



"Indien ist das teuerste Schwellenland"

BRIC(K) Konzept wenig sinnvoll

"Nennen Sie mir einen Grund, warum Anleger in Schwellenländer-Aktien ihre Chancen auf fünf Märkte begrenzen sollen", gibt sich Michael Keppler, u.a. Fondsmanager des Global Advantage Emerging High Value kritisch gegenüber BRIC(K) Fonds. Russland und Indien seien zudem derzeit wenig attraktiv.

Michael Keppler ist Präsident von Keppler Asset Management in New York. Zur Zeit betreut die 1992 gegründete Vermögensverwaltungsgesellschaft 13 Investmentfonds mit einem Gesamtvolumen von über 2 Milliarden US-Dollar. Neben globalen Aktienfonds gehören globale Schwellenländer-Aktienfonds zu den Kernkompetenzen Kepplers. Aktuelle Emerging Markets Mandate sind:

- [Global Advantage Emerging Markets High Value](#)
- [HSBC Trinkaus Emerging Fund](#)
- [Kapitalfonds L.K. Schwellenländer](#)
- [Pro Fonds \(Lux\) Emerging Markets](#)

e-fundresearch sprach mit dem Experten über die weiteren Aussichten für Schwellenländer-Aktien:

Welche Länder noch preiswert sind

e-fundresearch: Herr Keppler, wie sieht die aktuelle regionale Asset Allokation der von Ihnen betreuten Emerging Markets Aktienfonds aus? Welche Märkte sind derzeit besonders preiswert, welche eher übersteuert?

Michael Keppler: Wir haben beginnend im Herbst 2005 unser Engagement in Fernost sukzessive erhöht. Heute sind rund zwei Drittel der von uns betreuten Emerging Markets Vermögen im Fernen Osten angelegt. Konkret heisst dies in China, Korea, Malaysia, den Philippinen, Taiwan und Thailand. Knapp 20 Prozent sind in der Region EMEA (Europa, Mittlerer Osten und Afrika) investiert. In Südamerika sind wir mit etwa 13 Prozent fast ausschließlich in Brasilien vertreten. Dies sind nach unseren Analysen die preiswertesten Märkte. Ägypten, Marokko, Peru und Indien sind am meisten übersteuert.

Wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind hervorragend

e-fundresearch: Wie stellt sich das aktuelle makroökonomische Umfeld für Aktien aus Industrie- bzw. Schwellenländern dar? Mit welchen Renditen/Risiken können Anleger bei globalen Industrieaktien/Schwellenländeraktien in den nächsten Jahren rechnen?

Michael Keppler: Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind hervorragend. Die Eigenkapitalrenditen liegen mit 15,2 Prozent in den Industrie- und mit 16,3 Prozent in den Schwellenländern so hoch wie noch nie zuvor. Unsere Daten reichen in den Industrieländern bis 1969 und in den Schwellenländern bis 1989 zurück. Die Gewinnsituation der Unternehmen ist hervorragend. Da gewisse Komponenten der Erträge zyklischer Natur sind, rechne ich allerdings mit einem Rückgang der im historischen Vergleich sehr hohen Eigenkapitalrenditen. Davon sollten sich langfristig orientierte Anleger aber nicht einschüchtern lassen. Die Bewertungen der Industrieländerbörsen liegen allerdings leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Schwellenländerbörsen sind traditionell niedriger bewertet als die Industrieländerbörsen. Das ist auch zur Zeit der Fall.



Eigenkapitalrenditen: MSCI World vs. MSCI Emerging Markets seit 1989 / Quelle: MSCI, Keppler AM

Welche Performance realistisch erscheint

Aufgrund ihrer im historischen Vergleich höheren Bewertungen lassen unsere Mean-Reversion Modelle für die Industrieländerbörsen, d.h. für den Weltaktienindex von Morgan Stanley Capital International (MSCI) auf Sicht der nächsten drei bis fünf Jahre Gesamtrenditen (Dividenden und Kursgewinne) von nur 6,4 Prozent p.a. erwarten. In den Schwellenländern, d.h. für den MSCI Emerging Markets Index halten wir dagegen in den kommenden drei bis fünf Jahren Jahresdurchschnittsrenditen von 9 Prozent für realistisch. Wenn wir da – wie uns das in der Vergangenheit von wenigen Ausnahmen abgesehen gelungen ist – für unsere Anleger noch ein paar Prozentpunkte draufsetzen könnten, wären wir sehr zufrieden.

"Zukunft wird risikoärmer"

Was die Risiken in den Emerging Markets angeht, macht es wenig Sinn, sich an der jüngsten Vergangenheit zu orientieren. Den meisten Ländern und auch den Unternehmen geht es heute deutlich besser als vor 10 Jahren. Der Schuldenberg wurde abgebaut. Dem Abwärtsstrudel vieler Währungen ist ein Aufwärtstrend gefolgt. Und abgesehen von einigen Krisenherden hat sich auch die politische Stabilität verbessert. Man sollte deshalb die krisenreiche Vergangenheit nicht in die Zukunft projizieren. Die nächsten 10 Jahre sollten wesentlich risikoärmer ausfallen als die vergangenen und das sowohl was die Häufigkeit als auch das Ausmaß möglicher Krisen angeht.

Kursrückschläge als Einstiegschance

e-fundresearch: Der MSCI Emerging Markets brach im Mai/Juni um über 22 Prozent ein. Ist die starke Outperformance von Schwellenländern gegenüber Industrieländern jetzt erst einmal vorbei?

Michael Keppler: Nein. Die Bewertungsvorteile und das höhere Wirtschaftswachstum in den Emerging Markets lassen langfristig immer noch eine im Vergleich zu den Industrieländerbörsen überdurchschnittliche Wertentwicklung dieser Anlageklasse erwarten. Kursrückschläge sollten daher als günstige Einstiegschancen gesehen und entsprechend genutzt werden.

Emerging Markets immer noch preiswert

e-fundresearch: Wie stellen sich die Bewertungen globaler Schwellenländeraktien im Vergleich zu entwickelten Länder dar?

Michael Keppler: Sowohl in Bezug auf die Substanz- als auch auf die Ertragsbewertung sind die Emerging Markets immer noch preiswerter. Wir schätzen

den Bewertungsvorteil insgesamt auf etwa 10 bis 15 Prozent. Darüber hinaus sind auch die Eigenkapitalrenditen der Emerging Markets mit 16,3 Prozent im Vergleich zu den Industrieländern um 1,1 Prozentpunkte höher. Dieser Trend begann bereits im Jahr 2001 als die Industrieländeraktien im Zusammenhang mit der "New Economy" unter Druck kamen. Allerdings muss man festhalten, dass die Emerging Markets in der Vergangenheit stets preiswerter waren als die Industrieländerbörsen.

Es stellt sich nun die Frage, ob dieser Bewertungsabschlag berechtigt ist. Wir haben uns in der Vergangenheit stets darum bemüht, die überdurchschnittlichen Risiken der Emerging Markets durch Konzentration auf unterbewertete Märkte im Zusammenhang mit dem Margin-of-Safety Prinzip wegzudiversifizieren. Wenn uns das in Zukunft auch so gut gelingt wie in der Vergangenheit, verdienen die von uns betreuten Portfolios ein Aufgeld und kein Abgeld!

"Vom BRICK-Konzept halte ich sehr wenig"

e-fundresearch: Die Aufmerksamkeit der Schwellenländer-Investoren richtet sich zuletzt vor allem auf die BRICK-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China und Korea). Wie stehen Sie dazu und welche Länder könnten zukünftig interessant werden (Afrika, Naher Osten, etc.)?

Michael Keppler: Von dem BRICK-Konzept halte ich sehr wenig bzw. gar nichts. Der MSCI Emerging Markets Index setzt sich aus 25 Schwellenländerbörsen zusammen. Dann gibt es noch zwei sog. "Stand-Alone Indizes" für Sri Lanka und Venezuela. Wir haben noch weitere 25 sogenannte "Frontier Markets" auf der Beobachtungsliste. Das gibt insgesamt mehr als 50 Aktienmärkte.

Nennen Sie mir einen Grund, warum ein Anleger in Aktien der Emerging Markets seine Chancen auf fünf Märkte begrenzen soll, wenn er die Möglichkeit hat, in 50 Märkte anzulegen. Bei dem BRICK-Konzept besteht keine Möglichkeit auf andere Märkte auszuweichen, wenn einige oder gar alle fünf Märkte zu teuer werden. Ich kann mir beispielsweise nicht vorstellen, wie Sie in Russland oder in Indien ausgehend vom heutigen Bewertungsniveau eine überdurchschnittliche Rendite erzielen können. Wir haben uns soeben von unseren russischen Aktien getrennt, nachdem sie sich in den vergangenen dreieinhalb Jahren fast verfünffacht haben. Indien ist nach unseren Analysen der weitaus teuerste Aktienmarkt im MSCI Emerging Markets Universum. In Indien ist die Bewertung in den vergangenen Jahren viel mehr gestiegen als die Unternehmensgewinne. Ich kann Emerging Markets Anlegern nur raten: Finger weg von den BRICK Fonds. Hier ist im besten Fall eine unterdurchschnittliche Performance zu erwarten und im schlechtesten Fall gibt es ein böses Erwachen für die Anleger.

e-fundresearch: Vielen Dank für das Gespräch!