



"Emerging Markets
sind nicht überhitzt"

Anschnallen und sitzenbleiben

Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktturbulenzen sollten Anleger nicht vergessen, dass Börsengewinne nicht durch "Buying" oder "Selling", sondern durch "Sitting" erzielt werden. Michael Keppler, u.a. Fondsmanager des Global Advantage Emerging High Value, rät dazu sich anzuschnallen und sitzen zu bleiben.

Der **Global Advantage Funds Emerging Markets High Value** von Michael Keppler liegt im 5-Jahresvergleich mit insgesamt 82 global anlegenden Schwellenländer Aktienfonds — gemessen an der risikoadjustierten Rendite Sharpe Ratio — auf Platz eins. Auf Platz zwei und sechs aller in Österreich, Deutschland und der Schweiz zugelassenen Fonds liegen die ebenfalls von Keppler Asset Management betreuten **Kapitalfonds LK Schwellenländer** der Dexia Bank und der **Emerging-Fund** von HSBC Trinkaus. Damit sind im dritten Jahr in Folge drei mehrere von Keppler verwaltete Fonds unter den Top-10.

Aber auch anhand der absoluten Rendite kann sich das Abschneiden des gebürtigen Bayern, der die Fonds von New York aus verwaltet, durchaus sehen lassen: So liegt der Kapitalfonds LK Schwellenländer pro Jahr im Schnitt um 12,6 Prozent vor dem MSCI Emerging Markets Index, die beiden anderen Fonds übertrafen die Benchmark immerhin noch um 9,8 Prozent p.a. e-fundresearch fragte den Experten nach seinen weiteren Aussichten:

e-fundresearch: Herr Keppler, was lässt sich aus US-Sicht nach mehr als vier Jahren Hausse an den internationalen Börsen zum aktuellen makroökonomischen Umfeld für Aktien aus Industrie- bzw. Schwellenländern sagen?

Michael Keppler: Herr Schreckeis, wenn ich mich recht erinnere, stellten Sie mir eine ähnliche Frage in unserem Gespräch vom August letzten Jahres (siehe auch **„BRIC-Konzept wenig sinnvoll“** vom 17.8.2006). Damals hatten wir allerdings erst drei Jahre Hausse hinter uns. Die Eigenkapitalrenditen der Unternehmen in den Industrieländern haben sich seit ihrem Tief im Oktober 2002 von acht auf heute 15,9 Prozent verdoppelt. Die Emerging Markets hatten ihren Rentabilitätskollaps — einen Einbruch der Eigenkapitalrenditen auf 4,7 Prozent — bereits im Juni 1999, etwa neun Monate nach dem Tiefstand der Asienkrise. Bis zum Herbst 2002 hatten sich die Eigenkapitalrenditen der Emerging Markets bereits wieder auf zehn Prozent erholt; sie stiegen dann aber weiter rasant an und pendeln nun bereits seit zweieinhalb Jahren um die 16 Prozent.

„Unternehmen verdienen so viel wie noch nie“

Nie zuvor haben die börsennotierten Unternehmen so viel verdient wie heute. Lassen Sie mich nur zwei Zahlen nennen: Ende 1995 lagen die Gesamtgewinne

aller Unternehmen im MSCI Weltaktienindex bei \$ 433 Mrd. — heute sind wir bei \$ 1.711 Mrd. Das entspricht einem Gewinnwachstum von 12,7 Prozent p.a. in den vergangenen elfeinhalb Jahren. Die Gewinne der im MSCI Emerging Markets Index enthaltenen Unternehmen stiegen im gleichen Zeitraum von \$ 37 Mrd. auf \$ 174 Mrd., ein Wachstum von jährlich 14 Prozent.

Hohe Eintrittshürden senken Konkurrenzdruck

Nun stellt sich die Frage, wie lange diese günstige Ertragssituation anhalten wird. Eigentlich sollte doch Konkurrenzdruck dafür sorgen, dass die Gewinnmargen wieder schrumpfen und damit die Eigenkapitalrenditen auf ihre langfristigen Durchschnittswerte von zehn bis zwölf Prozent fallen werden. Ich sagte schon vor einem Jahr, dass dies nicht über Nacht geschehen wird. Versuchen Sie einmal, einer Exxon, einer Coca-Cola oder einer General Electric Konkurrenz zu machen. Warren Buffett zu dem Thema befragt, sagte, selbst wenn ihm jemand US\$ 100 Mrd. geben würde, um Coca-Cola Konkurrenz zu machen, er würde das Angebot ablehnen. Die Eintrittshürden am globalen Markt haben sich in den letzten Jahren deutlich erhöht. Die Konkurrenten—wie z.B. BP, Pepsico oder Siemens—sind bereits da und erwirtschaften ebenfalls Rekordgewinne. Oligopole sind also im Vormarsch. Daher könnte die überdurchschnittlich gute Ertragssituation noch eine Weile andauern.

Schwellenländer-Performance: Nur 6,5 Prozent p.a. bis 2010/2012

e-fundresearch: Mit welchen Renditen/Risiken können nun Anleger bei globalen Industrieaktien bzw. Schwellenländeraktien in den nächsten Jahren rechnen?

Michael Keppler: Die Aktienmärkte sind nicht so stark mit dem gesamtwirtschaftlichen Wachstum korreliert, wie das vielfach geglaubt wird. Insofern ist nicht das Wachstum der Unternehmensgewinne auf volkswirtschaftlicher Ebene sondern das Gewinnwachstum pro Aktie entscheidend für die Kursentwicklung. Wenn also IBM ankündigt, zehn Prozent der ausstehenden Aktien zurückkaufen zu wollen, kann die IBM-Aktie auch bei einer konjunkturellen Stagnation, möglicherweise sogar in einer Rezession weiter steigen.

Ausgehend von einem im historischen Vergleich leicht überdurchschnittlichen Bewertungsniveau erwarten wir für den MSCI Weltaktienindex der Industrieländerbörsen auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre eine durchschnittliche jährliche Gesamtrendite von nur noch 5,4 Prozent. Für den MSCI Emerging Markets Index liegt diese Zahl bei 6,5 Prozent. Wenn es uns wie in der Vergangenheit gelänge, in den von uns betreuten Portfolios noch etwa drei bis fünf Prozentpunkte p.a. draufzusetzen, wäre ich sehr zufrieden.

Die Bewertungen im Überblick

e-fundresearch: Wie sehen die Bewertungen globaler Schwellenländeraktien im Vergleich zu den Bewertungen der entwickelten Länder aus?

Michael Keppler: Die Bewertungen von Aktien aus Schwellenländern haben sich mittlerweile den Industrieländerbewertungen weitgehend angeglichen. Das Kurs/Buchwert-Verhältnis liegt bei beiden bei 2,7, die Dividendenrendite bei 2,1 Prozent und das KGV bei 16,8 (MSCI World) bzw. 16,9 (MSCI Emerging Markets)

Nun stellt sich die Frage, ob die Emerging Markets möglicherweise aufgrund ihrer höheren Gewinnwachstumsraten eine Prämie rechtfertigen. Wir können uns um die Beantwortung dieser Frage drücken, da unsere Emerging Markets Portfolios immer noch um mehr als 15 Prozent preiswerter sind als der MSCI Emerging Markets Index.

Ich möchte nur so viel sagen, dass ich selbst die historischen Normen der Emerging Markets Bewertungen in Frage stelle, da die vergangenen zehn Jahre von einer Vielzahl von Krisen geprägt waren, die sich weder was ihre Häufigkeit noch ihr Ausmaß anbelangt wiederholen dürften. Die Krisen der Vergangenheit haben die Bewertungen jedoch maßgeblich geprägt bzw. verzerrt. Wenn man davon ausgeht, dass die nächsten zehn Jahre krisenärmer als die vergangenen verlaufen werden, darf man ein "Re-Rating" der Anlageklasse zumindest nicht ausschließen. Diese Überlegungen gehen zwar heute bereits in unser Research ein, sie sind jedoch kein wesentlicher Bestandteil unserer Investitionsentscheidungen. Das könnte sich aber im Zeitablauf ändern, da die wieder gesunden Zahlungsbilanzen, die hohen Devisenreserven und nicht zuletzt der Aufwertungsdruck auf viele Währungen durch hohe Kapitalzuflüsse in vielen Ländern mittel- und langfristig weiteres Zinssenkungspotenzial eröffnen und damit auch höhere Bewertungen an den Aktienmärkten rechtfertigen könnten.

USA, Japan bzw. Österreich sind zu teuer

e-fundresearch: Wie sieht ihre aktuelle regionale Asset Allokation ihrer Fonds aus? Welche Märkte sind derzeit besonders preiswert, welche eher teuer?

Michael Keppler: Wir sind derzeit in den Industrieländerportfolios vorwiegend in Großbritannien und in Kontinentaleuropa und hier nahezu in allen westeuropäischen Märkten investiert. Als zu teuer stufen wir Dänemark, Japan, Kanada, Österreich, die Schweiz und die USA ein.

Brasilien, Polen und Türkei als Favoriten

In den Emerging Markets favorisieren wir in Lateinamerika Brasilien und in Europa Polen und die Türkei. In Fernost sind wir in Korea, Taiwan, Thailand und Malaysien vertreten. In den Emerging Markets sind Argentinien, Ägypten, Indien, Indonesien, Mexiko, Marokko, Pakistan, Peru und Südafrika als unattraktiv eingestuft.

„Afrika bietet noch keine attraktive Investitionsmöglichkeiten“

e-fundresearch: Nach BRIC-Fonds im letzten Jahr, wurden 2007 Jahr bereits einige spezialisierte Afrika-Aktienfonds aufgelegt. Wie sinnvoll sind diese Ihrer Meinung nach und welche Rolle spielt Afrika als Investmentregion für Sie?

Michael Keppler: Derzeit spielt Afrika für uns keine bedeutende Rolle in Bezug auf Emerging Markets Investments. Der MSCI Emerging Markets Index beinhaltet derzeit nur die drei afrikanischen Länder Ägypten, Marokko und Südafrika. Keines dieser Länder bietet derzeit nach unseren Analysen - von wenigen Ausnahmen abgesehen - attraktive Investitionsmöglichkeiten.

„Emerging Markets sind nicht überhitzt“

e-fundresearch: Nach einer im Vergleich zum Frühjahr 2006 eher bescheidenen Korrektur Ende Februar/Anfang März 2007, ging es mit Schwellenländer-Aktien in diesem Jahr kerzengerade nach oben. Aktuell liegt der MSCI Emerging Markets Index seit Jahresanfang mit 22 Prozent im Plus. Der Weltaktienindex der Industrieländer steht gerade mal 8 Prozent über seinem Jahresanfangsniveau. Wie lange hält diese starke Outperformance von Schwellenländern gegenüber Industrieländern noch an und sind Gewinnmitnahmen nicht längst überfällig?

Michael Keppler: Ich denke da an den Spruch "An Gewinnmitnahmen ist noch niemand gestorben, aber auch noch niemand reich geworden"! Für unsere Anleger stellt sich diese Frage insofern nicht, weil wir Gewinnmitnahmen in den Fonds

selbst vornehmen, wenn bestimmte Märkte oder einzelne Aktien ihre Bewertungsziele überschreiten.

Was die Anlageklasse "Emerging Markets Aktien" anbelangt, kann man eigentlich nicht von einer Überhitzung sprechen. Anders als in der letzten großen Hausse von Anfang 1988 bis Februar 1994. In diesen sechs Jahren haben sich die Emerging Markets Aktienkurse mehr als verfünffacht und das Kurs/Gewinn-Verhältnis des MSCI Emerging Markets Index stand im Februar 1994 bei 26, heute sind wir bei 16,8. Damit ist die Anlageklasse zwar nicht mehr so preiswert wie vor ein paar Jahren. Aber im Großen und Ganzen sind die Gewinne in den letzten Jahren mit den steigenden Kursen mit gewachsen; in einigen Märkten stiegen die Gewinne sogar noch stärker als die Aktienkurse. Insofern ist die Situation mit Anfang 1994 nicht vergleichbar.

Anschnallen und Sitzenbleiben!

Die Anlageklasse Emerging Markets dürften also noch einige Jahre mit guter Wertentwicklung vor sich haben. Anleger sollten immer vor Augen haben, dass Börsengewinne nicht durch "Buying" und "Selling" sondern durch "Sitting" erzielt werden. Im Hinblick auf die Zunahme der Volatilitäten haben wir bereits im Februar an unsere Anleger die Devise ausgegeben: "Anschnallen und Sitzenbleiben!". Die Anschnallempfehlung ist noch nicht aufgehoben.

e-fundresearch: Vielen Dank für das Gespräch!

Alle Daten per 19.7.2007 in Euro

Quelle:



Top 5 / Aktien Emerging Markets Global

Fondsname	Perf 5y p. a.	Outperf 5y p. a.	Sharpe Ratio 5y p. a.	Vertriebs- zulassung
<u>Global Advantage Funds Emerging Markets High Value</u>	28.61	4.36	1.37	
<u>Kapitalfonds LK Schwellenlaender-Unterfonds R</u>	27.70		1.37	
<u>Magellan Cap/Dis</u>	25.20		1.37	
<u>Carmignac Emergents</u>	27.23		1.34	
<u>Vitruvius Emerging Markets Equity USD</u>	26.28	2.47	1.32	

Quelle: Lipper, www.e-funddata.com, Daten per 29.06.2007 in Euro

Wichtige rechtliche Hinweise (Disclaimer):

Warnhinweis § 43 Abs. 2 InvFG: „Performanceergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu.“ Wert und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen oder fallen. Anleger können gegebenenfalls nur weniger als das investierte Kapital ausgezahlt bekommen. Auch Währungsschwankungen können das Investment beeinflussen. Die Informationen auf www.e-fundresearch.com repräsentieren keine Empfehlungen für den Kauf, Verkauf oder das Halten von Wertpapieren, Fonds oder sonstigen Vermögensgegenständen. Die Informationen des Internetauftritts der e-fundresearch.com Data GmbH wurden sorgfältig erstellt. Dennoch kann es zu unbeabsichtigt fehlerhaften Darstellungen kommen. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Gleiches gilt auch für alle anderen Websites, auf die mittels Hyperlink verwiesen wird. Die e-fundresearch.com Data GmbH lehnt jegliche Haftung für unmittelbare, konkrete oder sonstige Schäden ab, die im Zusammenhang mit den angebotenen oder sonstigen verfügbaren Informationen entstehen.

Aktien Emerging Markets Global (84)

ISIN	Fondsname	Perf 5y p. a.	Outperf 5y p. a.	Sharpe Ratio 5y p. a.	Vertriebs- zulassung
LU0047906267	Global Advantage Funds Emerging Markets High Value	28.61	4.36	1.37	
LU0077884368	Kapitalfonds LK Schwellenlaender-Unterfonds R	27.70		1.37	
FR0000292278	Magellan Cap/Dis	25.20		1.37	
FR0010149302	Carmignac Emergents	27.23		1.34	
LU0148751588	Vitruvius Emerging Markets Equity USD	26.28	2.47	1.32	
AT0000745856	Raiffeisen-Eurasien-AktienFonds A	31.90		1.29	
LU0121786031	Swiss Life Multi Funds (Lux) - Dynamics CHF	23.22	-0.09	1.27	
LU0068337053	Sarasin EmergingSar - Global	23.89	-0.65	1.26	
LU0055678741	Emerging-Fund	25.86		1.25	
AT0000818489	3 Banken Emerging-Mix	20.95		1.18	
LU0048423833	Pro Fonds (Lux) Emerging Markets B	26.13	2.63	1.18	
LU0132412106	Aberdeen Global-Emerging Markets A Acc	24.64	1.37	1.16	
IE0004897173	AIG Global Funds - AIG Global Emerging Markets Y	24.75	1.82	1.13	
IE0005022946	Lazard Emerging World	24.04	1.04	1.13	
AT0000823281	Spaengler Global Emerging Markets Trust	23.92	0.79	1.13	
AT0000820238	Portfolio-Basket Emerging Markets T	19.79		1.12	
LU0093413317	UEB Emerging Markets Equity Portfolio	19.69	-2.93	1.09	
LU0115904467	UniEM Global	22.62	-0.26	1.08	
LU0040507039	Vontobel Emerging Markets Equity A2	20.60	0.60	1.08	
IE0003507054	RIC Emerging Markets Equity A	23.19		1.06	

Quelle: Lipper, www.e-funddata.com, Daten per 29.06.2007 in Euro