

## Von der Wall Street zur Great Wall

### Optimistische Ertrags Erwartungen und unterschätzte Risiken von Schwellenländern

Roman von Ah<sup>1</sup>

Entfesselte Wachstumsdynamik, hohe Sparquoten und Devisenreserven sowie eine tiefe Verschuldung sind ein gesunder Humus für optimistische Ertrags Erwartungen an Schwellenländeraktien. Auch wenn das Wachstum überdurchschnittlich ausfällt, so sind damit Erträge nicht garantiert. Hohes Wachstum korreliert negativ mit Aktienerträgen. Wer fünf zusätzliche Faktoren nicht einbezieht, wird von falschen Erwartungen ausgehen.

#### Fruchtbare Ausgangslage

Im Jahr 2014 wird die Weltbevölkerung laut US Census Bureau auf 7'155 Mio. Menschen anwachsen. Davon werden 7.8% über 65 (ü65) und 26.7% unter 15 (u15) Jahre alt sein. In hochentwickelten Volkswirtschaften reicht der Anteil der ü65 von 13% (USA) bis 23% (Japan) sowie der Anteil der u15 von 12.5% (Japan) bis 19.4% (USA). In den Schwellenländern sind die Verhältnisse eindrücklich anders. Bei den BRIC Ländern Brasilien, Russland, Indien und China hat Indien mit 5.6% den tiefsten ü65 sowie mit 29.8% den höchsten u15 Anteil, die anderen liegen dazwischen. Wenn all die jungen Menschen in die Arbeitsprozesse integriert werden, wird das Wachstum auf Jahre und Jahrzehnte hinaus überdurchschnittlich ausfallen.

#### BIP pro Kopf als Messlatte für Wohlstand

Es ist nicht lange her, seit das nationale Brutto-Inland-Produkt (BIP) bzw. Volkseinkommen von China dasjenige von Japan, der nach den USA zweitgrössten Volkswirtschaft der Welt, übertraf. Ist dies ein Anlass zum Feiern? Eigentlich nicht, denn ein Gleichstand des BIP's dieser beiden Länder bedeutet lediglich, dass Japan mit 10% der Bevölkerung gleichviel erwirtschaftet, wie das riesige, aber demzufolge sehr arme China. Das Pro-Kopf-Einkommen, angepasst um Unterschiede in der Kaufkraft, ist trotz bekannter Schwächen ein geeignetes Mass, den Wohlstand von Ländern zu vergleichen. Ende 2008 lagen die USA mit 46'350 USD weit oben und China mit 5'971 USD weit hinten in diesem Leistungsvergleich. Wenn China weiterhin mit 8% und Japan mit 1% pro Jahr wächst, so wird das Pro-Kopf-Einkommen in 27 Jahren gleichauf sein.

#### Zurück zur historischen Normalität

In erster Annäherung sollten die Anteile am Welt-BIP die Grössenunterschiede in der Bevölkerung recht gut abbilden. Wie der grosse Wirtschaftshistoriker Angus Maddison gezeigt hat, war das um 1700 auch so: China und Indien hatten zusammen einen Anteil am damaligen Welt-BIP von 47%, wenig unterschiedlich vom Anteil um 1820 von 49%, bei einem Welt-Bevölkerungsanteil von 50%. Japan, Europa und USA hatten 29 bzw. 31% Anteil am Welt-BIP, bei einem Bevölkerungsanteil von gut 20%. Nach 2 Weltkriegen und wirtschaftlichen und politischen Irrungen betrug 1952 der Anteil von China und Indien am Welt-BIP 9.2%, bei einem Bevölkerungsanteil von 36%, während Japan, USA und Europa 60% des Welt-BIP's mit einer Bevölkerung von 25% erwirtschafteten. Ein eindrückliches Beispiel für die gewaltigen Kosten fehlgeleiteter (Wirtschafts-) Politik.

#### Spektakuläre Aktienperformance seit 1988

Schwellenländeraktien haben sich seit 1988 versiebzehnfacht, während ein breit diversifiziertes Aktienweltportfolio „nur“ eine Verdreifachung gebracht hat. Die Öffnung hin zu globaler Interaktion, parallel zum stetig verbesserten sozial- und wirtschaftspolitischen Umfeld hat sich stark positiv ausgewirkt und die Wachstumsaussichten bleiben – mit den üblichen bewältigbaren Erhitzungsercheinungen wie Inflation - hervorragend.

#### Schwellenländer: Aktienanlage schlechthin?

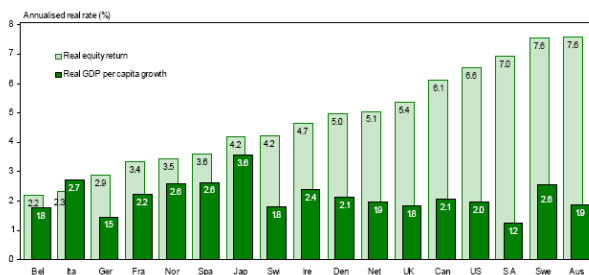
Der Leistungsausweis über die letzten beiden Jahrzehnte war nicht ohne Schattenseiten. Auch Anfang der 90er Jahre konnte ein sehr positives Bild der Zukunftsperspektiven von südamerikanischen und asiatischen Ländern gezeichnet werden. Diese Märkte haben schnell und viel davon vorweggenommen und sich zwischen 1988 und 1994 versieben facht. Danach folgte eine zehnjährige Stagnation, mit heftigen zwischenzeitlichen Korrekturen in der Asienkrise. Erst 2004 konnte der Wachstumstrend wieder aufgenommen werden, mit einer weiteren über 50 prozentigen Korrektur im 2008 und sehr schneller Aufholjagd danach.

<sup>1</sup> Dr. Roman von Ah ist geschäftsführender Partner der bankenunabhängigen Fondsgesellschaft Swiss Rock Asset Management

## Gleichung hohes Wachstum = gute Aktienerträge ist falsch

Hohes ökonomisches Wachstum ist begleitet von attraktiven Aktienerträgen – so lautet die aktuell weit verbreitete Hypothese kollektiver Erwartungsbildung. Leider ist die Mehrheitsmeinung kein zuverlässiger Indikator für inhaltliche Substanz. Die historische Evidenz zeigt das Gegenteil: die Korrelation von realen Aktienerträgen und Wachstum im Pro-Kopf-Einkommen ist negativ. Das heisst, ein hohes ökonomisches Wachstum ist begleitet von unterdurchschnittlichen Aktienerträgen. Ritter formuliert im bemerkenswerten Artikel 'Economic growth and equity returns': „Countries with high growth potential do not offer good equity investment opportunities unless valuations are low“.

Figure 5: Real GDP growth and real equity returns, 1900-2004



Quelle: Dimson et. al.

Ein erwarteter Einwand an dieser Stelle sei vorweggenommen. Dass Schwellenländer 2005 bis 2009 15% im Jahr gebracht haben, während bspw. die USA 0.7% p.a. rentierten, steht nicht im Widerspruch zu Ritter's Konklusion. Ökonomisches Wachstum ist nicht irrelevant für Investoren, aber der schwache bzw. meistens negative Zusammenhang zwischen Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens und realen Aktienerträgen wird von zusätzlichen Faktoren stark beeinflusst.

### Was treibt Aktienerträge wirklich?

Neben einem positiven wirtschaftlichen Umfeld spielen folgende Faktoren bei der Performancebildung von Schwellenländer Aktien die massgebliche Rolle.

#### 1. Verbesserte institutionelle Rahmenbedingungen

Die Öffnung der Kapitalmärkte führt zur Verbesserung der Institutionen wie gesetzliche Grundlagen, Durchsetzungs- und Sanktionierungsmöglichkeiten sowie Eigentums- und Anlegerschutz. Finanzielle Offenheit führt zur beschleunigten Entwicklung inländischer Geld- und Kapi-

talmärkte. Die Kreditaufnahme im Ausland führt zu erhöhtem Wettbewerb der Banken im Inland, zu marktgerechten Zinsen, besserem Einsatz von Kapital, Ersatz von ineffizienten Finanzintermediären und letztlich zur Reduktion von inländischen Zinsen. Oft waren die Ausländer bei der Liberalisierung währungsgeschützt, da liberalisierende Länder ihre Währungen an den Dollar (oder Währungskörbe) gebunden haben. Natürlich besteht immer auch ein negatives Gefahrenpotential, wie Boom/Bust Kredit Zyklen oder ein Zusammenbruch der Währungsanbindung. Ebenso wichtig sind der Abbau von grenzüberschreitenden Handelshemmnissen sowie globale Handelsvereinbarungen.

#### 2. Risikogerechte Entschädigung des Kapitals

Erträge müssen die effektiven Kapitalkosten von Firmen übertreffen. Sonst vernichtet Wachstum den Kapitalstock. Ein ökonomischer Mehrwert wird dann nicht geschaffen und die Performance von Dividendenpapieren ist schlecht. Dies war bspw. ein Grund dafür, weshalb Aktienanlagen in Deutschland bis weit in die neunziger Jahre hinein im Vergleich zu Obligationen nicht überzeugen konnten. Auch wenn die Qualität der Datensätze noch nicht auf westlichem Niveau ist, so kann konstatiert werden, dass die BRIC Länder Brasilien, China und Indien erst im neuen Jahrtausend in der Lage sind, echte ökonomische Mehrwerte zu realisieren. Russland als Gesamtmarkt genügt dieser Metrik nach wie vor nicht.

#### 3. Wachstumsüberraschungen

Märkte antizipieren und bewerten heute Ereignisse, welche weit in der Zukunft liegen. Dass Schwellenländer überdurchschnittlich wachsen, ist nicht neu und begründet sich auch in deren jugendlichen Altersstrukturen. Für die Aktienperformance spielen Überraschungen eine wichtige Rolle. Anleger und Finanzanalysten leiten ihre Erwartungen oft aus der jüngeren Vergangenheit ab und sind somit pro-zyklisch. Im Nachgang zur 10jährigen Flaute von Schwellenländeraktien waren die Wachstumserwartungen zu Beginn des neuen Jahrzehntes sehr tief. Genauso, wie sie gegen die Mitte der Neunziger Jahre, bedingt durch das hohe Wachstum vorher, sehr optimistisch waren. Die positiven Wachstumsüberraschungen zwischen 2003 und 2007 haben die Märkte stark unterstützt.

#### 4. Attraktive Bewertung

Die Bewertung von Schwellenländeraktien, gemessen an Indikatoren wie KGV, Preis/Buch, Preis/Cashflow Verhältnisse, war in der ersten Hälfte des neuen Jahrzehnts deut-

lich tiefer als diejenige entwickelter Aktienmärkte, Abbild auch der tiefen Wachstumserwartungen. Kein Wunder, dass die attraktive Bewertung gekoppelt mit positiven Wachstumsüberraschungen im Anschluss zu boomenden Aktienmärkten geführt haben.

## 5. Globalisierung

Die Skepsis gegenüber den Wachstumsperspektiven der USA ist sehr gross. Es dominiert die Meinung, dass das inländische Malaise per se schlecht für die Aktienperformance der USA sei. Dabei wird unterschlagen, dass die Gewinne amerikanischer Firmen zu deutlich über 40% aus dem Ausland kommen, eine Quote, die seit Jahrzehnten nur ansteigt. Kein Wunder, schneidet der S&P500 in USD aber auch in EUR im 2010 deutlich besser ab, als die Mehrheit der europäischen Länder. Generell führt die Globalisierung dazu, dass Teile der Wachstumsdynamik von Schwellenländern über Gewinntransfers zu global kompetitiv aufgestellten Firmen fliessen und deren Aktienperformance deutlich positiv beeinflussen.

### **Schwellenländer als die Aktienanlage schlechthin?**

Die Dynamik von Schwellenländern wird Jahrzehnte anhalten. Das Aufholpotential insbesondere auch der BRIC Länder ist gross. Die Schwankungsrisiken nehmen trendmässig ab, sind aber deutlich höher, als diejenigen von entwickelten Volkswirtschaften. Die Herausforderungen in diesen Ländern an Gesellschafts-, Gesundheits-, Wirtschafts- und Umweltpolitik bleiben formidabel.

Aktuell sind die Erwartungen zu Recht sehr optimistisch. Dies lenkt Kapitalströme in Schwellenländer und stützt die Märkte. Positive Wachstumsüberraschungen werden schwierig zu erzielen sein. Der Preis für das erwartete Wachstum ist gestiegen. Damit verbunden ist die relative Verschlechterung des Bewertungsniveaus im Vergleich zu anderen Aktiensegmenten, wie bspw. exportorientierte Industriefirmen der Schweiz und Deutschland. Über hiesig hervorragend aufgestellte Firmen kann indirekt von der Dynamik der Schwellenländer profitiert und erst noch von einer günstigeren Bewertung profitiert werden.

Schwellenländer haben zweifellos ihre Berechtigung innerhalb des Aktienteils. Für langfristige Anleger sind Anteile in der Grössenordnung von 20% bis 25% sinnvoll.