

Interview mit Fondsmanager Marian Heller

In diesem ausführlichen Interview vom 21.08.2019 erläutert Fondsmanager Marian Heller, wie sich das aktuelle Wirtschaftsumfeld auf die Schwellenlandanleihen auswirkt, welche Risiken mit einer Investition in die Anlageklasse verbunden sind und wie der BKC Emerging Markets diese Risiken adressiert.

Der BKC Emerging Markets Renten hat mit seinem strategischen Währungsdrittel-Ansatz (1/3 in USD, 1/3 EUR und 1/3 Lokalwährungsanleihen) ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal in der Branche. Können Sie den Ansatz näher erläutern?

Marian Heller: Schwellenlandanleihen gibt es in EUR, in USD sowie in zahlreichen Lokalwährungen. Jeder Währungsraum bringt seine eigenen Zins- und Inflationsdynamiken mit sich. Da hier völlig unterschiedliche Prämien generiert werden, macht für die meisten Anleger eine Teilhabe in allen drei Segmenten Sinn. Im US-Dollar, aber auch vielen anderen Währungsräumen, lassen sich aktuell höhere Zinsen als im EUR verdienen, zusätzlich bestehen Chancen auf Kursgewinne über Währungsaufwertungen. Die verhältnismäßig hohe EUR-Quote im Fonds bietet gleichzeitig einen Puffer vor Währungsabwertung, fungiert also als natürliche Absicherung. Auf eine derivativ basierte Währungsabsicherung wird bewusst verzichtet, da die Absicherungskosten aktuell den erzielbaren Mehrertrag an Zinseinnahmen übertreffen. Taktisch kann im Fonds von dem neutralen Drittel-Mix abgewichen werden, um kurzfristige Opportunitäten in bestimmten Währungsräumen zu nutzen.

Wonach richtet sich die Entscheidung, in welche Währungs- bzw. Zinsräume investiert wird?

Heller: Für die BKC gilt im Investmentansatz stets der Grundsatz „Fakten statt Meinungen“: Belast- und bewertbare Fakten über die Ist-Situation haben strikten Vorrang vor Prognosen und Meinungen über zukünftige Entwicklungen. Wann ein bestimmter Währungsraum übergewichtet wird, bestimmt sich auf Basis eines streng regelbasierten und prognose-armen Konzeptes:

- Zunächst achten wir auf die relative Attraktivität des Realzinses: Je höher der Zins nach Abzug der lokalen Inflation, desto mehr Kapital fließt dem Währungsraum zu, was in Aufwertungen resultiert.
- Weiterhin sollte die fundamentale Bewertung der Währung historisch attraktiv sein. Grundsätzlich gilt: Je günstiger die Währung auf Basis langfristiger Bewertungskennzahlen (u.a. Kaufkraftparität, realer effektiver Wechselkurs), desto höher ist die Wahrscheinlichkeit mittelfristiger Währungsaufwertung.
- Trendstärke: Mit positivem Trend im Rücken erhöht sich das Vertrauen und damit die Wahrscheinlichkeit weiterer Währungsgewinne, vor allem solange die fundamentale Bewertung weiterhin günstig bleibt.
- Wirtschaftliche Rahmendaten: Entscheidend ist, dass die Höhe des Zinses ausreichend Kompensation für das Landes- bzw. Währungsrisiko bietet. Risikominimierend wirken sich z.B. positive Trends bei Leistungsbilanz und Wirtschaftswachstum sowie eine nachhaltige Fiskalpolitik aus.
- Funktion der Währung im Portfoliokontext: Je stärker die Eigendynamik einer Währung, desto wirksamer ist die Diversifikationseigenschaft für das Portfolio. Ein wichtiges Prinzip im Fonds ist eine ausbalancierte Verteilung der Währungen in offensive und defensive Bausteine. Insgesamt finden sich aktuell Anleihen aus 19 Währungen im Portfolio.

Per 23.8.2019 finden sich Anleihen aus insgesamt 19 Währungen im Portfolio.

Warum ist das Verhalten der amerikanischen Notenbank so entscheidend für die Entwicklung der Anlageklasse, und welche Rolle spielt hierbei der US-Dollar?

Heller: Die Funktion des US-Dollars als Weltleitwährung macht die amerikanische Zentralbank (Fed) zur wichtigsten Notenbank der Welt. Ihre monetäre Ausrichtung und die damit eng verknüpfte Entwicklung des US-Dollars haben erheblichen Anteil am kurzfristigen Erfolg von Anlagen in Schwellenländern u.a. aufgrund folgender Faktoren:

- Die Auslandsverschuldung von Schwellenländern ist mehrheitlich in USD notiert. Steigt der US-Dollar, erhöht sich die Schuldenlast. Steigen US-Zinsen, erschwert dies die Re- oder Neufinanzierung.
- Rohstoffimporte wie -exporte haben in Schwellenländern häufig einen überproportional hohen Anteil an der Wirtschaftsleistung. Da Rohstoffe international in USD gehandelt werden, ist die Währungsentwicklung für diese Länder besonders bedeutsam.
- Werden die Realzinsen in den USA im Vergleich zum Rest der Welt attraktiver oder wird von den Marktteilnehmern mehrheitlich ein Anstieg des USD erwartet, führt dies zu Kapitalzuflüssen in die USA und entzieht Schwellenländern somit wichtiges Kapital.

Kurz gefasst, wirkt sich eine straffende US-Zinspolitik bzw. ein steigender US-Dollarkurs häufig negativ auf die Performance von Schwellenlandanlagen aus. Genauso funktioniert der Effekt in die umgekehrte Richtung, sodass eine expansive Zinspolitik bzw. ein fallender US-Dollarkurs Rückenwind für Schwellenländer bedeutet.

Der Zusammenhang verdeutlicht, wie vorteilhaft es für einen Schwellenlandfonds sein kann, das US-Dollar-Währungsrisiko bewusst zu akzeptieren und auf eine derivative Währungsabsicherung zu verzichten. Leidet die Kursentwicklung der Schwellenlandanleihen unter einem erstarkenden Dollar, gleicht die Währungskomponente zumindest Teile der Verluste aus. Umgekehrt wird eine Währungsabwertung in Dollar-Schwächephase durch die Zins- und Kurserträge i.d.R. mehr als ausgeglichen.

Ist jetzt ein guter Zeitpunkt für die Anlageklasse?

Heller: Anfang des Jahres hat sich die Fed verbal von ihrer straffenden Zinspolitik verabschiedet und steht nun mit hoher Wahrscheinlichkeit am Anfang einer Zinssenkungsphase. Dies hat Schwellenländern in der ersten Jahreshälfte bereits viel Auftrieb beschert und sollte weiterhin für Rückenwind sorgen, solange die Fed die Forderungen der Märkte nach expansiven, Liquiditätserhöhenden Maßnahmen (wie Zinssenkungen oder Wertpapierankäufen) erfüllt.

Die Kehrtwende der US- Notenbank ist Ergebnis des Drucks der Märkte, aber auch Konsequenz des konjunkturellen Abschwungs, der sich weltweit abzeichnet. Wachstumsschwäche kann problematisch für riskantere Schwellenlandanlagen (z.B. für Aktien und Hochzinsanleihen) sein, aber gerade bei bonitätsstärkeren EM-Staatsanleihen auch zu Kursgewinnen führen, denn schwächeres Wachstum deckelt inflationäre Tendenzen und ermutigt Zinssenkungen der nationalen Zentralbanken. Anders als die EZB haben viele Zentralbanken der Schwellenländer im letzten Jahr die schmerzhaften aber notwendigen Schritte eingeleitet, Zinsen zu erhöhen und sich somit für den Abschwung gerüstet.

Trotz der nun stimulierenden Ausrichtung der Fed hat sich der US-Dollar bislang kaum verbilligt. Auch wenn fundamentale Argumente klar für eine mittel- bis langfristige Abwertung des Dollars sprechen, kann auf kurze Sicht, gerade im Falle eines deutlichen, weltwirtschaftlichen Abschwungs, die gegenwärtige Dollarstärke anhalten bzw. sich sogar weiter verstärken. Auch besteht das Risiko, dass die hohen Erwartungen an neue Liquiditätsflüsse der Fed nicht ausreichend erfüllt werden. Eine solche Entwicklung kann zu Kursverlusten in der Anlageklasse führen.

Der BKC Emerging Markets Renten adressiert dieses Risiko durch seine gewichtige US-Dollarquote und durch den nicht unerheblichen Anteil an defensiven Anleihen. Auf kurze Sicht lässt sich keine Währung verlässlich prognostizieren, weshalb das Fondsmanagement bewusst auf zu taktische Umschichtungen verzichtet. Tatsache ist, dass der USD auf Basis nahezu aller fundamentalen Bewertungsebenen sehr teuer ist, insbesondere im Vergleich zu Lokalwährungen aus Schwellen- und Frontiermärkten. Sobald hier die notwendige Trendumkehr erfolgt, sollten die günstigen Lokalwährungen der Anlageklasse über lange Jahre beachtlichen Rückenwind schenken.

Der Rückgang der Risikoaufschläge bei Schwellenlandanleihen, der neben dem Rückgang der Zinsen wesentlicher Treiber für die gute Kursperformance im ersten Halbjahr 2019 war, ging stellenweise so schnell, dass hier Gegenbewegungen, wie wir sie in den letzten Wochen erlebt haben, ganz natürlich sind und oft neue Kaufgelegenheiten bieten können. Obwohl sich der Fonds selbstverständlich nicht komplett der allgemeinen Marktentwicklung entziehen kann, ist der BKC Emerging Markets Renten konzipiert, um auch in einem risikoaversen Umfeld attraktive Renditen zu erwirtschaften. Ausschlaggebend ist der flexible Mischansatz des Fonds: Hierdurch können die relativ attraktivsten Segmente zwischen Hart- und Lokalwährungen in Staats- wie auch in Unternehmensanleihen frei priorisiert werden. Dass dieser Ansatz funktioniert, beweist ein Blick auf die Volatilität des Fonds: Mit ca. 3,7% jährlicher Volatilität gehört der Fonds zu den schwankungsärmsten der Kategorie (Stand: 21.08.2019).

Welche Rolle spielen die Frontiermärkte?

Heller: Es gibt keine einheitliche Definition, was ein Schwellenland genau auszeichnet. Orientierungsmaßstäbe sind neben dem Pro-Kopf-Einkommen vor allem die Kapitalmarktstärke und die Integration in die globale Wertschöpfungskette. Auch die Höhe des Agrarsektors an der Gesamtwirtschaftsleistung ist ein aussagekräftiger Indikator. Als Frontiermärkte werden solche Länder bezeichnet, die in ihrer Entwicklung eine Stufe hinter den Schwellenländern stehen, jedoch fortgeschrittener sind als ein reines Entwicklungsland. Viele Schwellenlandfonds sind auf ein relativ begrenztes Universum an prominenten Schwellenländern begrenzt. Der BKC Emerging Markets Renten hat bewusst ein deutlich weiter gefasstes Anlageuniversum und ist mit jeweils kleinen Einzelgewichten auch in einer Reihe Frontiermärkte engagiert. Obwohl Investitionen in solchen kleineren Ländern isoliert betrachtet oft hohe Risiken beinhalten, bietet ein Engagement gleich mehrere Vorteile:

- Frontiermärkte sind i.d.R. weniger stark in die globalen Kapitalmarktströme integriert. Dadurch reduziert sich ihre Abhängigkeit von breiten Portfolioflüssen in oder aus der gesamten Anlageklasse. Hingegen steht hier die landesspezifische Entwicklung stärker im Vordergrund.
- Obwohl die Volatilität eines einzelnen Frontiermarktes sehr hoch ist, führt eine Inklusion von mehreren möglichst untereinander unabhängigen Frontiermärkten zu einer insgesamt reduzierten Portfoliovolatilität gegenüber einem Schwellenlandportfolio ohne Frontiermärkte.
- Die Agilität aufgrund der Freiheitsgrade und schlanken Struktur des BKC Emerging Markets Renten ermöglicht Zugang zu Exoten, die größeren Managern aufgrund von Illiquidität nicht zugänglich sind.

Wie ist es um das Illiquiditätsrisiko bestellt?

Heller: Illiquidität ist ein häufig benanntes Risiko bei Schwellenlandinvestitionen. Illiquidität wird dann zum Risiko, wenn ein Fonds gezwungen ist, wenig liquide Positionen frühzeitig zu veräußern und dabei erhebliche Abschläge in Kauf nehmen muss. Ein Investor, der Anlagen in illiquideren Märkten tätigt, erhält im Gegenzug eine Illiquiditätsprämie, die das eingegangene Risiko kompensiert oder bestenfalls überkompensieren soll. Wer den Luxus eines langfristigen Anlagehorizontes hat, kann mit der Illiquiditätsprämie gutes Geld verdienen.

Als langfristig ausgelegter Fonds nutzt der BKC Emerging Markets Renten bewusst gewisse Illiquiditätsprämien, um einen Mehrertrag zu generieren. Das hierbei entstehende Risiko wird auf drei Arten adressiert:

- Sollte es zu einem plötzlichen Panikverkauf der Anlageklasse kommen, verfügt der Fonds über eine erhebliche Anzahl an liquiden Papieren, die im Bedarfsfall ohne große Abschläge veräußert werden können.
- Durch eine ausgeglichene Fälligkeitsstruktur werden kontinuierlich neue Mittel frei.
- Durch einen eingeschränkten Anlegerkreis verfügt der Fonds, wie alle BKC Fonds, über eine sehr langfristig orientierte Anlegerschaft, die deutlich weniger anfällig gegenüber problematischen „Hot money“, also kurzfristigen Geldzu- und abflüssen ist, als im Branchenvergleich üblich.

Sind Krisen in Schwellenländern nicht nach wie vor an der Tagesordnung?

Heller: Um das Fortschrittslevel der entwickelten Länder zu erreichen, haben die meisten Schwellen- und Frontiermärkte noch einen weiten Weg vor sich. Doch Kapitalmarkterfolg bestimmt sich nicht durch die aktuelle Lage, sondern durch die Rate der Veränderung (zum Guten oder Schlechten). Spannungen in einzelnen Ländern bestimmen regelmäßig die Schlagzeilen und verzerren schnell unser Bild auf die Gesamtsituation. Tatsächlich hat ein Großteil der Schwellen- und Frontierländer beachtliche Fortschritte erzielt: Verbesserungen in der institutionellen Qualität (z.B. im Abbau von Bürokratie, Aufbau von Rechtssicherheit, Korruptionsbekämpfung) gehen einher mit wirtschaftlichen Verbesserungen wie dem Abbau von Leistungsbilanzdefiziten und der Eindämmung von Inflation. Fixe Wechselkursregime wurden vielfach durch flexible ersetzt. Paradoxer Weise sind die für Anleiheinvestoren so wichtigen Zentralbanken in Schwellenländern oftmals unabhängiger und orthodoxer, als dies in entwickelten Ländern der Fall ist. Hier wurden Lehren aus den Krisen der 80er und 90er Jahre beherzigt.

Für wen eignet sich der BKC Emerging Markets Renten besonders?

Unabhängig von der aktuellen Lage machen die im Vergleich zu entwickelten Märkten hoch attraktiven Realzinsen vieler Schwellenländer eine Grundallokation in der Anlageklasse für jeden Anleger, der den Anspruch hegt, nach Abzug der Inflation einen positiven Ertrag zu erwirtschaften, essentiell. Durch die Vielschichtigkeit ist der Fonds positioniert um in guten Zeiten auskömmliche Erträge zu erwirtschaften und in schwierigen Phasen aufgrund seiner sehr breiten Streuung über Länder und Währungen als vergleichbar defensiver Fonds die Schwankung und Abwärtspartizipation zu begrenzen.

Investmenterfolg an die Erwartung zu knüpfen, Marktentwicklungen auf kurzfristige Sicht korrekt vorherzusagen ist selten eine gute Idee. Der Erfolg des Fonds hängt daher nicht am kurzfristigen Auf- und Ab der Kapitalmärkte sondern ist konzipiert um vom Megatrend des Aufstiegs der Schwellenländer und deren Zinsvorteilen zu profitieren. Das Fondsmanagement vermeidet bewusst ein zu taktisches Agieren. Starke Marktüber- und -unterreaktionen werden hingegen gezielt für Neupositionierungen genutzt.

Vielen Dank für das Gespräch Herr Heller.

Wertentwicklung des BKC Emerging Markets Renten seit Auflage



Kennzahlen

Kupon	5,6%
Rendite	5,3%
Duration	6,0 Jahre
Durchschnittsrating	BBB+
Perf. 1J	7,49%
Perf. 2J	5,34%
Perf. s. Aufl. (01.12.2016)	5,44%

Quelle: Universal Investment
Stand: 21.08.2019

Hinweis: Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen
Quelle: Bloomberg
Zeitraum: 01.12.2016 - 21.08.2019

Fondsdaten

Fondsbezeichnung:	BKC Emerging Markets Renten
Fondskategorie:	Rentenfonds international, Emerging Markets Ausrichtung
WKN:	A2AQZJ
ISIN:	DE000A2AQZJ8
Auflegungsdatum:	01.12.2016
Fondsgeschäftsjahr:	01.01. bis 31.12.
Ertragsverwendung:	Ausschüttend
Ausgabeaufschlag:	2,00%*
laufende Kosten:	0,98%
Benchmark:	Keine – Unabhängige EM Mischstrategie
Kapitalverwaltungsgesellschaft:	Universal-Investment-Gesellschaft mbH
Verwahrstelle:	DZ Bank

*Der Ausgabeaufschlag bzw. Verwaltungsvergütung bzw. die Beratervergütung sowie die Performance-Fee fließen ganz oder teilweise dem Fondsberater bzw. Vertriebspartnern zu. Nähere Informationen erhalten Sie bei Ihrem Fondsberater bzw. Vertriebspartner.

Die Chancen:

- Mehrertragspotential in den Emerging Markets gegenüber traditionellen Rentenanlagen
- Breite Streuung zwischen Staats- und Unternehmensanleihen in Hart- und Lokalwährungen
- Das aktive Management versucht einen Mehrertrag gegenüber einer passiven Anlage zu generieren
- Prinzipien der nachhaltigen Geldanlage werden im Managementprozess berücksichtigt

Die Risiken:

- Fondsvermögen ist den allgemeinen Markt-, Kurs-, Bonitäts- und Währungsrisiken der im Bestand befindlichen Wertpapiere ausgesetzt
- Erhöhte Schwankungsbreite gegenüber reinen festverzinslichen EUR Anlagen
- Negative Gesamtperformance auf kurze und mittlere Zeiträume möglich - Anleger sollten einen Anlagehorizont von mindestens fünf Jahren und eine erhöhte Risikotoleranz aufweisen. Es ist auch eine negative Wertentwicklung auf längere Zeiträume möglich.

Disclaimer:

Die zur Verfügung gestellte Information richtet sich nicht an Privatkunden, sondern nur an professionelle Kunden im Sinne des WpHG. Dieses Dokument wurde von der Bank für Kirche und Caritas erstellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüber hinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Es handelt sich hier weder um ein Angebot zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren noch um eine Bewertung oder Analyse. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Wir haben diese Informationen aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne die Informationen selbst zu verifizieren und können deshalb die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit nicht zusichern. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten:

Bei der vorliegenden Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung i.S.d. § 63 Abs. 6 S. 1 WpHG. Sie dient lediglich der allgemeinen, unverbindlichen Information für den Vertrieb innerhalb der Bundesrepublik Deutschland und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Des Weiteren stellt sie weder ein Angebot, noch eine direkte oder indirekte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Investmentfondsanteilen, Derivaten, etc. dar. Die Geeignetheit der genannten Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Prüfung gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen sollte der Anleger im Vorfeld einen Steuerberater konsultieren. Diese Werbemitteilung ersetzt insbesondere nicht die Lektüre der Vertrags- und Verkaufsunterlagen, wie etwa „Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“. Vorübergehende Wertverluste können jederzeit eintreten, aber auch darüber hinausgehende Wertverluste bis zum Totalverlust sind möglich. Verkaufsprospekte und die wesentlichen Anlegerinformationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der Bank für Kirche und Caritas sowie im Internet unter www.universal-investment.de erhältlich.