



## MARKET INSIGHT

Oktober 2017



# SCHWELLENLÄNDER: OUTPERFORMANCE SETZT SICH FORT

Die Aktienmärkte der Schwellenländer liegen 2017 mit einer außergewöhnlich starken Performance von 31 %<sup>1</sup> im weltweiten Vergleich an der Spitze. Die Aktienmärkte der Industrieländer legten im gleichen Zeitraum um 16 %<sup>2</sup> zu. Dieser starke Anstieg ist nach einhelliger Meinung der Analysten auf die Stabilisierung des Wachstums in China, die Schwäche des US-Dollar, die niedrigen US-Zinsen und die hohe Nachfrage nach riskanten Anlagen zurückzuführen. Nun stellt sich vor allem die Frage, ob die Anlageklasse noch über weiteres Aufwärtspotenzial verfügt.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Performancezyklen von Schwellenländeraktien im Vergleich zu den Aktien der Industrieländer fünf bis acht Jahre dauern. So übertrafen die Schwellenländer die Industrieländer beispielsweise von 2002 bis 2010 um knapp 300 %, und das obwohl sie während der globalen Finanzkrise 2008 ein Minus von 50 % verzeichneten. Zwischen 2011 und 2015 kehrte sich der relative Trend um und die Industrieländer übertrafen die Schwellenländer um fast 70 %. Unserer Einschätzung nach hat Anfang 2016 eine erneute Phase der Outperformance begonnen. Schwellenländeraktien haben seither bereits eine Outperformance von mehr als 20 % verbucht. Die relative Attraktivität der Schwellenländer ist aus unserer Sicht vor allem durch das Wirtschaftswachstum und die steigenden Unternehmensgewinne bedingt. Zwischen 2011 und 2015 belasteten die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen in den Schwellenländern, die niedrigeren Rohstoffpreise und die Abwertung der Schwellenländerwährungen das Gewinnwachstum, das negativ und schwächer als in den Industrieländern ausfiel. Das erste Quartal 2016 markiert

einen Wendepunkt zu einer höheren Ertragsdynamik, die anhalten und die Phase der Outperformance von Schwellenländeraktien stützen dürfte.

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist weiterhin günstig für die Schwellenländer. Solange Präsident Trump nicht die von ihm angekündigte Reflationspolitik umsetzt, werden die US-Zinsen nur moderat steigen und der US-Dollar dürfte unter Druck bleiben. Die Inflation in den Schwellenländern ist zurückgegangen, sodass die Zentralbanken an ihrer lockeren Geldpolitik festhalten können. Schwellenländerwährungen sind gemessen an der Kaufkraftparität im Schnitt nach wie vor unterbewertet. Infolgedessen wachsen die Schwellenländer jetzt doppelt so stark wie die Industrieländer. Bis 2021 wird sich der Wachstumsunterschied nach Schätzungen des IWF auf 3,3 % erhöhen.

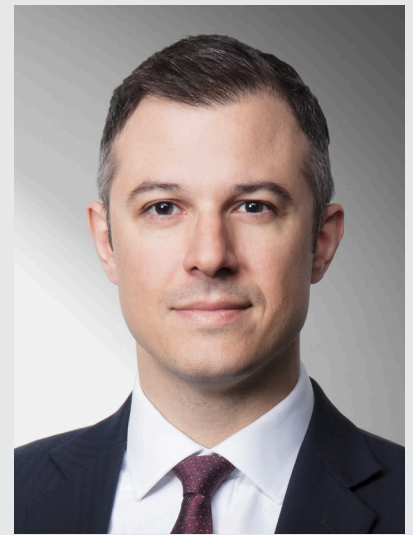
Die chinesische Wirtschaft ist im ersten Halbjahr 2017 um 6,9 % gewachsen, was die Befürchtungen einer schnellen Abkühlung auf 5 % gedämpft hat. Der Immobilienmarkt wird trotz des Anstiegs der Interbankenzinsen weiterhin durch die niedrigen Hypothekenzinsen gestützt. Der bevorstehende politische Führungswechsel spricht für ein mittelfristig weiterhin solides Wirtschaftswachstum.

Die Konsensprognosen für das Wachstum der Gewinne je Aktie (EPS) liegen für die Schwellenländer mit 20,6 % im Jahr 2017 und 12,3 %<sup>3</sup> im Jahr 2018 deutlich über den Erwartungen in den Industrieländern. Neben dem günstigen makroökonomischen Umfeld ziehen auch die Gewinne allmählich an und die Unternehmen profitieren von einer hohen operativen und finanziellen Hebelwirkung, was es ihnen mittelfristig ermöglichen dürfte, ihre Margen zu steigern. Wir

halten ein Wachstum von über 10 % im Jahr 2018 daher für möglich, was somit für die Schwellenländer spricht. Allerdings besteht ein erhebliches Konzentrationsrisiko, da 68 % des erwarteten Wachstums auf vier asiatische Länder<sup>4</sup> (China, Indien, Korea, Taiwan) und drei Sektoren<sup>5</sup> (Technologie, Finanzen, Nicht-Basiskonsumgüter) entfallen.

Ein weiteres Argument, das oft angeführt wird, um die Attraktivität von Schwellenländeraktien hervorzuheben, ist die Bewertung. Allerdings ist die Bewertung aus unserer Sicht nicht einfach, da sich die Länder- und Sektorzusammensetzung der Anlageklasse geändert hat. Der Beitrag von Rohstoffunternehmen zu den Unternehmensgewinnen ist beispielsweise von 44 % im Jahr 2003 auf heute 15 % gesunken. Die Entwicklung der Bewertungen ist daher zum Teil auf Indexveränderungen zurückzuführen, was historische Vergleiche verzerrt. Über einen kürzeren Zeitraum hat sich der strukturelle Bewertungsabschlag der Schwellenländer gegenüber den Industrieländern im Vergleich zu den Tiefständen im dritten Quartal 2011 um 8 % erhöht<sup>6</sup>. Zwar sind die Bewertungen der Schwellenländeraktien seit 2016 gestiegen. So erhöhte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der erwarteten Gewinne von 11,2 auf 12,7. Sie sind jedoch noch immer attraktiv.

Bleibt noch die Positionierung. 2015 wurden bei Schwellenländeraktien Abflüsse in Höhe von 64 Milliarden US-Dollar verzeichnet, 2016 nahezu ein Gleichgewicht und 2017 Zuflüsse von etwa 62 Milliarden US-Dollar<sup>7</sup>. Trotz dieses massiven Rückflusses machen die Zuflüsse seit 2016 nur etwas mehr als die Hälfte der seit 2013 verzeichneten Abflüsse aus. Darüber hinaus sind die



**MARCO BONAVIRI**  
SENIOR PORTFOLIO MANAGER

Portfoliomanager insgesamt nach wie vor um die Hälfte in der Anlageklasse untergewichtet<sup>1</sup>. Die Konjunktur- und Gewinndynamik dürfte viele Anleger, die in dem Markt bisher unterinvestiert sind, anlocken und den Aufwärtstrend stützen.

Wie können Anleger von einer positiven Entwicklung in den Schwellenländern profitieren? Die meisten Anleger, die in Schwellenländeraktien investieren, nutzen Anlagevehikel wie Fonds oder ETFs, die den Referenzindex dieser Anlageklasse, den MSCI Emerging Markets (MSCI EM), nachbilden. In diesem Zusammenhang ist auf die strukturellen Mängel des Index hinzuweisen, insbesondere seine geographische und sektorale Konzentration, die im Widerspruch zur potenziellen Vielfalt des Schwellenländer-Universums stehen. Der Index konzentriert sich zu 65 % auf vier asiatische Länder: China 30 %, Korea 15 %, Taiwan 11 %, Indien 9 %. Die Sektorkonzentration ist mit einem Anteil von 28 % bei Technologie, 23 % bei Finanzwerten und 10 % bei Nicht-Basiskonsumgütern sogar noch ausgeprägter. Und schließlich entfallen 16 % des Index auf nur vier Technologieunternehmen: Tencent, Samsung Electronics, Alibaba, Taiwan Semiconductor. Neben der mangelnden Diversifikation besteht der MSCI EM auch zu 27 % aus weniger

profitablen und weniger gut geführten Staatsunternehmen (State Owned Enterprises), was die Effizienz umfassend schmälert. Um ein diversifiziertes und effizientes Engagement in den Schwellenländern aufzubauen, sollten Anleger aus unserer Sicht einen anderen Ansatz wählen als einen Indexfonds, der den MSCI EM nachbildet.

Trotz eines Anteils von 60 % am globalen BIP, vereinen die Schwellenländer nur 11 % der Marktkapitalisierung der weltweiten Aktienmärkte auf sich. Seit Jahrzehnten lockt die sich durch den strukturellen Anstieg des Binnenkonsums, die günstige Bevölkerungsentwicklung und die Entwicklung politischer und gesellschaftlicher Institutionen ergebende Wachstumsprämie Anleger in die Schwellenländer. Obwohl das passive Management großen Anklang findet, zeigen Studien, dass die überwiegende Mehrheit aktiver Manager, die in Schwellenländeraktien anlegen, den MSCI EM Index übertreffen. Dies belegt das Potenzial zur Alpha-Generierung in der Anlageklasse. Dem Anleger bieten sich zahlreiche Möglichkeiten: eine Allokation nach Regionen oder Ländern, eine Core-Satellite-Strategie, die Auswahl eines aktiven Managers, der sich nicht nach einem Index richtet, passive Smart-Beta-Lösungen.

*“Unserer Einschätzung nach hat Anfang 2016 eine erneute Phase der Outperformance begonnen. Schwellenländeraktien haben seither bereits eine Outperformance von mehr als 20 % verbucht.”*

1 MSCI Emerging Markets Index in USD per 22. September 2017. Quelle: Bloomberg, MSCI

2 MSCI World Index in USD per 22. September 2017. Quelle: Bloomberg, MSCI

3 Quelle: I/B/E/S, MSCI, Schätzungen von J.P. Morgan per 21. September 2017

4 Erwarteter Beitrag zum EPS-Wachstum 2018: China 34,7 %, Indien 13,5 %, Korea 10,9 %, Taiwan 7,3 %

5 Erwarteter Beitrag zum EPS-Wachstum 2018: Technologie 28,7 %, Finanzen 17,9 %, Nicht-Basiskonsumgüter 17,7 %

6 Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis erwarteter Gewinne (Forward-KGV). Quelle: Bloomberg

7 Quelle: EPFR Global, J.P. Morgan Research

8 Quelle: EPFR Global, Thomson Reuters Datastream, HSBC-Research

**WICHTIGER HINWEIS** - Dieses Dokument wird von der REYL & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen. Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung.

Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.