

# Emerging Markets: Alternative zu klassischen Anlageregionen?

Im Vergleich zu Aktien und Anleihen klassischer Anlageregionen konnten Anleihen aus Schwellenländern, sogenannte «Emerging-Market»- oder «Emma»-Anleihen, in den letzten Jahren eine sehr gute Performance erzielen. Wer Ende 1993 1 Million US\$ in den Emerging Market Bond Index JPM EMBI+ investiert hätte, würde heute 2,81 Millionen besitzen. Eine Investition in den globalen Weltaktienindex FTSE World oder in den Weltregierungsanleihenindex WGBI hätte dagegen zu einem Endvermögen von «nur» rund 1,85 Millionen US\$ geführt. Wird diese Erfolgsgeschichte weitergehen?



**Von Thomas Härter**  
Strategy and Economic Research  
Bank Leu, Zürich

Die eindrücklichen Renditen stellen auch ein Indiz für das eingegangene Risiko dar. Die hohe Renditevolatilität von Emma-Anleihen wurde in der Vergangenheit jedoch sehr gut entschädigt. Die Anlageklasse «Emma-Anleihen» wies zudem eine geringe Korrelation mit dem Weltaktien- und dem Weltanleihenindex auf, was die Attraktivität dieser Anlageklasse zusätzlich erhöhte. Wesentlich unattraktiver präsentiert sich dagegen das historische Risiko-/Rendite-Verhältnis von Emma-Aktien. Deren Performance fiel in den letzten zehn Jahren enttäuschend aus (Grafik 1). Die höhere Volatilität von Emma-Aktien wurde nicht nur nicht belohnt, sondern sogar bestraft (Grafik 2).

In einer vergangenheitsorientierten Betrachtung würde man also einen

grossen Anteil seines Vermögens in Emma-Anleihen investieren und nur einen sehr kleinen Teil in Emma-Aktien.

## Ist der Kauf von Emma-Anleihen immer noch opportun?

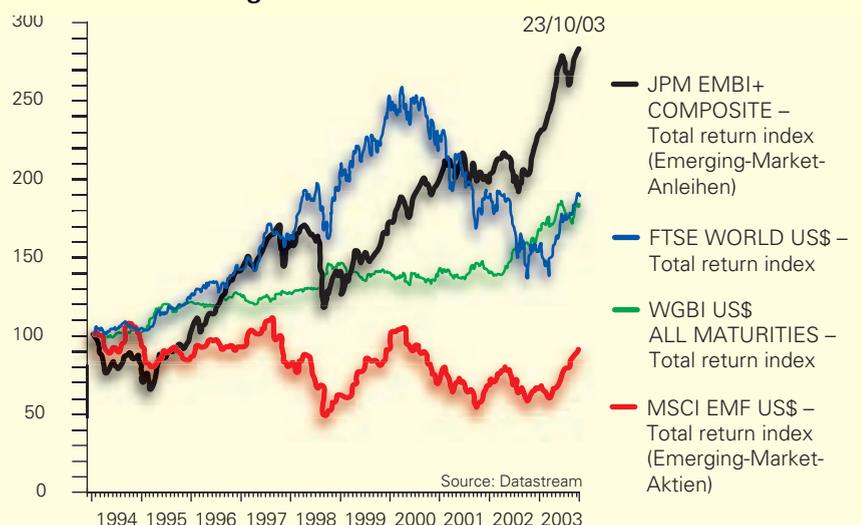
Sollen sich Investoren weiterhin auf diese vergangenheitsorientierte Betrachtungsweise stützen und entsprechend Emma-Anleihen gegenüber Emma-Aktien bevorzugen? Im allgemeinen führen langanhaltende, überdurchschnittlich hohe Preisanstiege zu einer deutlichen Überbewertung einer Anlageklasse. Dann ist zwar die historische Rendite hoch, die Prognose zukünftiger Renditen muss jedoch entsprechend tief sein. Ein Beispiel: Von Januar 1985 bis August 2000 stieg der S&P 500 jährlich um 15,3%. Die hohen Renditen führten zu einer deutlichen Überbewertung amerikanischer Aktien und folglich zu tiefen zukünftigen Renditeerwartungen. Die Gefahr, dass viele Investoren die zukünftigen

Renditen der Anlageklasse «Emerging-Market-Anleihen» aufgrund der hohen vergangenen Renditen als zu hoch einschätzen, ist gross. Die Gefahr, dass viele Investoren die zukünftigen Renditen der Anlageklasse «Emerging-Market-Aktien» als zu tief einschätzen, ist ebenfalls gross. Daher sollte man als Investor unbedingt die richtigen Schlüsse aus einer vergangenheitsorientierten Betrachtungsweise ziehen: derzeit ist der Kauf von Emma-Aktien attraktiver als der Kauf von Emma-Anleihen.

## Emma-Aktien sind vorzuziehen

Diese Empfehlung kann mit einem einfachen Bewertungsmodell zusätzlich untermauert werden. Um die Bewertung von Emma-Aktien im Vergleich zu Emma-Anleihen abzuschätzen, werden zwei Kennzahlen hinzugezogen: das Kurs-/Gewinn-Verhältnis von Emerging-Market-Aktien und der Credit Spread von Emerging-Market-Anleihen.

**Grafik 1: Hervorragende Performance von Emma-Anleihen**



Die tiefen Credit Spreads (Risiko-prämien) prognostizieren niedrige zukünftige Renditen von Emerging-Market-Anleihen in Relation zu Staatsanleihen. Diese tiefen Credit Spreads deuten gemäss unseren Untersuchungen klar auf eine zukünftige Unterperformance von Anleihen aus den Emerging Markets hin; denn der deutliche Rückgang der Risikoprämien geht nicht mit einem entsprechend starken Rückgang des Risikos einher. Die tiefen Kurs-/Gewinn-Kennzahlen von Emerging-Market-Aktien im Vergleich zur Anleihenrendite stellen dagegen starke Signale für eine zukünftige Outperformance von Aktien gegenüber Anleihen dar.

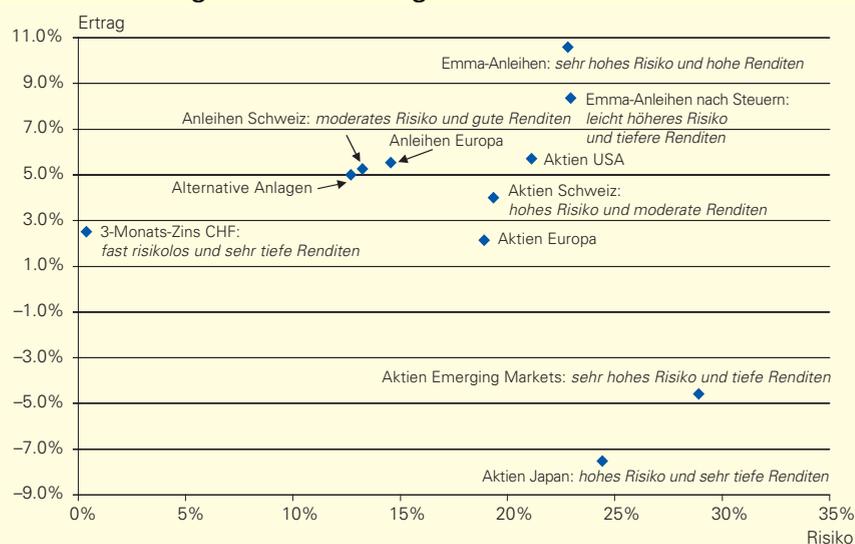
Ist das Kurs-/Gewinn-Verhältnis von Emerging-Market-Aktien hoch und gleichzeitig die Verfallsrendite von Emerging-Market-Anleihen tief, sind Emerging-Market-Aktien im Vergleich zu Emerging-Market-Anleihen günstig bewertet. Wie Grafik 3 zeigt, ist dies derzeit der Fall. Die Differenz zwischen Verfallsrendite und Kurs-/Gewinn-Verhältnis liegt momentan über zwei Standardabweichungen unter dem langjährigen Durchschnittswert.

### Günstig bewertete Emma-Aktien

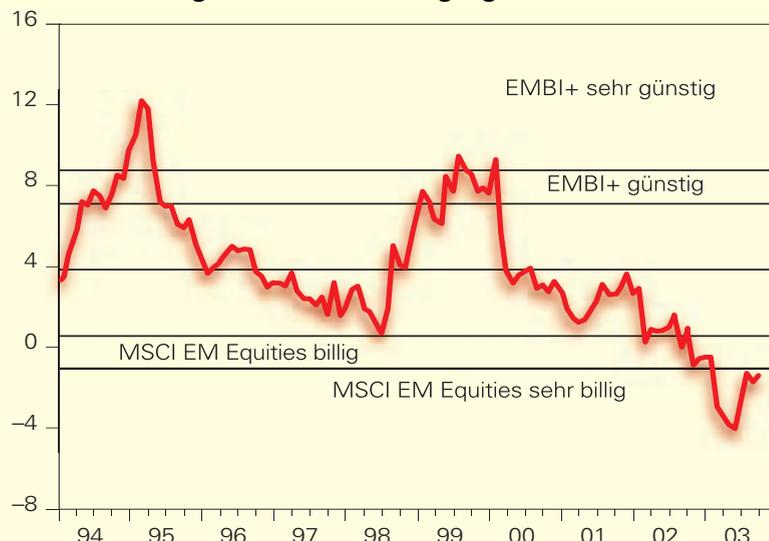
Emerging-Market-Aktien sind im Vergleich zu Emerging-Market-Anleihen momentan also günstig bewertet. Eine genauere Analyse zeigt auf, dass eine Outperformance der Emerging-Market-Aktien innerhalb der nächsten ein bis drei Jahre ziemlich wahrscheinlich ist. Wir haben obiges Bewertungsmodell als Grundlage für eine Strategie verwendet, die zwischen den Anlageklassen Aktien und Anleihen wechselt. Unsere Strategie konnte einen gleichgewichteten Index (50% Aktien, 50% Anleihen) um jährlich 1,10% übertreffen. Derzeit empfiehlt das Modell, 100% in Emerging-Market-Aktien und 0% in Emerging-Market-Anleihen zu investieren. Neben dem Bewertungsargument unterstützt auch die fundamentale Analyse die These, dass Investitionen in Emerging-Market-Aktien zum heutigen Zeitpunkt attraktiver sind als Investitionen in Emerging-Market-Anleihen.

Der Schwerpunkt der Marktkapitalisierung von Emerging-Market-Aktien

Grafik 2: Ertrags- und Risikoeigenschaften



Grafik 3: Günstig bewertete Emerging-Market-Aktien



liegt mit 53% in Südostasien. Besonders in dieser Region haben sich die makroökonomischen und ordnungspolitischen Rahmenbedingungen seit der schweren Finanzkrise von 1997/98 stark verbessert. Einerseits ist der politische Einfluss auf die Kreditvergabe des Bankensystems stark zurückgegangen, andererseits konnten dank beachtlicher Handelsbilanzüberschüsse hohe Bestände an Hartwährungsreserven akkumuliert werden. Zudem sind die Währungen der meisten ostasiatischen Länder immer noch unterbewertet. Aktieninvestoren können deshalb neben Kursgewinnen auch mit Währungsgewinnen rechnen. Auch Osteuropa hat eine neue Phase politischer und wirtschaftlicher Stabilität erreicht, die potentiellen Investo-

ren interessante Anlagemöglichkeiten eröffnet.

Im Gegensatz zu Emerging-Market-Aktien liegt das Schwergewicht der Marktkapitalisierung bei Emerging-Market-Anleihen mit 51% in Lateinamerika. Entgegen dem allgemeinen Trend hat Lateinamerika Schwierigkeiten, an der ordnungspolitischen Reformfront nennenswerte Fortschritte zu erzielen, was die Wachstumsaussichten Lateinamerikas trübt.

Auch eine regionale Analyse kommt somit zum Ergebnis, dass Emerging-Market-Aktien gegenüber Emerging-Market-Anleihen vorzuziehen sind. Aktien aus Schwellenländern dürften sogar eines der interessantesten Anlagethemen dieses Jahrzehnts darstellen. ■