

Nebenwerte Schwellenländer Struktureller Rückenwind

von René Dubacher & Arno Grüter¹

Strukturelle Chancen

Nachdem zahlreiche Aktienmärkte in den vergangenen Jahren eine ansehnliche Performance gezeigt haben, stellt sich für die Investoren allmählich die Frage, ob es auf der globalen Landkarte noch Flecken mit interessanten Ertragsaussichten gibt. Verschiedene strukturelle Faktoren sprechen dafür, dass klein- und mittelkapitalisierte Aktien aus Schwellenländern risikoadjustiert eine Überlegung wert sind.

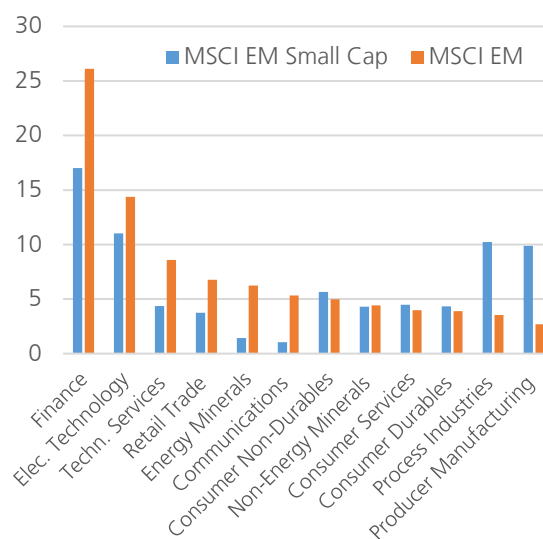
Diversifikation durch Binnenorientierung

Kleinkapitalisierte Werte („Small Caps“) in den Schwellenmärkten weisen eine starke Binnenorientierung auf. Einerseits profitieren sie auf diese Weise von der gesteigerten lokalen Konsumnachfrage. Andererseits bieten sie dem Anleger damit eine bessere Diversifikation der Ertragsströme, als dies die global ausgerichteten grosskapitalisierten Unternehmen („Large Caps“) tun. Large Caps sind oftmals stark exportorientiert und aus diesem Grund von der wirtschaftlichen Entwicklung in den Industriestaaten abhängig. Per Jahresende 2016 rapportierten die Gesellschaften des MSCI Emerging Markets Index (gross- und mittelkapitalisierte Titel) einen im Durchschnitt wesentlich höheren Umsatzanteil im Ausland, als die Vertreter des MSCI Emerging Markets Small Cap Index, in welchem ein signifikanter Teil (46%) überhaupt keine Umsätze im Ausland aufweist. Sie sind zu 100 Prozent auf den Binnenmarkt konzentriert. Dagegen erzielen nur gerade 24% der Small Cap-Index-Mitglieder die Umsätze mehrheitlich im Ausland.

Wachstumsorientierte Sektoren

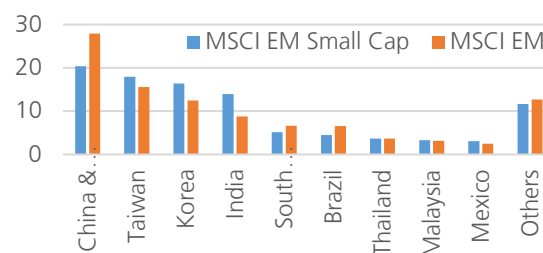
Ein weiteres Differenzierungsmerkmal der kleinkapitalisierten Werte ist deren Sektorzugehörigkeit. Während im MSCI Emerging Markets Index die Sektoren Finanzen, Informationstechnologie und Versorger/Energie stark vertreten sind, sind im MSCI Emerging Markets Small Caps Index die Sektoren Konsumgüter, Dienstleistungen und Gesundheit prominenter vertreten. Letztere profitieren unmittelbar von der lokalen Entwicklung der Wirtschaft (vgl. Graphik 1).

Graphik 1: Sektorallokation des MSCI Emerging Markets vs. MSCI Emerging Markets Small Cap



Im klassischen MSCI Emerging Markets Index haben die staatlich kontrollierten Gesellschaften («State Owned Enterprises/SOE») ein relativ hohes Gewicht. Dies ist insbesondere in Ländern wie China, Russland, Indien oder Brasilien der Fall. Anleger sind SOE gegenüber eher kritisch eingestellt, da diese Gesellschaften zu einer gewissen Ineffizienz zu tendieren scheinen. Aus diesem Grund werden sie meist mit einem Bewertungsabschlag gehandelt.

Graphik 2: Länderallokation des MSCI Emerging Markets vs. MSCI Emerging Markets Small Cap Index



Aus regionaler Sicht ist auffallend, dass China und Hong Kong im Small Cap-Index zugunsten von Indien, Taiwan und Korea ein kleineres Gewicht haben und die Länderallokation gleichmässiger ist, als im MSCI Emerging Market Index. Dies ist aus regionalen Diversifikationsüberlegungen vorteilhaft (vgl. Graphik 2).

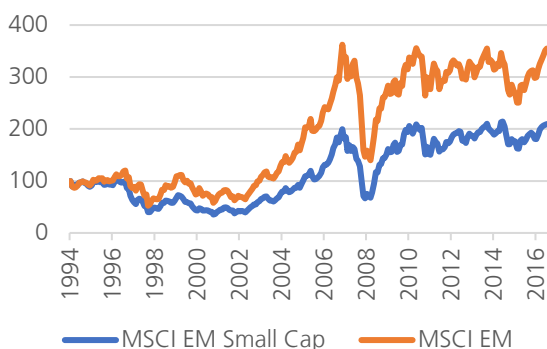
Aktives Management schafft Mehrwert

Im Gegensatz zu den grosskapitalisierten Firmen in den Schwellenländern wird den kleinkapitalisierten Gesellschaften durch Analysten bislang relativ wenig Beachtung geschenkt. Dies macht diesen Markt informationstechnisch zu einem der ineffizientesten Märkte weltweit. Durch eine systematische Analyse der Unternehmen kann für den Anleger aufgrund der Teilung des „Weizens von der Spreu“ ein merklicher Mehrwert generiert werden. Es überrascht deshalb wenig, dass es vielen aktiven Fonds gelingt, den Benchmark zu schlagen.

Performance-Sicht

Inwiefern manifestieren sich diese strukturellen Vorteile der „Emerging Small Caps“ nun im Portfolio? Der Emerging Markets Small Cap Index erreicht über die ganze Periode seit 1994 im Vergleich zu den Standardwerten zwar eine geringere Performance (5.79% p.a. vs. 3.35% p.a.; vgl. Graphik 3).

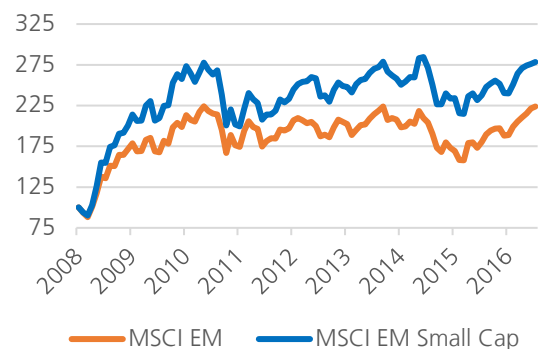
Graphik 3: Langfristige Performance des MSCI Emerging Markets vs. MSCI Emerging Markets Small Cap Index.



Nach der globalen Finanzkrise aber erreichen kleiner kapitalisierte Titel eine bessere annualisierte Performance von 12.8% im Vergleich zu 9.95% für den MSCI Emerging Markets Index (vgl. Graphik 4).

Die Minderperformance der kleinkapitalisierten Titel geschah fast ausschliesslich in der Periode 2003 bis 2007, als sich China als die „Werkbank der Welt“ etablierte und phänomenale Wachstumswerte erreichte. Die damit entstandene Mittelklasse hat ihrerseits einen wesentlichen Beitrag zu diesem Wachstum beigetragen.

Graphik 4: Performance des MSCI Emerging Markets vs. MSCI Emerging Markets Small Cap Index seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008/2009

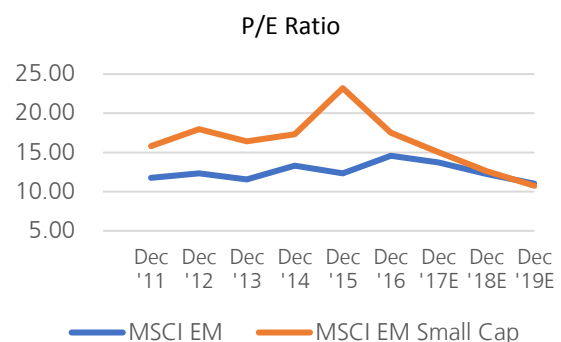


In den letzten Jahren befindet sich aber gerade China in einem Transformationsprozess. Die chinesische Wirtschaft orientiert sich neu und fokussiert auf die Inlandnachfrage der jährlich um viele Millionen wachsende chinesische Mittelklasse. Davon profitieren heute viele kleinkapitalisierte Firmen der Region.

Timing

Ist es jetzt der richtige Zeitpunkt um in Nebenwerte zu investieren? Obwohl wir überzeugt sind, dass die Nebenwerte in den Schwellenmärkten ein grosses Diversifikationspotential offerieren, stellt sich die Frage, ob man gerade jetzt investieren soll. Um diese Frage zu beantworten vergleichen wir die relative Bewertung und das Gewinnwachstum der beiden Indizes.

Graphik 5: Vergleich der P/E-Ratios des MSCI Emerging Markets und des MSCI Emerging Markets Small Cap

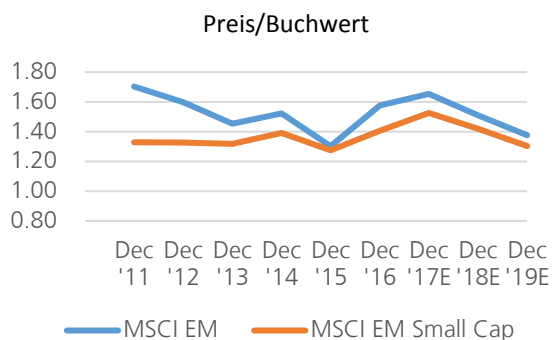


Wie Graphik 5 zeigt, können Aktien aus Schwellenländern im globalen Vergleich auf Basis des Price/Earnings-Ratios als günstig bezeichnet werden. Insbesondere bei den Small Caps hat in den letzten Monaten aufgrund

von starken Wachstumswerten eine Kontraktion der Price-Earnings-Verhältnisse stattgefunden.

Bei den Buchwerten (vgl. Graphik 6) ist die Situation etwas weniger eindeutig. Hier ist bemerkenswert, dass die kleinkapitalisierten Titel etwas weniger hoch bewertet sind.

Graphik 6: Vergleich der Preis/Buchwert-Ratios des Emerging Markets und des MSCI Emerging Markets Small Cap



Zusammenfassung

Das signifikante Wachstum und die gesteigerte Qualität der wirtschaftlichen Entwicklung der Schwellenmärkte haben die Investitionsmöglichkeiten für die Anleger er-

weitert. Der grösste Teil der Anleger investiert aber weiterhin in Produkte, welche sich lediglich auf Standardwerte und Indexprodukte konzentrieren.

Verschiedene strukturelle Gründe sprechen dafür, dass klein- und mittelkapitalisierte Aktien aus Schwellenländern fester Bestandteil eines langfristig orientierten Portfolios sein sollten.

Anleger investieren in Firmen, welche ihre Erträge zum grössten Teil in den Schwellenländern erzielen. Sie partizipieren damit mittel- bis langfristig direkter von der stark wachsenden Mittelschicht und ihrem Konsumverhalten. Aus Portfoliosicht vorteilhaft ist zudem die im Vergleich zu grosskapitalisierten Firmen breitere regionale und sektorische Diversifikation in den „Small Caps“. Seit der stärkeren Binnenorientierung der Volkswirtschaften der Schwellenländer zeigen die kleineren Firmen gegenüber den „Large Caps“ eine „Outperformance“. Die Vermutung, dass man sich die genannten Vorteile teuer erkaufte, täuscht: Die Bewertung der verschiedenen Kapitalisierungssegmente weicht nicht signifikant voneinander ab.

Investoren des Swiss Rock Aktien Schwellenländer Fonds partizipieren an der Entwicklung der Schwellenländer. Mittels unserem bewährten Factor-Investing-Ansatz werden aus einem Universum von 1600 Aktien sowohl attraktive Large-, wie auch Small & Mid Cap-Aktien ausgewählt.

ⁱ Dr. René Dubacher, Leiter Forschung & Entwicklung;
Arno Grüter, Leiter EAM & Institutionelle Kunden