

**Globale Schwellenmärkte: „Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich“
von Wojciech Stanislawski, Co-Fondsmanager des Aktienfonds Magellan**

- Mögliche Talfahrt von Aktien, Anleihen und Währungen steht bevor
- Übertriebene Angstreaktionen bei Anlegern
- Besser auf konjunkturunempfindliche Qualitäts-Wachstumsunternehmen setzen

Paris, 2. August 2013 - „Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich“. Dieses Zitat von Mark Twain passt sehr gut auf die Schwellenmärkte (EM), die sich wieder einmal als verwundbar erwiesen. Die Story ähnelt stark dem, was wir schon in der Vergangenheit erlebt haben: Nachlassendes Wachstum hat die Begeisterung der Anleger für die aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft. Diese bleiben von den internationalen Liquiditätsströmen abhängig, um ihr Wachstum und ihre oft negativen Handelsbilanzen zu finanzieren. Freundliche Liquiditätsbedingungen, ein abwertender US-Dollar und steigende Rohstoffpreise – drei eng miteinander verknüpfte Gegebenheiten – haben die Aktienmärkte der Schwellenländer jahrelang sehr begünstigt. Die mögliche Straffung der Geldpolitik, der Rückgang der Rohstoffwährungen und die wahrscheinliche Aufwertung des Dollars könnten die Situation nun ein Stück weit umkehren und damit die Aktien, Anleihen und Währungen der Schwellenländer auf Talfahrt schicken. Darüber hinaus weckt derzeit die Kreditverknappung in China, die von den Behörden gewollt ist, um die Zunahme der Nichtbankenkredite einzudämmen, Ängste vor einer stärkeren Abkühlung der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt. Wie häufig in solchen Fällen scheinen uns die Reaktionen übertrieben und bestrafen eine Reihe von qualitativ hochwertigen Wachstumstiteln über Gebühr.

Die schwache Wertentwicklung der Währungen der Schwellenländer, ausgelöst durch die erwartete Straffung der quantitativen Lockerung und befeuert durch starke Abflüsse aus Emerging Markets-Anleihen und -Aktien im Juni 2013, hat die seit Jahresbeginn schwache Performance des MSCI EM noch betont. In lokaler Währung liegt der MSCI EM seit Jahresbeginn 7 % im Minus, in USD ist der Index um 11,7 % zurückgegangen.

Während die Schwellenländer in der Hochphase niedriger Zinsen und hoher Liquidität von 2002 bis 2007 wie eine turbogeladene Version der entwickelten Volkswirtschaften funktionierten, beginnt nun die lang anhaltende Periode wirtschaftlichen Abschwungs seit der weltweiten Finanzkrise – zuletzt begleitet von steigenden Zinsen und niedrigerer Liquidität – in die entgegengesetzte Richtung zu arbeiten. Die hohe wirtschaftliche Korrelation zwischen aufstrebenden (EM) und entwickelten Märkten (DM) bedeutet nicht nur eine Verstärkung (bei gleichwohl nach wie vor stärkerem Wachstum) der Konjunkturzyklen in den EM, sondern auch starke Auswirkungen auf die Zins-, Währungs- und Kreditmärkte. Länder mit geringem Wachstum, hoher Abhängigkeit von Rohstoffzyklen, Reformdruck und hohen Leistungsbilanzdefiziten werden zunehmend kritisch von Anlegern beäugt.

Diese Länder, vor allem Brasilien, Südafrika, die Türkei, Indien und Polen, sind am anfälligsten für Mittelabflüsse aus Schwellenmärkten, was ihre Währungen und Aktienmärkte unter vergleichsweise hohen Druck gesetzt hat.

Es hat sich gezeigt, dass die Konzentration auf Qualitätswachstumsunternehmen bei unbeständigen lokalen Marktbewegungen wie ein Stoßdämpfer funktionieren kann. Wir setzen daher weiterhin auf qualitativ hochwertiges Wachstum auf Mikroebene. Die Unternehmen in unseren EM-Aktienportfolios sind von Natur aus weniger sensibel gegenüber Konjunkturzyklen und aufgrund ihrer Bilanzstärken und Selbstfinanzierungskapazitäten recht unabhängig von internationalen Geld- und Währungsbewegungen – wie etwa die führenden brasilianischen Werte Localiza (größter lateinamerikanischer Autovermieter), WEG Equipamentos Elétricos (globaler Produzent von Elektromotoren), Natura (führender brasilianischer Kosmetikhersteller) oder CCR (Autobahnbetreiber).

Angesichts des allgegenwärtigen Wachstums in den Schwellenmärkten bis zur weltweiten Finanzkrise wurde in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften nicht genügend investiert und reformiert. Es ist wahrscheinlich, dass jene Länder, die weiter Reformen betreiben – und mit ihren Volkswirtschaften einen autonomen Weg zu Wachstum beschreiten – auch die meisten ausländischen Investitionen und Mittelzuflüsse in ihre Aktienmärkte locken werden.

In diesem Zusammenhang ist auffällig, dass Mexikos Währung und Aktienmarkt seit Jahresbeginn mit zu den stabilsten zählten, während der brasilianische Real und brasilianische Aktien litten. Die Abhängigkeit von Rohstoffexporten von der sich abkühlenden chinesischen Wirtschaft hat ebenfalls eine wichtige Rolle gespielt.

Sowohl in lokaler Währung als auch in USD liegt die Underperformance der Schwellenmärkte gegenüber den Industrieländern seit Jahresbeginn bei rund 20 %, was den MSCI EM auf einem attraktiven Bewertungsniveau belässt: Der aktuelle Abschlag auf das prognostizierte 12-Monats-KGV ist so hoch wie vor acht Jahren! Dabei steht die Korrektur der Schwellenmärkte im Kontrast zu vorherigen Korrekturen, besonders zu der von 2008. Die Aktien der Schwellenmärkte wurden nicht wie 2007 von Allzeithochs bei Bewertungen und Kursniveaus aus korrigiert, sondern von einem Bewertungsniveau, das bereits vor dem kürzlichen Rückschlag des Marktes ziemlich niedrig gewesen war. Wir glauben, dass bereits eine Menge schlechter Nachrichten in die Aktienkurse der Schwellenmärkte eingeflossen sind – wahrscheinlich ist die Skepsis zu hoch!

Absolut gesehen, wird der MSCI EM sowohl unter seinem historischen Höchstwert vor der weltweiten Finanzkrise als auch, im Gegensatz zum MSCI DM, unter seinem Niveau vor der Eurokrise 2011 gehandelt. In Zahlen: der MSCI EM liegt 32 % unter seinem Allzeithoch, während sich der MSCI DM lediglich 14 % unter seinem Allzeithoch befindet.

Ähnlich wie der MSCI DM bildet der MSCI EM eine anhaltende Welle von Gewinnkorrekturen ab: Wir erleben beim MSCI EM den 27. Monat in Folge mit Senkungen der Gewinnprognosen, wobei der MSCI Europe sogar noch schlechter abschneidet (28 Monate in Folge Senkungen der Gewinnprognosen). Betrachtet man die Ergebnistrends nach Sektoren, so war der Druck in zyklischen Sektoren am höchsten. Mit Ausnahme des IT-Sektors ist der Druck auf die Ergebnisse auch in defensiven Sektoren wie Gesundheit und Basiskonsumgüter gestiegen. Während die Konsumtrends in den Schwellenmärkten fest bleiben, liegen sie doch leicht unter den vorherigen Erwartungen.

Die EPS-Prognosen bleiben im Jahr 2013 unter Druck. Gleichzeitig ist das Gewinnwachstum je Aktie in den meisten Sektoren in den EM zweistellig. Dies liegt jedoch hauptsächlich an der sich abschwächenden Ertragsbasis. Wir brauchen zunächst eine Stabilisierung fundamentaler Trends, bevor wir den insgesamt guten Gewinnwachstumsaussichten für 2013 hohe Relevanz beimessen.

Die Unternehmensgewinne werden sehr wahrscheinlich nach zwei Jahren der Berichtigungen ihre Talsohle erreicht haben. Der aktuelle Ausverkauf der Emerging Markets bietet derzeit Kaufmöglichkeiten für antizyklische und bewertungsbewusste Vermögensverwalter. Wir sind zuversichtlich, dass wir diese nutzen können.

Ausblick

Das Wirtschaftswachstum in den Schwellenmärkten bleibt unter Druck. So befinden sich beispielsweise die koreanische Fertigung oder Taiwans Exportaufträge bereits über die letzten Monate im Tal, während sich die chinesische Wirtschaft weiter abgeschwächt hat. Es

ist sehr schwer zu sehen, wie die aufstrebenden Märkte eine gute Performance erzielen können, während ihre entwickelten Gegenparts sich noch nicht richtig erholt haben.

Die Rentabilität der Unternehmen aus den Schwellenländern hat sich insbesondere in den Industrie- und Rohstoffsegmenten des Marktes verschlechtert – eine Folge steigender Kosten, zunehmend intensiven Wettbewerbs und des Einbruchs der Rohstoffpreise. Auf der anderen Seite profitieren Konsumsektoren wie Basis- und Nicht-Basiskonsumgüter sowie Gesundheitswesen von der schnell steigenden Kaufkraft der Verbraucher und der wachsenden Mittelklasse, was für unseren Fonds ein entscheidendes Thema bleibt. Betrachtet man die EBIT-Margen der jeweils letzten 12 Monate, die von Unternehmen aus dem MSCI EM und MSCI DM gemeldet wurden, so wird der Druck auf die Gesamrentabilität in den EM offensichtlich, getrieben insbesondere durch die Erosion der Rohstoffpreise und durch Kostendruck in der verarbeitenden Industrie. Die Belastbarkeit der Rentabilität ist für unseren Qualitätswachstumsansatz charakteristisch und hilft uns, diesen Druck durch die sinkende Rentabilität von unseren EM-Fonds fernzuhalten.

Wirtschaftliche Erholung der Emerging Markets vielleicht nicht mehr 2013

Das Gewinnwachstum von EM-Unternehmen, 2013 (kumuliert) auf etwa 13 % geschätzt, scheint recht ehrgeizig, besonders angesichts der relativ hohen Zyklizität der aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Verkäufer unter den Marktteilnehmern wetten klar auf eine wirtschaftliche Erholung in diesem Jahr, die sich möglicherweise in der Realität nicht bewahrheitet.

Die Volkswirtschaften von Brasilien, der Türkei, Südafrika, Indonesien und Polen wirken im aktuellen Umfeld anfällig. Es ist wichtig zu betonen, dass wir in einigen dieser Länder ein beträchtliches Engagement aufrechterhalten, da die Unternehmen, die wir dort besitzen, lokal und zum Teil weltweit führend sind. Der pauschale und wahllose Ausverkauf dieser Märkte eröffnet, wie oben erläutert, günstige Kaufgelegenheiten. Auf der positiven Seite sind viele der genannten makro- und mikroökonomischen negativen Faktoren für die Schwellenmärkte bereits weitgehend von den Märkten eingepreist. Der MSCI Emerging Markets entwickelt sich seit Ende 2010 unterdurchschnittlich.

Als Folge hat die durchschnittliche Bewertung von EM-Aktien heute ein niedriges Niveau erreicht und zeigt einen Abschlag von mehreren Jahren gegenüber den DM. Die Differenzen zwischen den Sektoren bleiben recht groß (z. B. Konsumtitel vs. Industrie). Der EM-Block bietet bereits Kaufgelegenheiten. Ben Bernankes Ankündigung einer wahrscheinlichen Straffung der quantitativen Lockerung in den USA hat die weltweiten Aktienmärkte auf Talfahrt geschickt.

Es war eine Erinnerung daran, dass sich normalisierende Zinsen und geringere Liquidität offensichtlich negativ auf überbewertete Anleihen, aber auch in den Schwellenmärkten auf Währungen und Aktien auswirken, da die Korrelation zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten über die letzten Jahre gestiegen ist. Solange jedoch die großen entwickelten Märkte wie Europa oder Japan die Unterstützung ihrer Zentralbanken benötigen, um strukturelle Reformen zu begleiten und zu ermöglichen, ist eine weltweite Straffung der Geldpolitik nach unserer Meinung kein Szenario der nahen Zukunft. Wir sind zuversichtlich, dass unser Qualitätswachstumsansatz unser Portfolio weiter robust halten wird, da die Beteiligungen unseres Portfolios durch niedrige Fremdfinanzierungsgrade und solide freie Cashflow-Generierung gekennzeichnet sind, was ihre Sensitivität gegenüber volatilen internationalen Geldströmen senkt.

Über Comgest:

Comgest wurde im Jahr 1985 in Paris gegründet. Das Unternehmen ist eine unabhängige internationale Fondsverwaltungsgesellschaft mit strategischen Niederlassungen in Paris, Dublin, Hongkong, Tokio und Singapur. Vom Standort Düsseldorf aus, der seit 2006 besteht, betreut Comgest seine Kunden in Deutschland und Österreich. Comgest hebt sich seit seiner Gründung durch seinen einzigartigen Anlagestil hervor, der sich durch eine selektive Auswahl von Qualitätswachstumsunternehmen auszeichnet. Der internationale Kundenstamm schätzt Comgests langfristige Kapitalanlagen. Weltweit beschäftigt das Unternehmen mehr als 100 Mitarbeiter aus 20 verschiedenen Ländern. Comgest verwaltet mehr als 15,5 Mrd. EUR (Stand 31.12.2012).

Pressekontakt:

Jorge Person
Stockheim Media
Telefon: +49 69 13 38 96-20
Email: jp@stockheim-media.com