

Zeit für Schwellenländeraktien

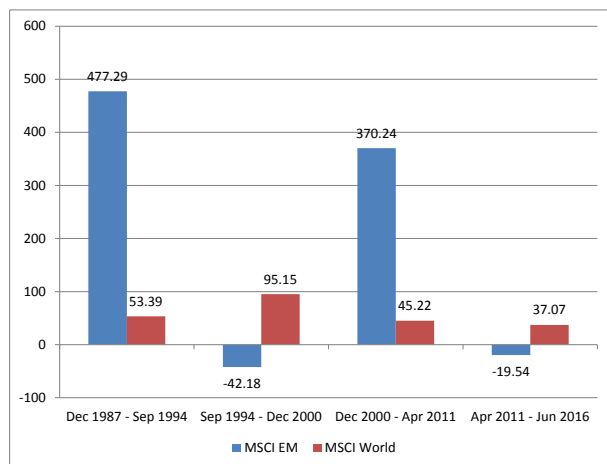
René Dubacher¹

Aktienanlagen in Schwellenmärkten sind unterrepräsentiert

Schweizer Pensionskassen investieren 16% ihrer Anlagen in ausländische und 13% in inländische Aktien. Der Anteil ausländischer Aktien wird fast vollständig in Industriestaaten ("DM") investiert. Der Anteil der Schwellenmärkte („EM“) ist gering und beträgt im Durchschnitt kaum mehr als 2%. Gegeben die unterdurchschnittliche Performance der Schwellenmärkte in den letzten Jahren erstaunt dieses Resultat nicht.

Der am häufigsten verwendete Vergleichsmassstab ist der MSCI Emerging Market Index. Er besteht seit 27 Jahren und hat in dieser Zeit interessante Zyklen durchlebt.

Graphik 1: Kumulative Performance in %



In den 1980er Jahren waren die grossen Gewichte und Performance-Treiber der Schwellenmärkte Länder wie Mexiko, Thailand, Malaysia und Süd-Korea. Als 1994 Mexiko dem NAFTA beitreten konnte, wurde ein enormer Wachstumsschub erwartet.

Malaysia und Thailand lieferten konstant zweistellige Wachstumsraten. Wie die Grafik zeigt, gibt es in den 27 Jahren seit der MSCI Emerging Markets Index besteht, drei Halb-Zyklen der relativen Über- und Unterperformance der Schwellenmärkte ggü. Aktien Welt. Diese dauerten im Durchschnitt 8 Jahre. Aktuell stellt sich die Frage, ob eine Outperformance der EM erwartet werden kann.

Rohstoffzyklen

Der letzte Bullenmarkt für Rohstoffe begann im Jahr 2000 und war primär durch die gestiegene Nachfrage Chinas bedingt. China wurde in den letzten 20 Jahren zur industriellen Grossmacht und ihre Nachfrage nach industriellen Rohstoffen hat das Wachstum aller Entwicklungsländer beflügelt. Die Geschichte zeigt, dass Rohstoff-Zyklen 20 bis 40 Jahre dauern. Der letzte Boom endete 2010. Um die globale Rohstoffnachfrage markant zu steigern, wären massive Infrastruktur-Investitionen Indiens oder eines der südostasiatischen Länder notwendig. Selbst wenn dies geschehen sollte, könnten die südostasiatischen Staaten wohl nur einen Teil des Wachstumsverlustes auffangen, welcher durch die Verlangsamung in China entstand.

Industrieproduktion

Wachstum in den Schwellenmärkten hängt nicht zwingend von höheren Rohstoffpreisen ab. Ein gutes Beispiel dafür waren die Wachstumsraten der 1980er Jahre. Länder wie Mexiko und Vietnam, aber auch Ungarn, Tschechien und Polen profitieren einerseits von Chinas schwindendem Status als „Fab-

rik der Welt“ und andererseits von einer langsam stärker werdenden Nachfrage aus den Industriestaaten. Zwar können diese Länder heute profitieren, aber die Grössenverhältnisse sind derart unterschiedlich, dass die Verlangsamung Chinas nicht einfach ersetzt werden kann.

Innovation

Innovation findet vermehrt in Schwellenmärkten statt. Dies wird neue, global führende Firmen in verschiedenen Industrien hervorbringen. Dazu zählen Kandidaten wie Samsung Electronics (Süd-Korea), Taiwan Semiconductor Manufacturing (Taiwan), Tata Consultancy Services, Sun Pharmaceutical Industries, UPL (alle in Indien) oder Huawei Technologies und ZTE (beide in China). Die Liste könnte im Weiteren auch einige der sehr stark wachsenden Unternehmungen in den Bereichen E-commerce, Gesundheit und Kosmetik umfassen. Die führenden Firmen entwickeln ein globales Markenprofil und setzen eigenständige Technologien ein.

Reformen

Nach der Finanzkrise der Schwellenmärkte in den späten 90er Jahren haben viele Länder ihr Währungsregime verbessert und mehr Wechselkursflexibilität eingeführt. Dies verstärkte die Wachstumsaussichten, führte zu einer zunehmend disziplinierten Geldpolitik und einem Ausbau der lokalen Kapitalmärkte. Die Reformen haben das Risikoprofil der Schwellenmärkte für den internationalen Anleger substantiell reduziert. In wichtigen Ländern wie China, Thailand und Indonesien geht dieser Prozess weiter, in anderen Ländern wie Brasilien, Russland und Türkei müssen Rückschritte im Reformwillen konstatiert werden.

Wirtschaftswachstum

Das schwache Wirtschaftswachstum der Industrie- und Schwellenländer im 2015 wird sich auch in diesem Jahr fortsetzen. Entwicklungsländer werden im 2016 um 3.5% wachsen, marginal höher als 3.4% im letzten Jahr (Schätzung Weltbank). Das Wachstum ist zunehmend heterogen. So wird für die Rohstoffe exportierenden Staaten Brasilien, Russland, Südafrika, Indonesien und Malaysia nach einem Null-Wachstum im letzten Jahr ein knapp positiver Wert von 0.4% im 2016 erwartet. Im Gegensatz dazu wachsen die Rohstoffe importierenden Länder Mexico, Türkei, Philippinen, Thailand, Indien und China in diesem Jahr 5.8%, was bis 2018 andauern sollte. Während das Wachstum bei den Rohstoffen importierenden Ländern 2015 mit einem Wert von 5.9% nur knapp unter dem langfristigen Durchschnitt von 6.1% zu liegen kam, konnten diese Gruppe von Staaten ohne China ihr Wachstum im Jahr 2015 von 4.3% auf 4.7% steigern.

Das höhere Potentialwachstum der Schwellenländer ist durch ein einfaches ökonomisches Wachstumsmodell erklärbar. Das potentielle Wachstum einer Volkswirtschaft wird bestimmt durch die Addition der Wachstumsraten der Bevölkerung, der Ersparnisse sowie der Produktivität.

Die arbeitende Bevölkerung der Industriestaaten wird auf knapp eine Milliarde geschätzt; ein Wert der auch für kommende Jahrzehnte erwartet wird. Im Gegensatz dazu stieg die arbeitende Bevölkerung der Schwellenländer von 2 Milliarden im Jahr 1980 auf aktuell fast 4 Milliarden und wird in der nächsten Dekade auf 5 Milliarden ansteigen. Die Sparquoten in den EM liegen konstant über 30%, während Industriestaaten weit unter 20% des Sozialproduktes dafür verwenden. Die Kapitalbildung der EM im Verhältnis zum Sozialprodukt ist wesentlich stärker, was die zukünftige Produktivität

positiv beeinflussen wird. Das Produktivitätswachstum mit über 4% spricht ebenfalls für die EM und ist erst noch doppelt so hoch wie in den DM.

Dynamische Konsumenten

Die Konsumausgaben der EM entwickeln sich sehr robust. Neben dem soliden China wachsen die Konsumausgaben in Indien mehr als 20% pro Jahr und es werden weitere Steigerungen erwartet. Indien wird sich in den nächsten 10 Jahren in der Rangliste der weltweiten Konsummärkte von Position 12 auf 5 vorarbeiten. In Zahlen bedeutet dies, dass dieser Markt von heute USD 1.5 Billionen auf über USD 3.5 Billionen ansteigen wird. Die USA als grösster Verbrauchermarkt der Welt erreicht jährliche Werte zwischen 11 und 12 Billionen USD. Gemäss Cisco ist Indien bereits heute der weltweit zweitgrösste Markt für Smartphones. Die Möglichkeit, Produkte auch „online“ kaufen zu können wird die Nachfrage weiter beleben.

Bewertung und Gewinnwachstum

Vorteilhafte Wachstumsaussichten sowie eine günstige Bewertung sind wichtige Erfolgsvoraussetzungen beim Investieren. Für eine signifikante Überperformance der Schwellenmärkte braucht es aber auch Gewinnsteigerungen.

Folgende Tabellen zeigen wichtige Bewertungskriterien der DM und EM auf.

Tabelle 1: Bewertung DM

Index Name	% Anteil	lfd. Jahr in %	Dividenden Rendite	Kurs/Gewinn (Price/Earnings)	Kurs/Buchwert (Price/Book Value)
MSCI The World Index	100.00	1.02	2.66	20.13	2.09
USA	59.84	3.58	2.13	22.01	2.83
Japan	8.52	-5.41	2.44	13.76	1.12
United Kingdom	7.18	-3.02	4.15	21.53	1.74
Canada	3.54	15.51	3.02	22.29	1.83
France	3.52	-3.33	3.81	18.92	1.36
Switzerland	3.40	-2.77	3.39	21.32	2.38
Germany	3.17	-7.28	3.12	16.25	1.52

Die EM sind gemessen am Kurs-/Gewinnverhältnis KGV ('Price/Earnings') wie auch

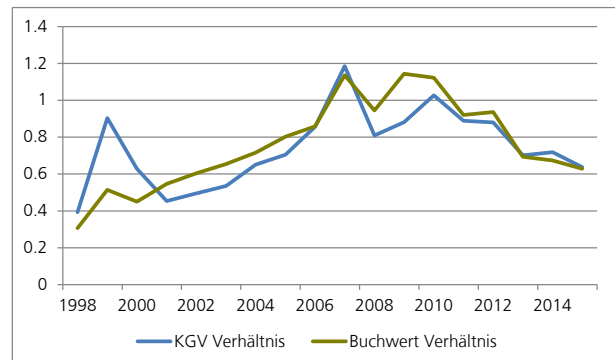
Preis/Buchwert-Verhältnis ('Price/Book') 35% billiger ggü. DM.

Tabelle 2: Bewertung EM

Index Name	% Anteil	lfd. Jahr in %	Dividenden Rendite	Kurs/Gewinn (Price/Earnings)	Kurs/Buchwert (Price/Book Value)
MSCI EM (Emerging Markets)	100.00	4.23	2.76	13.80	1.45
China	25.80	-6.65	2.54	11.45	1.42
Korea	14.61	1.63	1.78	10.31	0.93
Taiwan	12.07	6.38	4.23	14.31	1.63
India	8.37	-1.11	1.36	21.06	3.03
South Africa	7.31	13.33	2.93	20.40	2.37
Brazil	7.23	43.25	3.86	18.95	1.39
Mexico	4.10	-1.27	1.63	24.29	2.72
Russia	3.74	17.93	4.79	7.05	0.74
Malaysia - EM	2.95	4.17	3.08	18.17	1.74
Indonesia	2.71	13.67	2.20	18.90	2.95

Ein Bewertungsabschlag der Schwellenmärkte ist aufgrund höherer Risiken gerechtfertigt. Allerdings ist der Abschlag im historischen Vergleich hoch, was Schwellenländer bewertungsmässig überdurchschnittlich attraktiv macht.

Graphik 2: Verhältnis EM/DM der Bewertungskennzahlen KGV und Buchwert



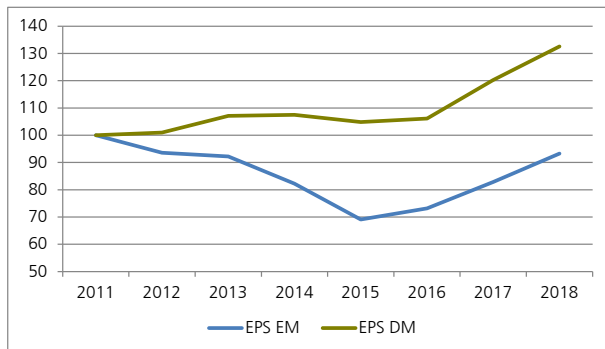
Die Graphik zeigt, dass Schwellenländer Ende 2015 gemessen am KGV zu einem Abschlag von 36% gehandelt wurden, verglichen mit einem historischen Durchschnitt seit 1998 von 26%. Ein derart hoher Abschlag wurde letztmalig im Jahr 2003 erreicht. Das Verhältnis der Buchwerte bestärkt das Bild der relativen Unterbewertung.

Durch Reformen der Währungssysteme sind die EM robuster, was die Risiken zukünftiger Finanzkrisen erheblich dämpfen sollte.

Neben der Bewertung werden zukünftige Preissteigerungen von Aktien durch die Gewinndynamik getrieben. Die folgende Gra-

fik zeigt die indexierte Entwicklung der Gewinne-pro-Aktie ('Earnings-per-Share' EPS).

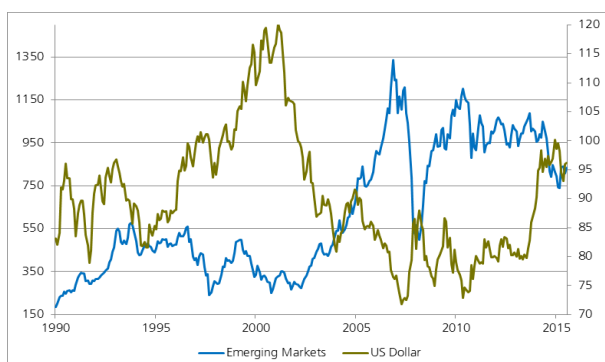
Graphik 3: EPS Entwicklung Indexiert



Seit Ende 2011 sanken die EM Gewinne in US Dollar um 31%. Für 2016 wird erstmals seit 2011 eine Gewinnsteigerung von 5% und für 2017 sowie 2018 von 12% erwartet. Aktuell sind die Investoren-Erwartungen - nach der langen Phase rückläufiger Gewinne - verständlicherweise zurückhaltend.

Die zyklischen Probleme, welche die Grundlage für die schwache Performance der EM waren, verschwinden zusehends. Schwächere Währungen haben mit der üblichen zeitlichen Verzögerung die Leistungsbilanzen verbessert. Ein eher schwacher Dollar ging historisch mit einer positiven Performance der Schwellenmärkte einher.

Grafik 4: Performance Schwellenländer und USD



Der Ölpreis und die chinesische Wirtschaft scheinen sich stabilisiert zu haben. In Ländern wie Brasilien konnten wirtschaftsfeind-

liche linke Regierungen ersetzt werden. Der Geldabfluss aus den Entwicklungsländern wurde gestoppt. Wir deuten dies als Zeichen, dass man sich - mit der für Aktien immer gebotenen Vorsicht - den EM wieder annähern sollte.

Ausblick: Schwellenländer sind attraktiv

Die demographischen Entwicklungen und das zu erwartende Wirtschaftswachstum sprechen eindeutig für Schwellenmärkte. Auch Innovation wird vermehrt in Schwellenmärkten durch lokale global führende Gesellschaften stattfinden. Das Bewertungsniveau ist attraktiv, die Marktteilnehmer sind zurückhaltend und die Gewinnwachstumsraten haben ins Positive gedreht.

Darüber hinaus halten Schweizer Pensionskassen insgesamt kleinere Anteile an Schwellenmärkten als in der Schweizer Aktie Nestlé. Wer vom zukünftigen globalen Wirtschaftswachstum profitieren möchte und sein Glück nicht in esoterischen 'neuen Anlagekategorien' sucht, der tut gut daran, seine (zu kleine) Aktienquote in Schwellenländern zu überdenken.

ⁱ Dr. René Dubacher, Senior Aktienmanager und Leiter Forschung & Entwicklung, Swiss Rock Asset Management.