

Schwellenländeraktien – Performanceentwicklung gegenüber Industrienationen

40
JAHRE
1984 2024

complementa
Investments • Wissen • Werte

Andreas Rothacher & Marco Zimmermann
2. April 2024

Schwellenländeraktien sind in den Portfolios institutioneller Investoren weit verbreitet. Über 20 Jahre weist der MSCI Emerging Markets jedoch eine Minderrendite gegenüber dem MSCI World auf. Der nachfolgende Beitrag soll Gründe für diese Underperformance erläutern. Unsere Analyse zeigt, dass die Dollarstärke und die Entwicklung der Rohstoffpreise insbesondere in den letzten zehn Jahren einen deutlichen Gegenwind für die Anlageklasse darstellten.

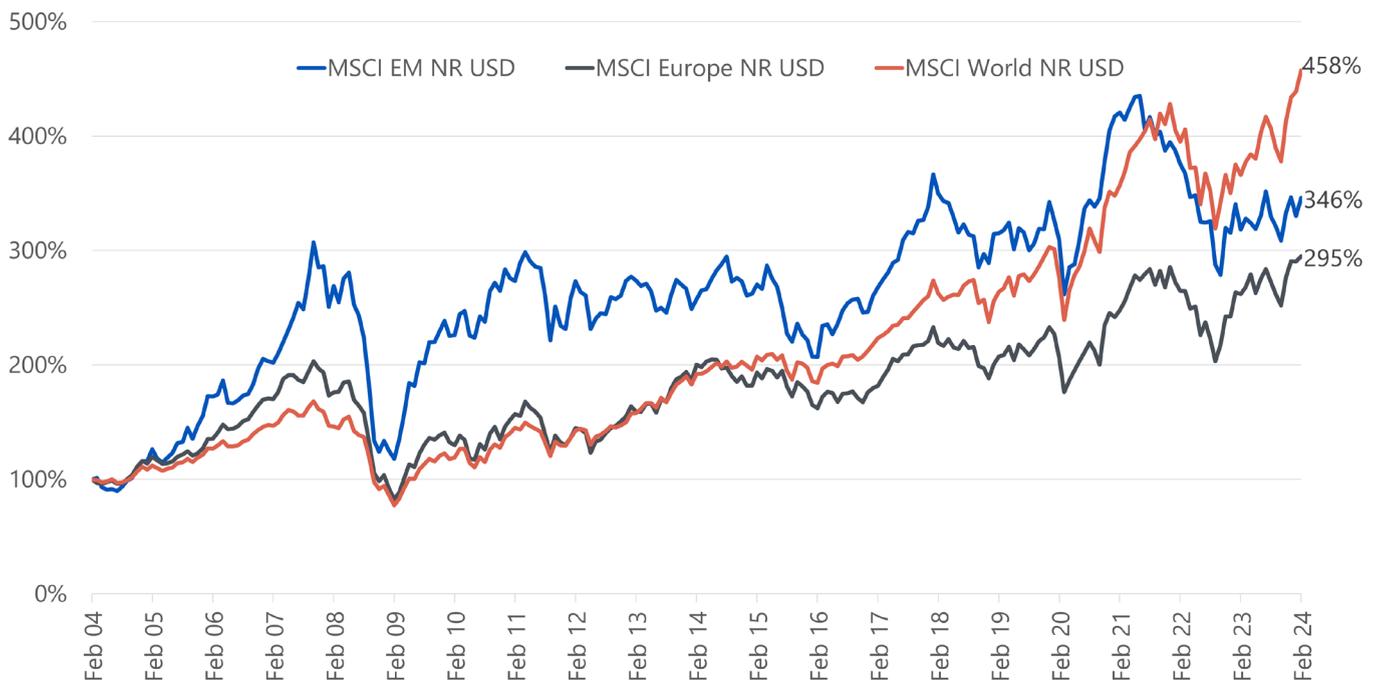


Abbildung: Performance-Entwicklung über 20 Jahre (Morningstar)

Ausgangslage

Emerging Markets Aktien sind in den Portfolios von institutionellen Investoren weit verbreitet. Während der 2000er Jahre galten sie als die strahlenden Sterne, welche Anlegern eine attraktive Mehrrendite versprochen. Ein wichtiger Treiber war damals die Öffnung Chinas gegenüber der Welt (Beitritt zur WTO im Jahr 2001). Ihr Wachstumspotential lockte Investoren weltweit an. In den 2010er Jahren entwickelten sich

dann die Renditen von Aktien der Industrieländer (Developed Markets) besser und Schwellenländeraktien (Emerging Markets) lieferten nicht mehr die erwartete Mehrrendite. Vergleicht man nun die Entwicklung des MSCI World mit der Entwicklung des MSCI Emerging Markets über einen 20 Jahreszeitraum muss man ein Ausbleiben der Mehrrendite feststellen. Über einen Zeitraum von 15 Jahren haben sich die Emerging Market Aktien auch nachteiliger entwickelt als die europäischen Aktien. Die Minderrendite ergibt sich nicht nur aus der enttäuschenden Performance der letzten drei Jahre bzw. dem enttäuschenden Abschneiden Chinas und der starken Entwicklung von US-Technologieaktien, es gab auch 2010 bis 2016 eine Phase, wo der MSCI Emerging Markets insgesamt seitwärts tendierte. Vergleicht man die Volatilitäten so fällt auf, dass die Volatilität des MSCI World jeweils tiefer ausfiel als jene des MSCI Emerging Markets Index. Investoren erzielten also über mehrere Perioden bei höherer Volatilität eine tiefere Rendite.

Mass	Zeitraum	MSCI World NR USD	MSCI EM NR USD	MSCI Europe NR USD
Rendite	1 Jahr	25.0%	8.7%	12.6%
Volatilität	1 Jahr	14.0%	16.3%	16.4%
Rendite	3 Jahre p.a.	8.6%	-6.3%	6.0%
Volatilität	3 Jahre p.a.	17.0%	17.7%	18.2%
Rendite	5 Jahre p.a.	11.7%	1.9%	7.3%
Volatilität	5 Jahre p.a.	18.0%	19.0%	19.4%
Rendite	10 Jahre p.a.	9.1%	3.0%	4.0%
Volatilität	10 Jahre p.a.	14.9%	17.2%	16.3%
Rendite	20 Jahre p.a.	7.9%	6.4%	5.6%
Volatilität	20 Jahre p.a.	15.5%	20.8%	18.2%

Tabelle: Vergleich Rendite und Risikokennzahlen über verschiedene Zeiträume und ausgewählte Regionen.

Wir haben diese ernüchternde Performance als Anlass genommen, der Underperformance der Schwellenländeraktien auf den Grund zu gehen und Treiber für diese Entwicklung zu identifizieren. Diese Treiber bzw. Faktoren sollen auch helfen, die zukünftige Entwicklung und Perspektiven der Anlageklasse zu würdigen.

Vorgehen

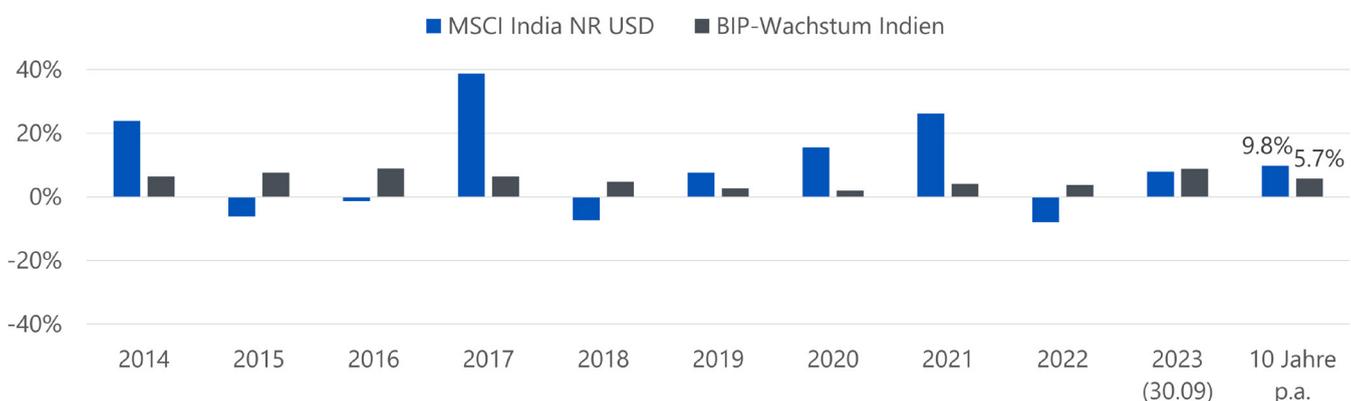
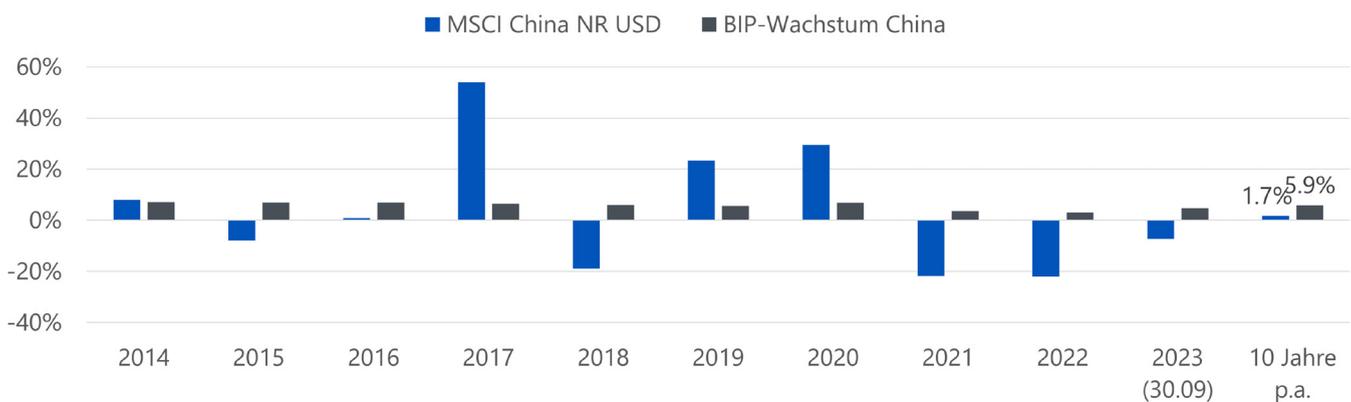
Um zu prüfen, welche Treiber einen wesentlichen Einfluss auf die Performancedifferenz der Industrie- und Schwellenländeraktien haben, wurde eine quantitative Analyse durchgeführt. Dabei wurden in der Literatur oft genannten Performancetreiber untersucht. Die Analyse¹ fokussiert hierbei auf drei Faktoren. Diese umfassen die Rohstoffpreise, die Dollarstärke und die Wachstumsdifferenz zwischen Schwellen- und Industrieländern. Die Analyse erstreckt sich hierbei über einen Zeitraum von 20 Jahren (4. Quartal 2003 bis 3. Quartal 2023).

Die Regressionsanalyse zeigt, dass ein positiver signifikanter Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Rohstoffpreise und der Renditedifferenz der Schwellenländeraktien gegenüber den Industrieländeraktien (MSCI Emerging Markets minus MSCI World) besteht. Steigende Rohstoffpreise würden somit auf eine Überrendite des MSCI Emerging Markets gegenüber dem MSCI World hindeuten, während eine negative Entwicklung auf eine Underperformance hindeuten würde. Die Entwicklung der Rohstoffpreise (Gemessen am Bloomberg Commodity Index) über 20 Jahre war tendenziell flach und über 10 Jahre negativ. Somit kann sich dieser Faktor als Gegenwind für die Renditedifferenz der Schwellenländeraktien erwiesen haben (insbesondere in den letzten 10 Jahren).

¹ Die Analysemethodik und die verwendeten Messgrößen sind am Ende des Dokuments beschrieben.

Der Faktor Dollarstärke weist einen negativen Koeffizienten auf, welcher statistisch signifikant ist. Ein erstarkender Dollar stellt einen Gegenwind für die Emerging Markets dar, während die Abschwächung des Dollars eine Entwicklung in die umgekehrte Richtung begünstigt. Unter anderem steigen bei einer deutlichen Aufwertung des Dollars aus Sicht der Schwellenländer die Finanzierungskosten bzw. Schuldenhöhe der Auslandschulden, was sich wiederum negativ auf die Wachstumsdynamik auswirken kann. Aus Sicht von Dollarinvestoren bedeutet eine Erstarkung des Dollars zudem Währungsverluste auf deren Emerging Markets Aktienbeständen. Insbesondere über die letzten zehn Jahre war eine lange Phase der Dollarstärke zu verzeichnen, was einen deutlichen Belastungsfaktor für die Rendite der Schwellenländer darstellt.

Die Wachstumsdifferenz der Schwellenländer gegenüber den Industrieländern ist in unserer Untersuchung statistisch nicht signifikant. Somit weist dieser Koeffizient (BIP-Differenz) keinen Erklärungsgehalt bezüglich der relativen Rendite auf. Regressiert man das absolute Wachstum der Schwellenländer gegenüber der absoluten Indexrendite der Schwellenländer, so ist ein positiver Zusammenhang zu beobachten, welcher statistisch signifikant ist. Beobachtungen aus einzelnen Ländern zeigen jedoch, dass der Zusammenhang je nach Land sehr unterschiedlich ausfallen kann. Dies hängt unter anderem auch mit der Bedeutung der jeweiligen Binnennachfrage einer Volkswirtschaft bzw. deren Exportorientierung zusammen. Ein weiterer wichtiger Faktor ist das investierbare Universum innerhalb eines Landes. Wenn dieses Anlageuniversum nicht der Zusammensetzung einer Volkswirtschaft entspricht, können sich über die Zeit deutliche Divergenzen zwischen dem BIP-Wachstum und der Aktienmarktentwicklung ergeben.



Tabellen: Vergleich Aktienmarktentwicklung und BIP-Wachstum für China und Indien

Der Vergleich des BIP-Wachstums von China mit dem MSCI China NR USD über zehn Jahre zeigt, dass die Rendite des Aktienindex wesentlich hinter dem Wachstum zurückblieb. Über zehn Jahre lag das annualisierte BIP-Wachstum bei 5.9%, während die Indexrendite bei 1.7% lag (der Yuan wertete sich -1.7% p.a. ab gegenüber dem USD). Der Investor partizipierte somit nicht vollumfänglich am Wachstum dieser Volkswirtschaft. In Indien präsentiert sich die Situation genau umgekehrt. Dort wurde bei einem BIP-Wachstum von annualisiert 5.7% p.a. eine Aktienmarktrendite von 9.8% p.a. erreicht. Die Lokalwährung (Rupie) wertete sich im gleichen Zeitraum um -2.8% p.a. gegenüber dem Dollar ab. Im indischen Markt konnte der Länderindex somit eine höhere Wertsteigerung als das jährliche Wachstum der Volkswirtschaft erzielen. Die Beispiele zeigen, dass die realisierte Rendite der Finanzmärkte eines Landes deutlich vom realisierten BIP-Wachstum abweichen kann und dies auch über einen Mehrjahreszeitraum so bleiben kann. Beim Vergleich der Zeitreihen fällt auch auf, dass es über diese Zehn Jahre in China häufiger und deutlicher Rückschläge gab, als dies für den indischen Markt der Fall war.

Wesentliche Erkenntnisse aus der Analyse

Wir fassen die wesentlichen Erkenntnisse nochmal zusammen. In unserer Multifaktorregression sind die Variablen Dollarstärke und Rohstoffpreise signifikant (auf einem Signifikanzniveau von 1% bzw. 5%). Die BIP-Wachstumsdifferenz war in unserer Regressionsanalyse nicht signifikant. Der Koeffizient der Dollarstärke ist negativ, während der Koeffizient der Rohstoffpreise positiv ist. Über die letzten zehn Jahre war einerseits die Dollarstärke sehr ausgeprägt, andererseits war auch in Bezug auf die Rohstoffpreise eine eher rückläufige Tendenz zu beobachten. Beide Faktoren erwiesen sich somit insbesondere in den letzten zehn Jahren als Belastung für eine mögliche Outperformance der Schwellenländer gegenüber den Industrienationen.

Weiter ist zu beobachten, dass die Aktienmarktentwicklung teilweise auch in der mehrjährigen Betrachtung deutlich vom BIP-Wachstum eines Landes abweichen kann. Neben dem investierbaren Universum des jeweiligen Landes hängt dies auch mit der Bedeutung der jeweiligen Exportorientierung einer Volkswirtschaft und somit auch dem globalen Wirtschaftswachstum zusammen. Hier erwies sich unter anderem die Spannungen zwischen den USA und China in Form verschiedener Handelskonflikte bzw. Handelshemmnisse sowie geopolitische Spannungen (u.a. Ukraine) als Belastungsfaktoren.

Was bedeutet dies für institutionelle Investoren?

Institutionelle Investoren sollten diskutieren, ob und wie Schwellenländeraktien in die eigene strategische Vermögensallokation passen. Aus Rendite-/Risikoüberlegungen macht eine Beimischung nicht zwangsweise Sinn, insbesondere, wenn davon ausgegangen wird, dass sich eine Dollarstärke fortsetzt und geopolitische Spannungen nicht abebben. Zudem war es historisch auch so, dass bei Rückschlägen des MSCI World oft auch die Emerging Markets in Mitleidenschaft gezogen wurden, entsprechend funktionierte die Diversifikation (durch das Beifügen dieser Anlageklasse) gerade dann nicht, wenn sie am meisten gebraucht wurde.

Bei einer Berücksichtigung im Portfolio gilt es auch das Position Sizing und die Art der Umsetzung zu diskutieren. Sind Aktien das richtige Instrument oder lässt sich ein Schwellenländer-Exposure auch mittels Bonds abbilden?

Inwiefern die letzten zehn Jahre als repräsentativ für die kommenden Jahre gelten können, hängt unter anderem von der weiteren Entwicklung des Dollars und der Rohstoffpreise ab. Das Ende der Dollarstärke wurde schon oft vorhergesagt, ohne dass es dann eingetreten ist. Argumente dafür gibt es jedoch verschiedene, neben dem Aussenhandelsdefizit dürfte sich auch die Verschuldungssituation als Belastung für den Dollar erweisen. Es bestehen somit Chancen, dass der Gegenwind der Dollarstärke für die

² Es muss darauf hingewiesen werden, dass sich die Länderzusammensetzung der JPM EM-Bondindizes (EMBI, CEMBI und GBI) deutlich von jener des MSCI Emerging Markets Index unterscheiden.

Schwellenländer etwas nachlässt. In Bezug auf die Rohstoffe ist eher von einem volatilen bzw. zyklischen Verlauf auszugehen. Ein Alternativszenario könnte hier eintreten, wenn sich aus der Transformation zu einer grüneren Wirtschaft ein neuer Rohstoff-Superzyklus ergeben würde. Dies könnte dann insbesondere die Rohstoffexporteure innerhalb der Schwellenländer begünstigen.

Belastungsfaktoren

Die weitere Entwicklung der Globalisierung und allfälliger geopolitischer Spannungen haben das Potenzial, die Märkte und insbesondere die Emerging Markets deutlich negativ zu beeinflussen. Themen wie Nearshoring/Friendshoring können zu einer Veränderung der globalen Lieferketten führen, was zu Lasten verschiedener Volkswirtschaften (u.a. China) sein kann. Gleichzeitig bieten sich für andere Länder neue Möglichkeiten durch das Friendshoring (z.B. Mexiko in den letzten Jahren).

In Bezug auf China gilt es verschiedene Belastungsfaktoren zu berücksichtigen, welche sich auch im Mehrjahresvergleich als strukturell negativ erweisen werden. Neben der nachteiligen demographischen Bevölkerungsstruktur wird auch die Entschuldung des Immobiliensektors und der lokalen Regierungen sowie die Sektorenverlagerung das Wachstum über einen Mehrjahreszeitraum belasten.

Auch Governance-Probleme und regulatorische Themen können sich als weitere Belastungsfaktoren für die Finanzmärkte erweisen. Das Jahr 2021 veranschaulicht deutlich, welche Verwerfungen eine starke Regulierungswelle haben kann. Damals regulierte der chinesische Staat unerwartet verschiedene Sektoren (z.B. Technologie), was zu deutlichen Kursverlusten bei chinesischen Aktien und durch deren Indexgewichtungen auch auf Ebene MSCI Emerging Markets führte.

Märkte und Indizes verändern sich über die Zeit

Es soll an dieser Stelle auch darauf hingewiesen werden, dass sich Finanzmärkte und die Zusammensetzung von Referenz-Indizes über die Zeit deutlich ändern können. So war früher die Bedeutung der Sektoren Rohstoffe (Materials) sowie Energie und deren Anteil am MSCI Emerging Market Index wesentlich höher, während heute die Sektoren Finanzen und Technologie höhere Gewichte aufweisen. Auch bei den Ländergewichten ergeben sich über die Zeit deutliche Veränderungen. So war früher der Anteil Russland und Südafrikas wesentlich höher, während heute die Region Asien ein noch stärkeres Gewicht einnimmt. Innerhalb der Regionen ändern sich die Indexgewichte ebenfalls, so lag das Gewicht Chinas lange im Bereich von 30% bis 33%. Ende Februar 2024 lag diese Ländergewicht noch bei rund einem Viertel.

Investoren sind somit gut beraten, sich regelmässig mit der Indexzusammensetzung auseinander zu setzen und für sich zu klären, ob eine Beimischung dieser Anlageklasse nach wie vor sinnvoll ist bzw. ob eine Allokation neu erwogen werden sollte.

Die Bewertungen sind tiefer

Oft wird in Zusammenhang mit Emerging Markets Aktien das Argument gebracht, dass die Bewertungen tief seien. Per Ende Februar weist der MSCI Emerging Markets ein Kurs-/Gewinnverhältnis von 15.2 auf, während der MSCI World ein Kurs-/Gewinnverhältnis von 21.7 aufweist (MSCI North America mit 25.4, MSCI Japan mit 16.4³). Es gilt zu beachten, dass Bewertungen auch Ausdruck verschiedener Risikoprämien und unterschiedlicher Sektorenkompositionen sein können und somit auch langfristig voneinander abweichen können. Zudem weist der MSCI Europe ein Kurs-/Gewinnverhältnis von 14.8 auf. Somit wäre dort die Bewertung noch tiefer. Generell stellt das aktuelle Bewertungsniveau eher einen Faktor oder Argument für eine taktische Positionierung (kurzfristige Über- und Untergewichtung) und weniger für die strategische (langfristige Anlageklassengewichte) Vermögensallokation dar.

3 Angaben gemäss MSCI Index Factsheet per 29.2.2024

Heterogenität der Schwellenländer und deren Entwicklung

Unsere Untersuchungen zeigen auch, dass es sich bei den Emerging Markets um eine sehr heterogene Ländergruppe handelt, die sehr unterschiedliche Dynamiken aufweisen können. Allein ein Vergleich der vier Indexschergewichte China, Indien, Brasilien und Taiwan zeigt deutlich, dass deren Entwicklung auch über fünf Jahre sehr deutlich voneinander abweichen kann. So verzeichnete Taiwan seit Februar 2019 eine kumulierte Rendite von 117%, während China über den gleichen Zeitraum eine negative Rendite von rund -27% aufweist.

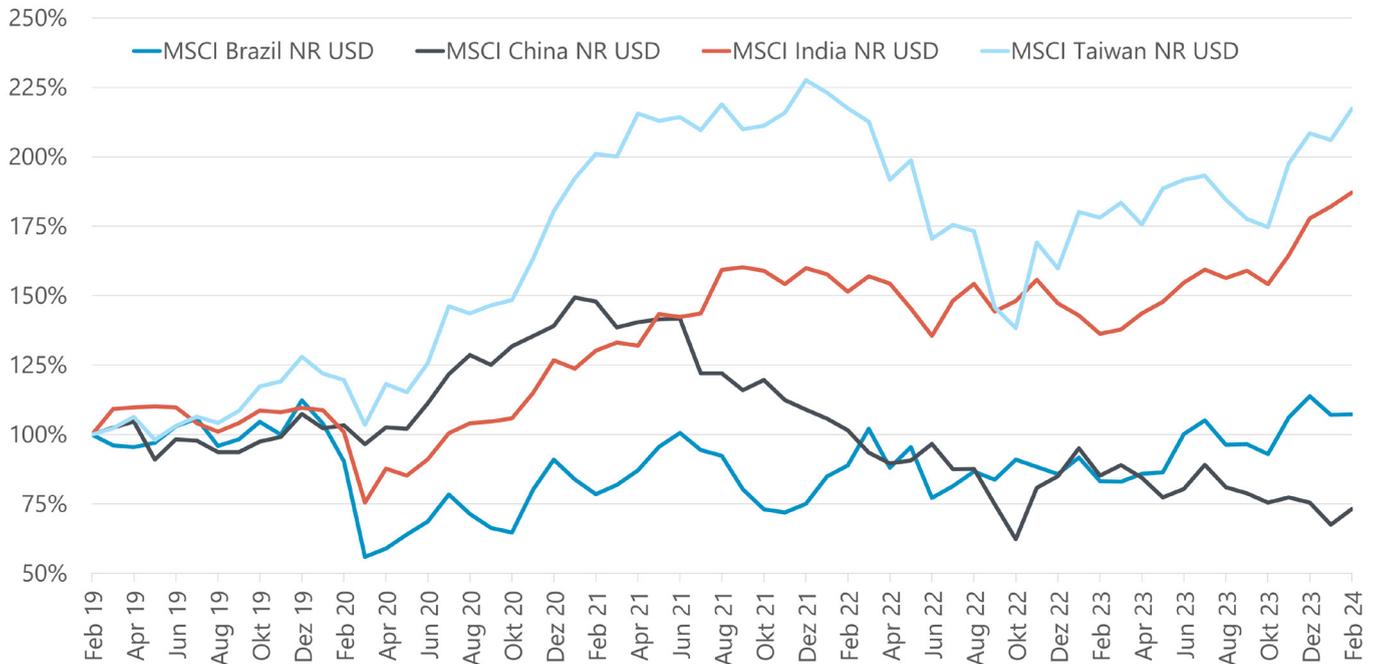


Abbildung: Aktienmarktentwicklung ausgewählter Länder über einen Zeitraum von 5 Jahren

Fazit

Investoren müssen im Einzelfall klären, inwiefern eine Beimischung von Emerging Markets sinnvoll bzw. gewünscht ist und wie dieses Exposure am besten erreicht werden kann. Über die letzten zehn Jahre wies der MSCI Emerging Markets bei höherer Volatilität eine deutlich tiefere Rendite auf als der MSCI World. Neben den letzten drei Jahren gestaltete sich auch die Periode von 2011 bis 2016 bezüglich erreichter Performance als herausfordernd. Über diese Vergleichsperiode erwiesen sich die Stärke des US-Dollars und die Entwicklung der Rohstoffpreise als klarer Gegenwind für die Anlageklasse. Prospektiv könnte sich insbesondere der Gegenwind aus der Dollarstärke abschwächen.

Im Kontext der strategischen Vermögensallokation gilt es neben Rendite-/Risikoüberlegungen auch die heterogene Wachstumsdynamik der verschiedenen Schwellenländerregionen und allfällige Governance-Risiken sowie geopolitische Überlegungen zu berücksichtigen. Investoren sollten sich auch bewusst sein, dass die Umsetzungskosten (u.a. Depot- und Verwaltungskosten) für Schwellenländeraktien im Vergleich zu Industrieländeraktien tendenziell teurer sind.

Anhang – Analysemethodik und Faktoren

Die oben beschriebenen Analyseergebnisse basieren auf einer Multifaktorregression mit drei Faktoren. Diese Faktoren beinhalten, die Rohstoffpreisentwicklung, die Dollarstärke und die Wachstumsdifferenz zwischen den Schwellen- und Industrieländern. Die Analyse erstreckt sich hierbei über einen Zeitraum von 20 Jahren (4. Quartal 2003 bis 3. Quartal 2023). Als Proxy für die Rohstoffpreise wurde der Bloomberg Commodity Index verwendet. Für die Dollarstärke wird der U.S. Dollar Index (DXY) verwendet, welche die relative Entwicklung des Dollars zu einem Korb (Basket) an anderen Hauptwährungen misst. Für die Wachstumsdifferenz wurde die Differenz des BIP-Wachstums der Industrie- und Schwellenländer verwendet. Als Annäherung für diese BIP-Wachstumsraten wird der gewichtete Durchschnitt der BIP-Wachstumsraten der grössten acht Länder (Indexgewichte) der jeweiligen MSCI Indizes verwendet. Die Gewichtung richtet sich hierbei nach der Marktkapitalisierung der Länder in den jeweiligen Indizes. Da BIP-Wachstumsdaten nur quartalsweise verfügbar sind, wurden Datensätze wie Renditen für unsere Multifaktor-Regression ebenfalls auf Quartalsbasis verwendet.

Die Multifaktorregression zeigt, dass bei einem Signifikanzniveau von 5% zwei der drei Variablen signifikante Schätzer aufweisen. Die Rohstoffpreise und die Dollarstärke sind hierbei signifikant, während der Faktor BIP-Wachstumsdifferenz als nicht signifikant eingeschätzt wird. Die Multifaktorregression wurde mit einer Reihe statistischer Tests auf ihre Robustheit überprüft. Da nicht alle Variablen normalverteilt sind und sich daraus Verzerrungen der Regression ergeben können, wurde ein Bootstrapping-Verfahren angewendet, um mittels Simulation eine Normalverteilung zu generieren. Da Zeitreihen häufig Autokorrelation aufweisen, was auch bei diesem Modell der Fall war, wurde ein alternatives Vorgehen (Cochrane-Orcutt-Schätzung) verwendet, um die Autokorrelation zu adressieren. Nach diesen beiden Verfahren stellten sich dieselben beiden Variablen als statistisch signifikant heraus.

Autoren



Andreas Rothacher
M.A. HSG, CFA, CAIA
Senior Investment-Consultant
Leiter Investment-Research



Marco Zimmermann
M.A. in Banking and Finance UZH
Investment Analyst

Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden mit der üblichen Sorgfalt erhoben, analysiert und zusammengestellt. Dennoch übernimmt Complementa keinerlei Haftung, noch gibt sie Zusicherungen ab über, jedoch nicht beschränkt auf, Vollständigkeit, Richtigkeit und Aktualität der hierin enthaltenen Informationen, auch wenn Complementa die Informationsquellen und –mittel nach bestem Wissen ausgewählt hat und diese für vertrauenswürdig hält. Complementa ist zudem selbst in erheblichem Ausmass von der Qualität der ihr von den Dateneigentümern zugelieferten Informationen abhängig.

Dieses Dokument kann zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die auf Planungen, Schätzungen, Prognosen und Erwartungen, auf gewissen Annahmen sowie derzeit verfügbaren Informationen basieren. Die zukunftsgerichteten Aussagen sind nicht als Garantien für zukünftige Entwicklungen und Ergebnisse zu verstehen. Diese sind vielmehr abhängig von einer Vielzahl von Faktoren; sie beinhalten verschiedene Risiken und Unwägbarkeiten und beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend erweisen. Complementa übernimmt keine Verpflichtung, zukunftsgerichtete Aussagen zu aktualisieren.

Dieses Dokument und die darin enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken, und die darin enthaltenen Handlungsalternativen dürfen nicht ohne sorgfältige Überprüfung durch den Adressaten als Aufforderung zum Abschluss bestimmter Geschäfte oder die Auswahl eines Geschäftspartners, Brokers etc. verstanden werden. Es entbindet einen Investor nicht von seiner eigenen umfassenden Beurteilung, insbesondere auch in steuerlicher und/oder rechtlicher Hinsicht. Keine der Angaben ist als Empfehlung zu verstehen, insbesondere bestimmte Transaktionen oder Geschäftsverbindungen einzugehen oder zu unterlassen. Der Inhalt stellt keine Offerte zur Investition in jedwelche Produkte dar.

Über Complementa

Complementa wurde 1984 als erster unabhängiger Investment-Controller und Performance-Messer der Schweiz gegründet und entstand aus der Vision, institutionelle Anleger in ihrer Kernaufgabe der finanziellen Führung zu unterstützen und zu begleiten. Zur Kundschaft zählen bekannte Grössen aus den Segmenten Pensionskassen, Family Offices, Versicherungen, Banken, Corporates und Stiftungen. Das Unternehmen unterstützt mit langjähriger Praxiserfahrung und Knowhow in allen Anlagethemen.

Complementa agiert unabhängig und wird für erbrachte Leistungen ausschliesslich durch die Kundschaft vergütet. Das Unternehmen befindet sich vollständig in Privatbesitz.

Die Mitarbeitenden schaffen Transparenz und ebnen den Weg für eine fundierte Entscheidungsfindung, wodurch die Kundschaft individuell in der Gestaltung und Überwachung der Finanzierungs- und Anlageprozesse unterstützt wird.

Kontakt

Complementa AG
Gaiserwaldstrasse 14 | CH-9015 St. Gallen
Eisengasse 16 | CH-8008 Zürich

Web www.complementa.ch
E-Mail info@complementa.ch
Telefon +41 71 313 84 84

Complementa GmbH
Landsberger Strasse 302 | DE-80687 München

LinkedIn [@Complementa-AG](https://www.linkedin.com/company/complementa-ag)