



Small Caps aus Schwellenmärkten: Eine deutliche Wachstumschance

September 6, 2016



sabinekrause

Die Schwellenmärkte gehören weiterhin zu den dynamischsten und am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften. Die Wachstumsrate ihrer Bruttoinlandsprodukte (BIP) übertrifft das BIP-Wachstum der Industrieländer in diesem Jahr trotz der vielbeschriebenen Konjunkturabkühlung in manchen Ländern mit Leichtigkeit. Das Templeton Emerging Markets Team ist der Ansicht, dass die Herausforderungen, denen sich manche Länder, Sektoren und Unternehmen, wie zum Beispiel Energieunternehmen und chinesische Banken, gegenübersehen, den Blick auf interessante Gelegenheiten in den Schwellenmärkten verstellen. An dieser Stelle gehen mein Kollege Chetan Sehgal, Executive Vice President, Managing Director India, CIO und Director of Global Emerging Markets/Small Cap Strategies der Templeton Emerging Markets Group, auf die Einschätzung unterschiedlicher Gelegenheiten ein, die das Team bei Aktien mit geringer Marktkapitalisierung (Small Caps) der Schwellenländer erkennt.

Unseres Erachtens bieten Small Caps innerhalb der Schwellenländer ein fortgesetzt starkes Wachstumspotenzial zu attraktiven Bewertungen. Diese Anlageklasse wird nach unserer Meinung von den meisten Anlegern übersehen, was teilweise auf falsche Vorstellungen im Hinblick auf die Volatilität, Liquidität und die Dimensionen dieses Anlageuniversums zurückzuführen ist. Small Caps aus Schwellenmärkten weisen mehrere wichtige positive Eigenschaften auf, sowohl struktureller als auch taktischer Natur, die unseres Erachtens insgesamt für die Berücksichtigung dieser Anlageklasse sprechen, wenn ein Kunde sich in Schwellenmärkten engagiert.

Unter strukturellen Gesichtspunkten verschaffen kleinere Unternehmen der Schwellenländer den Anlegern die Gelegenheit, in Tausende von Unternehmen mit reichlich Liquidität zu investieren. Kleinere Unternehmen werden normalerweise nur unzureichend analysiert und finden sich kaum in den Portfolios ausländischer Anleger wieder, was zu Marktineffizienzen führt, die möglicherweise genutzt werden können. Darüber hinaus ergänzen die Arten des Engagements, die der Bereich der Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenmärkten üblicherweise abbildet, das Large-Cap-Segment der Schwellenmärkte, insbesondere in Feldern wie Gesundheitswesen und Verbraucher, die von der demografischen Entwicklung und der wachsenden Mittelschicht profitieren. Daher sind wir der Meinung, dass Small Caps aus Schwellenmärkten insgesamt ein hohes Wachstumspotenzial bergen.

In taktischer Hinsicht bot die jüngste Verkaufswelle in den Schwellenmärkten unserer Meinung nach eine besonders attraktive Gelegenheit zum Kauf von günstig bewerteten Titeln. Darüber hinaus weisen kleinere Unternehmen der Schwellenländer im Allgemeinen ein größeres Engagement am lokalen Markt auf und korrelierten in der Vergangenheit weniger mit den entsprechenden größeren Unternehmen, entwickelten sich also nicht parallel zu den Kursen dieser Aktien. Wie alle Aktienanlagen in den Schwellenländern (und auch andernorts) birgt eine Geldanlage in kleineren Unternehmen einige inhärente und vermeintliche Risiken wie den Verlust des Anlagebetrags. Aktien kleinerer Unternehmen wiesen in der Vergangenheit eine stärkere Kursvolatilität als Aktien großer Unternehmen auf, was vor allem auf kurze Sicht der Fall ist. Small Caps aus Schwellenmärkten treffen aber auf ein zunehmendes Interesse institutioneller Anleger und bieten unseres Erachtens im aktuellen weltweiten Konjunkturmilieu attraktive Risiko-Rendite-Eigenschaften.

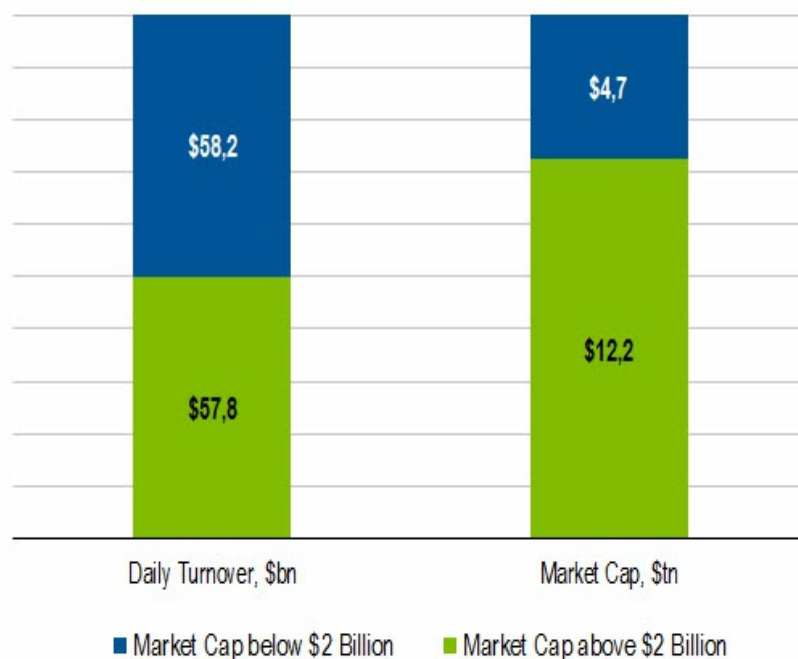
Ein weitläufiges Anlageuniversum mit erheblicher Liquidität

Small Caps aus Schwellenmärkten sind weit entfernt von einem Nischenprodukt, obwohl sie im Allgemeinen als ein solches wahrgenommen werden. Die Anlageklasse repräsentiert mehr als 23.000 Unternehmen mit einem Börsenwert von insgesamt fast 5 Billionen US-Dollar^[1] und einem Tagesumsatz von fast 60 Mrd. US-Dollar, was einen erheblichen Anteil an der Liquidität und Marktkapitalisierung der Schwellenmärkte insgesamt ausmacht, wie die folgende Abbildung verdeutlicht. Dementsprechend bietet allein die Größe des Anlageuniversums der Small Caps aus Schwellenmärkten reichlich Gelegenheiten, fehlbewertete Unternehmen zu entdecken. Ein weiterer Aspekt dieser Anlageklasse ist ebenfalls in der Abbildung dargestellt. Ihre Gesamtliquidität ist weitgehend vergleichbar mit der Liquidität von Large Caps, was der landläufigen Wahrnehmung widerspricht. Small Caps aus Schwellenmärkten befinden sich überdurchschnittlich oft im Besitz von inländischen Privatanlegern. Sie handeln in der Regel häufiger als ausländische institutionelle Anleger, da ihr Anlagezeitraum meist weit kürzer ist. Das hat einen Liquiditätsschub zur Folge.

Unverhältnismäßiger Anteil von Small Caps aus Schwellenmärkten an der täglichen Handelstätigkeit



Stand: 31. März 2016



Quellen: Bloomberg, MSCI. Das Anlageuniversum besteht aus allen börsennotierten Aktien aus Schwellenländern innerhalb des MSCI Emerging Markets Index und des MSCI Frontier Markets Index. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

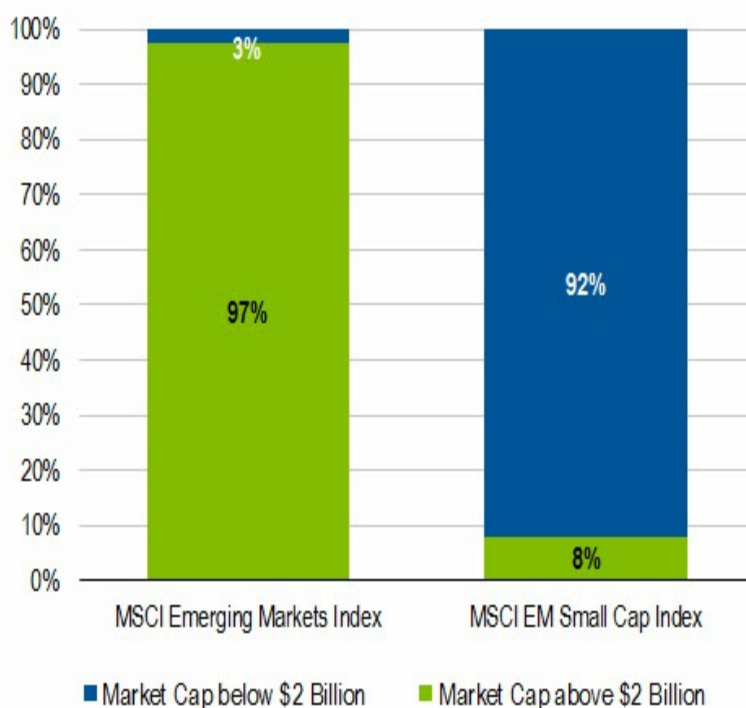
Übersehen und vom Research vernachlässigt

In der nächsten Abbildung betrachten wir das Engagement in Small Caps aus Schwellenmärkten innerhalb des MSCI Emerging Markets Index, einer Benchmark, die weithin zur Darstellung von Aktien aus Schwellenmärkten als Anlageklasse verwendet wird. Dabei stellen wir fest, dass das Engagement in Small Caps aus Schwellenmärkten nur 3% dieser Benchmark ausmacht, verglichen mit 28% der Marktkapitalisierung des gesamten Anlageuniversums der Schwellenmärkte.^[2] Dieser Unterschied stellt eine strukturelle Untergewichtung in den Portfolios von Kunden dar, die eine indexbasierte Strategie verfolgen.

Der Anteil von Small Caps aus Schwellenländern an Schwellenländerindizes



Stand: 31. März 2016



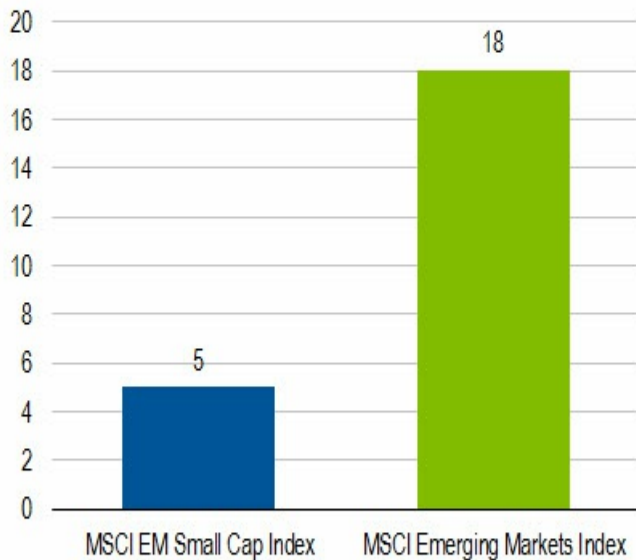
Quelle: FactSet. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

Kleinere Unternehmen der Schwellenländer werden nicht nur durch viele Anleger übersehen, sie werden auch deutlich seltener analysiert. Das ist nicht nur auf die hohe Anzahl an Unternehmen zurückzuführen, die es abzudecken gilt, sondern auch auf den Mangel an verfügbaren Informationen und den kleinen Investorenkreis, der an solchem Research Interesse hat. Es überrascht kaum, dass als Folge davon der Medianwert der Research-Empfehlungen für Small Caps aus Schwellenmärkten weit geringer ausfällt als bei höher kapitalisierten Titeln dieser Region. Ebenso wichtig ist die erheblich größere Zahl an Aktien, über die kaum oder so gut wie gar nicht berichtet wird. Bei einer großen Anzahl an Small Caps aus Schwellenmärkten außerhalb des Referenzindex ist die Verfügbarkeit von Research sogar noch eingeschränkter. Die Wahrscheinlichkeit einer Fehlbewertung ist bei einem relativ unbekanntem Small Cap aus Schwellenmärkten, der nicht indexgeführt ist, wesentlich höher als bei einem großen Unternehmen mit vielen Research-Empfehlungen.

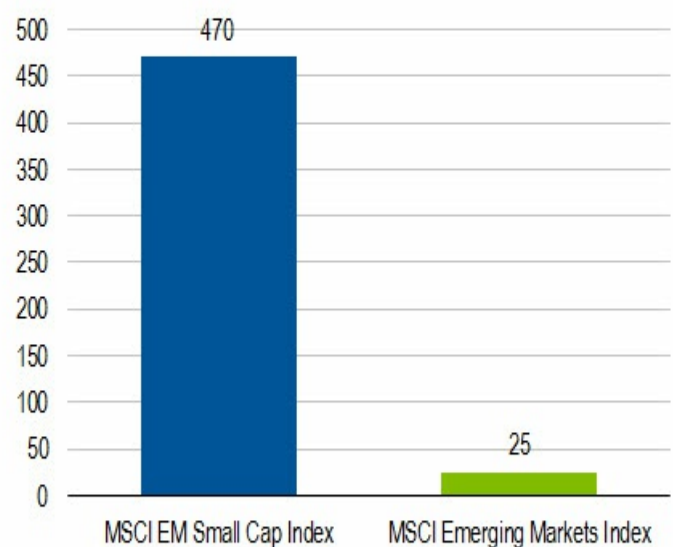
Small Caps aus Schwellenmärkten sind im Vergleich zum breiter gefassten Anlageuniversum der Schwellenländer nur unzureichend in den Berichtsuniversen von Analysten vertreten

Stand: 31. März 2016

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



Nur zur Veranschaulichung.

Quelle: FactSet. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

Lokales Engagement in Schwellenländern

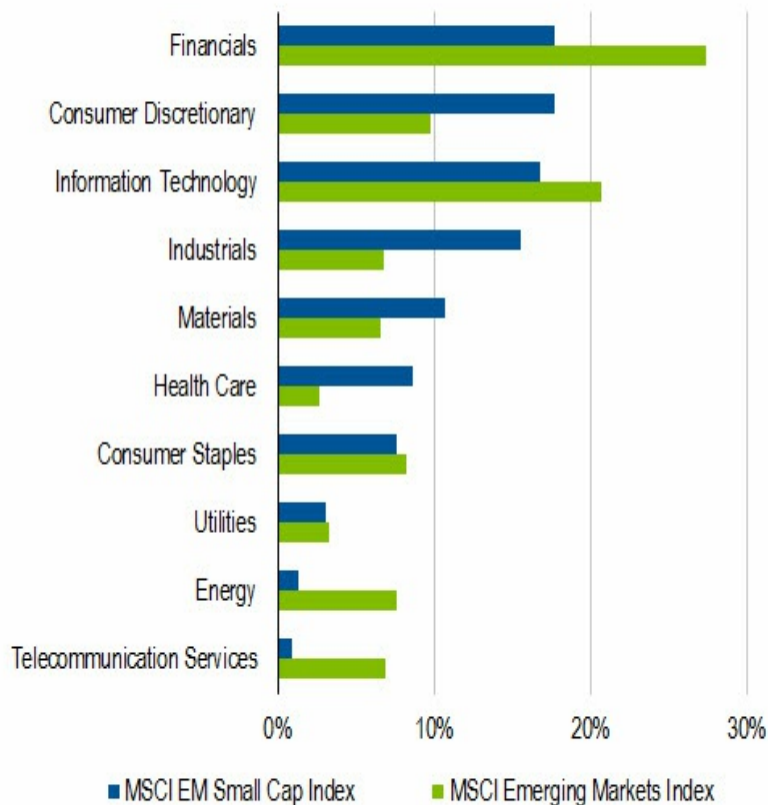
Im Zuge des allgemein langfristigen Erfolges der Schwellenmärkte, sowohl als global agierende Volkswirtschaften als auch als Aktien-Anlageklasse, wurden die meisten dieser Länder immer stärker in die Weltwirtschaft integriert. Infolgedessen haben die größten und erfolgreichsten Unternehmen dieser Gruppe ihre Geschäftsaktivitäten häufig über die Grenzen ihrer Heimmärkte hinaus erweitert und exportieren und investieren weltweit. Dementsprechend werden die Börsenkurse vieler dieser Aktien nicht mehr vorrangig von inländischen Faktoren beeinflusst. Beispiele sind Gesellschaften in den Branchen Elektronik, Automobil oder Konsum, die einen erheblichen Anteil ihrer Umsatzerlöse nicht im Land ihres Sitzes sondern in Industrieländern erwirtschaften. Im Gegensatz dazu bieten kleinere Schwellenländerunternehmen genau das Engagement, das Schwellenmärkte überhaupt erst für Anleger attraktiv machte, nämlich ein Engagement in der Binnennachfrage, einer günstigen demografischen Entwicklung, lokalen Reforminitiativen und innovativen Nischenprodukten, die oft die primären Wachstumsfaktoren darstellen. Als Folge davon unterscheiden sich die Sektoren, in denen Anleger in Small Caps aus Schwellenmärkten engagiert sind, deutlich von denen höher kapitalisierter Aktien, wie die nächste Abbildung zeigt.

Der MSCI Emerging Markets Index wird überproportional von Finanzwerten, Energieunternehmen, IT-Titeln und Telekommunikations- bzw. Versorgungsbetrieben dominiert. Diese Sektoren sind in der Regel weit stärker von weltweiten oder nationalen Konjunkturtrends betroffen, zum Beispiel von der Verschuldung des Immobilienmarkts einer Volkswirtschaft, dem weltweiten Ölpreis oder der Regierungspolitik.

Direkter Sektorvergleich von Small-Cap- und Large-Cap-Schwellenmarktindizes



Stand: 31. März 2016



Quelle: FactSet. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

Darüber hinaus ist der Anteil staatlicher Unternehmen unter den Large Caps weit höher. Obwohl wir feststellen, dass viele solcher Unternehmen im Staatsbesitz gut geführt werden, stimmen die Interessen der letztendlichen Eigentümer nicht immer zu 100% mit denen von Minderheitsanlegern überein.

Engagements in Small Caps aus Schwellenmärkten sind in Sektoren mit höherem Wachstum konzentriert, wie zum Beispiel zyklische Konsumgüter und Gesundheitswesen. Solche Unternehmen sind normalerweise eher lokal ausgerichtet und viele davon sind relativ dominante Akteure in kleineren Branchen. Die erfolgreichsten kleineren Unternehmen aus Schwellenmärkten nutzen ihre lokale Stärke, um international zu expandieren und damit im Laufe der Zeit ihren Übergang zum Mid-Cap- oder sogar Large-Cap-Unternehmen zu unterstützen. Sogar innerhalb eines Sektors kann das wirtschaftliche Engagement beträchtlich abweichen. Im Materialsektor sind Bergbauunternehmen von Haus aus im Allgemeinen Large Caps. Sie werden stark durch Faktoren außerhalb ihres Heimatlandes beeinflusst, wie beispielsweise durch die globalen Rohstoffpreise. Kleinere Unternehmen im Materialsektor der Schwellenländer beinhalten wahrscheinlich Gesellschaften wie Zementhersteller mit einem größeren Engagement in der lokalen Wirtschaftsentwicklung und der heimischen Nachfragedynamik.

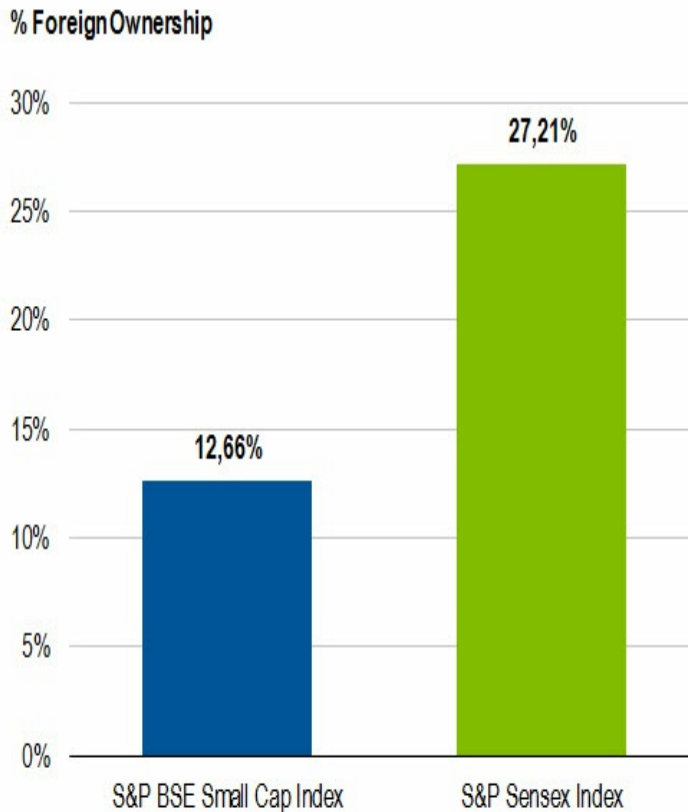
Marktineffizienzen

Das hauptsächlich auf die Binnenwirtschaft ausgerichtete wirtschaftliche Engagement kleinerer Unternehmen der Schwellenländer, kombiniert mit der Tatsache, dass diese Titel im Allgemeinen nur unzureichend analysiert werden, führt manchmal nicht nur zu Fehlbewertungen einzelner Unternehmen, sondern auch zu Ineffizienzen auf breiterer Marktebene. Indien ist eine bedeutende Volkswirtschaft, bei der solche Trends auszumachen sind. Grund dafür ist die Tatsache, dass dieser Markt eine hohe Zahl kleinerer Unternehmen aufweist, in die Investitionen fließen können. Außerdem sind diese Titel besonders häufig im Besitz lokaler Investoren. Wir können Indien als Beispiel nutzen, um zu erläutern, wie die Dynamik eines Landes und andere Faktoren zu nicht korrelierten Renditen für Anleger führen.

Nach der weltweiten Finanzkrise des Jahres 2008/2009 bis zum Ende des Kalenderjahres 2014 investierten überwiegend ausländische Investoren in den indischen Aktienmarkt, da inländische Anleger sich eher Sachwerten wie Immobilien oder Gold zuwandten. Sämtliche ausländischen Zuflüsse durch indexbasierte Investitionen konzentrieren sich definitionsgemäß auf Indexwerte mit höherer Marktkapitalisierung. Sie tragen dadurch zu einem unverhältnismäßig hohen ausländischen Eigentum an Large Caps bei. Diese Situation wird durch die Tatsache verschärft, dass es für Unternehmen, die nicht indexgeführt sind, oder für Aktien mit geringer Marktkapitalisierung kaum Research gibt, was dazu führt, dass viele sich viele Anleger in ähnlicher Weise auf Large Caps und indexgeführte Unternehmen konzentrieren.

Die nächste Abbildung zeigt, dass ausländische Anleger mit rund 27% am Wert des S&P BSE Sensex Index beteiligt sind, der den breiter gefassten indischen Aktienmarkt abbildet, aber nur mit rund 13% am S&P BSE Small Cap Index.^[3] Dies führt dazu, dass kleinkapitalisierte indische Titel nicht nur im Allgemeinen durch ihre Geschäftstätigkeit, sondern auch durch das Verhalten lokaler Anleger stärker auf die inländische Wirtschaft ausgerichtet sind.

Stand: 7. Juni 2016



Quelle: Bloomberg. Der S&P BSE Sensex Index ist darauf ausgelegt, die Performance der 30 größten, liquidesten und finanzkräftigsten Unternehmen in Schlüsselsektoren der indischen Wirtschaft zu messen. Der S&P BSE Small Cap Index soll das Small-Cap-Segment des indischen Aktienmarktes repräsentieren. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

Dementsprechend trug die ungünstige lokale Stimmung gegenüber Aktien zwischen 2009 und 2013 zu einem deutlichen Bewertungsabschlag indischer Small-Cap-Aktien im Vergleich zu ihren Pendanten mit höherer Marktkapitalisierung bei, während in vielen Ländern kleinere Unternehmen aufgrund ihres höheren Wachstumspotenzials zu einem Aufschlag gehandelt wurden. 2014 änderte sich jedoch die Stimmung, nachdem deutlich wurde, dass die Partei Bharatiya Janata Party (BJP) unter dem Reformen und wirtschaftsfreundlichen Politiker Narendra Modi die Parlamentswahlen gewinnen würde, was zu erheblichen inländischen Zuflüssen führte. Dies führte zu einer raschen Neubewertung indischer Small Caps, sowohl in Bezug auf ihre Large-Cap-Pendanten als auch in absoluter Hinsicht.

Wachstumspotenzial

Die Schwellenmärkte stellen unseres Erachtens einen möglichen Lichtblick in einem manchmal von Unsicherheit geprägten weltweiten Wirtschaftsumfeld dar. Das weltweite Wachstum ist im Allgemeinen seit der globalen Finanzkrise 2008–2009 enttäuschend verlaufen, wobei der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Schätzungen jedes Jahr senkt. Zuletzt verringerte der IWF im April 2016 das geschätzte globale BIP-Wachstum für 2016 auf 3,2%.^[4] In den sechs Jahren vor 2008 machte der Beitrag der Schwellenmärkte zum weltweiten Anstieg des Wirtschaftswachstums bis zu 70% jährlich aus.^[5] Obwohl dieser Wert seitdem etwas zurückgegangen ist, liegt das Gesamtwachstum weiter deutlich über dem BIP-Wachstum der Industrieländer. In einer solchen Welt mit geringem Wachstum bieten Investitionen in kleinere Unternehmen der Schwellenländer die Möglichkeit, sich an vielen der am schnellsten wachsenden Unternehmen in den am schnellsten wachsenden Ländern weltweit zu beteiligen. Es sei auch daran erinnert, dass dieses Wachstum typischerweise organischer Natur ist und im Zusammenhang mit der lokalen Marktdynamik steht. Es ist nicht auf gesamtwirtschaftliche Faktoren oder finanzielle Steuerinstrumente wie Aktienrückkäufe zurückzuführen, die besonders in den USA aggressiv eingesetzt werden, aber auch ganz allgemein in den Industrieländern Anwendung finden. Zusätzlich zum organischen Wachstum verzeichnen kleinere Unternehmen der Schwellenländer unter Umständen Kursgewinne, wenn sie in einen Index aufgenommen werden (und ihnen damit das Kapital passiver Investoren zufließt, wobei mit zunehmendem Sell-Side-Research aktive Fonds wahrscheinlich ebenfalls investieren). Darüber hinaus sind sie mögliche Fusions- und Übernahmekandidaten. Es handelt sich dabei um Wachstumsfaktoren, die größtenteils unabhängig von gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen sind.

Nachdem wir die Missverständnisse und einige positive Aspekte einer Berücksichtigung kleinerer Unternehmen innerhalb eines Portfolios diskutiert haben, ist es auch wichtig, die Herausforderungen zu bedenken. Am wichtigsten ist vielleicht, dass man sich darüber im Klaren sein muss, dass zahlreiche Small-Cap-Unternehmen aus Schwellenmärkten auch in Zukunft Kleinbetriebe bleiben werden, wobei dies auf Probleme in der Corporate Governance, die mangelnde Kompetenz der Geschäftsführung, das fehlende Marktwachstum oder andere Faktoren zurückzuführen sein kann. Anleger müssen versuchen herauszufinden, welche dieser Unternehmen langfristig erfolgreich sein werden. Die schiere Anzahl der kaum analysierten und nur selten in den Portfolios der Anleger vertretenen Unternehmen, die für Investitionen zur Verfügung stehen, spricht unseres Erachtens aber bei einer Konzentration auf Bottom-up-Fundamentaldaten für ein Engagement in kleinen Unternehmen der Schwellenländer.

Die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als persönliche Anlageberatung oder Empfehlung für bestimmte Wertpapiere oder Anlagestrategien anzusehen. Da die Märkte und die wirtschaftlichen Bedingungen schnellen Änderungen unterworfen sind, beziehen sich Kommentare, Meinungen und Analysen auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Dieses Dokument ist nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt, eine Anlage oder eine Strategie gedacht.

Wichtige Hinweise

Alle Anlagen beinhalten Risiken, auch den möglichen Verlust der Kapitalsumme. Anlagen in ausländischen Wertpapieren sind mit besonderen Risiken behaftet, darunter Währungsschwankungen sowie ungewisse wirtschaftliche und politische Entwicklungen. Anlagen in Schwellenländern, zu denen als Untergruppe auch die Grenzmärkte gehören, sind mit erhöhten Risiken in Bezug auf dieselben Faktoren verbunden. Hinzu kommen die durch ihre kleinere Größe, ihre geringere Liquidität und die nicht so fest gefügten rechtlichen, politischen, wirtschaftlichen und sozialen Rahmenbedingungen zur Stützung der Wertpapiermärkte bedingten Gefahren. Da diese Rahmenbedingungen in Grenzländern in der Regel noch geringer ausgeprägt sind und diverse Faktoren vorliegen, wie gesteigertes Potenzial für extreme Preisschwankungen, Illiquidität und Handelsbarrieren und Wechselkurskontrollen, werden die mit Schwellenländern verbundenen Risiken in Grenzländern verstärkt. Aktienkurse schwanken mitunter rasch und heftig. Das kann an Faktoren liegen, die einzelne Unternehmen, Branchen oder Sektoren betreffen, oder an den allgemeinen Marktbedingungen. Aktien kleinerer Unternehmen wiesen in der Vergangenheit eine stärkere Kursvolatilität als Aktien großer Unternehmen auf, was vor allem auf kurze Sicht der Fall ist.

[1] Quelle: Bloomberg, Stand: 31. Dezember 2015. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

[2] Quelle: FactSet. Der MSCI Emerging Markets Index umfasst Unternehmen mit hoher und mittlerer Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Der MSCI Emerging Markets Small Cap Index umfasst Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung aus 23 Schwellenländern. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

[3] Quelle: Bloomberg. Der S&P BSE Sensex Index ist darauf ausgelegt, die Performance der 30 größten, liquidesten und finanzkräftigsten Unternehmen in Schlüsselsektoren der indischen Wirtschaft zu messen. Der S&P BSE Small Cap Index soll das Small-Cap-Segment des indischen Aktienmarktes repräsentieren. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Weitere Informationen zu Datenanbietern finden Sie unter franklintempletondatasources.com.

[4] Quelle: Internationaler Währungsfonds, World Economic Outlook, April 2016.

[5] Quelle: Weltbank, Weltentwicklungsindikatoren, Stand: 2. Mai 2016.