

Beste Chancen für Emerging Markets



Die Schwellenländer weltweit haben sich im Jahr 2009 deutlich erholt. Lohnt es sich jetzt für Anleger noch, in die aufstrebenden Märkte zu investieren?

Text: Richard Titherington und Christian Preussner

Nach dem dramatischen Ausverkauf 2008 mit minus 54 Prozent zeigten die Aktienmärkte der Schwellenländer in 2009 eine deutliche Erholung (79 Prozent). Auch 2010 wachsen die Volkswirtschaften in den aufstrebenden Ländern stärker als die entwickelten Märkte. Weiteren Auftrieb erhalten die Schwellenländer-Börsen durch die weltweit hohen Liquiditätsreserven und die anhaltend niedrigen Zinssätze. Das schafft gute Voraussetzungen für Anleger. Aber laufen die Emerging Markets gerade nicht zu heiß?

Wir beginnen 2007. Die Finanzkrise, die seit Sommer die gesamte Weltwirtschaft in Mitleidenschaft zieht, wirkt sich dramatisch auf die Aktienmärkte der Schwellenländer aus – dabei hatten sie an der ursprünglichen Problematik der US-Hauskredite kaum Anteil. 2008 und in den ersten Monaten 2009 brachen die Aktienmärkte sowohl in den entwickelten als auch in den aufstrebenden Märkten synchron ein.

2008 war mit Verlusten von über 54 Prozent das bisher negativste Jahr für Schwellenländer-Aktien überhaupt. Hauptgrund war die immer stärkere

Globalisierung, welche die Märkte in den letzten Jahren stärker öffnete und vernetzte als je zuvor. Diese Entwicklung unterstreicht deutlich: In dieser globalisierten Welt ist die sogenannte Abkopplungstheorie, gemäß der die Schwellenländer die Auswirkungen eines Abschwungs in den entwickelten Märkten hätten abfedern können, nicht zu halten.

Emerging Markets treiben Wachstum

Dabei haben die Schwellenländer ihre Lektion durchaus gelernt: Nach den Verlusten in der Asienkrise Ende der 1990er-Jahre initiierten sie umfangreiche Maßnahmen zur Stabilisierung ihrer Volkswirtschaften. Sie fokussiert sich auf die Erzielung von Handelsbilanzüberschüssen und bauten verstärkt Fremdwährungsreserven auf. Staaten wie Brasilien, Argentinien und Ägypten stellten außerdem ihre Währungen auf freie Wechselkurse um und stärkten damit ihre Unabhängigkeit von ausländischen Notenbanken. Es ist eine Ironie des Schicksals, dass sich nun in der Kre-

ditkrise viele der aufstrebenden Länder als deutlich solider erwiesen als die Industrienationen, etwa China oder Brasilien.

Aufgrund dieses starken wirtschaftlichen Fundaments und der höheren Wachstumsaussichten für die Zukunft stiegen die Kurse von Schwellenländer-Aktien im vergangenen Jahr signifikant. Der MSCI-Emerging-Markets-Index legte 2009 auf US-Dollar-Basis um rund 79 Prozent zu und erzielte damit eines der besten Ergebnisse seit Bestehen der Anlageklasse. Die wichtigste Frage für Investoren ist nun, ob 2010 für die Aktien der Emerging Markets ein genauso starkes Jahr wird: Ist eine Anlage noch interessant, oder zeigen sich bereits Überhitzungserscheinungen?

Die aufstrebenden Länder spielen bereits heute eine signifikante Rolle in der globalen Wirtschaft. Aufgrund ihrer höheren Wachstumsdynamik wird ihr Gewicht zukünftig sogar noch wachsen. Für 2010 prognostiziert J.P. Morgan ein reales Wachstum von 6,3 Prozent. Die entwickelten Märkte können mit erwarteten 2,5 Prozent nicht mit diesem Wachstum mithalten. Jede einzelne Region innerhalb der

Schwellenländer sollte sich dabei dynamischer als die Industrienationen entwickeln. Deshalb wird die Bedeutung der aufstrebenden Märkte 2010 und darüber hinaus weiter ansteigen.

Die Risikotoleranz der Investoren – ermittelt anhand des Credit-Suisse-Risk-Appetite-Indexes – lag zu Jahresbeginn noch über dem Durchschnitt (Höchststand am 5. Januar mit 3,89) und ist inzwischen von „Euphorie“ auf ein neutrales Niveau zurückgekehrt. Dies ist ein gutes Zeichen, weil es keine Überhitzung befürchten lässt. Mit einem Stand von etwa 1,50 Anfang April ist der Index aber weiterhin konstruktiv für Aktien.

Zudem ist es sehr wahrscheinlich, dass die Zentralbanken der entwickelten Märkte die Leitzinsen weiter auf dem aktuellen niedrigen Niveau belassen. Die damit weiterhin vorhandene Liquidität sollte sich positiv auf einen Wechsel von niedrig rentierlichen Anlageklassen zu Anlagen mit höheren Ertragschancen auswirken.

Seit ihrem Tiefpunkt Ende 2008 verzeichneten die Unternehmensgewinne in den Schwellenländern einen beson-

deren Aufschwung. So lag der langfristige Gewinn pro Aktie 2008 bei etwa zehn Prozent – 2009 bei rund 17 Prozent. Eine verbesserte Kapitaldisziplin verbunden mit hoher Eigenkapitalrendite (Return on Equity = ROE) haben die Gewinne pro Aktie zum stärksten Ertragsbeitrag für Schwellenländer-Aktien werden lassen. Der ROE konnte einerseits durch realisierte Kosteneinsparungen verbessert

Steigende Umsätze, hoher Produktabsatz

werden, so wie bei den Unternehmen in vielen entwickelten Märkten. Dazu wirkten sich steigende Umsätze und ein höherer Produktabsatz aufgrund der stärker wachsenden Wirtschaft positiv aus. Parallel zeigt eine Analyse von DuPont ein niedrigeres Fremd-zu-Eigenkapital-Verhältnis in der Kapitalstruktur der Unternehmen. Stattdessen ist die Kosteneffizienz – der sogenannte Umsatz-Leverage als ein Zeichen für eine bessere Ausnutzung des Kapitals – signifikant angestiegen.

Auch das Gewinnmomentum, definiert als Differenz zwischen den positiven und negativen Gewinnrevisionen der Analysten der letzten drei Monate, deutet ein erfreuliches Erholungsniveau im Unternehmenssektor an. So befinden sich die Gewinnrevisionen der Schwellenmarkt-Aktien weiterhin auf hohem Niveau von 1,3 mit vielen positiven Überraschungen der Analysten.

Dies sollte die taktische Outperformance der Anlageklasse weiter unterstützen. Der starke Aufwärtstrend der Unternehmensgewinne überraschte die Sell-Side-Analysten insbesondere deshalb, weil er sich vom ersten Halbjahr 2009 an in einem denkbar ungünstigen Marktumfeld mit wenig Wachstumsaussichten vollzog, als sich ein Großteil der G7-Staaten in der Rezession befand.

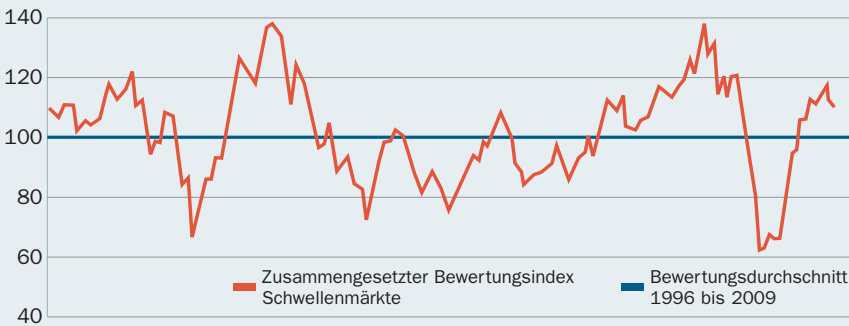
Die Bewertungen der Schwellenländer erreichten im aktuellen Zyklus ihren Tiefpunkt Ende 2008. Zu diesem Zeitpunkt war der Kurs-Buchwert auf einen Wert von rund 1,1 gesunken. Diese Kennzahl impliziert eine Krise – auch wenn die Krise ihren Ursprung ►

Emerging Markets im historischen Vergleich

Die Bewertungen der Schwellenländer lagen zum Jahres-Ultimo 2009 lediglich knapp über ihrem langfristigen Durchschnitt.

Angaben in Prozent

Quelle: Thomson Datastream, JP Morgan AM



nicht in den Schwellenländern selbst hatte, sondern von den entwickelten Märkten ausging. Analog zu der positiven Wertentwicklung der Anlageklasse 2009 haben sich auch die Bewertungen wieder erholt und liegen aktuell bei 2,0. Die Bewertungsabschläge sind deutlich zurückgegangen. Entsprechend sind Schwellenländer-Aktien heute nicht mehr so günstig bewertet wie noch vor einigen Monaten. Dennoch liegt das Bewertungsniveau noch deutlich unter den historischen Werten, die vor der Krise im Sommer 2007 zu verzeichnen waren, und nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt.

Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der Schwellenländer hat immer noch einen Abschlag auf das globale Aktien-KGV von rund 13 Prozent. In einem Umfeld niedriger Zinsen und angesichts der reichlich vorhandenen Liquidität sollte dies die Anlageklasse weiterhin unterstützen. Die Bewertung wird zukünftig sehr stark von den Unternehmensgewinnen beeinflusst. Der Gewinn pro Aktie wird damit zum wichtigsten Treiber für zukünftige Erträge von Schwellenländer-Aktien.

Kapitalzufluss auf Vorkrisenniveau

Die Kapitalzuflüsse in globale Schwellenländer-Aktien und auch in die einzelnen Schwellenländer-Regionen haben sich inzwischen wieder auf Vorkrisenniveau eingependelt. Dies unterstreicht auch die monatliche Fondsmanagerumfrage von Bank of America Merrill Lynch, die Portfolio-Manager weltweit zu ihrer aktuellen Allokation in globalen Portfolios befragt.

Das höchste Übergewicht der Teilnehmer in eine Anlageklasse sind mit

33 Prozent Schwellenländer-Aktien. Diese Ergebnisse zeigen ein ähnliches Bild wie eine aktuelle Befragung unseres Hauses unter europäischen institutionellen Anlegern. Gemäß dieser Studie sind 50 Prozent der Befragten in Kontinentaleuropa überzeugt, dass die globalen Schwellenländer die stärkste Wertentwicklung aller Anlageklassen in diesem Jahr haben werden. Weitere 24 Prozent der Befragten erwarten, dass die Schwellenländer die zweitbeste Wertentwicklung nach Asien (ex Japan) haben werden. Die Studie zeigt auch, dass sich diese positiven Erwartungen für die globalen Schwellenländer bereits in einer gesteigerten Allokation dieser Anlageklasse bei europäischen Institutionen niedergeschlagen haben.

Zusätzlich zeigt auch unser hausinternes Modell für die taktische Asset-Allokation ein stark positives Signal für diese Anlageklasse. So sind die Emerging Markets derzeit weiterhin übergewichtet. Das Modell berücksichtigt nicht nur fundamentale Daten wie beispielsweise Bewertungen, sondern auch Risikofaktoren einschließlich der Risikotoleranz der Anleger sowie technische Indikatoren.

Seit Anfang 2009 hat sich das Signal konstant gesteigert und hält sich seit dem zweiten Quartal 2009 im positiven Bereich. Deshalb rechnen wir nach dem Beginn des Erholungszyklus 2009 mit einem weiter zunehmenden positiven Trend bis Ende 2010. Auf sektoraler Basis sollten daher graduell zyklischere Sektoren wie Industriewerte, Energie und Finanzen gegenüber den Frühzyklikern Konsum, IT und Rohstoffen favorisiert werden.

Unser Top-down-Research legt zudem Investments in attraktiv bewertete Länder mit überdurchschnittlicher Eigenkapitalrendite nahe. Besonders attraktiv scheinen günstige Gelegenheiten bei Unternehmen, die die loka-

le Konsumnachfrage bedienen können. Die bevorzugten Anlageregionen sollten deshalb Lateinamerika (in erster Linie Brasilien und Chile) und die Wachstumsländer Asiens bleiben – hier vor allem Korea, Indien und Indonesien.

Obwohl viele Währungen in den Schwellenländern derzeit relativ zu ihrem inneren Wert teuer erscheinen, wird ein Großteil immer noch signifikant durch die hohe Verzinsung unterstützt. Beispielsweise zeigen der brasilianische Real und der russischen Rubel trotz der Rallye hohe Zinsdifferenziale im Vergleich zu den Leitzinsen der US-Notenbank Federal Reserve (Fed). Angesichts der steigenden Risikotoleranz sind Carry-Trades in Schwellenländern immer noch gefragt. Dieser Trend sollte weiterhin anhalten, da die letzten Äußerungen der Fed erwarten lassen, dass sie eher zögerlich auf die kommende globale Normalisierung der Geldpolitik reagieren wird.

US-Zinsen verharren auf niedrigem Level

Die US-Zinsen dürften in näherer Zukunft also auf ihrem niedrigen Niveau verharren. Mittelfristig hingegen ist währungsseitig kein großer Ertragsbeitrag zu erwarten. Insbesondere Rohstoffwährungen scheinen teuer, während Produktionswährungen günstig erscheinen – der Nettoeffekt bleibt damit minimal. Wie hoch sollte die Allokation von Schwellenländer-Aktien im Portfolio sein? Die Emerging Markets stellen heute mehr als ein Nischen-Investment dar. Sie machen rund 50 Prozent des globalen BIPs aus und spielen eine wichtige Rolle im gesamten Welthandel. Die rasante wirtschaftliche Entwicklung der Staaten, aber vor allem auch der einzelnen Unternehmen, verbunden mit der Vielfalt der Anlagechancen, machen die Schwellenländer für private Anleger sehr interessant.

Der Anteil der Schwellenländer im MSCI-World-All-Country-Index stieg in den vergangenen Jahren konstant und beträgt derzeit rund zwölf Prozent der globalen Marktkapitalisierung. In vielen Anleger-Portfolios ist der Anteil dieser Anlageklasse jedoch deutlich geringer.

Richard Titherington ist Chief Investment Officer und Leiter des globalen Teams für Schwellenländer-Aktien in London.
Christian Preussner ist Experte für Schwellenländer-Aktien bei J.P. Morgan Asset Management in Frankfurt.