

# Schroders

## 2010 – Jahresausblick für Schwellenländer

### Allan Conway, Leiter Aktien Schwellenländer bei Schroders



- Die Rallye in den Schwellenländern geht trotz der starken Wertentwicklung von 2009 weiter.
- Weltweit haben die aufstrebenden Volkswirtschaften die Industriestaaten als Konjunkturmotoren abgelöst.
- Die Schwellenländer weisen sehr viel stärkere wirtschaftliche Fundamentaldaten als die klassischen entwickelten Märkte auf.

**Die Rallye in den Schwellenländern geht aller Voraussicht nach auch 2010 weiter - trotz der starken Wertentwicklung aus 2009. Immer mehr Anleger erkennen den Strukturwandel der globalen Wirtschaft: Die Schwellenländer treiben mittlerweile das weltweite Wachstum an und nicht mehr die Industriestaaten. Darüber hinaus weisen die aufstrebenden Länder sehr viel robustere Fundamentaldaten auf, haben gute Aussichten auf Gewinnwachstum und werden obendrein mit einem Abschlag gegenüber den Industriestaaten gehandelt. Durch zusätzlich günstige Liquiditätsbedingungen ist unsere Prognose für die Emerging Markets auf Sicht von zwölf bis 18 Monaten sehr positiv.**

Die Volkswirte von Schroders verfolgen drei Szenarien für die weltweite Konjunktur: eine W-förmige Erholung (die sogenannte Double-Dip-Rezession), eine V-förmige sowie eine L-förmige Erholung. Wir gehen mit einer Wahrscheinlichkeit von 70 Prozent von einem Double-Dip-Szenario aus, wobei die zweite Abwärtsbewegung weniger ausgeprägt ausfallen dürfte, als die erste. Das hat folgende Gründe: Die derzeitige Erholung ist in hohem Maße künstlicher Natur und wurde durch massive Konjunkturpakete (besonders in den Industrieländern), quantitative Lockerung und Bestandsauffüllung herbeigeführt. Was ausbleibt, ist jedoch ein signifikanter Anstieg der Verbrauchernachfrage. Dadurch entsteht die Möglichkeit einer Double-Dip-Rezession in den ersten beiden Quartalen 2010. Erste Bedenken in diese Richtung machen sich bereits in den Märkten breit.

#### **Outperformance der Schwellenländer in jedem unserer globalen Szenarien**

Jedem der drei Szenarien – W-, V- oder L-förmige Erholung – liegt die Annahme zugrunde, dass die Schwellenländer die Industriestaaten hinter sich lassen werden. In früheren Zeiten hätten die Emerging Markets aufgrund ihrer großen Exportabhängigkeit sehr viel stärker unter einer globalen Rezession gelitten. Doch in den vergangenen zehn Jahren sind diese Länder erstarbt und wachsen mittlerweile jedes Jahr um drei bis fünf Prozentpunkte schneller als die Industriestaaten – einhergehend mit einer guten Wertentwicklung der Aktien dieser Länder in diesem Zeitraum.

Dementsprechend hat sich der Anteil der Schwellenländer am globalen BIP-Wachstum im Laufe der Zeit erhöht. In diesem Jahr dürften sie über 100 Prozent des weltweiten Wachstums ausmachen (bedingt dadurch, dass das weltweite BIP in diesem Jahr rückläufig ist, die Schwellenländer insgesamt jedoch Wachstum erzielen). Wir sind überzeugt, dass sie auch in Zukunft weiter den Ton angeben. So gehen wir davon aus, dass die Emerging Markets selbst bei einem Aufschwung in der entwickelten Welt für die absehbare Zukunft zu rund 70 bis 75 Prozent jährlich zum globalen Wachstum beisteuern. Hier hat sich ein großer Strukturwandel vollzogen, der ähnlich bedeutend ist wie die industrielle Revolution im 19. Jahrhundert. Früher waren die Industrieländer der Motor der weltweiten Konjunktur und die Schwellenländer in hohem Maße auf die Exportnachfrage dieser Staaten angewiesen. Mittlerweile ist das Gegenteil der Fall.



# Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft



„Die Emerging Markets werden selbst bei einem Aufschwung in der entwickelten Welt für die absehbare Zukunft zu rund 70 bis 75 Prozent jährlich zum globalen Wachstum beisteuern.“

### **Binnennachfrage für das Wachstum der Schwellenmärkte immer wichtiger**

Entscheidend für die Erfolgsgeschichte der Schwellenländer ist das Wachstum in den BRIC-Märkten: Brasilien, Russland und vor allem Indien und China. Das Wachstum in China ist beispielsweise stärker von der Nachfrage im eigenen Land als vom Export bestimmt. Es ist das erste Mal in der Geschichte, dass eine Volkswirtschaft mit der Binnennachfrage als der größten Triebfeder zu einem der großen Akteure der Welt aufsteigt – früher waren Entwicklungen dieser Art durch den Export beflügelt (z. B. bei Großbritannien, den USA und Japan). Dies geschieht in einer Zeit, in der der riesigen Bevölkerung Chinas immer mehr Einkommen zur Verfügung steht und der Konsum daher zunimmt. So wächst der Einzelhandel in China sehr viel stärker als in den USA.

Der breitere Blick auf die Schwellenländer zeigt, dass in den führenden 16 der aufstrebenden Länder mittlerweile mehr Autos verkauft werden als in den USA, Japan und den europäischen Industriestaaten zusammen. Aufgrund des steigenden verfügbaren Einkommens ist die Binnennachfrage nicht nur in China, sondern in der aufstrebenden Welt insgesamt zum immer wichtigeren Wachstumsfaktor geworden.

### **Handel unter den Schwellenländern immer wichtiger**

Auch der Handel unter den Schwellenländern gewinnt zunehmend an Bedeutung. China hat in den Schwellenländern mittlerweile einen größeren Exportanteil als die USA und exportiert auch mehr in diese Märkte als alle G7-Länder zusammen. Insgesamt ist das Wachstum in der aufstrebenden Welt sehr viel weniger von den traditionellen Industriestaaten abhängig als früher.

Die Rezession, aus der wir uns gerade heraus bewegt haben, wurde von einer Kreditkrise mit unangemessener Kreditvergabe und übermäßiger Verschuldung ausgelöst – ein typisches Problem der entwickelten Welt. Die Schuldenquote (Privathaushalte und Hypotheken) ist in den Industriestaaten hoch, in den Schwellenländern jedoch generell niedrig. Im Bankensektor liegt das Verhältnis von Krediten zu Einlagen in den aufstrebenden Ländern allgemein unter 100 Prozent. Im Großen und Ganzen beobachten wir in diesen Ländern hohe Sparquoten, geringe Verschuldung und kluge Kreditpolitik. Daher überrascht es nicht, dass nur wenige Banken in den Schwellenländern in Schwierigkeiten gerieten. So bleibt diesen Ländern im Gegensatz zur entwickelten Welt das Durchlaufen einer Erholungsphase nach der Kreditkrise erspart.

### **Hohe Staatsverschuldung bremst Wachstum in den Industriestaaten**

Auch der Stand der Staatsverschuldung ist bezeichnend. Den Prognosen nach steigt die staatliche Verschuldungsquote in der entwickelten Welt bis 2014 auf 120 Prozent (von rund 80 Prozent 2007). Die daraus resultierenden Steuererhöhungen und Sparmaßnahmen wirken sich belastend auf das Wachstum aus. Im Gegensatz dazu müssen die Schwellenländer sich nicht tiefer verschulden, denn bei mehreren Eckdaten wie Leistungs- und Steuerbilanzen weisen die Schwellenländer bessere Fundamentaldaten aus. Hingegen ähneln die Rahmenbedingungen der Industriestaaten mittlerweile jenen der schwachen, krisengeschüttelten Schwellenländer aus der Vergangenheit.

Die Stärke der aufstrebenden Volkswirtschaften spiegelte sich in diesem Jahr auch an den Börsen wider: Diese Märkte gingen gegenüber dem Vorjahr um 77 Prozent in die Höhe, der MSCI World Index hingegen nur um 31 Prozent. Doch die Rallye in den Schwellenländern ist trotz der beeindruckenden Wertentwicklung in diesem Jahr wohl noch nicht zu Ende. Steigt der US-Einkaufsmanager-Index (ISM) auf über 50, so folgt historisch gesehen in den kommenden zwölf Monaten eine durchschnittliche Rallye von etwa 40 Prozent in den Schwellenländern. Die Emerging Markets sind gestiegen, seit der ISM-Index im August dieses Jahres die Marke von 50 überschritten hat. Historisch betrachtet stehen aber weitere 30 Prozent noch aus. Die Aktienbewertungen ausgedrückt nach Kurs-Gewinn-Verhältnis liegen bei etwa 13,5. Das entspricht in etwa dem historischen Durchschnitt, obwohl diese Märkte mit einem Abschlag gegenüber den entwickelten Märkten gehandelt werden. Außerdem erwarten wir im kommenden Jahr ein Gewinnwachstum von rund 30 Prozent. Das heißt, eine Marktrallye von 30 Prozent würde die KGVs nicht dehnen. Wir nehmen außerdem an, dass die Schwellenländer angesichts des dort vor sich gehenden Wandels bald einen Aufschlag gegenüber den Industriestaaten erhalten.



**Allan Conway,**  
**Leiter Aktien**  
**Schwellenländer**

Im Oktober 2004 kam Allan Conway als Leiter Aktien Schwellenländer zu Schroders.

Er ist Fellow des Securities Institute (FSI), Mitglied des Institute of Chartered Accountants (ACA) und hat einen BA-Abschluss (Hons) in Volkswirtschaft von der Universität York.

Er begann seine Investmentkarriere 1980 und konnte bei verschiedenen Unternehmen Erfahrungen im Management von Schwellenländer-Aktien sammeln, darunter WestLB Asset Management (zunächst als Leiter des Bereichs Global Emerging Markets, dann als Chief Executive Officer der WestAM (UK) Ltd) und LGT Asset Management (verantwortlich für Global Emerging Markets).

### Liquiditätstrends begünstigen die Schwellenländer

Die erwarteten Liquiditätstrends untermauern das Argument, dass die Rallye in den Schwellenländern noch anhält. Obwohl diese Länder 2009 bereits Zuflüsse von über 50 Milliarden US-Dollar (mit steigender Tendenz) verzeichneten, ist das lediglich ein Ersatz für die Rekordsummen, die während des Markteinbruchs 2008 abgezogen wurden. Ein weiterer wichtiger Pluspunkt, den wir beobachten konnten, ist der deutliche Einstellungswandel der institutionellen Anleger gegenüber den Schwellenmärkten. Früher sahen diese Investoren nur die riskante bzw. volatile Natur der Schwellenländer und nutzten sie als taktische Anlage. Sie kauften sich bei positiven Marktbedingungen in diese Märkte ein und stiegen wieder aus, sobald sich die Lage verschlechterte. Doch jetzt erleben wir bei diesen Anlegern ein gestiegenes Interesse an diesen Ländern. Wir haben soeben die schlimmste Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren hinter uns gebracht, aber die Schwellenländer sind daraus gestärkt und nicht geschwächt hervorgegangen. Daher betrachten institutionelle Anleger diese Länder immer mehr als eine strategische und nicht als eine taktische Investition.

Auch die Liquiditätslage ist angesichts der enormen quantitativen Lockerungsmaßnahmen insgesamt gut. Zwar sprechen einige Notenbanken bereits über eine mögliche Ausstiegsstrategie, doch unserer Meinung nach wird dieser Ausstieg eher später als früher erfolgen. Man will beim Wachstum kein Risiko eingehen und würde eher die Gefahr einer Inflation in Kauf nehmen. Daher gehen wir davon aus, dass die günstigen Liquiditätsbedingungen noch einige Zeit bestehen bleiben und dass außerdem die Schwellenmärkte angesichts ihrer Attraktivität mögliche Kandidaten für eine Blase sind – wobei das noch einige Zeit dauern dürfte.

Auf kurze Sicht würde ein Rückschlag in den Schwellenländern nicht überraschen. Ein Auslöser dafür wäre das Einkalkulieren eines Double-Dip-Szenarios für die weltweite Konjunktur. Wir rechnen damit, dass das Rückschlagspotenzial bei zehn bis maximal 15 Prozent liegt. Er dürfte außerdem kurz und scharf verlaufen, da sich die Anleger bei den Tiefpunkten wahrscheinlich einkaufen.

### Eine Dollar-Rallye ist ein Risiko, wir rechnen aber nicht mit nachhaltiger Stärke

Ein Erholung des US-Dollars würde die positiven Aussichten für die Schwellenländer gefährden. Denn ein schwacher Dollar ist für diese Märkte von Vorteil: Eine lockerere Geldpolitik in den USA fördert die weltweite Liquidität, die hin zu den stärker wachsenden Volkswirtschaften tendiert. Aber auch wenn ein kurzfristiger Höhenflug des Dollars möglich wäre, erwarten wir nicht, dass diese Erholung von Dauer ist. Denn die Währung wird durch die Schwäche der US-Wirtschaft untergraben. Und die Länder mit den größten Devisenreserven haben bereits zum Ausdruck gebracht, dass sie in den kommenden Jahren eine größere Diversifikation gegenüber dem Dollar anstreben. Auch die Veränderung der Handelsflüsse spricht für eine Abschwächung des Dollars und eine Aufwertung der Schwellenländerwährungen, da die Emerging Markets im Welthandel wichtiger werden als die USA.

Ein längerfristiges Risiko besteht darin, dass der Wohlstand in den Schwellenländern nicht in die unteren Schichten durchsickert. Angesichts des Wachstums der rapide aufstrebenden Volkswirtschaften wie China und Indien ist es wichtig, dass zunehmend größere Teile der Bevölkerung von diesem Wachstum profitieren. Soziale Unruhen würden drohen, wenn sich der Wohlstand in diesen Ländern nicht schnell genug verbreitet. Auch wenn diese Sorge in einigen Schwellenländern erst einmal in größerer Ferne liegt, gibt es doch Zeichen dafür, dass das Thema ernst genommen werden muss. Insbesondere die chinesische Regierung ist sich dieses Problems bewusst und versucht gegenzusteuern, beispielsweise durch erhöhte staatliche Investitionen in ländlichen Regionen.

Alles in allem sind wir davon überzeugt, dass die beachtlichen Vorzüge, die die Schwellenmärkte gegenüber den Industriestaaten aufweisen, die Anleger weiterhin anlocken dürften. Wir stehen den Emerging Markets für die nächsten zwölf bis 18 Monaten sehr positiv gegenüber.