

# Emerging Markets Debt – Subjektive und objektive Allokation

Schwellenländer sind für institutionelle wie private Investoren nach wie vor äusserst attraktiv. Trotz der sich verbessernden ökonomischen Lage sieht sich das globale Finanzsystem weiterhin mit unsicheren Zeiten konfrontiert. Die aufstrebenden Volkswirtschaften haben den jüngsten Turbulenzen zwar standhalten können, reagieren aber nach wie vor empfindlich auf die Schwächung der Wachstumsraten der industrialisierten Länder. Zudem ist der Liquiditätsstrom, den viele Emerging Markets erleben, nicht nur ein Segen, sondern birgt auch die Gefahr höherer Volatilität an den Kapitalmärkten. Dennoch, die Risiken in Emerging Markets haben weiter abgenommen, wie der jüngste «IMF – Global Financial Stability Report» (International Monetary Fund, IMF) festhält, und Emerging Markets ziehen Investoren dank besserer Wachstumsaussichten und vor allem einer im Vergleich mit entwickelten Volkswirtschaften gesünderen fundamentalen Lage an.



**Von Alfonso Papa**  
Geschäftsführer  
ING Investment Management  
(Schweiz) AG

Die Aussicht auf eine Aufwertung der lokalen Währungen ist längst nicht mehr der einzige Grund, weshalb sich Investoren in festverzinsliche Papiere in lokaler Währung engagieren. Verglichen mit industrialisierten Ländern wurden makroökonomische Risiken in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften weiter reduziert. Insgesamt hat sich die Verschuldungssituation weiter verbessert und unkontrollierte inflationäre Tendenzen sind dank geldpolitischer Massnahmen und einer

nach wie vor hohen Produktivität unter Kontrolle. Die fundamentalen Aspekte sprechen klar für ein Engagement in Emerging Markets. So liegt der Verschuldungsgrad im Verhältnis zum Brutto-sozialprodukt bei gerade mal durchschnittlichen 30%, während industrialisierte Nationen sich mit Niveaus von 100% und mehr konfrontiert sehen. Aus fiskalpolitischer Sicht müssen Emerging Markets den Vergleich mit den G7-Nationen nicht scheuen, zumal letztere einen deutlich höheren Verschuldungsgrad aufweisen. Dem stehen eine wesentlich höhere und stark wachsende Produktivität der Emerging Markets gegenüber.

Auf Jahresbasis liegt der Wachstumsunterschied zwischen aufstrebenden und entwickelten Nationen bei ca. 4,5% zugunsten der Emerging Markets. Zudem hat das Wachstum an Qualität gewonnen und der lokale Absatzmarkt an Wichtigkeit zugenommen.

Vergleicht man etwa das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in der Dekade vor der Jahrtausendwende mit den Jahren 2000 bis 2010, wird deutlich, wie viel robuster das Wachstum der Emerging Markets geworden ist. So fiel das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der Asienkrise 1997/1998 auf das Niveau europäischer Nationen und somit deutlich unter die Wachstumsraten der USA. In der jüngsten Finanzkrise, die einen globalen systematischen Effekt zur Folge hatte, kam die Stabilität des Wachstums aufstrebender Volkswirt-

schaften zum Ausdruck. Auch wenn Emerging Markets sich dem Sog der Finanzkrise nicht gänzlich entziehen konnten, blieben die Wachstumsraten positiv. Die Erholung setzte deutlich und rapide ein, während westliche Regionen derweilen mit negativen Wachstumsraten zu kämpfen hatten.

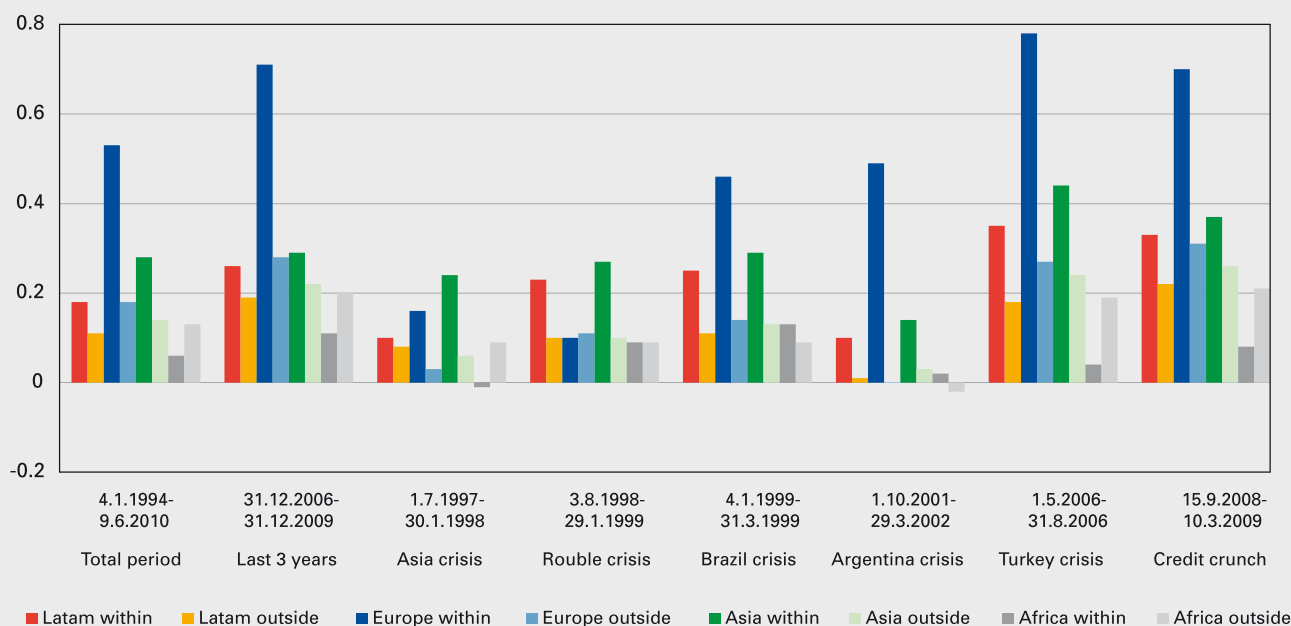
Aus Ertragsicht bieten Emerging Markets Investoren relativ zu industrialisierten Kapitalmärkten wesentlich höhere Renditen. Zusammenfassend bieten aufstrebende Volkswirtschaften eine Aufwertung der lokalen Währung, höhere Verzinsungen, wesentlich höhere Wachstumsraten und eine gesunde Finanzierungsbasis. Die sich verbessernde Bonität der Staaten und Unternehmen, kombiniert mit höheren Erträgen, machen eine Allokation in festverzinsliche Papiere in lokaler Währung äusserst attraktiv.

## Diversifikation dank unkorrelierter Währungen

Die Währungsallokation per se wird vermehrt als eigenständige Anlageklasse erkannt und gewinnt zunehmend an Bedeutung. Was für ein Engagement in sogenannten Local-Currency-Anleihen und Geldmarktinstrumenten spricht, sind nebst dem Aufwertungspotential auch die relativ niedrigen und durchaus stabilen Korrelationen.

Die Grafik stellt die durchschnittlichen Korrelationen der im Emerging Local Markets Index + (ELMI+) enthaltenen Währungen dar. Lokale Währungen sind vergleichsweise länder-spezifischen Einflüssen stärker ausgesetzt und weniger von globalen Entwicklungen abhängig. Die durch-

## Average correlations from Emerging Local Markets Index+ (ELMI+) currencies within each region and outside the region



Source: JP Morgan, ING Investment Management

schnittlichen Korrelationen (4.1.1994 bis 9.6.2010) innerhalb der dargestellten Regionen Lateinamerika, Emerging Europe, Asien und Afrika zeigt das allgemein tiefe Niveau auf, wobei die Korrelationen ausserhalb der Regionen noch niedriger ausfallen. Noch interessanter ist aber, wie sich die Korrelationen in den jeweiligen Stressphasen, den einzelnen Krisen, verhalten haben. Unerwartete Marktschocks führen meist zu einer Zunahme der Korrelationen, insbesondere wenn systeminhärente Risiken sich manifestieren. Aber selbst in der Kreditkrise, die mit der Periode 15.9.2008 bis 10.3.2009 dargestellt ist, bleiben die Korrelationen vor allem ausserhalb der Regionen auf niedrigem Niveau relativ stabil. Aus Portfoliomanagement-Sicht bieten lokale Währungen in Emerging Markets einen nicht zu vernachlässigenden Diversifikationsnutzen.

### Von subjektiver und objektiver Allokation

Generell zeigen globale Statistiken eine stetig wachsende Neuallokation von Geldern in Emerging Markets. Institutionelle Anleger reduzieren Allokationen in entwickelten Regionen zugunsten aufstrebender Nationen. Der

IMF-Bericht zeigt einen seit 2003 stark zunehmenden Kapitalstrom, und Liquidität fliesst weiter insbesondere nach Asien und Lateinamerika. Der Geldfluss wird von der risikoadjustierten Outperformance der Emerging Markets gegenüber den industrialisierten Nationen unterstützt. Zudem legen auch private Investoren ihr Augenmerk vermehrt auf Emerging Markets.

Am Beispiel von US-Investoren lässt sich aufzeigen, dass diese, wenn sie sich von einer subjektiven Allokation zu einer vermehrt objektiven Allokation bewegen, noch einiges an Investitionen in Emerging Markets aufzuholen haben. So sind US-domizilierte institutionelle Investoren relativ zur globalen Marktkapitalisierung insbesondere in Emerging Markets nach wie vor stark untergewichtet. Gemäss dem IMF würde eine 1%ige Neuallokation der globalen Aktien und Anleihenpositionen der G4-Investoren zu einem zusätzlichen Geldfluss in Emerging Markets führen, der gar über dem Geldfluss im Rekordjahr 2007 zu liegen käme.

Angesichts derartiger Kapitalströme stellt sich die Frage, ob die Staats- und Unternehmensanleihen in Schwellenländern einem regelrechten Boom ausgesetzt sind, der über kurz oder

lang in einer Blase enden muss. Das Risiko einer Blasenbildung muss jedoch aus verschiedenen Perspektiven analysiert werden. Wichtig sind sicherlich die Bewertungsniveaus und der Verschuldungsgrad. Beide Faktoren suggerieren, dass wir uns noch weit von einer effektiven Blasenbildung weg befinden, zumal gerade die fundamentalen Daten in Emerging Markets sich zunehmend verbessern. Auch die Bewertungsniveaus gemessen an Credit Spreads, Realrenditen und Währungskursen zeigen eine faire Bewertung.

### Steigende Allokationen

Der Anleger, der sich in Emerging Markets engagieren will, sollte sicherlich einen langfristigen Horizont vor Augen haben. Timing stellt sich als äusserst schwierig dar und die Anlageklasse Emerging Markets bleibt empfindlich gegenüber globalen Risiken. Tatsache bleibt aber, dass sich gerade aufgrund der vorteilhaften fundamentalen Gegebenheiten Emerging-Markets-Allokationen in den Portfolios von institutionellen und privaten Investoren weiter in Richtung realökonomischer, also objektiver Grössen, bewegen müssen.

*alfonso.papa@ingim.com* •