristischen und politischen Risiken offenbaren. Ein anderer Hinweis: Die Schwellenländer haben zwar ein um etwa 4 Prozent stärkeres

Wachstum, aber ihre Konjunktur ist nach wie vor von Europas Wirtschaftsverlauf abhängig. Von einer Abkopplung könne keine Rede sein, hält Analyst Mike Ridell von der Fondsgesellschaft M&G fest. Die Länder könnten sich kaum heraushalten, wenn sich die Finanzkrise verschärfen würde.

Zudem nähern sich viele Schwellenländer einem von Ökonomen Arthur Lewis beschriebenen historischen Wendepunkt: In einer ersten Phase der Entwicklung wandern Arbeitskräfte von der Landwirtschaft in die Industrie ab. Dadurch nimmt die Produktivität einer Volkswirtschaft zu; Investitionen machen sich bezahlt und sorgen für ein starkes Wachstum. Ist das Reservoir an billigen Arbeitskräften jedoch ausgeschöpft, steigen die Reallöhne, die Profitabilität geht zurück, Investitionen und Wachstum lassen nach. Japan geriet in den 60er-Jahren in die Lewis-Falle, die Tiger-Staaten Asiens folgten um 1980.

Ridell macht darauf aufmerksam, dass jeder Trendwende heftige Zusammenbrüche an den Aktien- und Obligationenmärkten folgten. Er geht davon aus, dass sich China dem neuralgischen Wendepunkt nähert und künftig mit einem weit geringeren Wachstum rechnen muss. Früher oder später gelangt jedes erfolgreiche Schwellenland an diesen Punkt.

Frankenanleihen werfen kaum Rendite ab

Eine gute Performance kann man nur noch von speziellen Obligationen erwarten.

Von Erich Solenthaler

Die Renditen guter Schuldner am Schweizer Kapitalmarkt sind auf ein für Obligationeninvestoren uninteressantes Niveau gefallen. Pfandbriefe schlängeln sich die Null-Prozent-Linie entlang, und für öffentliche Schuldner ist der Zins sogar negativ. Auch erstklassige Unternehmen wie Nestlé sind keine Alternative mehr. Ein durchschnittliches Industrie-Unternehmen kann sich derzeit mit 0,8 Prozent fast gratis refinanzieren. Am meisten, aber immer noch wenig, entrichten Elektrizitätswerke: 1,3 Prozent, wie die Credit Suisse in ihrem jährlich erscheinenden Kredithandbuch erläutert.

In ihrem Ausblick auf die kommenden 12 Monate geht die CS davon aus, dass die Zinsen für Schweizer Bundesobligationen auf 1,2 Prozent steigen. Wegen der lockeren Geldpolitik der Nationalbank dürfte der kurzfristige Libor jedoch auf tiefen 0,1 Prozent verharren. Gerechnet wird auch mit einer sich leicht verbessernden Konjunktur. Die Schweizer Unternehmen verfügen über gesunde Bilanzen, sind aber von den globalen Trends und dem Frankenkurs abhängig. Ihre Ertragssituation bleibt deshalb angespannt.

Was mehr einbringt

Für Obligationen bedeutet diese Konstellation, dass sich wenig verändern wird. Die allermeisten Titel werden von den CS-Analysten denn auch mit einem «Halten» versehen. Wer sich damit nicht begnügt, muss schon auf besondere Konstruktionen und Situationen setzen. So findet man im Kredithandbuch mehrere Schuldtitel von UBS, die 150 bis 260 Basispunkte mehr abwerfen als die Benchmark. Die mit einem Rating A und einem negativen Ausblick versehene Bank habe die Risikopositionen erheblich reduziert und werde diesen Weg weiterhin verfolgen, sagen die CS-Bondanalysten. Die Europroblematik und zu hohe Anforderungen des Regulators stellen die grössten Risiken dar.

Eine Renditeperle ist 7.25 Swissreag 12-99 von Swiss Re (AA, stabil). Hier handelt es sich um einen Coco, also um ein festverzinsliches Papier, das in Aktien gewandelt wird, wenn sich die Situation des Unternehmens extrem verschlechtert. Credit Suisse schätzt dies als unwahrscheinlich ein. Trotzdem ist es nicht falsch, den Coco vorsorglich als Aktie zu betrachten.

Vom Grossbäcker Aryzta befindet sich eine hybride Anleihe mit einer Rendite von 4,8 Prozent auf dem Markt. Der Bond wird voraussichtlich 2014 zurückbezahlt, denn sonst muss die Firma einen happigen Strafszins entrichten.

Anleihen von Bobst weisen ebenfalls einen erheblichen Zuschlag auf, der auf den negativen Ausblick zurückzuführen ist. Angeschlagen ist ebenfalls der Stromhändler EG Laufenburg. Im Notfall würde ihm aber vermutlich der staatliche Stromkonzern Axpo beistehen.

Leser fragen

Private Equity New Value steckt in ihrer grössten Krise

Ich habe 2008 Aktien von New Value gekauft. Seither ging es mit ihnen nur noch bergab. Die Beteiligungsgesellschaft muss saniert werden. Geben Sie ihr noch eine Chance?

New Value ist eine 2000 an die Börse gebrachte Beteiligungsgesellschaft für Jungunternehmen. Sie genoss eine gewisse Sympathie, weil sie sich auf nachhaltige und ethische Investments beschränkte. Einer ihrer grössten Erfolge war 3 S Industries, die erfolgreich mit Meyer Burger fusioniert werden konnte. Bis 2008 liefen die Geschäfte passabel, aber seither sind die Kurse von 20 auf 2.70 Franken eingebrochen. Den meisten anderen Wagnis-Kapitalisten, das ist anzumerken, erging es ähnlich.

Bei New Value kommt aber dazu, dass es 2011 zu Betrügereien kam und gegen den früheren VR-Präsidenten Untersuchungen laufen. Die Zürcher Betei-

New Value



lungsfirma verlor alle flüssigen Mittel. Sie kann sich nicht mehr an Kapitalerhöhungen ihrer Startunternehmen beteiligen. Ihnen und New Value droht somit das Aus.

Im April wurden Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ausgetauscht. New Value steht eine Kapitalerhöhung bevor. Ferner ist vorgesehen, Beteiligungen ab-

zustossen und die zur Verfügung stehenden Mittel auf die aussichtsreichen Investments zu konzentrieren. Nachdem es erst kürzlich zu einem Konkurs (Solarindustries) und einer Totalabschreibung (Qualilife) kam, befinden sich noch 8 Gesellschaften aus dem Energie- und Gesundheitssektor mit einem Bilanzwert von geschätzten 15 Millionen Franken im Portfolio. Der innere Wert pro Aktie beträgt 4.80 Franken und liegt rund 80 Prozent über dem Börsenkurs. New Value hat den Turnaround noch keinesfalls geschafft. Konjunktur und Börsenstimmung erschweren es, Beteiligungen zu verkaufen. Die letzte Hoffnung liegt in der Kapitalerhöhung. Als Anleger

Erich Solenthaler

Der TA-Experte beantwortet in dieser Rubrik alle Fragen rund ums Geldanlagen.



Senden Sie uns Ihre Fragen an geld@tages-anzeiger.ch.

müssten Sie also bereit sein, zusätzliches Kapital einzuschliessen. Das scheint mir zu viel verlangt, sodass ich Ihnen den Verkauf der Aktien empfehle.

Vermögensverwaltung Interessenkonflikt bei der Berner Kantonalbank

Ich habe die Berner Kantonalbank um einen Vorschlag gebeten, wie ich eine Erbschaft anlegen soll. Die Empfehlungsliste befindet sich im Anhang. Wie ist diese zu beurteilen?

Aufgelistet werden sechs Anlagefonds, wobei die Aktienquote 44 Prozent beträgt. Zudem will Ihnen die BKB eigene Aktien ins Depot legen.

Bei der Zusammenstellung springt sofort ins Auge, dass alle Fonds von Swisscanto stammen, der gemeinsamen Fondsgesellschaft der Kantonalbanken. An ihr ist auch die Berner KB beteiligt. Sie erhält von Swisscanto sowohl Retrozessionen für den Vertrieb der Fonds als auch Dividenden. Die Berner KB hat also

ein doppeltes finanzielles Interesse daran, den Kunden Produkte von Swisscanto ins Nest zu legen.

Dies verstösst gegen den Grundsatz, dass Vermögensverwalter die Kundenbedürfnisse in den Vordergrund stellen müssen. Dies würde sich darin zeigen, dass auch Fonds anderer Anbieter vorgeschlagen werden. Dass ein Interessenkonflikt vorliegt, wird in den Vorschlägen für Obligationenfonds besonders sichtbar. Von diesen können Anleger in nächster Zeit vermutlich nur Verluste erwarten, während sich die BKB sichere Einnahmen verschafft.

Auch eigene Aktien zu empfehlen, halte ich für fragwürdig. Kundenberater dürfen dies, aber Finanzanalysten zum Beispiel ist es untersagt, sich über Titel ihres Arbeitgebers zu äussern, geschweige denn, sie zum Kauf zu empfehlen. Auch hier dominiert das Eigeninteresse der Berner Kantonalbank, die ihre Titel breit streuen möchte.

Ich halte den Anlagevorschlag für unakzeptabel und würde ihn zurückweisen.