

PERFORMANCE TROTZ KRISE!

PAUL McNAMARA

Das erste Quartal 2020 stellte sich für alle Märkte und Anlageklassen als ausserordentlich schwierig dar. Nachdem Covid-19 zuerst im Dezember 2019 in China ausbrach, erzwang die weltweite Ausbreitung des Virus drastische Ausgangsbeschränkungen, die grosse Teile der wirtschaftlichen Produktion abrupt zum Stillstand brachten. Was bedeutet diese Situation für Schwellenländer-Anleihen?

Zu den so genannten Lockdowns kam der Einbruch der Rohölpreise, nachdem sich Russland und Saudi-Arabien nicht auf ein Abkommen zur Senkung der Förderquoten einigen konnten. Die Renditen von US-Treasuries fielen auf Rekordtiefstände und der Wert von Schwellenländeranlagen schwächte sich aufgrund der zunehmenden Risikoaversion der Anleger deutlich ab. Die auftretende Unsicherheit hat die drastische Verschlechterung der Han-

delsbedingungen zusätzlich verstärkt: Rekordhohe Kapitalabflüsse trafen mit der Anpassung an neue Arbeitsbedingungen und dem Quartalsende zusammen. Daher war es keine Überraschung, dass Länder mit schwachen Fundamentaldaten wie Südafrika, Brasilien und Kolumbien im ersten Quartal mit am schlechtesten abschnitten. Russland und Mexiko litten jedoch ebenfalls unter der vorangegangenen starken Positionierung der Anleger.

Positive Resultate im 1. Quartal 2020

Vor diesem Hintergrund erzielte unsere Zinsstrategie für Schwellenländer im ersten Quartal dennoch einen positiven Ertrag und schnitt deutlich besser ab als der Gesamtmarkt. Die ursprüngliche Strategie, Long-Positionen in Schwellenländer-Währungen durch Nicht-USD-Währungen zu finanzieren, zahlte sich aus. Die Risikoaversion – die zunächst durch die unerwartete Ermordung des iranischen Generals Qasem Soleimani im Januar ausgelöst und anschliessend durch das Coronavirus geschürt wurde – trieb den DXY-Index in die Höhe. Die Short-Position im australischen Dollar erwies sich ebenfalls als äusserst vorteilhaft, da Australien überproportional stark von einer Abschwächung in China betroffen ist. Auch die Short-Position im kanadischen Dollar kam der Wertentwicklung zugute.

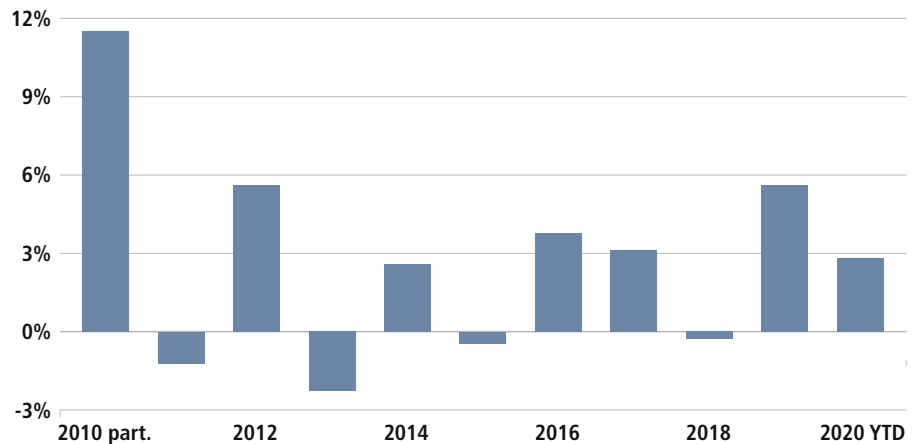
Als sich die Meldungen zum Virus verschlechterten und deutlich wurde, dass die Bemühungen zur Eindämmung der Pandemie das Wachstum beeinträchtigen würden, gingen wir zu einer Netto-Short-Position in Schwellenländer-Währungen über. Hiermit erzielten wir den Grossteil der Erträge. Short-Positionen in der indonesischen Rupiah, im brasilianischen Real und in der türkischen Lira leisteten positive Beiträge, zusätzlich kompensierte eine Devisenkurs-Sicherung Verluste aus hochverzinslichen südafrikanischen Anleihen. Gegen Ende des Quartals nutzten wir heftige Kursschwankungen und die signifikant steiler werdende Zinsstrukturkurve zur Eröffnung von Swap-Positionen in der Erwartung fallender Renditen in Ländern wie Südafrika, Mexiko und Russland. Gleichzeitig hielten wir Long-Positionen in US-Treasuries zur Absicherung einer auftretenden Risikoaversion.

Vier zentrale Ziele statt Schwellenländer-Analysen

Im Unterschied zu vielen anderen Prozessen für Schwellenländeranlagen beginnen wir als Team nicht mit der Analyse von Schwellenländern, sondern mit der Fokussierung auf vier zentrale Ziele.

Renditen des GAM Star Emerging Markets (Tranche USD Institutional)

Angaben nach Abzug von Kosten und Gebühren seit Lancierung am 09.06.2010



- **Bestimmung des Markthintergrunds:** Wir legen drei bis fünf globale Makro-Themen für die drei grossen Regionen USA, Europa und China fest. Sie dienen als Richtschnur für die Länderauswahl und bestimmte Präferenzen für Ertrags- und Risikotreiber.
- **Identifizierung dominierender Wirtschaftsstories:** Umfangreiche Mikro-Länderanalysen in Kombination mit einem firmeneigenen «Krisenfilter» testen diese Einschätzungen und versuchen, mögliche länderspezifische Wendepunkte zu ermitteln.
- **Ermittlung der Marktbewertungen:** Unter Berücksichtigung der Bewertungen sowie technischer und länderspezifischer Faktoren wird ein ausgewogenes Verhältnis aus überzeugungsstarken Chancen und Risikoabsicherungen angestrebt.
- **Portfolio-Aufbau und Risikomanagement:** Der Prozess führt gewöhnlich zu einem durchschnittlich diversifizierten Portfolio mit 30 bis 40 liquiden Einzeltiteln, die direktionale (long oder short) oder nicht-direktionale (Relative Value) makroökonomische oder länderspezifische Einschätzungen repräsentieren können. Für die Entscheidungsfindung im Rahmen dieses Prozesses spielt aktives Risikomanagement ebenfalls eine wesentliche Rolle. Hierbei werden wir durch ein unabhängiges Team unterstützt.

Wir stellten fest, dass unser Ansatz in diesem unsicheren, schwankungsanfälligen Umfeld ausgesprochen erfolgreich war. Angesichts der Wachstumsbelastungen durch die Massnahmen zur Eindämmung der Ausbreitung von Covid-19 bleiben wir überwiegend vorsichtig. Zum Zeitpunkt der Niederschrift geben die Infektionsdaten aus Europa, wo sich die Fallzahlen offenbar stabilisieren, und Asien, wo es kaum Anzeichen für eine zweite Welle gibt, Grund zur Hoffnung. Darüber hinaus reagierten Regierungen und Zentralbanken weltweit mit beispiellos schnellen und umfassenden Massnahmen, um die Auswirkungen abzumildern. Vorerst werden wir die Entwicklungen aufmerksam verfolgen, um mögliche Wendepunkte zu erkennen und die Strategie angemessen ausrichten zu können.

Paul McNamara
Investment
Director Emerging Markets
Fixed Income
bei GAM
Investment
Management,
London.

