

Global Emerging Markets – Strukturelle Diversifikation und Wachstum

Naturwissenschaften sprechen von «Phase-locking», wenn bei ansonsten unkorrelierten Handlungen ein synchronisiertes Verhalten auftritt. Anleger kennen ein ähnliches Phänomen, das sich durch instabile Korrelationen manifestiert.



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Eine der grundlegenden Annahmen, deren sich der Anleger bewusst sein muss, ist die Einschätzung der Kovarianzen, besser interpretierbar als Korrelationen zwischen den einzelnen Portfolioelementen. Diese entscheiden zum wesentlichen Teil über den Diversifikationsnutzen einer Anlage. Korrelationen sind aber alles andere als stabil und zeigen gerade in Stressphasen, dass sich vermeintlich schwach korrelierte Investitionen stark synchron verhalten können und das Gesamtrisiko des Portfolios wesentlich beeinflussen.

Eine weitere Tatsache, deren sich der Anleger bewusst sein muss, ist, dass ein gut diversifiziertes Portfolio spezifische, nicht aber systematische Risiken diversifizieren kann, was in der jüngsten Finanzkrise nur zu deutlich wurde. Diversifikation wird konsequenterweise über weitere Anlageklassen, Anlagentechniken, Länder und Regionen gesucht. Während jedoch das moderne Portfoliomanagement die globale Di-

versifikation längst implementiert hat, tun sich gesetzliche Richtlinien, aber auch die Marktteilnehmer, teilweise äusserst schwer, sich den veränderten globalen Strukturen anzupassen. Der «Home Bias», sprich die Präferenz für inländische, naheliegende Unternehmen und Projekte, spielt dabei eine wesentliche Rolle.

Am Beispiel von U.S. Investoren lässt sich der «Home Bias» deutlich aufzeigen: Vergleicht man den Anteil der Kapitalmärkte der Schwellenländer an der globalen Marktkapitalisierung mit den durchschnittlichen Portfolioallokationen von 2 bis 7%, ist eine deutliche Untergewichtung nicht von der Hand zu weisen. Eine marginale Abweichung von der aktuellen Allokation würde zu nicht unwesentlichen Liquiditätsströmen zugunsten der Emerging Markets führen.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) hält in seinen jüngsten Schätzungen fest, dass bereits eine Neuallokation zugunsten von Emerging Markets von 1% der von Investoren aus den G-4-Ländern gehaltenen Vermögen zu einem Nettomittelzufluss von rund 485 Mrd. US\$ führen würde – eine Summe, die das Rekordjahr 2007 übertreffen würde. Die Neuverteilung der Stimmrechte beim IWF wird den Emerging Markets aufgrund der eingeleiteten Reform zukünftig mehr Gewicht beim Fonds einräumen – eine Konsequenz der realwirtschaftlichen Entwicklung. Am deutlichsten wird die Verschiebung der Stimmrechte beim IWF zugunsten der aufstrebenden Volkswirtschaften von China, Indien, Brasilien, Mexiko und Südkorea.

Diversifikationsnutzen aus unterschiedlichen Perspektiven

Fundamental betrachtet spricht vieles für eine strategische Allokation in Emerging Markets. In jüngster Vergangenheit erleben wir eine «Entkopplung» der Wachstumsraten zwischen entwickelten und aufstrebenden Volks-

wirtschaften. Basierend auf den Einschätzungen des IWF wird sich der Anteil der Emerging Markets gemessen am globalen nominalen Bruttoinlandsprodukt von der Jahrtausendwende bis 2015 verdoppeln. Legt man den Schätzungen die Kaufkraftparität zugrunde, wird das Bild noch deutlicher. Typischerweise nimmt die Wichtigkeit der Kapitalmärkte mit der Entwicklung einer Volkswirtschaft linear zu. Die realistische Annahme, dass das Wachstum der aufstrebenden Regionen über die nächste Dekade anhalten wird, führt unweigerlich zu einer höheren Portfolioallokation, sei es in festverzinsliche Anlagen wie auch in Aktien. Letztendlich werden Investoren ihre Allokationen zugunsten dieser sich weiter entwickelnden Kapitalmärkte verschieben müssen.

Akzeptiert man, dass die Länderallokation aufgrund der Globalisierung gegenüber der Sektorallokation an Bedeutung verliert, wird einem der strukturelle Diversifikationsnutzen der Emerging Markets noch mehr bewusst. Ein Vergleich der Aktienmärkte, repräsentiert durch die jeweiligen Indizes, zeigt die signifikanten Unterschiede in den Sektoren zwischen entwickelten und aufstrebenden Volkswirtschaften auf. Für die industrialisierten Länder stehen der deutsche, der japanische, der europäische und der U.S.-amerikanische Aktienmarkt; diese werden mit den BRIC-Ländern verglichen. Die BRIC-Länder tendieren zu grösseren Gewichten in Rohstoffen und Energiewerten, während die entwickelten Regionen höhere Gewichte in den Sektoren Finanz, Industrie, Konsumgüter und Technologie aufweisen (s. Grafik).

Eine historische Messung der Korrelationen zeigt den Diversifikationsnutzen einer Beimischung von Emerging Markets zu unterschiedlichen Anlageklassen. Die wachstumsstarke Periode der Emerging Markets der vergangenen 7 Jahre, insbesondere relativ zu entwickelten Regionen, zeigt nach wie vor den Diversifikationscharakter

Unterschiede in der Sektorgewichtung

Country	Germany	Japan	Europe	USA	Brazil	Russia	India	China
Index	Dax	Nikkei 225	DJ Euro Stoxx 50	S&P 500	Bovespa	RTSI	Sensex	ShComp
Financials	21.8	6.3	32.5	15.4	22.0	19.7	25.4	33.8
Basic Materials	19.2	8.0	7.7	3.0	32.6	13.8	6.4	16.1
Industrials	14.8	26.9	8.4	11.4	3.2	0.7	16.1	14.0
Utilities	14.3	0.5	10.8	3.8	7.3	7.1	5.5	3.4
Consumer Goods	12.8	19.9	11.0	10.8	7.2	0.4	10.4	6.1
Technology	6.7	10.8	4.0	17.4	0.0	0.0	12.3	1.3
Telecom	5.7	4.7	9.8	2.8	4.2	1.9	4.8	0.8
Health Care	2.8	10.1	3.5	12.1	0.0	0.2	0.9	2.2
Consumer Services	1.9	11.7	2.7	11.2	4.9	1.4	0.0	3.6
Oil & Gas	0.0	1.1	9.7	12.1	18.6	54.9	18.2	18.8

Quelle: Bloomberg

der Emerging Markets. Gerade bei den Aktienmärkten zeigt sich aber auch eine zunehmende Korrelation zwischen den industrialisierten Ländern und den grossen Emerging Markets. Letztere haben insbesondere nach der Finanzkrise für globales Wachstum gesorgt. Eine genauere Betrachtung der Korrelationen auf Sektorebene zeigt aber auch, dass indirekt, über ausgewählte Sektoren und Unternehmen in entwickelten Märkten, der Anleger vom anhaltenden Wachstumstrend der Emerging Markets profitieren kann. Gerade in der Nahrungsmittelbranche und im Gesundheitssektor lassen sich westliche Unternehmen finden, die ein grosses Engagement in Emerging Markets aufweisen.

Die historische Betrachtung attestiert der Anlageklasse Emerging-Markets-Debt und deren «Unterklassen» ein interessantes Diversifikationspotenzial gegenüber Allokationen in industrialisierten Regionen. Noch interessanter ist das Diversifikationspotenzial der lokalen Währungen in Emerging Markets. Lokalwährungen der jeweiligen Regionen legten gerade in Krisenzeiten wie der Asienkrise oder der Rubelkrise, aber auch während der Finanzkrise, eine hohe Resistenz gegenüber dem «Phase-locking»-Phänomen an den Tag und zeigten untereinander ein schwach korreliertes Verhalten.

Kapitalmarktstrukturen und Qualität

In den vergangenen 10 Jahren ist ein markanter Anstieg der Liquiditätsströme zugunsten der Schwellenländer feststellbar. Seit 2003 nimmt der Anteil der in Emerging Markets investierten Gelder stetig zu, einerseits durch Neuinvestitionen, andererseits durch die Überperformance gegenüber den entwickelten Regionen. Weiter scheinen auch private Investoren Schwellenländern mehr Gewicht einzuräumen und investieren vermehrt in Kapitalmärkte der aufstrebenden Länder. Der strukturelle globale Wandel ist im Gange und die Verschiebung der Gewichte zugunsten aufstrebender Nationen ist kaum aufzuhalten.

Dennoch, gerade institutionelle Investoren zeigen weiterhin markante Untergewichtungen in Emerging Markets – in Aktien wie in festverzinslichen Kategorien. Historische Messungen belegen den Diversifikationsnutzen der Emerging Markets zu entwickelten Regionen. Auch wenn die Globalisierung diesen Nutzen reduzieren kann, sprechen fundamentale und strukturelle Gründe für den anhaltenden Diversifikationscharakter der Emerging Markets. Weiter ist die Qualitätssteigerung der Märkte nicht von der Hand zu weisen. Gerade Dividenden sind ein trans-

parenter Indikator für solide Bilanzen und nachhaltiges Wachstum der Unternehmen. Was sich in den industrialisierten Regionen in den vergangenen Jahrzehnten bewährt hat, wird bei zunehmender Qualität der Kapitalmärkte aufstrebender Nationen je länger je wichtiger. So attraktiv Emerging Markets sind, der Investor muss sich der Risiken bewusst sein und auf langfristige Qualität setzen. Marktanalysen zeigen, dass beispielsweise in Asien Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen längerfristig den Gesamtmarkt und Unternehmen mit höchsten Wachstumsraten zu übertreffen vermochten (CLSA, Monkey Business: Searching for superior dividends, 17.5.2010).

Die attraktive Bewertung der Kapitalmärkte, die gemessen an der globalen Wirtschaft überdurchschnittlich positiven fundamentalen Faktoren (Demographie, Staatsverschuldung, Aufwertungspotenzial der heimischen Währung etc.) und die nach wie vor soliden Wachstumsaussichten werden weiterhin Investoren anziehen und sprechen für ein Engagement in Emerging Markets. Allerdings ist ein fundamentaler aktiver Ansatz unerlässlich, will man die Risiken richtig einschätzen und die richtigen Anlageentscheidungen treffen können.

alfonso.papa@ingim.com
www.ingim.com