

Editorial:

Die Emerging-Market-Euphorie

In den letzten Monaten sind Anlagen in "Emerging Markets" (EmMa) schwer in Mode gekommen.

In der "Financial Times" wurden Emerging Markets kürzlich zu den im Augenblick "heissesten" Investmentsektoren überhaupt gerechnet. Anlagestrategen sollen bereits etwas überpointiert behauptet haben, die heute adäquate Strategie bestehe darin, die Obligationenengagements in den entwickelten Märkten und die Aktienengagements in den EmMas zu tätigen. Dass deren Aktienmärkte "in" sind, zeigt die Vielzahl der in den letzten zwei Jahren neu gegründeten Länderfonds, die in diese häufig illiquiden - Märkte investieren und die ihrerseits als geschlossene Fonds ähnlich wie Aktien gehandelt werden. Der "Global Investor" geht davon aus, dass jeder dritte neu angelegte Investmentdollar in Emerging Markets fliesse, und er beziffert das Ausmass der internationalen Investitionen in diese Märkte auf 11 Mrd. £ - mit selbstverständlich steigender Tendenz. Auch in der Schweiz haben wir in den letzten Monaten sehr erfolgreiche Fondslancierungen in diesem Bereich gesehen.

Im vorliegenden Editorial wollen wir dieser "EmMa-Euphorie" etwas auf den Grund gehen. Zunächst sollen kurz ein paar definitorische und statistische Aspekte beleuchtet werden und anschliessend sollen Risiko/Ertrags-Analysen einiger dieser Wachstumsmärkte angestellt werden. Dies deswegen, weil z.B. von den Protagonisten der Investitionen in Wachstumsmärkte oft nur die Ertragschancen beleuchtet werden und auf der anderen Seite von eher zurückhaltenden Beratern praktisch nur die Risi-

ken. In den nachfolgenden Abschnitten soll demgegenüber aufgezeigt werden, dass ein vernünftig diversifiziertes EmMa-Portfolio nicht nur die aggregierten Ertragschancen der Wachstumsregionen dieser Welt verkörpert, sondern unter bestimmten Bedingungen auch vertretbare Anlagerisiken inkorporiert. EmMa-Portfolios können geradezu als Schulbeispiel für angewandte Portfoliotheorie herangezogen werden.

Zunächst einige definitorische Überlegungen:

Üblicherweise werden Wachstumsmärkte über irgendwelche volkswirtschaftlichen Grössen definiert. So lieferte die International Finance Corporation, eine Tochter der Weltbank, kürzlich eine am Realeinkommen orientierte Definition: Sie rechnete zu den Emerging Countries all diejenigen Volkswirtschaften, deren Bruttoinlandprodukt pro Kopf der Bevölkerung im Jahre 1990 unter 7620 \$ lag. Heute wäre dieser Wert unter Berücksichtigung der Inflationsentwicklung etwas höher - bei ungefähr 8000 \$ - anzusiedeln. Unter die Begriffsdefinition fallen der gesamte südamerikanische und der afrikanische Kontinent sowie grosse Teile Asiens. In Europa gehören Portugal, Griechenland und die Türkei sowie die osteuropäischen Volkswirtschaften in diese Länderkategorie.

Tabelle 1 gibt exemplarisch eine Aufstellung, die sich a priori auf diejenigen Märkte bzw. Länder beschränkt, die konkret derzeit für den Kapitalanleger - und in diesem Kontext vor allem den Aktienanleger - in Frage kommen. Die Tabelle enthält neben einigen volkswirtschaftlichen Kennzahlen

auch Angaben zur Grösse und zur Bewertung der Aktienbörsen.

Natürlich geben diese Länder und Märkte ökonomisch ein recht heterogenes Bild. Immerhin weisen sie aber doch einen ähnlichen Entwicklungsstand sowie einige gemeinsame Merkmale auf, die zu

beleuchten sich lohnt. So weisen die meisten Länder in dieser Kategorie aufgrund niedriger Lohn- und Lohnnebenkosten enorme Kostenvorteile in der Güterproduktion auf; sie haben eine deutlich geringere Regulierungsdichte als die entwickelten Industrieländer, und sie verfügen teilweise (z.B.

Tabelle 1: Emerging Markets in Zahlen

		Rating	BIP/Kopf in \$	Kapitalisierung in Mio. \$	P/E
Argentinien	RA	BB-	5'727	18'633	12 ¹
Brasilien	BR	B2	2'650	45'261	13 ¹
Chile	RCH	BBB	2'942	29'644	14 ⁴
Kolumbien	CO	BBB-	1'583	5'681	11 ¹
Mexiko	MEX	BB+	3'946	139'061	10 ¹
Peru		--	2'348	2'630	17 ¹
Venezuela	YV	BB	2'905	7'600	10 ¹
<i>Lateinamerika</i>				248'510	
Indien	IND	--	290	65'119	30 ²
Pakistan	PK	BB+	402	8'028	12 ²
Sri Lanka		--	562	1'439	12 ²
<i>Südasien</i>				74'586	
Indonesien	RI	--	681	12'038	20 ¹
Malaysia	MAL	A	2'459	94'004	20 ¹
Philippinen	RP	BB-	742	13'794	15 ¹
Thailand	T	A-	1'637	58'259	13 ¹
Vietnam			140		
<i>Südostasien</i>				178'095	
China		BBB	370	18'314	13 ¹
Korea	ROK	A+	6'540	107'448	15 ¹
Taiwan	ROC	AA+	9'942	101'124	17 ¹
<i>Ostasien</i>				226'886	
Griechenland	GR	BBB-	7'824	9'489	11 ¹
Polen		--	2'235	222	16 ³
Portugal	P	AA-	7'830	9'213	11 ¹
Tschechien			3'204	0	
Türkei	TR	BBB	1'978	9'931	5 ¹
Ungarn		BB+	2'925	562	5
<i>Europa</i>				29'417	

1 Barings Juli 93

2 Fleming April 93

3 Kreditanstalt Bankverein Juli 93

4 Morgan Stanley Juli 93

5 wegen vieler Unternehmen mit Verlusten nicht aussagekräftig

Indien, China) über grosse potentielle Binnenmärkte. Der Zufluss von ausländischem Kapital, der Status als Billiglohnland und die damit verbundene Verlagerung von Produktionen aus entwickelten Ländern werden den Entwicklungsländern insgesamt eine grössere Wachstumsdynamik verleihen, als sie derzeit in den entwickelten OECD-Ländern (wo die Prognosen auf 1,5-2,5% lauten) prognostiziert wird.

Damit deuten sich *pari passu* auch höhere Ertrags-erwartungen für die Aktienmärkte der Schwellenländer an, sofern die Wirtschaftsaussichten nicht schon heute in den Börsenbewertungen inkorporiert sind. Hier gilt, dass die Kurs/Gewinn-Verhältnisse früher deutlich unter 10 lagen, heute aber zumeist auf zweistellige Grössen angestiegen sind und bisweilen den Wert von 20 bereits überschritten haben. Dies ist nicht zuletzt eine Folge der schon angesprochenen ausländischen Kapitalzuflüsse, die die entsprechenden (und wohl auch erforderlichen) Bewertungskorrekturen herbeigeführt haben.

Daraus folgt, dass die Zeit der exorbitanten Pioniergewinne in vielen dieser Märkte bereits der Vergangenheit angehört. Auf der anderen Seite ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Aktienmärkte der entwickelten Länder häufig ebenso grosse Kurs/Gewinn-Verhältnisse aufweisen, ohne ähnlich gute Aussichten für das reale Wirtschaftswachstum zu haben. Kommt hinzu, dass in den Märkten, die bislang noch nicht "entdeckt" oder deren Aktienbörsen noch nicht hinreichend entwickelt sind (wie den osteuropäischen Volkswirtschaften) sich künftige Pioniergewinne durchaus noch abzeichnen.

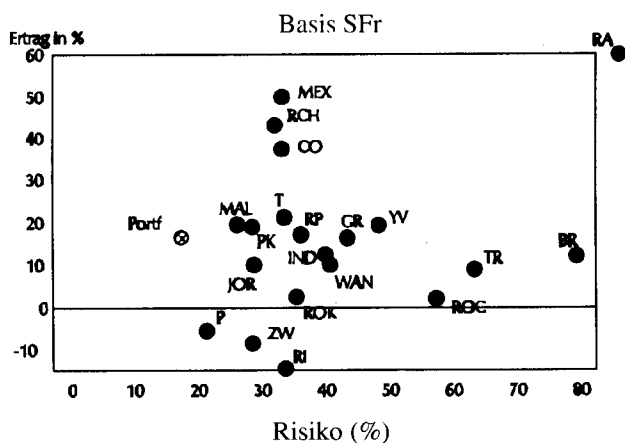
Nun zu den Risiken: Es ist bekannt und weitläufig dokumentiert, dass sich sowohl die Volatilität als auch die Liquidität der Emerging Markets in ganz anderen Kategorien abspielen als bei den "reifen Märkten". Bezüglich der Liquidität weiss allerdings ein jeder Praktiker, dass man auch in den "reifen Märkten" nur dort wirklich "sicher ist" (wenn es denn diese Sicherheit überhaupt gibt), wenn man sich im Blue Chips Bereich befindet. Bezüglich der Volatilität liegen aber tatsächlich Welten zwischen den "entwickelten" und den "sich entwickelnden" Aktienmärkten. Was heisst das

konkret? Das heisst konkret, dass - während wir die reiferen Aktienmärkte im Bereich von 15-20% annualisierte Standardabweichung ansiedeln können -, die Aktienmärkte der Emerging Countries eher im Bereich 30-60% Volatilität anzusiedeln sind. Diese Zahlen illustrieren, dass die oft formulierten Befürchtungen über die imminenden Risiken einer Anlage in *einzelnen* EmMas durchaus zu Recht bestehen.

Immerhin wissen wir aber bereits aus der traditionellen Literatur zur internationalen Asset Allocation, dass es nicht sinnvoll ist, seine Aktienanlagen ausschliesslich in einem Land zu tätigen, sondern - die Korrelationseigenschaften unterschiedlicher Märkte ausnützend - international möglichst breit zu diversifizieren. Diese Arbeitshypothese wird wohl auch bei den Investitionen in die Emerging Markets richtig sein. Dort vielleicht in noch ausgeprägterem Masse, wissen wir doch, dass wohl die Volkswirtschaften z.B. Mexikos und Malaysias noch weniger miteinander zu tun haben als z.B. jene der Schweiz und der USA. Dass mithin die Erträge der Aktienmärkte solcher Länder noch weniger miteinander korreliert sein sollten als diejenigen der "entwickelten" Welt. Und letztlich besteht ja die "Kunst" der Portfolioselection darin, möglichst tief korrelierte Märkte zu kombinieren.

Abbildung 1 mag Aufschluss geben über die Risiko- und Ertragseigenschaften der 20 wichtigsten Emerging Equity Markets. Diese Standarddarstellung enthält auf der Vertikalen die annualisierten Standardabweichungen (April 1988-April 1993) und auf der Horizontalen die entsprechenden annualisierten Gesamterträge (alles in Schweizer Franken). Sowohl die (Volatilitäts-)Risiken als auch die (historischen) Erträge all dieser individuellen Emerging Markets gehen klar aus Abbildung 1 hervor. Interessant ist auch hier wieder einmal der Risiko-Ertragslocus eines gemischten, global diversifizierten EmMa Portefeuilles (in Abbildung 1 mit Portf bezeichnet). Und zwar handelt es sich um den Locus eines gleichgewichteten und nicht eines börsenkapitalisierungsgewichteten Portefeuilles bzw. Indexes, um die durch die Kapitalisierung (vgl. Tabelle 1) übermässige Gewichtung Mexikos et-

Abbildung 1: Risiken und Erträge von Emerging Markets



Zeitperiode: 4/1988 - 4/1993

was zu reduzieren. Es wird auch hier einmal mehr deutlich, welche Risikoreduktionseigenschaften eine breite - hier globale - Diversifikation mit sich bringt. Während die Volatilität des "durchschnittlichen" Aktienmarktes eines solchen Schwellenlandes zwischen 35 und 40% liegt und der "durchschnittliche Ertrag" in etwa bei 18%, reduziert sich das Risiko eines gleichgewichteten Portfolios um rund 50% auf etwa 18%! Dies bei natürlich gleichbleibendem Durchschnittsertrag. Es braucht hier nicht im Detail erläutert zu werden, dass diese Eigenschaft aus der Kovarianzmatrix der Erträge dieser Märkte hervorgeht - zu zahlreich sind die Arbeiten, die wir in den letzten Jahren in FINANZMARKT UND PORTFOLIO MANAGEMENT zu diesem Thema abgedruckt haben. Immerhin ist es aber interessant, dass ein global diversifiziertes EmMa Aktienportfolio (volatilitäts-) risikomässig nur unwesentlich vom Schweizer Aktienmarkt entfernt ist und selbstverständlich als Block in Kombination mit einem Schweizer Aktienengagement ebenfalls günstige Korrelationseigenschaften aufweist. Daraus folgt, dass heute globale Aktienstrategien nicht mehr darumherumkommen, auch die Aktienmärkte der rund um die Welt aufstrebenden Emerging Countries systematisch in Asset Allocation-Überlegungen miteinzubeziehen.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass Emerging Market Anlagen im allgemeinen (und ein breit gestreutes globales EmMa-Portefeuille im besonderen) günstige Diversifikationseigenschaften aufweisen. Dieser Vorteil ist weitgehend ertragsunabhängig, d.h., er ist auch dann gegeben, wenn das EmMa-Portefeuille keine systematisch höheren Erträge aufweist. Entgegen landläufiger Meinung sollten also Investitionen in Märkte aufstrebender Schwellenländer auch und gerade von dem Motiv einer Verringerung des Schwankungsrisikos geleitet werden und nicht nur von den zuvor skizzierten langfristigen Ertragsüberlegungen. Eine breite Diversifikation innerhalb dieser Märkte und über die Märkte selbst ist hierbei allerdings eine wichtige strategische Handlungsmaxime. Denn nur unter dieser Voraussetzung sind die aufgezeigten Effekte einigermaßen zuverlässig und berechenbar.

Weitergehende Literatur

- EUN, C. (1991): "Market Segmentation and Investment Barriers in Emerging Equity Markets", Paper at the World Bank Symposium on Portfolio Investments in Developing Countries September 1993.
- DIVECHA, A., J. DRACH and D. SIEFEK (1992): "Emerging Markets: A Quantitative Perspective", *Journal of Portfolio Management* 19, Fall, pp. 41-50.
- Emerging Stock Markets Factbook, International Finance Corporation Washington D.C., 1993.
- GLOBAL INVESTOR (1993): "Emerging Markets: The War for a Single Emerging Markets Benchmark", July/August 1993.
- HERI, E.W. und B. POSCHADEL (1993): "Aktienanlagen in Emerging Markets sind eine ideale Ergänzung für jedes Portfolio", *Finanz und Wirtschaft*, 13. Okt. 1993.
- RILEY, B. (1993): "Emerging Optimists", in: *Financial Times* 11.9.93.
- SPEIDELL, L.S. and R. SAPPENFIELD, R. (1992): "Global Diversification in a Shrinking World", *Journal of Portfolio Management* 19, Fall, pp. 57-67.
- WILCOX, J.W. (1992): "Taming Frontier Markets", *Journal of Portfolio Management* 19, Fall, pp. 51-56.
- WILCOX, J.W. (1992): "Global Investing in Emerging Markets", *Financial Analyst Journal* 48, January/February, pp. 15-19.