

Schroders

2010 – Jahresausblick für asiatische Anleihen

How Phuang Goh, Leiter Anleihen Asien (ohne Japan), über die Aussichten für 2010



- Weltweit leiteten Regierungen und Notenbanken bisher beispiellose Maßnahmen ein, um einen Zusammenbruch des Finanzsystems abzuwenden. Die Anzeichen sprechen jetzt dafür, dass sich Asien auf dem Weg der wirtschaftlichen Erholung befindet.
- Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass die weltweite Konjunkturerholung glatt verläuft. Wir rechnen daher 2010 mit verstärkter Volatilität bei asiatischen Anleihen – hier insbesondere Unternehmensanleihen – und Währungen.
- Angesichts beschränkter Refinanzierungsdrucks und eines soliden Bankensektors in Asien dürfte die nächste Korrektur bei den risikoreicheren Anlagen relativ verhalten ausfallen. So bieten sich Möglichkeiten, Unternehmensanleihen und vor allem Hochzinsanleihen weiter auszubauen.

Bedenken gegenüber der Stabilität der globalen Erholung (gedämpfte Endnachfrage in den G3-Volkswirtschaften, Überschusskapazitäten weltweit, Entschuldung im Westen, nicht haltbare Kreditexpansion und Infrastrukturinvestitionen in China) flauten 2009 ab, da das Konjunkturwachstum widerstandsfähiger als erwartet war. Das lag hauptsächlich an den bisher beispiellosen Konjunkturpaketen und der lockeren Geldpolitik der Regierungen und Zentralbanken weltweit.

Unter diesen Rahmenbedingungen konnten sich die risikanten Anlageklassen von ihren Tiefständen Anfang 2009 erholen. Die von der globalen Nullzinspolitik beflügelten liquiditätsgetriebenen Rallyes führten dazu, dass sich riesige Portfolios zugunsten der Schwellenländerwährungen, inklusive Asien, neu ausrichteten. Das begünstigte die Aufwertung asiatischer Währungen (der ADXY Index, der eine Reihe von asiatischen Währungen bemisst, stieg von Januar bis Oktober 2009 um 2,2 %).

Um eine Prognose zur Entwicklung asiatischer Anleihen 2010 abzugeben, ist es erforderlich, drei separate Bereiche unter die Lupe zu nehmen: Währungen, Zinsen und Kredit.

Währungen

Wir gehen davon aus, dass der allgemeine Risikoappetit den US-Dollar weiter beflügelt. In absehbarer Zeit werden die Vorgehensweisen der einzelnen Notenbanken jedoch divergieren. Wir sind davon überzeugt, dass verschiedene Zentralbanken Asiens, darunter Korea, Indien und möglicherweise sogar China, die lokalen Zinssätze in der ersten Jahreshälfte 2010 leicht anheben. Der US-Dollar hat zwar auf längere Sicht mit Problemen zu kämpfen, beispielsweise mit seiner schwindenden Rolle als Reservewährung der Welt und dem strukturellen Haushaltsdefizit. In der nahen Zukunft besteht jedoch keine Gefahr einer Vertrauenskrise, wenn man sich die anhaltende rege ausländische Beteiligung an US-amerikanischen Treasury-Auktionen ansieht.

Kurzfristig ist der Konsens in Bezug auf den US-Dollar bereits stark auf fallende Tendenz eingestellt. Denn der Risikoappetit hat geradezu „euphorische“ Ausmaße erreicht und Risikoanlagen bewegen sich auf den Höchstwerten von 2009. Dadurch steigt unserer Ansicht nach die Möglichkeit, dass der US-Dollar fällt – am wahrscheinlichsten Hand in Hand mit einer Korrektur von riskanten Anlagen. Der gewaltige US-Dollar-Carry-Trade ist den Währungen der Schwellenländer (einschließlich Asien) zugute gekommen. Doch die Risiken solcher Massenhandel („Crowded Trades“) dürfen in den kommenden Monaten nicht unterschätzt werden: Es stehen Ausstiegsstrategien auf dem Plan, die Konjunktur-



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft



„Der stabile Bankensektor in Asien und der geringe Refinanzierungsdruck bieten solide Rahmenbedingungen für asiatische Unternehmensanleihen.“

„Eine weitere Straffung der Credit-Spreads dürfte sich in Grenzen halten. Daher bieten ausgewählte Hochzins-Unternehmensanleihen im aktuellen Niedrigzins-Umfeld die besten risikobereinigten Renditechancen.“

„Trotz struktureller US-Dollar-Bedenken: Extrem hoher Optimismus und steigende Positionierungsrisiken mahnen zu Vorsicht.“

„Auf längere Sicht bleiben die Aussichten auf eine Aufwertung asiatischer Währungen positiv.“

Maßnahmen laufen nach und nach aus und der Industriezyklus erreicht seinen Höhepunkt zu einer Zeit, in der die Erwartungen in Bezug auf Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne 2010 immer stärker auf steigend eingestellt sind.

Langfristig sind wir weiterhin positiv gestimmt, was die Aussichten auf eine sachte Aufwertung der asiatischen Währungen gegenüber dem US-Dollar anbelangt. Sachte deshalb, weil die asiatischen Zentralbanken wie immer aktiv in den Markt eingreifen werden, um eine zu starke Aufwertung zu verhindern. Denn die asiatischen Volkswirtschaften brauchen Zeit, damit der Übergang von ihrer historischen Exportabhängigkeit in ein anderes Modell glatt verläuft. Der taiwanesischen Dollar ist ein deutliches Beispiel für das hartnäckige Eingreifen der Zentralbank. Wir würden ein Engagement hier gern vermeiden, wenn sich diese Entwicklung fortsetzt. Es wird erwartet, dass der chinesische Yuan irgendwann in der ersten Hälfte 2010 wieder erstartet. Diese Aufwertung dürfte aber nicht wesentlich von den 5 bis 7 Prozent pro Jahr abweichen, die vor der Kreditkrise 2008 üblich waren.

Andere asiatische Währungen sind im Allgemeinen entweder als „Glücksspiel“ zu sehen oder von den Aussichten des US-Dollars abhängig. Sowohl der koreanische Won wie auch die indische Rupie gehören in die erste der beiden Kategorien, da sie größtenteils vom globalen Risikoappetit gesteuert werden. Der koreanische Won hat eine hohe Korrelation zu Aktien, während die indische Rupie von den Portfolioflüssen beeinflusst wird. Auch die indonesische Rupie und der philippinische Peso reagieren sensibel auf den Risikoappetit. Sie sind aber weniger liquide und haben hohe Absicherungskosten in Zeiten, in denen die Anleger das Risiko scheuen. Für den Fall einer Korrektur bei Risikoanlagen sind wir daher diesen Währungen gegenüber vorsichtig. Der thailändische Baht wird durch politische Risiken und eine relativ niedrige Liquidität belastet. Hingegen fallen der Singapur-Dollar und der malaysische Ringgit in die zweite Kategorie. Denn die Notenbanken dieser Länder haben eine „neutrale“ Haltung bei der Währungspolitik und sind durch ausländische Reserven und beachtliche Leistungsbilanzüberschüsse im Wesentlichen abgedeckt. Daher würden wir unsere Positionierung hier mehr von den allgemeinen Aussichten des US-Dollars abhängig machen.

Zinssätze

Die hohe Arbeitslosigkeit und eine Kapazitätsauslastung auf historischem Tiefstand in den entwickelten Volkswirtschaften dürften den weltweiten Inflationsdruck niedrig und die Zinssätze noch für längere Zeit nahe bei null halten. Außerdem tragen ein negatives makroökonomisches Umfeld, historisch steile Zinskurven und Zeichen für eine anhaltende ausländische Unterstützung von US-Treasury-Auktionen sowie eine steigende Nachfrage von Banken dazu bei, den Angebotsdruck zu kompensieren. Dadurch entsteht ein breit gefasstes Handelsumfeld für globale Staatsanleihen.

Wir gehen davon aus, dass die asiatischen Zentralbanken zurückhaltender reagieren, als der Markt erwartet. Denn aggressive Zinserhöhungen stehen im Widerspruch zu ihren Strategien, sich gegen eine Währungsaufwertung zu stemmen. Daher sehen wir Gewinnmöglichkeiten bei Short-Rates in Märkten, die kräftige Zinserhöhungen bereits eingepreist haben (z. B. Korea, Indien und Thailand), sowie taktische Möglichkeiten für Long-Rates in Märkten wie Singapur, Malaysia und Korea, deren Kurve steil ist. Hingegen meiden wir Longbonds in Indien und Indonesien, zum einen wegen der negativen technischen Daten für Anleihen und zum anderen wegen der zu hohen Bewertungen.

Kredit

Eine deutliche Straffung der Credit-Spreads seit März 2009 hat die absoluten Kreditertäge in Asien auf einen neuen Rekordtiefstand gebracht – selbst im Vergleich zur Vor-krisenzeit 2006–2007. Eine weitere Komprimierung der Credit-Spreads könnte sich in



**How Phuang Goh,
Leiter Anleihen Asien (ohne
Japan)**

How Phuang Goh wurde im Juli 2001 zum Leiter des Bereichs Anleihen Asien (ohne Japan) ernannt. Er ist zurzeit verantwortlich für die Anlagestrategie an den asiatischen Rentenmärkten und das Management der Rentenportfolios Asien (ohne Japan). Er begann seine Investmentkarriere 1989, und er ist CFA-Inhaber.

„Wir sehen Möglichkeiten in Märkten, die hohe Zinserhöhungen bereits eingepreist haben, da die weltweite Nachfrage unsicher bleibt.“

Grenzen halten und es ist wahrscheinlich, dass ein allgemeiner Anstieg des Risikoappetits kurzfristig für weitere Spread-Bewegungen sorgt. Wir haben unser Engagement bei einigen Kreditpositionen in den letzten Wochen reduziert, da ihr Risiko-Rendite-Verhältnis aufgrund der hohen Bewertung für Anleger nicht mehr attraktiv ist. Und das obwohl die Fundamentaldaten von Unternehmensanleihen weiterhin positiv sind und von geringem Refinanzierungsdruck und einem stabilen Bankensektor in Asien zeugen. Da sich die Unternehmen die geringen Erträge und das positive Marktumfeld zum Anzapfen der Kapitalmärkte zunutze machen werden, rechnen wir 2010 mit einem großen Angebot. Dadurch bieten sich Gelegenheiten für besser bewertete und ertragreiche Investment-Grade- und Hochzins-Unternehmensanleihen, die in einem extremen Niedrigzins-Umfeld attraktive Belohnungen bieten. Im Gegensatz dazu machen die hohen Bewertungen bei asiatischen Hochzins-Staatsanleihen (besonders bei philippinischen) das Risiko-Rendite-Verhältnis für Anleger uninteressant, außer für taktisches Beta-Management, da sie eine bessere Handelsliquidität aufweisen.

Volatilität an den Märkten dürfte angesichts bleibender Unsicherheiten anhalten

Was folgt daraus für die Märkte? Wir glauben, dass die Aktienmärkte Asiens angesichts bleibender Unsicherheiten im Jahr 2010 volatil bleiben. Zwar rechnen wir nicht notwendigerweise mit einer drastischen Marktkorrektur, doch die Gewinnerwartungen wurden bereits deutlich nach oben korrigiert. Hier könnte es jedoch zu einer Enttäuschung kommen: Die Märkte leiden immer noch unter den weltweiten Unausgewogenheiten, was sich im weiteren Verlauf als Gegenwind für das wirtschaftliche Wachstum erweisen und das regionale Gewinnwachstum beeinträchtigen könnte. Die Prognosen für die weltweite Konjunktur sind bei weitem noch nicht klar; dazu kommt die hervorragende Performance der asiatischen Aktienmärkte 2009. Daher würden uns Gewinnmitnahmen nicht überraschen, wobei sich langfristige Anleger Unternehmen mit guten Fundamentaldaten zuwenden werden.

Das passt gut zu unserem Investmentansatz, da wir unsere Portfolios zurzeit defensiv aufgestellt haben. Da sich die Märkte jetzt außerdem „normalisieren“, nehmen wir an, dass wir uns auf eine größere Differenzierung auf Sektor- und Unternehmensebene einstellen können und damit 2010 auf einen Markt, der Stock-Pickern sehr gelegen kommt. Besonders interessieren uns der Konsumgütermarkt in Asien sowie Versicherungen, ertragsorientierte oder Infrastrukturunternehmen und solche, bei denen wir Bewertungsvorteile erkennen und die sich in diesem Umfeld gut behaupten dürften. Dadurch bietet sich nicht nur eine gewisse Absicherung gegen Verluste bei Marktproblemen. Diese Unternehmen sollten gleichzeitig auch von ihrer Beteiligung an den immer wichtigeren Konsum- und Investmenttrends in Asien profitieren. Andererseits sind wir weiter vorsichtig bei den Titeln, die am sensibelsten auf die Prognosen zur weltweiten Nachfrage reagieren. Denn unserer Ansicht nach sind die Bewertungen und die Markterwartungen zu hoch.