



EMERGING MARKETS DEBT

Die Entwicklung Indiens zum globalen Wachstumsmotor

März 2023



Indien – Kann die größte Demokratie der Welt zum Wachstumsmotor des nächsten Jahrzehnts werden?

Authored by Philip Fielding, Senior Managing Director and Co-Head of Emerging Markets Debt

Wir schreiben Ende Januar 2023. Ein in den USA ansässiger Hedgefonds, benannt nach dem 1937 explodierten deutschen Luftschiff Hindenburg, veröffentlicht einen vernichtenden Bericht über dubiose Geschäftspraktiken eines indischen Konglomerats. Bis der Markt die Schlussfolgerungen des Berichts verdaut hat, ist der Börsenwert des Konzerns um mehr als 100 Mrd. USD gefallen, und die Renditen der von dem Mischkonzern ausgegebenen Anleihen sind in den zweistelligen Bereich gestiegen. Der Eigentümer Gautem Adani, nach dem das Konglomerat benannt ist und bis dahin viertreichster Mensch der Welt, wird unterdessen zu einem bloßen Mitläufer in der Rangliste der globalen Milliardäre degradiert.

Als dieser Sachverhalt Schlagzeilen machte, stellten wir uns die Frage, ob es sich um einen Wendepunkt für den indischen Kapitalismus handeln könnte. Ist dies vielleicht sogar der Todesstoß für das Entwicklungsmodell, in dem große Mischkonzerne das Wirtschaftswachstum Indiens vorantreiben. In diesem Artikel widmen wir uns dem indischen Kapitalismus, seinen Verknüpfungen mit der Politik und der Frage, ob sich Indien in einer multipolaren Welt künftig tatsächlich zu einem globalen Wachstumsmotor aufschwingen kann.

Indien seit der Unabhängigkeit – vom „Lizenz Raj“ zur freien Marktwirtschaft

Kurz nachdem Indien seine Unabhängigkeit von Großbritannien im Jahre 1947 erlangte, wurde ein System mit

strengen staatlichen Wirtschaftskontrollen eingeführt, das von den späten 1940er Jahren bis Mitte der 1990er Jahre Bestand hatte. Das System, das oft abfällig als „Lizenz Raj“ bezeichnet wurde, wies viele Parallelen zum sowjetischen Modell der Planwirtschaft auf. Aufgrund einiger wichtiger Unterschiede und lokaler Besonderheiten konzentrierte sich die indische Variante der sozialistischen, fast kommunistischen Strukturierung der Wirtschaft indes darauf, die Lage der armen indischen Bauern und nicht so sehr die der Industriearbeiter zu optimieren. Ein Proletariat im sowjetischen Sinne gab es in der weitgehend von Subsistenzwirtschaft geprägten Gesellschaft der frühen Republik Indiens nämlich nicht. Andere Merkmale des Lizenz Raj werden jedem bekannt vorkommen, der sich eingehender mit der sowjetischen Staatsorganisation befasst hat. Zu nennen wären beispielsweise eine Planungskommission, welche die Wirtschaft zentral verwaltete und Indiens Fünfjahrespläne formulierte, und eine Besessenheit mit dubiosen Messgrößen und Statistiken. Erst 2014 beschloss die Regierung von Narendra Modi, diese Planungskommission aufzulösen und durch die National Institution for Transforming India (NITI –

ABBILDUNG 1: DIE NEUE INDISCHE DENKFABRIK FÜR WIRTSCHAFTSFRAGEN / NITI AAYOG



Quelle: <https://niti.gov.in/index.php/objectives-and-features>

Aayog) zu ersetzen. Dabei handelt es sich um eine Denkfabrik, die eher einem Sachverständigenrat von beratenden Wirtschaftsexperten ähnelt, wie es ihn in zahlreichen Ländern gibt. Allerdings sind die Nachwirkungen des inzwischen abgeschafften zentralen Planungssystems in Indien nach wie vor deutlich zu spüren. In den Jahren des Lizenz Raj s erhielten nämlich nur diejenigen, die über ausreichende Kontakte zu den Eliten in der Politik und Verwaltung verfügten, Produktionsgenehmigungen oder Lizenzen für andere Geschäftsaktivitäten. Dies leistete korrupten Praktiken und der Zahlung von Schmiergeldern stark Vorschub und führte allgemein zu einer ineffizienten Ressourcenverwendung. Ferner untergrub es sämtliche Bemühungen um eine effiziente Produktion und Verteilung von Waren und Dienstleistungen.

Wenn eine zentrale Behörde *de facto* entscheidet, was ein Unternehmen herstellen darf, gibt es kaum Anlass, alternative Herangehensweisen für eine bessere Arbeitsweise zu finden. Sämtliche Diskussionen über den indischen Kapitalismus, seine Konglomerat-Strukturen und deren Bedeutung für die Wachstumsaussichten sollten stets vor diesem Hintergrund stattfinden, auch wenn das Land künftig den Wettbewerbskräften freien Lauf lässt und sich entschiedener in die globalen Lieferketten eingliedert. Ferner hat sich Indien den globalen Finanzmärkten noch nicht geöffnet; der Kapitalverkehr mit dem Ausland ist nach wie vor stark eingeschränkt. Außerdem hat das Land immer noch keine Staatsanleihen in Fremdwährungen begeben. Diese könnten zumindest als nützliche Leitwerte für Unternehmensemittelen aus dem indischen Subkontinent herangezogen werden, auch wenn eigentlich kein Bedarf für direkte Fremdwährungsfinanzierungen besteht.

Konzernstrukturen heute

In einer Welt des ultra-effizienten Kapitalismus muten Indiens Konglomerate eher seltsam an. Ähnliche Strukturen in anderen Ländern fielen zumeist der Axt von Restrukturierungsexperten zum Opfer, als erkannt wurde, dass die Summe ihrer Teile mehr wert war als die Holdingstruktur. Der bereits erwähnte historische Kontext ist wichtig, um zu verstehen, warum diese Organisationen in der Vergangenheit existierten. Um jedoch nachvollziehen zu können, weshalb sie sich in Indien bis heute gehalten haben, müssen wir uns mit der aktuellen Realpolitik der indischen Wirtschafts- und Industriestrategie auseinandersetzen. Die Regierung von entschied, hat sich in ihrer Wirtschaftspolitik auf die

Privatisierung und Liberalisierung konzentriert, aber auch Narendra Modi, der 2014 die Präsidentschaftswahlen für sich

ABBILDUNG 2: HEUTIGE INDISCHE KONGLOMERATE



nationale Champions bevorteilt. Dadurch erhielten Wirtschaftsmagnate ein hohes Maß an politischer Unterstützung. Als Modi im September 2014 die Initiative „Make in India“ einführte, waren die heimischen Mischkonzerne bereits bestens positioniert. Obwohl die Politik nicht konkret darauf abzielte, die unter dem Raj gewachsenen Industrieriesen zu begünstigen, profitierten diese dennoch unverhältnismäßig stark. Schließlich waren sie mit den Bedürfnissen, Normen und Praktiken des heimischen Marktes sehr gut vertraut.

Darüber hinaus betreiben indische Mischkonzerne weiterhin viele Geschäftssparten, die ihnen unter dem zentralen Planungssystem zugewiesen wurden. Diese befinden sich häufig in kapitalintensiven Sektoren, deren hohe Eintrittsbarrieren helfen, Marktanteile zu verteidigen. Insbesondere trifft das auf den Metall- und Bergbausektor sowie auf einige Bereiche der Fertigungsindustrie, der Energieproduktion und der Logistik zu. Nach Beginn der Deregulierung Anfang der 1990er Jahre und dann wieder unter Modi im Jahr 2014 verschafften diese Bereiche, die in der Zeit der Lizenzvergabe oft monopolistisch geprägt waren, den Konglomeraten einen beträchtlichen Wettbewerbsvorsprung.

Dennoch mussten sie sich neuen Herausforderungen stellen, und einige erfüllten diese Aufgabe erfolgreicher als andere. Die Tata Group hat beispielsweise ihre Ursprünge in der Lieferung von Stahl für die Eisenbahn in der Kolonialzeit. Mittlerweile ist sie jedoch ein wichtiger Akteur in den Bereichen IT, Beratung und Outsourcing. Das Unternehmen erkannte, dass sich

ABBILDUNG 3: AKQUISITIONEN VON TATA

CORUS-STAHLWERK IN PORT TALBOT | WALES, 2007



Quelle: iStock by Getty Images

Unternehmenssparten schaffen ließen, die im globalen Wettbewerb bestehen können, indem man die Wettbewerbsvorteile des indischen Subkontinents, etwa den großen Pool englischsprachiger Inder und die im Allgemeinen qualitativ hochwertige Hochschulbildung, für sich nutzt. In Indien war Tata bei der Restrukturierung seiner Betriebe für das 21. Jahrhundert generell erfolgreich. Abgesehen davon wollte das Unternehmen aber auch seine heimische Expertise zu bestehenden Geschäftsaktivitäten in ausländischen Unternehmungen zum Tragen bringen. 2007 erwarb das Konglomerat den niederländisch-britischen Stahlkocher Corus. Dieser Akquisition blieb bis heute jeglicher Erfolg verwehrt: Unter dem neuen Eigentümer hat der britische Betrieb zumeist Verluste eingefahren, war auf häufige Kapitalspritzen angewiesen und stand ständig vor der Pleite. Das Debakel rund um Corus hielt Tata unterdessen nicht davon ab, die ultimative Herausforderung indischer Unternehmensumstrukturierungen anzunehmen. In gewisser Weise als leidenschaftliches Bekenntnis zu Turnarounds. Die Rede ist von Air India. (Siehe Abbildung 3)

Generell ist die Verjüngung Teil der Kultur Indiens und deshalb auch tief in den Praktiken der dortigen Unternehmen verwurzelt. Trotz schlechter Investitionsentscheidungen im Ausland haben sich Tata und andere Unternehmen eben nicht unterkriegen lassen, als dem indischen Kapitalismus Gegenwind ins Gesicht blies. Die Anlagethese für Indien wird indes auch künftig einzigartig bleiben und es gilt Anlageopportunitäten auf Ebene der einzelnen Unternehmen zu analysieren und gleichzeitig zu bedenken, welchen Einfluss Konglomerat-Strukturen aus einer Top-down-Perspektive auf das Anlageergebnis haben können. Adani ist hierfür ein Paradebeispiel.

AIR INDIA | 2022



Adani - verbrannte sich das Unternehmen die Flügel, weil es zu nah an der Sonne flog?

Die Adani-Gruppe gehört erst seit relativ kurzer Zeit zu dem nur wenige Mitglieder zählenden Exklusivclub der indischen Unternehmensimperien. Sein Gründer Gautem Adani verkörpert ferner den Traum vom Tellerwäscher zum Millionär, der Teil der nationalen Psyche ist und in vielen Bollywood-Filmen gefeiert wird. Der bekannteste darunter ist wohl der 2009 mit einem Oscar prämierte Film „Slumdog Millionaire“ von Danny Boyle. Adani begann als Diamantensortierer und ging anschließend dazu über, die Edelsteine zu handeln. Danach wagte er sich in den Bereich Export und Import von Kunststoffpolymeren vor. Als immenser Profiteur der wirtschaftlichen Liberalisierung weitete er Anfang der 1990er Jahre seine Handelsaktivitäten auf Metalle, Textilien und landwirtschaftliche Erzeugnisse aus. Im Jahr 1994 erteilte die Regierung von Gujarat Adani den Auftrag zur Verwaltung des Hafens von Mundra, den er zunächst ausbaute und dann 1998 wieder in Betrieb nahm. Bis zum heutigen Tag sind der Hafen und die dazugehörige Sonderwirtschaftszone das Kronjuwel im Geschäftsportfolio von Adani, das beträchtliche Gewinne generiert. Später expandierte Adani in die Bereiche Stromerzeugung, Flughafeninfrastruktur, Immobilien, Zement und vieles mehr. Adani pflegte enge Kontakte zur Politik, zunächst in seinem Heimatstaat Gujarat, wo er enge Beziehungen zu Narendra Modi unterhielt, und dann auf nationaler Ebene, als Modi und seine rechtsgerichtete Bharatiya Janata Party (BJP) an die Macht kamen. Als meisterhafter Strippenzieher weiß Adani mit den Tücken des indischen Kapitalismus besser umzugehen als viele andere.

Die Adani-Gruppe ist in mehrere sogenannte Vertikalen unterteilt. Die wichtigsten Geschäftsfelder sind dabei Energie

und Versorgung sowie Transport und Logistik. Innerhalb dieser Vertikalen gibt es mehrere separate Unternehmen, die Anleihen an internationalen Kapitalmärkten begeben haben, in einigen Fällen mit regulatorischer Unterstützung. So legt die Regulierungsbehörde für Elektrizität im Bundesstaat Maharashtra (MERC) zu einem großen Teil die Einnahmen- und Kostenstruktur von Adani Electricity Mumbai fest. Andere, wie Ports & Special Economic Zone, erweisen sich angesichts des starken Wachstums der indischen Ausfuhren als äußerst profitabel. In allen Bereichen fungiert Adani Enterprises, ein an der indischen Börse notiertes Unternehmen, als eine Art „Brutkasten“ für neue Geschäfte. Die Praktiken im Hinblick auf die Corporate Governance waren allerdings schon bevor Hindenburg seinen vernichtenden Bericht veröffentlichte eher dubios. Vorwürfe über die Manipulation von Aktienkursen, Geschäfte mit nahestehenden Parteien und zweifelhafte Geschäftspraktiken bei einigen der Unternehmen in Frühphasen waren in einem gewissen Maße also schon bekannt. Der begrenzte Streubesitz, die geringe Abdeckung durch Aktienanalysten und die niedrigen Handelsvolumina für börsennotierte Unternehmen der Adani-Gruppe haben zur Folge, dass die Aktien der Gruppe nur in begrenztem Umfang von internationalen Anlegern gehalten werden. Strategische Investoren wie der katarische Staatsfonds (QIA) und sein Äquivalent aus Abu-Dhabi (ADIA) spielen jedoch bei einigen Unternehmen der Adani-Gruppe als Anteilseigner eine wichtige Rolle. Wir bevorzugen bei der Adani-Gruppe Investitionen in Anleihen, die entweder durch starke eigenständige Cashflows

abgesichert sind oder durch einen regulatorischen Rahmen unterstützt werden. Generell ziehen wir auch Einheiten vor, die sich einer starken strategischen Unterstützung durch ihre Anteilseigner erfreuen.

Ein auf Konglomerate gestütztes Wachstumsmodell

Das Wachstumsmodell, das eine Gruppe von gut vernetzten Konglomeraten bevorteilt, war für Indien in bestimmten Sektoren seit Einführung der Deregulierung durchaus von Vorteil. Vor allem half es, bestimmte strukturelle Schwächen und Entwicklungsdefizite eines riesigen demokratischen Landes auszugleichen. So konnten beispielsweise straffere Entscheidungsprozesse und ein überlegenes Finanzmanagement mit Zugang zu größeren Kapitalpools häufig die Nachteile des Rentierverhaltens ausgleichen. Ein Beispiel dafür ist das Projekt zur Entwicklung von Dharavi, einem der größten Slums der Welt. Dort leben derzeit etwa 1 Million Menschen in maroden Behausungen, die häufig über schlechte oder gar keine sanitären Einrichtungen verfügen. Bislang scheiterte jedes Entwicklungsprojekt an den politischen Hindernissen, die von den 1 Million Wählern geschaffen wurden, die aus ihrem Viertel nicht weg wollen und die erforderliche Erfahrung und Expertise haben, um ihre politischen Muskeln spielen zu lassen. Hier kommt nun Adani Real Estate ins Spiel, eine Immobiliengesellschaft, der mit politischer Unterstützung das Gelingen könnte, was bisher

ABBILDUNG 4: BEHAUSUNGEN IM DHARAVI-VIERTEL VON MUMBAI



Quelle: iStock by Getty Images

noch kein Bauunternehmer schaffte. Im November 2022 gewann die Immobiliensparte von Adani Enterprises nämlich eine Ausschreibung in Höhe von 50 Mrd. INR (ca. 600 Mio. USD) zur Sanierung von Dharavi, die zum weltweit größten Stadterneuerungsprojekt werden könnte. Im Zuge des Berichts von Hindenburg Research stellen sich jetzt allerdings unmittelbar zwei Fragen: Hat Adani überhaupt genügend Kapital oder Zugang zu Kapital zur Finanzierung des Projekts und verfügt es über die zur Umsetzung erforderlichen politischen Kontakte? Die Antworten darauf werden zum einen ein Lackmustest für die Dauerhaftigkeit von Adani Real Estate sein und zum anderen ein Indikator dahingehend, ob die politischen Kontakte von Adani aufgrund seiner Fehlritte nur geringfügig Schaden genommen haben oder tatsächlich stärker in Mitleidenschaft gezogen wurden.

Indien auf der Weltbühne

Als großes und vor allem nach innen gerichtetes Land spielte Indien, bevor die Bharatiya Janata Party (BJP) und Narendra Modi 2014 an die Macht kamen, auf der Weltbühne keine bedeutende Rolle. Vorherige Regierungen waren vor allem auf den seit langem schwelenden Konflikt mit Pakistan in Kaschmir und gelegentliche Zusammenstöße an der indisch-chinesischen Grenze fokussiert. Eine strikte Politik der Blockfreiheit während des Kalten Krieges hielt den indischen Subkontinent bei den meisten strategischen Entscheidungen außen vor. Seit dem Amtsantritt von Modi hat sich das Land jedoch zu einem strategischen Akteur gemausert, der eine äußerst wirkungsvolle Außenpolitik verfolgt. Modi hat sich mit dem Erzfeind Pakistan und auch mit China angelegt und im Jahr 2020 die Armee eingesetzt, um gegen eine Grenzverletzung Chinas vorzugehen, die in der Vergangenheit wohl hingenommen worden wäre. Das Scharmützel führte sogar zu einem Gewinn von zuvor umstrittenem Gebiet. Im Dezember 2022 legte Indien, als es die rotierende G20-Präsidentschaft übernahm, eine ehrgeizige Agenda auf den Tisch. Die Diskussionen am jüngsten Gipfel der Finanzminister und Zentralbanker in Bengaluru (ehemals Bangalore) drehten sich vor allem um eine mögliche Lösung der Schuldenprobleme zahlungssäumiger Länder (z. B. Sambia, Ghana und Sri Lanka). Zwar kamen die Gespräche während des Gipfels voran, weil aber China ein wichtiger Gläubiger ist und im Rahmen seiner neuen Seidenstraßeninitiative („Belt and Road“) strategische Interessen verfolgt, war es letztlich

kaum verwunderlich, dass dem Gastgeberland ein großer diplomatischer Sieg verwehrt blieb.

Indiens langfristiges Potenzial

Mittelfristig könnte Indien politisch eine dritte Supermacht werden, und vielleicht stehen wir sogar an der Schwelle zu einer wirklich multipolaren Ära. Die riesige und nach wie vor wachsende Bevölkerung des indischen Subkontinents, der beträchtliche Anteil englischsprachiger Menschen und eine große Zahl gut ausgebildeter, hochqualifizierter Arbeitskräfte könnten im Verbund mit dem berühmten indischen Unternehmergeist politische und wirtschaftliche Kräfte freisetzen, die das Land neben China und den USA als ergänzende Macht etablieren oder sogar an die weltpolitische Spitze katapultieren. Der Ausgang dieses Machtspiels wird die politische, geopolitische und wirtschaftliche Landschaft in den kommenden Jahrzehnten prägen.

Indien weist derzeit eine relativ niedrige Pro-Kopf-Produktion von knapp weniger als 2.500 USD auf. Das entspricht in etwa der Hälfte Indonesiens. China und Malaysia liegen dagegen mit rund 12.000 USD pro Kopf vergleichsweise weit vorne.¹ Unseres Erachtens besteht ein erhebliches Aufholpotenzial gegenüber den asiatischen Konkurrenten. Diese Einschätzung wird durch die von der Regierung Modi vorgelegte Agenda für Strukturreformen glaubhaft untermauert. Im kommenden Jahrzehnt könnten verschiedene Kräfte Indiens Wachstum stark ankurbeln, darunter die Deregulierung, Liberalisierung und Öffnung der Märkte für Waren und Dienstleistungen. Der Weg zu Produktivitätssteigerungen von der Abkehr aus einer ländlich geprägten Volkswirtschaft ist schließlich einer, den schon viele Länder zuvor beschritten haben. Strukturelle Wachstumsverbesserungen waren in der Tat ein wichtiger Faktor für den Internationalen Währungsfonds, als er die BIP-Wachstumsprognose für Indien in seinem Weltwirtschaftsausblick im Oktober 2022 an hob, während die Perspektive für viele andere Länder herabgestuft wurde.

Rapides Wachstum in absoluten Zahlen, erhebliches Aufholpotenzial

Bislang ist die indische Wirtschaft auf 3,3 Bio. USD an Marktwert angewachsen (siehe Abbildung 5) und hat sich damit in den letzten zehn Jahren in etwa verdoppelt. Das Pro-Kopf-Wachstum Indiens ist im gleichen Zeitraum unterdessen langsamer ausgefallen als bei seinen asiatischen

1. Quelle: Nationale Quellen. Stand der Daten: 1. Januar 2022

Konkurrenten, was jedoch zum Teil auch mit der demografischen Entwicklung zusammenhängt. Angesichts des niedrigen absoluten Pro-Kopf-BIP und unter Berücksichtigung der Urbanisierungstrends ist es unserer Meinung nach durchaus plausibel, dass sich die Wachstumsraten im Laufe des nächsten Jahrzehnts zugunsten von Indien umkehren werden.

Wachstumstreiber – Produktivitätsgewinne aufgrund der Urbanisierung

Indien hat im Vergleich zu anderen asiatischen Ländern eine deutlich höhere Landbevölkerung. Der Anteil der Bevölkerung, der Anfang der 1980er Jahre noch in agrarwirtschaftlichen Verhältnissen lebte, belief sich auf 80 % und war somit ähnlich hoch wie in China zum gleichen Zeitpunkt. Mittlerweile liegt dieser in Indien immer noch bei etwa 65 %. In China hingegen ist er auf rund 36 % zurückgegangen.² Die Massenmigration von rund 400 Millionen Chinesen vom Land in die Städte hat zu enormen Produktivitätssteigerungen geführt, die Indien bisher verwehrt blieben. Schätzungen der Weltbank zufolge erreicht die absolute Zahl der in ländlichen Gebieten lebenden Inder derzeit einen Höchststand von etwa 900 Millionen, der erst in den nächsten Jahrzehnten allmählich zurückgehen wird. In China begann dieser Prozess in den frühen 2000er Jahren. In den folgenden 20 Jahren ging die Landbevölkerung von ca. 800 Millionen auf derzeit etwa 400 Millionen zurück. Aber selbst wenn sich in Indien der aktuelle Trend der Abwanderung in die Städte nicht beschleunigen sollte, dürften das Bevölkerungswachstum an sich und die bestehenden

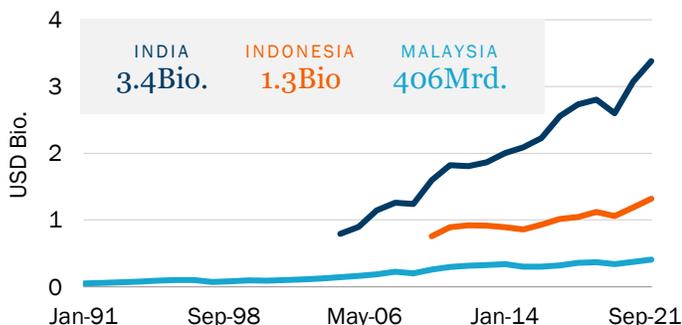
Entwicklungspfade in absehbarer Zukunft für hohe potenzielle Wachstumsraten sorgen.

Wachstumstreiber – grüne Energie

Indien ist in Sachen Rohstoffe schlecht ausgestattet und importiert den Großteil seiner fossilen Brennstoffe. Zwar baut das Land einige Erze und Kohle ab, allerdings muss es immer noch immense Mengen der meisten Rohstoffe aus dem Ausland einführen. Aus diesem Grund hat Indiens Regierung ein ehrgeiziges Programm angestoßen, um die Stromerzeugung von fossilen Brennstoffen unabhängig zu machen, zumal der Stromsektor einer der größten Verbraucher von fossilen Brennstoffen ist. Zu diesem Zweck wurde ein regulatorischer Rahmen geschaffen, der die Anbieter erneuerbarer Energien bei der Abnahme begünstigt. Weitere Anreize und starker politischer Wille haben einen bedeutenden Sektor für erneuerbare Energien entstehen lassen. Derzeit ist Indien der drittgrößte Markt für erneuerbare Energien: Etwas mehr als ein Viertel der gesamten installierten Kapazität wird aus erneuerbaren Quellen gespeist.³ Das Finanzierungsmodell des Sektors ist ebenfalls einzigartig: Projekte für erneuerbare Energien werden, sobald sie in Betrieb gehen, von den Energieversorgungsunternehmen häufig in einer sogenannten „Restricted Group“ (RG) gebündelt. Da die Betriebskosten oft minimal und die Einnahmen in vielen Fällen wegen langfristiger Stromabnahmeverträge prognostizierbar sind, sind diese RGs perfekte Kandidaten für Finanzierungen mittels

ABBILDUNG 5: WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG IM ASIATISCHEN VERGLEICH

ABSOLUTES BIP



BIP PRO KOPF



Quelle: Bank Indonesia, China National Bureau of Statistics (NBS), Department of Statistics Malaysia (DOSM), Indian Ministry of Statistics & Programme Implementation (MoS&PI), Statistics Indonesia (Badan Pusat Statistik, BPS)

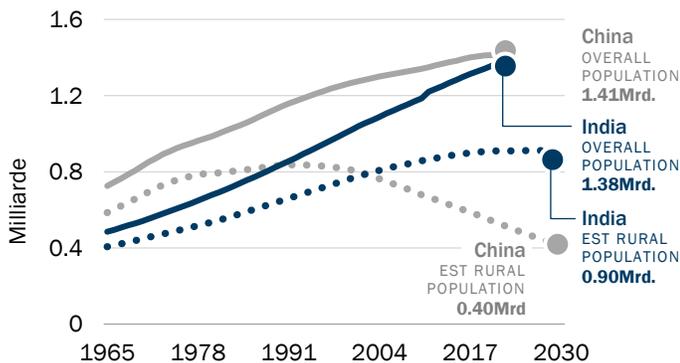
2. Quelle: Weltbank
3. Quelle: Weltbank

Anleiheemissionen. Nachdem indische Unternehmen aus dem Bereich der erneuerbaren Energien zahlreich an den globalen Anleihemarkt geströmt sind, ist hier ein großes investierbares Universum an grünen Energieanleihen entstanden. Dies fand wiederum unter den zahlreichen nachhaltigen und grünen Anleihefonds, die in den letzten Jahren aufgelegt wurden, eifrige Käufer. Herausforderungen wie die schlechte Verfassung der Stromverteilungsgesellschaften als Hauptabnehmer, eine gewisse Naivität bei der Besetzung von Führungspositionen und die Adani-Saga bedeuten indes, dass es einer sorgfältigen Wertpapierauswahl innerhalb des Sektors bedarf, um von den hohen Renditen zu profitieren.

Indiens Anlageopportunitäten nutzen

Das indische Anlageuniversum ist selbst innerhalb der Schwellenländerregion einzigartig. Wo sonst lässt sich ein Markt ohne Staatsanleihen in US-Dollar, aber mit einem breiten investierbaren Universum von vielen verschiedenen Unternehmen im Bereich der erneuerbaren Energien vorfinden? Angesichts der Größe des Landes und seines Anleihemarktes ist das Fehlen einer auf US-Dollar lautenden Renditekurve schon eine Rarität, die eigene Herausforderungen mit sich bringt. Denn Anleger tun sich damit schwerer, Anleihen von Unternehmen zu bewerten, handeln und vergleichen. Auf Stellvertreterwerte wie die staatliche Export-Import Bank zurückzugreifen, ist keine optimale Lösung, da sich das Bonitätsrisiko der Bankunabhängig von dem des Staates ändern kann. Umgekehrt bietet das Fehlen von auf den US-Dollar lautenden Staatsanleihen Chancen für uns als versierte Anleger: In Ermangelung einer leicht zu beobachtenden Renditekurve ist

ABBILDUNG 6: BEVÖLKERUNG IN INDIEN UND CHINA



Quelle: Weltbank

ein genaues Verständnis des Länderrisikos und seiner Auswirkungen auf die abgedeckten Kredittitel umso wichtiger.

Was die Lokalwährung betrifft, sind Investitionen mit dem Hindernis konfrontiert, dass die Finanzströme Indiens streng reguliert werden und gewaltige administrative Hindernisse überwunden werden müssen. Mit anderen Worten: „Der Kapitalmarkt ist relativ unzugänglich. Im Vergleich zu anderen Ländern Asiens und anderen Regionen erschwert dieser Sachverhalt ausländischen Investoren den Zugang zum indischen Markt um einiges. So bietet der wichtigste Indexanbieter für Schwellenländer, J.P. Morgan, eine Variante seiner Benchmarks für Lokalwährungsanleihen an, die Indien ausschließt, und führt als Grund die identifizierten Schwierigkeiten bei der Nachbildung einer Benchmark an, die auf indische Rupien lautende Anleihen enthalten würde.

Wir sind unvermindert der Ansicht, dass Indien mit einzigartigen Anlagegelegenheiten aufwartet. Sollte sich die Wirtschaft weiter von dem Ansatz der zentralen Planung entfernen und zu einem vollwertigen marktwirtschaftlichen System entwickeln, prognostizieren wir für die indischen Anleihemärkte ein erhebliches Wachstum. Die BIP-Wachstumsraten dürften aufgrund der wachsenden Bevölkerung und der Abwanderung aus ländlichen Gebieten in die Städte sehr hoch bleiben. Wenn nur die Entwicklung des Anleihemarktes mit dem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion Schritt hält, dürften den Anlegern künftig schon wesentlich mehr Wertpapiere zur Verfügung stehen. Ferner sind wir zuversichtlich, dass der Kapitalbedarf für die Entwicklung der indischen Wirtschaft viele zusätzliche Anlagemöglichkeiten bieten kann, da die Wachstumsfaktoren breit gefächert sein werden. Außerdem dürften die Kapitalmärkte durch Deckung des Finanzierungsbedarfs für die Infrastruktur, die Förderung der grünen Energiewende und für eher traditionelle Unternehmenszwecke mittels Wertpapieremissionen weiter an Tiefe gewinnen. Indische Corporate Treasurers haben schon jetzt innovative Finanzierungslösungen eingeführt, indem sie beispielsweise laufende Projekte rund um grüne Energien in „Restricted Groups“ bündeln und anschließend Kapital an den Anleihemärkten beschaffen, um Mittel für weitere Greenfield-Projekte in den Bereichen Solar-, Wind- oder andere erneuerbare Energien freizusetzen. Die Tatsache, dass die Adani-Gruppe unlängst eine Finanzierungsrunde in Höhe von 750 Mio. USD für den Flughafen von Mumbai im Bereich Private Markets absolvierte, treibt die finanzielle Innovation sogar um einen zusätzlichen Schritt voran.

Wertpapierauswahl als wichtiger Renditefaktor

Wegen der spezifischen Merkmale des indischen Anleihemarktes nimmt die Kreditselektion bei der Portfoliopositionierung einen sehr wichtigen Stellenwert ein. Staatliche Risiken dürfen bei keinem Schwellenland außer Acht gelassen werden. In Indien sollten Anleger die Regeln und Vorschriften auf staatlicher und auch tieferen Ebenen verstehen. Im Hinblick auf erneuerbare Energien war beispielsweise die relativ robuste Verfassung der bundesstaatlichen Stromabnehmer ein wichtiger Faktor für die Einschätzung der Anlageergebnisse. Stromproduzenten mit größerer Kundenbasis vor allem unter schwächeren Abnehmern schnitten schlechter ab als ihre Pendanten, die Geschäftsbeziehungen zu Verteilerunternehmen in stärkeren Staaten unterhalten. Als schließlich der Oberste Gerichtshof Indiens urteilte, dass Verteilerunternehmen Zahlungspläne zur Begleichung von Zahlungsrückständen umsetzen müssten, holten Unternehmen, die früher hinterherhinkten, ihre Konkurrenten wieder ein. Ein flexibler Ansatz, mit dem sich Antriebsfaktoren identifizieren lassen, die sich aus gesetzlichen oder regulatorischen Änderungen ergeben, macht also in einem derart vielfältigen Markt wie dem indischen weiterhin am meisten Sinn.

Die Analyse von Umwelt-, Sozial- und Governance-Faktoren (ESG) ist ebenfalls ein wichtiger Aspekt, den es bei der Anlage in Konglomeraten zu berücksichtigen gilt. Vor allem eine detaillierte Kenntnis von Corporate-Governance-Praktiken und den möglichen Schwachstellen hat sich für das Verständnis der indischen Kreditrisiken als unabdingbar erwiesen. Konglomerate befinden sich häufig in Privatbesitz und unterliegen für gewöhnlich keiner so strengen Regulierung wie ihre börsennotierten Konkurrenten. Deren Offenlegungen und ESG-Berichterstattung lassen bisweilen zu wünschen übrig. Bei Anlagen in Holdinggesellschaften ist es allerdings sehr wichtig, das von ihnen ausgehende Top-down-Ansteckungsrisiko zu verstehen. Die Reaktion des Marktes auf den Hindenburg-Bericht hat gezeigt, wie dies ungeachtet der Solidität im Hafens- und Stromverteilungsgeschäft auch bei einem Unternehmen wie der Adani-Gruppe eine Rolle spielen kann. In den Schwellenländern können sich die Praktiken der Unternehmensführung schnell ändern. Auf der jüngsten Investorenroadshow der Adani-Gruppe, die von dem Group CFO Jugeshinder Singh geleitet wurde, erfuhren wir, dass die Konzernzentrale mithilfe von Gautam Adani selbst

beabsichtigt, die verschiedenen Holdinggesellschaften neu aufzustellen, um sie besser an moderne Standards der Best Practices anzupassen.

Fazit

Unserer Meinung nach können sich Investitionen in Indien für geduldige Anleger lohnen. Strukturelle Rückenwinde, wie in diesem Artikel erörtert könnten dazu führen, dass Indien in einen Zeitraum mit potenziell transformativem und langfristigem Pro-Kopf-BIP-Wachstum eintritt. Ein selektiver Ansatz, bei dem der Schwerpunkt auf dem Verständnis aller Ebenen des Länderrisikos liegt wird trotzdem eher von Erfolg gekrönt sein. Es bleibt unerlässlich, die richtigen Anlageideen in einem ständig wachsenden Universum zu identifizieren, um verbesserte Anlageergebnisse zu generieren. Es bedarf allerdings einer speziellen Expertise, um sich gut durch die Märkte des indischen Subkontinents zu manövrieren.

Die wirtschaftliche Liberalisierung unter Narendra Modi hat das Geschäftsmodell der Konglomerate einem höheren Risiko ausgesetzt. Allerdings dürften der verbesserte Zugang zu Kapitalmärkten, innovative Finanzierungslösungen und Verbindungen zu politischen Machtzentren sicherstellen, dass die Wirtschaftsmagnate noch für einige Zeit an den Schalthebeln sitzen werden. Auch wenn der Hindenburg-Bericht für keine Abschaffung der Konglomerat-Struktur in Indien sorgen wird, verdeutlicht er, dass die Unternehmen ihre Unternehmensorganisation überdenken müssen, wenn sie im heutigen Marktumfeld reüssieren wollen.

Letztlich sollten sich Anleger bei der Analyse indischer Investitionsoportunitäten nicht nur auf Inlandsrisiken konzentrieren. Das Beispiel China hat gezeigt, dass Schwellenländer erheblich von stärkerer Integration in globale Lieferketten profitieren können. Nach Aufnahme in die Welthandelsorganisation hat die Integration Chinas die globale Wirtschaftsdynamik entscheidend beeinflusst. Wir glauben, dass Indien, das in gewissen Dienstleistungsbereichen bereits führend ist, die globale Gesamtnachfrage nach Waren und Dienstleistungen künftig stärker vorantreiben könnte und beobachten wie sich dieser Trend auf andere Schwellenländer auswirkt. Wie wir dann davon profitieren können, wird in Zukunft bei unseren Investitionen eine entscheidende Rolle spielen.