

Aktien Schwellenländer

Markante Schwellenländerquote angezeigt

von René Dubacher¹

Die Strategie zählt

Der wichtigste Entscheid in der Vermögensverwaltung ist die strategische Aufteilung in Anlagekategorien (auch Asset Allokation genannt) wie Cash, Obligationen, Immobilien und Aktien im In- und Ausland. Innerhalb der Aktienquote stellt sich die Frage, wie die Aufteilung in in- und ausländischen Aktien erfolgen soll und allenfalls, ob es sich lohnt, einzelne Regionen besonders zu berücksichtigen.

Anlageentscheide sind dann attraktiv, wenn der erwartete Ertrag gesteigert und/oder das Risiko reduziert werden kann. Gute Gelegenheiten zu substantiellen Anlageentscheiden sind relativ selten. Wenn dies – wie im Folgenden für Schwellenländeraktien argumentiert werden wird - der Fall ist, dann sind markante Portfolioveränderungen vielversprechend. Um einen relevanten Beitrag zum Gesamtertrag zu leisten, sollten Änderungen der strategischen Quoten von mindestens 10% oder besser 20% des Portfolios in Betracht gezogen werden. Das aktuelle Marktumfeld ist für Asset Allokation-Entscheide herausfordernd, denn wir leben in einer Zeit negativer Zinsen und hoch bewerteter Aktien. Wer genauer hinsieht, der findet mit Schwellenländeraktien eine interessante Ausnahme. Die folgende Graphik zeigt Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) nach der Messmethode des Nobelpreisträgers Shiller für verschiedene Märkte (USA, entwickelte Länder ex USA sowie Schwellenländer).

Abbildung 1: Shiller-KGV («Price/Earnings-Ratio P/E») für verschiedene Märkte



As of 8/31/17
Source: Gerard Minack
*US\$ Price Index; Index & EPS deflated by US CPI.
Note: Based on trailing USD operational earnings. Points 1, 2, and 3 added by GMO.

Das Shiller-KGV (engl. «CAPE, cyclically adjusted price/earnings») entspricht dem Aktienkurs dividiert mit dem 10-Jahresdurchschnitt der realen Gewinne. Diese Kennzahl hat in den Schwellenländern Anfang 2016 einen Tiefpunkt erreicht und steigt nun langsam an.

Bewertung als langfristiger Indikator

Mit Studien konnten Campbell und Shiller anhand historischer Daten seit dem 19. Jahrhundert aufzeigen, dass hohe CAPE-Bewertungen längere Perioden unterdurchschnittlicher Aktienrenditen voraussagen, während niedrige CAPE-Bewertungen von Perioden überdurchschnittlicher Renditen gefolgt sind. Die Grafik zeigt, dass die aktuelle Bewertung der Schwellenmärkte auf dem Niveau nach dem Börsencrash von 2009 notiert. Die Feststellung der tiefen Bewertung wird durch den Umstand verstärkt, dass der CAPE-Wert ein 10-jähriger Durchschnitt ist, welcher aktuell die Gewinneinbrüche der «grossen Rezession» von 2008/2009, diesem einzigartigen Ereignis in der Zeit nach dem 2. Weltkrieg, umfasst.

Shiller hat selber angemerkt, dass Bewertungen auf kurze Sicht wenig Vorhersagekraft haben. In der kurzen Frist spielen die Gewinnerwartungen eine wichtigere Rolle und teure Märkte können noch teurer werden. Für Anlagehorizonte von 5 bis 10 Jahren ist es aber sehr wichtig, in Perioden vergleichsweise günstiger Bewertungen einzusteigen. Unterstützt durch die guten Gewinnaussichten bei Energie, Rohstoffen und Finanzwerten sowie der starken Ertragskraft der Informationstechnologie steigen die Gewinne der Schwellenmärkte weiter. Dieses Wachstum stützt sich auf eine widerstandsfähige Weltwirtschaft, die - abgesehen von China - wenig problematischen Ungleichgewichte aufweist und vorerst kaum Anzeichen einer Überhitzung zeigt.

Die folgenden Tabellen zeigen den Gewinn, das Gewinnwachstum, das KGV und die Dividendenrenditen der Schwellenländeraktien («MSCI Emerging Markets») und der globalen Aktien («MSCI World») auf. Die Werte ab 2010 sind historische Werte, jene ab 2017 die Konsensus-Schätzungen der Analysten gemäss Factset.

Tabelle 1: MSCI Emerging Markets, Indexstand USD 1144.39 per 27.12.2017

Jahr	Ge- winn pro Aktie (Index)	% Verän- derung Vorjahr	KGV (x)	Dividen- denren- dite (%)
2010	86.08	-	12.87	2.44
2011	91.92	7%	11.74	2.83
2012	85.57	-7%	12.33	2.71
2013	83.74	-2%	11.54	2.86
2014	74.46	-11%	13.30	2.68
2015	60.06	-19%	12.33	3.06
2016	64.25	7%	14.57	2.44
2017E	81.46	27%	13.98	2.46
2018E	92.22	13%	12.35	2.72
2019E	102.56	11%	11.10	3.01

Quelle: Factset, MSCI

Tabelle 2: MSCI World, Indexstand USD 2103.19 per 27.12.2017

Jahr	Ge- winn pro Ak- tie (In- dex)	% Verän- derung Vorjahr	KGV (x)	Dividen- denren- dite (%)
2010	91.86	-	14.71	2.40
2011	95.81	4%	13.56	2.70
2012	96.08	0%	14.62	2.63
2013	101.23	5%	16.55	2.43
2014	101.03	0%	17.55	2.34
2015	97.86	-3%	15.81	2.81
2016	97.04	-1%	18.95	2.42
2017E	112.40	16%	18.68	2.32
2018E	124.24	11%	16.90	2.45
2019E	136.03	9%	15.43	2.61

Quelle: Factset, MSCI

Schwellenländeraktien haben im 2017 ein erwartetes Gewinnwachstum von 27%, bei einem KGV von knapp 14x. Die entwickelten Länder haben ein Gewinnwachstum von 16%, bei einem KGV von 18.7x. Ein Bewertungsabschlag der Schwellenländer von mehr als 25% konnte letztmals 2003/2004 beobachtet werden. Das Gewinnwachstum der Schwellenländer für die nächsten Jahre liegt 10-20% über den Aktien Welt.

Angemessene Schwellenländer-Allokation

Der Referenzindex MSCI Emerging Markets hat eine Börsenkapitalisierung in USD von 5'364 Milliarden. Dies entspricht etwas mehr als 10% der Kapitalisierung des MSCI Welt Index (Industrienationen), welche 40'400 Milliarden USD beträgt. Eine Allokation gemäß Marktkapitalisierung wäre entsprechend knapp 12% Schwellenländer und

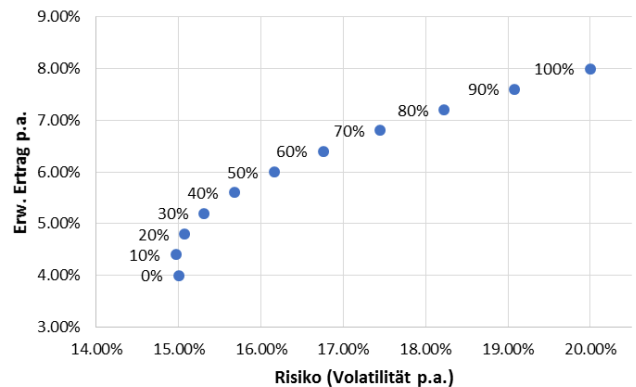
88% Industriestaaten. Was wäre nun aber eine angemessene Allokation für Schwellenländer-Aktien?

Die folgende Abbildung 2 unterstellt die Risiko- und Ertragsschätzungen von Swiss Rock aus Tabelle 3 für die nächsten 5 Jahre und kombiniert Aktien Welt mit Aktien Schwellenländern in 10%-Schritten, ausgehend von 100% Aktien Welt bzw. 0% Schwellenländer (unterster Punkt). Hieraus lässt sich eine Kurve ableiten, die sogenannte Effizienzgrenze, welche die Ertrags- und Risikoeigenschaften aller Portfoliokombinationen abbildet.

Tabelle 3: Risiko- und Ertragsschätzungen von Swiss Rock für die nächsten 5 Jahre

	Ertrag 5 Jahre p.a.	Risiko p.a.
Schwellenländer	8%	20%
Industrienationen	4%	15%
Korrelation		70%

Abbildung 2: Effizienzkurve Aktien Welt (Industrienationen) vs. Aktien Schwellenländer



Die Prozentwerte sind die jeweilige Allokation in Schwellenländern. Von links nach rechts ist das Risiko (Volatilität p.a.) abgebildet, von unten nach oben der erwartete Ertrag pro Jahr. Ausgehend von einer 100%-Allokation in den Aktienindex der Industrienationen wird mit einer Zumischung von beispielsweise 40% Schwellenländer der erwartete Ertrag für das internationale Aktienportfolio von 4% auf 5.6% erhöht; das erwartete Risiko steigt von 15% auf nur gerade 15.7% an. Die Effizienzkurve ist im unteren Bereich sehr steil. Dies bedeutet, dass eine Ertragserhöhung ohne viel zusätzliches Risiko erzielbar ist. Werden in einem Aktien Welt-Portfolio 50% Schwellenländer beigefügt, so steigt der erwartete Ertrag um 50% (d.h. von 4% auf 6% p.a.). Das Risiko des Gesamtportfolios steigt aber nur um 7% auf 16.2% p.a. Beim aktuellen Bewertungsniveau sowie dem erwarteten Gewinnwachstum von Schwellenländeraktien können wir ein sehr vorteilhaftes Risiko/Ertrags-Verhältnis konstatieren.

Fazit

Die strategische Vermögensaufteilung (Asset Allokation) bestimmt die erwarteten Erträge massgeblich. Damit ein Anleger davon profitieren kann, ist es sinnvoll, vernünftig grosse Gewichtungverschiebungen vorzunehmen.

Wirklich interessante Gelegenheiten für markantere Verschiebungen in der Asset Allokation sind selten. Die Bewertung zum Zeitpunkt der Investitionsüberlegung, insbesondere auch im Vergleich zu anderen Anlagegruppen, spielt für das langfristige Anlageergebnis eine wichtige Rolle.

Die (tiefe) Bewertung und die (vergleichsweise) besseren kurzfristigen Gewinnaussichten sprechen für eine deutli-

che Erhöhung der Schwellenländer-Allokation. Eine Beimischung zu einem Aktien Welt-Portfolio von 40% oder gar 50% steigert den erwarteten Gesamtertrag über die nächsten 5 Jahre merklich, ohne dass dafür überproportional höhere Risiken in Kauf genommen werden müssten.

Schwellenmärkte sind auch nach den Kurssteigerungen des letzten Jahres mit einem erwarteten KGV von 13.9 historisch günstig bewertet und bieten weiterhin eine attraktive Anlagegelegenheit in einem anspruchsvollen Marktumfeld.

ⁱ Dr. René Dubacher, Leiter Forschung & Entwicklung, Senior Portfolio Manager