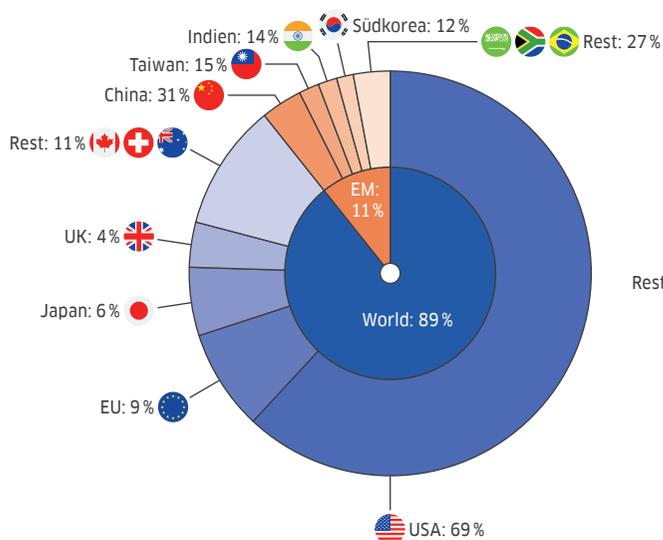


Ein Vergleich von Schwellenländern und Industrieländern

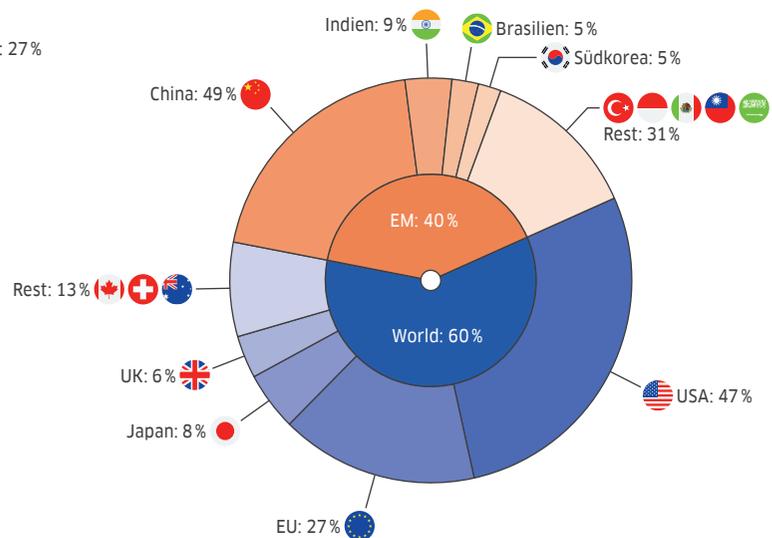
Gemäss Marktkapitalisierung entfallen rund 10% des weltweiten Aktienmarktes auf Schwellenländer, obwohl diese 40% der Weltwirtschaft ausmachen. Schwellenländer-Aktien haben auf lange Sicht Industrieländer deutlich geschlagen und scheinen aufgrund tiefer Bewertungsniveaus attraktiv. Dafür gehen Anleger aber auch erhöhte politische und regulatorische Risiken ein.

Unterteilt man den weltweiten Aktienmarkt, so führt meist kein Weg an den MSCI-Indizes für Industrieländer (MSCI World) und Schwellenländer (MSCI EM) vorbei. Für Anleger stellt sich die Grundsatzfrage, wie die Schwellenländer in Relation zu den Industrieländern zu gewichten sind. Nachfolgend beleuchten wir Vergleichskriterien, die für eine fundierte Beantwortung herangezogen werden können.

Gewichtung nach Marktkapitalisierung
Darstellung 1



Gewichtung nach Bruttoinlandprodukt
Darstellung 2



Börse und Volkswirtschaft

Ein verbreiteter Orientierungspunkt ist die Marktkapitalisierung. Diese spiegelt die Unternehmenskultur (wie viele Unternehmen sind kotiert?), den Unternehmenserfolg (wie viel Gewinn wird erwirtschaftet?) und die Bewertung (wie werden die Gewinne bepreist?) wider. Darstellung 1 zeigt, dass damit ca. 90% auf Industrieländer entfallen. Innerhalb der Industrieländer sticht das hohe Gewicht der USA von 69% ins Auge; die Gruppe der EU-Länder folgt auf Platz zwei mit nur 9%. Aber auch innerhalb der Schwellenländer gibt es mit China ein Schwergewicht von 31%, vor allem unter Miteinbezug des zweitplatzierten und politisch stark involvierten Taiwans mit 15%.

Ist man mit der Gewichtung nach Marktkapitalisierung aufgrund von Konzentrationsrisiken nicht glücklich, so könnte man versucht sein, sich stattdessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) zu orientieren. Darstellung 2 veranschaulicht, dass Marktkapitalisierung nicht gleich Wirtschaftsleistung ist. Eine Gewichtung nach BIP per Ende 2022 würde das Gewicht der Schwellenländer insgesamt auf 40% erhöhen. Interessanterweise verringert die BIP-Gewichtung die Konzentration innerhalb des MSCI World, erhöht aber die Dominanz Chinas innerhalb des MSCI EM. Angesichts der Schlagzeilen, dass Indien China als bevölkerungsreichstes Land ablöst, sticht Chinas grosser BIP-Vorsprung ins Auge.

Unabhängig vom Resultat stellt die BIP-Gewichtung aber keine belastbare Grundlage für Investitionsentscheide dar. Ein Beispiel: Nehmen wir an, Nestlé gelingt es, den Verkauf von Kaffee in Indien zu steigern. Obwohl dies das BIP von Indien erhöht, gibt es aufgrund dieser Geschäftstätigkeit einer Schweizer Firma keinen Grund, nun vermehrt in indische Aktien zu investieren. Zudem müsste begründet werden, weshalb Länder nach BIP gewichtet werden, während gleichzeitig innerhalb eines Landes Aktien wohl nicht nach ihrem BIP-Beitrag gewichtet würden. Konzeptuell ist BIP-Gewichtung demnach keine zufriedenstellende Antwort auf die berechnete Grundsatzfrage nach der Aufteilung von Schwellenländern und Industrieländern im Portfolio.

Einzeltitle und Sektoren

Die detailliertere Analyse von Einzeltitle und Sektorenkonzentration ist sinnvoll, da sich die Frage nach unerwünschten Konzentrationen nicht nur bezüglich Ländern und Regionen stellt. Die aktuelle Situation mag jedoch überraschen. Das hohe Gewicht amerikanischer Mega-Caps wie Apple und Microsoft wird häufig zulasten der Industrieländer thematisiert: Obwohl der MSCI World mehr als 1500 Unternehmen umfasst, machen die 10 grössten Positionen bereits 20% des Index aus. Jedoch gibt es auch im MSCI EM einige Schwergewichte: Die zehn grössten Positionen kommen sogar auf über 23% Gewicht, angeführt von Taiwan Semiconductors mit mehr als 6%. Selbst die Sektoraufteilung ist in beiden Regionen erstaunlich ähnlich: Die grössten Sektoren in den Industrieländern sind IT (22%), Finanzwesen (15%) und Gesundheit (13%); in Schwellenländern hingegen Finanzwesen (22%), gefolgt von IT (20%) und zyklischem Konsum (14%).

UELI METTLER

Partner, c-alm



CÉDRIC MÜLLER

Senior Consultant, c-alm



TAKE AWAYS

- Die Marktgewichtung von Industrie- und Schwellenländer-Aktien weicht deutlich von einer BIP-Gewichtung ab. Aus Anlegersicht ist eine BIP-Gewichtung aber konzeptionell schwer zu begründen.
- Trotz der jüngeren Underperformance der Schwellenländer-Aktien ist langfristig eine historische Outperformance beobachtbar.
- Schwellenländer-Aktien sind im Moment deutlich günstiger und bieten Währungsdiversifikation, dafür bestehen höhere Risiken bezüglich Politik und Governance.
- Die strategische Gewichtung von Schwellenländern ist eine Güterabwägung, die auch länderspezifisch beantwortet werden kann.

Rückblick und Ausblick

Ein weiteres zentrales Vergleichskriterium fehlt noch: die erwartete Rendite. Bevor wir aber den Blick nach vorne wagen, betrachten wir in Darstellung 3 den historischen Verlauf. Trotz der enttäuschenden Performance der Schwellenländer seit der Finanzkrise weist der MSCI EM seit 1987 eine deutliche Outperformance auf. Diese wurde jedoch nicht stetig aufgebaut, sondern ist eine Folge explosionsartiger Kurssprünge. In dieses Bild passt auch die deutlich höhere Volatilität des MSCI EM.

Die Betrachtung der Kursgewinnverhältnisse zeigt, dass der MSCI EM per 30. Juni 2023 deutlich günstigere Bewertungsniveaus aufweist als der MSCI World.¹ Aus fundamentaler Sicht ergibt sich daraus eine erwartete Nettorendite von 6.9% für Schwellenländer und 4.7% für Industrieländer. Berücksichtigt man darüber hinaus das dynamischere Wirtschaftswachstum, die demografischen Entwicklungen und die zusätzliche Währungsdiversifikation, erscheinen Schwellenländeraktien als Schnäppchen. Ob dem so ist und folglich eine Übergewichtung naheliegt, bleibt jedoch umstritten. Einerseits ist

das Schicksal russischer Aktien hinlänglich bekannt. Auch die Situation Argentiniens (aus dem MSCI EM entfernt aufgrund von Kapitalverkehrskontrollen) veranschaulicht das erhöhte politische und regulatorische Risiko von Schwellenländern. Bei Schwergewichten wie China und Indien gibt es zu Governance, Informationsqualität und Aktionärsrechten berechnete Einwände. Andererseits sind auch Unternehmen aus Industrieländern teilweise eng mit Schwellenländern verknüpft, sei es als Produktionsstandort oder als Absatzmarkt.

Schlussendlich stellt sich die Frage, inwiefern die attraktivere Bewertung von Schwellenländern anderweitige Einwände kompensiert. Fehlt eine eigene Überzeugung, so stellt die Marktkapitalisierung aus einer passiven Perspektive die am weitesten verbreitete Positionierung dar. Es gilt aber auch festzuhalten, dass diese Frage nicht zwangsläufig entlang der Grenze zwischen Industrie- und Schwellenländern beantwortet werden muss. Im Rahmen einer aktiven Positionierung kann ein Anleger für Indien zu einem anderen Schluss kommen als für China.

¹ Quelle: AUGUR Datenbank, c-alm AG.

Im Langzeitvergleich weisen Schwellenländer eine deutliche Outperformance aus
Darstellung 3

