

Emerging Market Aktien ist die Korrektur beendet?

Im Überblick

- Unwahrscheinlich, dass die Währungen der Emerging Markets weiter abschwächen, falls es nicht zum Zusammenbruch des Welthandelssystems kommt
- Verhältnis Verschuldung/BIP der Emerging Markets zwar angestiegen, steigt aber nicht mehr weiter an und rangiert weiterhin unterhalb der etablierteren Märkte
- Leistungsbilanzen der Emerging Markets sind weniger problemföhlig als 2013 und müssten sich bald verbessern
- Weiterhin anstöndiges Wachstum...
- ...und Unternehmensgewinne
- Und einige Kommentare zu länderspezifischen Risiken

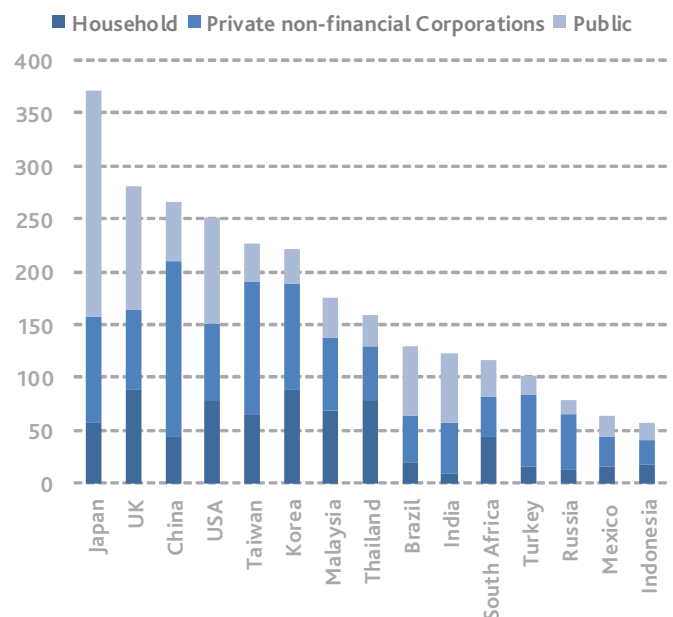
Die Aufwertung des US-Dollars um 10% von Mitte Februar bis Mitte August föhrte zu Verkaufstendenzen bei Vermögenwerten der Emerging Markets. Bis Mitte September fiel der MSCI Emerging Markets Index seit Ende Februar um 19% und um 22% seit den Höchstwerten vom Januar – was technisch betrachtet, wenn auch nicht besonders relevant, eine Baisse ausmacht.

Der Anstieg des Dollars war die Folge eines andauernden Abbaus von monetären Anreizen, einer lockeren Fiskalpolitik und vermehrter Handelsspannungen. Ersteres ist schon seit geraumer Zeit ein Marktphänomen und auch der zweite Aspekt überrascht nicht. Mit beiden Faktoren lässt sich schon zum Großteil erklären, warum der Dollar von 2014 bis Ende 2016, bis kurz nach den US-Wahlen, um 30% im Wert gestiegen ist. Wie vehement dann der Handelskrieg ausgefallen ist, hat aber doch die meisten überrascht.

Immer wenn der Dollar aufwertet, kommen Länder mit Finanzierungsbedarf an US-Dollar unter Druck. In unserer Anlagewelt waren das Argentinien, wo finanzpolitische Anpassungen und eine straffe Geldpolitik nicht ausreichen schienen, und die Türkei, wo eine unverantwortlich lasche Geldpolitik mit einer lockeren Fiskalpolitik kombiniert wurde. Die Türkei macht allerdings lediglich 0,6% am MSCI Emerging Markets Index aus, und Argentinien ist – bisher zumindest – überhaupt nicht in dem Benchmark vertreten. **Die riesige Diskrepanz bei der Entwicklung verschiedener EM-Währungen widerlegt die sogenannte Ansteckungs-Theorie:** Die türkische Lira fiel dieses Jahr um fast 40%, während lediglich etwa eine Handvoll weiterer Währungen um gerade einmal 10% rückläufig sind. Insgesamt stiegen seit Anfang dieses Jahrzehnts

die Verschuldung/BIP-Level in den Schwellenmärkten, genauso wie in den etablierten Märkten, obwohl sie im Allgemeinen weit unter dem dortigen Niveau verharren. Dazu kommt, dass in den letzten zwei Jahren die Unternehmensschulden in den Emerging Markets als Prozentsatz vom jeweiligen BIP rückläufig sind, selbst in China. Gegen Ende 2016 erreichten die entsprechenden Werte für das Verhältnis Gesamtverschuldung (Privat- plus Staatsverschuldung)/BIP in Japan 372%, in Großbritannien 281% und in den USA 252%, während sie sich in China auf 268% beliefen, in Brasilien auf 129% und in Indien auf 123%.

Verschuldung/BIP (%) Ende 2016



Quelle: JP Morgan, September 2018

Eine Folge der Erholung bei der Inlandsnachfrage in den Schwellenländern in den letzten zwei Jahren waren Importsteigerungen. Dies föhrte zu schmälere Leistungsbilanzüberschüssen und – in manchen Fällen – zu größeren Defiziten. Es ist durchaus erwähnenswert, dass Emerging Markets zusammengenommen einen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen. Dazu kommt, dass in Ländern mit Defiziten sich die Ausweitung im Allgemeinen im Rahmen hielt: selbst in den ‚fragilen Fünf‘, die 2013 diese

Emerging Market Aktien ist die Korrektur beendet?

Bezeichnung erhielten, sieht die Lage heute viel weniger schmerzhaft aus als damals, selbst in der Türkei.

Leistungsbilanz (in % vom BIP)

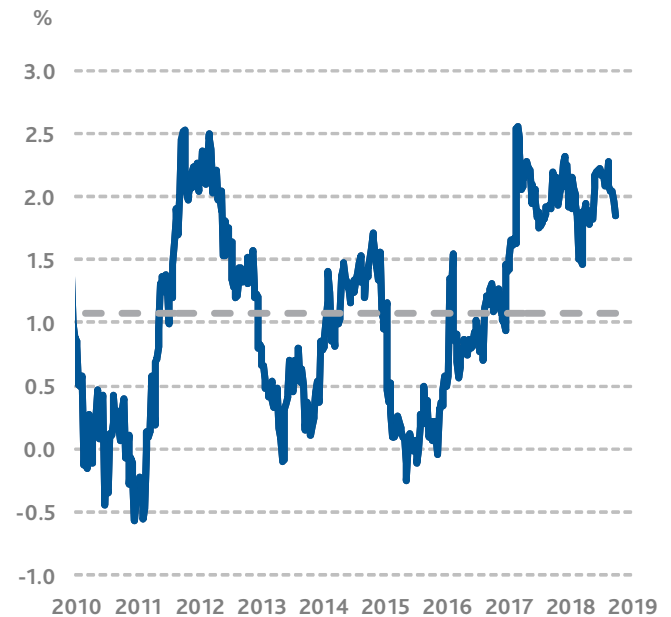
	2013	2018
South Africa	-5.8%	-3.6%
Turkey	-6.7%	-5.2%
Brazil	-3.1%	-1.2%
Indonesia	-3.2%	-3.1%
India	-4.8%	-1.9%

Quelle: Citibank, September 2018

Wie im Zeitraum 2013-2015 führten die Währungsschwächen kurzfristig zu höheren Inflationswerten, trugen dann aber zur Schmälerung der Defizite und erhöhter Wettbewerbsfähigkeit im Handel bei, was dann den richtigen Rahmen für die Aktien-Rallye ab Anfang 2016 bot.

Die Marktzinsen sind quer durch die Bank in den Emerging Markets gestiegen und in vielen Fällen wurden die Leitzinsen erhöht. Sowohl Indonesien als auch die Philippinen erhöhten die Zinsen beispielsweise in der letzten Septemberwoche. In der Folge **bleibt das Zinsgefälle trotz der allmählichen Straffung seitens der US Fed inflationsbereinigt ausreichend hoch, um Investoren für das wahrgenommene Risiko bei dieser Vermögensklasse zu entschädigen.** Das Zinsgefälle ist in der Tat so hoch, wie es seit fast zehn Jahren nicht mehr war, ein Umstand, der die EM-Währungen letztendlich stützen sollte. Im Zeitraum 2012-15 war dies anders, als das Zinsgefälle beständig unter 2% lag (siehe Darstellung unten), was damals den Investoren weniger Anreize bot. Bei der Geldpolitik agieren alle Emerging Markets derzeit orthodox, selbst die Türkei schloss sich verspätet mit einer über der Konsensmeinung liegenden Erhöhung um 625 Basispunkte an.

Effektives Ertragsgefälle Anleihen Emerging Markets ggü. US

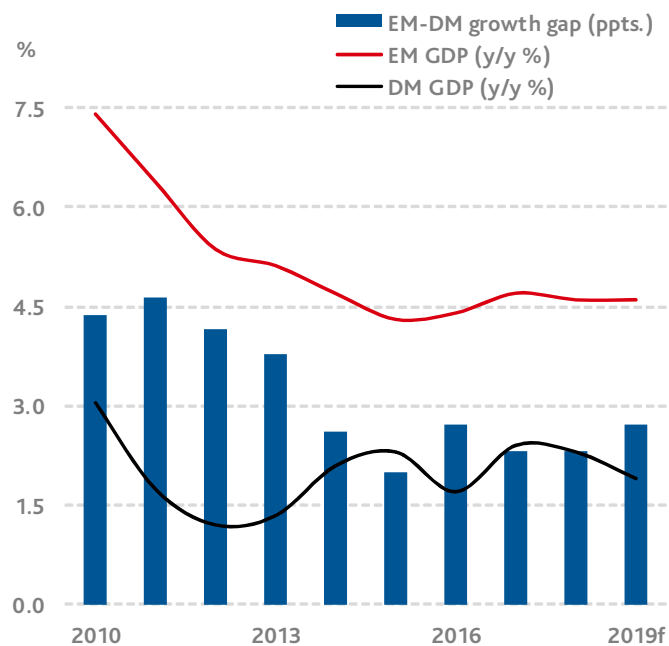


Quelle: Credit Suisse, September 2018

Der Ausblick auf weiteres Konjunkturwachstum verbessert sich nach der fortlaufenden Erholung der letzten zwei Jahre zwar nicht mehr – zusammengenommen hat er allerdings auch nicht merklich nachgelassen. Die Konsensprognosen für BIP-Zuwächse in den EM liegen für dieses und nächstes Jahr bei jeweils 4,5-5%, einschließlich der Flauten in der Türkei, Brasilien und Südafrika. Wie sich dieses Wachstum verteilt, ändert sich im Laufe der Zeit. Ölproduzenten profitieren z.B. vom Preis für Brent Crude von über 80-US-Dollar, während dies für Ölimporteure – die zahlreicher vorhanden sind – ein Negativfaktor ist. Das Wachstumsgefälle zwischen Emerging Markets und etablierteren Märkten müsste sich in den nächsten zwei Jahren wieder ausdehnen.

Emerging Market Aktien ist die Korrektur beendet?

Wachstum Emerging Markets (EM) Developed Markets (DM d.h. etabliertere Märkte)



Quelle: HSBC, September 2018

Wie steht's um den Welthandel?

Das bleibt weiterhin die große Unbekannte, hat die Welt einen Handelskrieg, wie wir ihn derzeit verfolgen können, doch seit fast einem Jahrhundert nicht mehr erlebt. Die USA haben zwar bereits die höchsten Einfuhrzölle der G7, aber es besteht die Möglichkeit, dass auf alle aus China eingeführten Waren im Umfang von über 500 Mrd. US-Dollar Zölle verhängt werden. Dies würde die Konjunktur sowohl in den Industriestaaten als auch den Schwellenmärkten drosseln; und aufgrund der komplexen und miteinander verzahnten globalen Lieferketten und Multiplikatoreffekte auf die Binnennachfrage könnte es einige Zeit dauern, bevor die vollen Auswirkungen der Zölle spürbar werden. Was ermutigend stimmt, ist, dass viele Emerging Markets über die Fiskalkraft verfügen, um Negativeffekten entgegenwirken zu können. Gekoppelt mit der gesteigerten Wettbewerbsfähigkeit, die mit Währungsschwächen einhergeht, wird dies die Auswirkungen der Zölle abfedern.

Als Bottom-up-Investoren ist die Entwicklung der Unternehmensgewinne von kritischer Bedeutung für uns. Einige

bisher übermäßig optimistischen Analysten revidierten ihre Ertragswachstumsprognosen für 2018 nach unten – zum Teil wegen Währungsschwankungen – aber die Wachstumserwartungen scheinen sich im unteren/mittleren Zehnerbereich für sowohl dieses Jahr als auch 2019 einzupendeln, was immer noch gesunde Werte darstellen. Im zweiten Quartal 2018 gab es ein gesundes Verhältnis der übertroffenen zu den nicht erreichten Ertragsrevisionen, erstere machten 42%, letztere 31% aus, und die Kluft weitet sich im Vergleich zum ersten Quartal aus und das trotz all der allgemeinen Negativmeldungen. Der Einbruch bei den Aktienkursen dieses Jahr geht weit über diese Ertragsrevisionen hinaus. Im Ergebnis beläuft sich das zukünftige KGV für Aktien der Emerging Markets derzeit auf unter 11x, ein Wert unter dem langfristigen Durchschnitt, und zu einem ungewöhnlich hohen Abschlag (über 25%, doppelt so hoch wie der 15-Jahre-Durchschnitt) im Vergleich zu den etablierten Märkten.

Internationale Anleger führen ihr Engagement in den Emerging Markets zurück, und diese Positionierung spiegelt eine neuerliche Vorsicht wider. Ein durchschnittliches internationales Aktienportfolio hält derzeit 7,4% seines Vermögens in Emerging Markets im Vergleich zum historischen Schnitt von 9,2%.

Schlussendlich eine Anmerkung zum Länderrisiko

Im Juni 2016, ein paar Tage nach dem britischen Votum zum Austritt aus der EU, verfassten wir eine Mitteilung zur Bedeutung des Referendums für globale Anleger, die auch Titel der Emerging Markets im Portfolio halten. Wir schrieben damals: „die Reaktion der EU entspricht der aller Organisationen, deren Hauptanliegen das eigene Überleben ist; sie ist hin- und hergerissen zwischen einer pragmatischen Reaktion, die der EU wirtschaftlich zugutekommt, und einer eher ideologisch motivierten, deren Ziel es ist, Großbritannien zu bestrafen, um andere davon abzubringen, den Briten nachzuzufolgen.“ Im Verlauf der letzten zwei Jahre und vor allem in den letzten Monaten, wurde uns immer klarer, dass es im politischen Interesse der EU liegt, sicherzustellen, dass der Brexit aus britischer Perspektive ein Misserfolg wird; und das dies daher den eigenen ökonomischen Interessen der EU schaden muss, selbst wenn der Schaden im Verhältnis zu den Auswirkungen für das Vereinigte Königreich relativ gering ist.

Damals schrieben wir, dass die Risiken für Investments in etabliertere Märkte, nicht zuletzt die EU und GB, zugenommen haben. Die Entwicklungen der letzten zwei Jahre verstärken diese

Emerging Market Aktien ist die Korrektur beendet?

Sicht noch. Analysten kommentieren staatliche Regierungsführung oft so, als handle es sich hier lediglich um ein Problem der Emerging Markets. Es gibt auch keine Zweifel, dass Länder wie die Türkei aus guten Gründen diesbezüglich unter die Lupe genommen werden. Aber unserer Ansicht nach wird zu wenig Aufmerksamkeit positiveren Entwicklungen gewidmet, wie z.B. der friedlichen Machtübergabe in Malaysia und der neuen Führung des in Südafrika regierenden ANC, zwei Ländern, die aus der Perspektive des MSCI-Index zusammen mehr als zehnmals so wichtig sind wie die Türkei. Und es ist auch überaus

wahrscheinlich, dass in den kommenden Monaten, die Risiken auf den etablierteren Märkten deutlicher zutage treten werden.

Julian Mayo

Senior Vice President & Chief Investment Strategist bei Fiera Capital (UK) Limited

Die in diesem Dokument verlautbarten Meinungen sind die des Autors.

Oktober 2018

Emerging Market Aktien ist die Korrektur beendet?

Dieses Dokument wird von Fiera Capital (UK) Limited herausgegeben, welches von der britischen Financial Conduct Authority beaufsichtigt und autorisiert ist.

Adresse: 39 St James's Street, London SW1A 1JD

Tel: + 44 (0)20 7518 2100 Email: marketingeurope@fieracapital.com
Fax: + 44 (0)20 7518 2199 Website: uk.fieracapital.com

Die in diesem Dokument enthaltenen allgemeinen Informationen über Finanzmärkte, politische Ereignisse, Kursentwicklungen, allgemeine Marktdaten, u.a. stellen weder ein öffentliches Angebot zum Kauf von Wertpapieren noch kein Angebot zum Kauf von Anteilen von Investmentfonds in der Bundesrepublik Deutschland dar. Weiterhin sind die in dem Dokument enthaltenen Informationen ausschließlich auf das Gebiet der Bundesrepublik Deutschland beschränkt und enthalten insbesondere kein Zeichnungs- oder Erwerbsangebot und keine Werbung für ein solches Zeichnungs- oder Erwerbsangebot an Personen, die ausländischen Verkaufsbeschränkungen unterliegen.

Soweit Fiera Capital (UK) Limited Informationen aufgrund des Dokuments bereitstellt, dienen diese nur der Information und der Unterstützung der selbstständigen Anlageentscheidungen der Anleger. Daraus resultiert keine an den persönlichen Verhältnissen der Anleger ausgerichtete Anlageempfehlung, insbesondere nicht in der Form einer individuellen Anlageberatung. Die Informationen sind daher keine konkreten Empfehlungen zum Kaufen, Halten oder Verkaufen von Finanzinstrumenten und begründen folglich keine individuellen Beratungs- oder Auskunftsverhältnisse. Es ist zu berücksichtigen, dass das Dokument möglicherweise auch nicht alle für die Anlage erforderlichen aktuellen Informationen enthält. Daneben gibt es gegebenenfalls andere Informationsquellen oder Dienste, die für die gewünschte Investition und den verfolgten Zweck noch besser geeignet sind. Bevor Anlageentscheidungen getroffen werden, sollten sich die Anleger daher sorgfältig auch aus anderen Quellen über die Chancen und Risiken der Anlagen informieren. Neben den finanziellen Aspekten sollten zusätzlich insbesondere auch die rechtlichen und die steuerrechtlichen Aspekte bei der Anlageentscheidung berücksichtigt werden. Die Einschaltung eines Anlageberaters und gegebenenfalls eines Rechtsanwalts oder Steuerberaters wird empfohlen. Darüber hinaus sollte berücksichtigt werden, dass aus der Wertentwicklung von Finanzinstrumenten in der Vergangenheit nicht auf die zukünftige Entwicklung der Finanzinstrumente und der Rendite geschlossen werden kann.

Weder Fiera Capital (UK) Limited noch sonstige Anbieter von Inhalten übernehmen irgendeine Haftung für Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Aktualität der in den Dokumenten publizierten Inhalte. Fiera Capital (UK) Limited schließt ausdrücklich jegliche Haftung für sämtliche Angaben oder für jedwede Nutzung der Informationen aus, soweit dies gesetzlich zulässig ist.