

Vanguard[®]

Anlegen in Schwellenmärkte: Die Anziehungskraft von Wirtschaftsräumen mit hohem Wachstum

Vanguard research

April 2010

Zusammenfassung. Aktienmärkte in Schwellenländern sind für Anleger aus verschiedenen Gründen attraktiv. Am häufigsten wird das hohe Wirtschaftswachstum als Grund für diese Attraktivität angegeben. Der Anreiz einer Anlage in Schwellenmärkte kann hoch sein, da ein höheres Wirtschaftswachstum üblicherweise mit einem stärkeren Ertragswachstum assoziiert wird, was viele Anleger als ein Indiz für höhere Aktienrenditen ansehen.

Diese Studie rät Anlegern, die an langfristigen Investitionen interessiert sind, Entscheidungen über ihre Vermögensallokation nicht lediglich anhand von Wirtschaftswachstumsprognosen zu treffen. Unsere Analyse zeigt, dass die durchschnittliche länderübergreifende Korrelation zwischen dem langfristigen Wachstum des BIP und langfristigen Aktienerträgen effektiv null ist. Es wird nachgewiesen, dass dieses unerwartete Ergebnis in den vergangenen 100 Jahren für alle bedeutenden Aktienmärkte sowie in den vergangenen Jahrzehnten für Märkte in Industrie- und Schwellenländern gültig ist.

Autoren
Joseph H. Davis, Ph.D.
Roger Aliaga-Díaz, Ph.D.
C. William Cole
Julieann Shanahan, CFA

Dargestellt wird, wie die langfristige Beziehung von Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen durch verschiedene Faktoren beeinflusst wird. Hierzu zählen die Zusammensetzung des - und die Kapitalansprüche an das - BIP-Wachstum des Landes, das tatsächliche Wachstum des Landes im Vergleich zu den vorangegangenen Markterwartungen und die Zahlungsbereitschaft von Investoren für das jeweils erwartete Wachstum. Ein Rückblick auf die vergangenen zehn Jahre macht deutlich, dass Anleger in Schwellenländern nicht wegen des hohen Wirtschaftswachstums an sich, sondern aufgrund einer Kombination aus vergleichsweise niedrigen Aktienbewertungen zu Beginn der 2000er Jahre und Wachstumsraten, die durchgehend über den Erwartungen lagen, für die eingegangenen Risiken belohnt wurden. Zum Jahresende 2009 sind die Marktbewertungen und die allgemeinen Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums in Schwellenmärkten höher als vor zehn Jahren.

Diese Studie lehnt eine Strategie zur Anlage in Schwellenmärkte im Rahmen eines globalen Aktienportfolios nicht ab. Dennoch wird Anlegern geraten, Schwellenmärkte nicht lediglich aufgrund der weitverbreiteten Annahme des im Vergleich zu Industrieländern höheren Wirtschaftswachstums signifikant überzugewichten, da davon auszugehen ist, dass diese These nur unzureichend fundiert ist. Eine hilfreiche Analogie sind Growth-Aktien, bei denen im Vergleich zu Value-Aktien allgemein ein schnelleres Verkaufs- und Ertragswachstum zu verzeichnen ist, die sich jedoch bei langfristiger Anlage den Value-Aktien nicht als überlegen erwiesen haben.

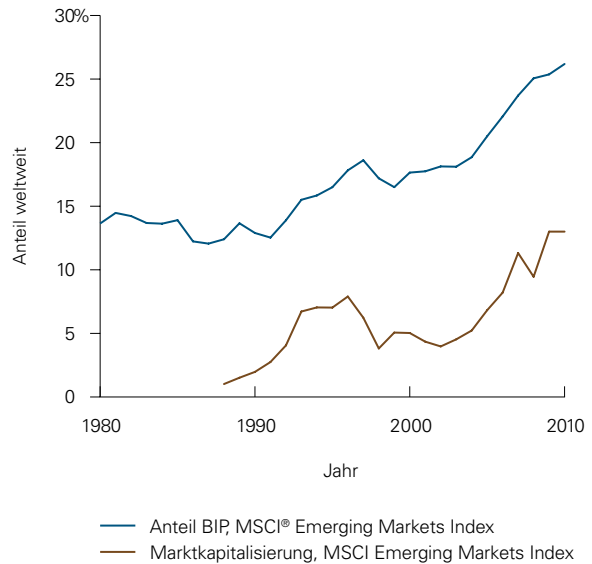
Einleitung

Die Zunahme der Cash-Flows, die in den vergangenen Jahren in Schwellenmärkten beobachtet wurden, lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären. Dazu gehören Möglichkeiten der globalen Diversifizierung, starke Renditen und ein neu entdeckter Zugang zu diesem Markt anhand von liquiden, kostengünstigen Index-Anlageformen.¹ Trotz der vielfältigen Faktoren, die die Aktienrenditen auf Schwellenmärkten beeinflussen, erwähnen Anleger immer häufiger hohes Wirtschaftswachstum als ihr Hauptmotiv bei der zunehmenden strategischen Ausrichtung weltweiter Aktienportfolios auf Schwellenmärkte.

Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass die Schwellenländer in den letzten zehn Jahren ein eindrucksvolles Wirtschaftswachstum aufwiesen, sowohl absolut als auch im Vergleich zu den Industrieländern. Wie bereits in früheren Vanguard-Studien dokumentiert, haben sich die BRIC-Länder (Brasilien, Russland, Indien, China) schnell den USA in Bezug auf die Fähigkeit, den Weltwirtschaftswachstum zu beeinflussen, angenähert. (Davis und Aliaga-Díaz, 2009). **Abbildung 1** zeigt, dass mittlerweile mehr als 25% der weltweiten Güterproduktion aus anlagefähigen Schwellenländern stammen², deren Marktkapitalisierung jedoch weniger als 15% eines float-adjustierten weltweiten Aktienportfolios entspricht. Wie aus **Abbildung 1** ersichtlich wird, erwarten Analysten für die kommenden Jahre einen weiteren Anstieg der beiden Anteile.

Abbildung 1. Ursprung der Anziehungskraft von Emerging Markets

Anteil der Schwellenländer am weltweiten BIP und an der weltweiten Marktkapitalisierung, 1980–2010



Quellen: Kalkulation der Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie von MSCI und Thomson Financial Datastream. Die gewichteten Marktkapitalisierungen repräsentieren Anteile am MSCI All Country World Index. Die BIP-Daten für 2010 beruhen auf Schätzungen des IWF.

Anmerkungen zu Risiken: Anlagen unterliegen Risiken. Anlagen im Ausland bergen für Investoren zusätzliche Risiken, einschließlich Währungsschwankungen und politischen Unsicherheiten. Aktien von Unternehmen in Schwellenländern weisen allgemein ein höheres Risiko auf als Aktien von Unternehmen in Industrieländern. Diversifizierung garantiert keinen Gewinn und schützt nicht vor Verlusten in einem rückläufigen Markt. Ergebnisse aus der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Das Ergebnis eines Index ist nicht mit der genauen Abbildung einer spezifischen Anlage gleichzusetzen. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren.

Vanguard ETFs® können mit Applicant Funds lediglich in Schaffungseinheiten (Creation Units) eingelöst werden. Anleger müssen stattdessen die Vanguard ETF®-Anteile im Sekundärmarkt mit Hilfe eines Vermittlers kaufen oder verkaufen. Dabei fallen für den Anleger Maklergebühren an, so dass der Kaufpreis über dem Nettovermögenswert und der Verkaufswert unter dem Nettovermögenswert liegen können.

¹ So erhebt zum Beispiel der Vanguard Emerging Markets ETF (Börsenkürzel VWO), der den MSCI Emerging Markets Index nachbildet, einen Kostenaufschlag von 0,27 % (wie im Prospekt vom 26. Februar 2010 festgehalten).

² Falls nicht anders angemerkt, bezieht sich der Begriff „Schwellenmärkte“ in dieser Studie auf die Ländergruppe, die derzeit im MSCI Emerging Markets Index vertreten ist.

Unter der Annahme, dass die in Abbildung 1 veranschaulichten Trends die andauernden überdurchschnittlichen Ergebnisse der Schwellenmärkte wiedergeben, schätzen einige Anleger die Rolle der Schwellenmärkte in ihrem weltweiten Portfolio neu ein—diese dienen nicht mehr nur zur Diversifizierung des Aktienbesitzes, sondern zur Generierung höherer erwarteter Erträge im Vergleich zu den Industrieländern. Im Zehnjahreszeitraum bis zum 31. Dezember 2009 wies der MSCI Emerging Markets Index eine jährliche Rendite von 10,2% auf. Der MSCI USA Index wies im gleichen Zeitraum eine durchschnittliche Jahresrendite von –1,2% auf. Anleger könnten sich künftig die Frage stellen, warum Schwellenmärkte in globalen Aktienportfolios nicht deutlich mehr Gewicht erhalten sollten, wenn die Wachstumsaussichten für Schwellenländer besser sind als jene für Industrieländer.

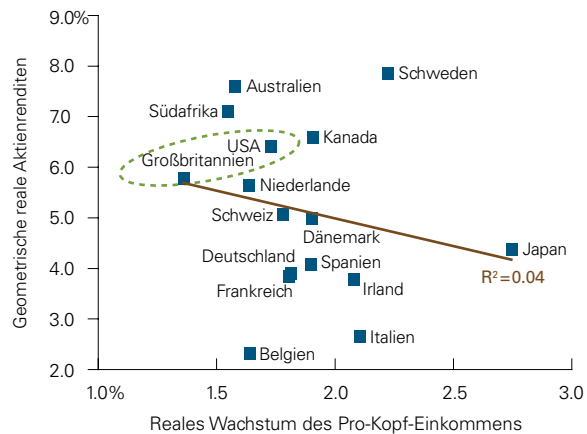
Diese Studie rät Anlegern, Entscheidungen über ihre Vermögensaufteilung nicht lediglich anhand von Prognosen zum Wirtschaftswachstum zu treffen. Hierzu wird zunächst die langfristige Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen untersucht. Abschließend werden die Renditekomponenten für Schwellenländer und Industrieländer analysiert.

Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen: Langfristig geringe Korrelation im Ländervergleich

Für einen Anleger scheint es naheliegend, ein hohes Wirtschaftswachstum mit hohen Renditen auf den Aktienmärkten zu assoziieren. Unter anderem haben Ibbotson und Chen (2003) nachgewiesen, dass das Ertragswachstum der Unternehmen in den USA im Zeitablauf dem Produktivitätswachstum entsprach. Wie weithin bekannt ist, ist das Ertragswachstum bei der Schätzung von erwarteten Aktienrenditen von entscheidender Bedeutung. Angenommen, das BIP von Land A wächst jährlich um 9% und das von Land B um 3%. In diesem Fall scheint es angemessen anzunehmen, dass die an der Börse notierten Unternehmen in Land A ein höheres

Abbildung 2. Langfristig geringer Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und Aktienmarktrenditen

Streuungsdiagramm für 16 bedeutende Märkte, Daten von 1900 bis 2009



Quellen: Berechnungen von Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten aus Dimson, Marsh und Staunton (2003) sowie Daten von IWF, MSCI, Thomson Financial Datastream und Weltbank.

Ertragswachstum und in der Folge höhere Aktienrenditen aufweisen als die Unternehmen in Land B.

Um diese Überlegung zu prüfen, haben wir die langfristigen Renditen der Vergangenheit untersucht. **Abbildung 2** zeigt ein überraschendes Ergebnis: Seit 1900 ist die Korrelation zwischen dem langfristigen Wirtschaftswachstum (gemessen am Wachstum des realen Pro-Kopf-Einkommens als Standardmessgröße für das Produktivitätswachstum eines Landes) und den langfristigen Aktienrenditen in 16 bedeutenden Märkten effektiv null.³ Die Neigung der Linie in **Abbildung 2** ist sogar leicht negativ.

Der eingekreiste Bereich in **Abbildung 2** hebt ein gleichermaßen überraschendes Ergebnis hervor. Die Renditen für Aktien in den USA und in Großbritannien waren im hier betrachteten Zeitraum von 1900 bis 2009 fast identisch, obwohl

³ Das Ergebnis in **Abbildung 2** wurde erstmals in dem 2002 erschienenen Buch *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (London Business School) veröffentlicht. Wir haben die Daten dieser Studie bis zum Ende des Jahres 2009 ergänzt.

Großbritannien im Lauf des 20. Jahrhunderts seine Stellung als weltweit führende Wirtschafts-, Finanz- und Militärmacht an die USA abgetreten hat.⁴ In diesem Zeitraum war das Produktivitätswachstum in den USA jährlich um 1% höher als das Wachstum des realen Pro-Kopf-Einkommens in Großbritannien. Dennoch waren die jeweiligen Aktienmarktrenditen in den USA und in Großbritannien weitgehend identisch (Dimson et al., 2003).

Eine mögliche Kritik an Abbildung 2 ist, dass die Beinahe-Null-Korrelation durch einen systematischen Survivorship- oder Auswahlfehler verzerrt sein kann. Abbildung 2 enthält lediglich solche Länder, die jetzt zu den Industrieländern gehören, und ist möglicherweise homogener als eine Welt, die auch Schwellenländer umfasst. Um diese mögliche Kritik zu berücksichtigen, untersucht Abbildung 3 die gleiche Beziehung seit 1988 und schließt dabei Schwellenmärkte mit ein.

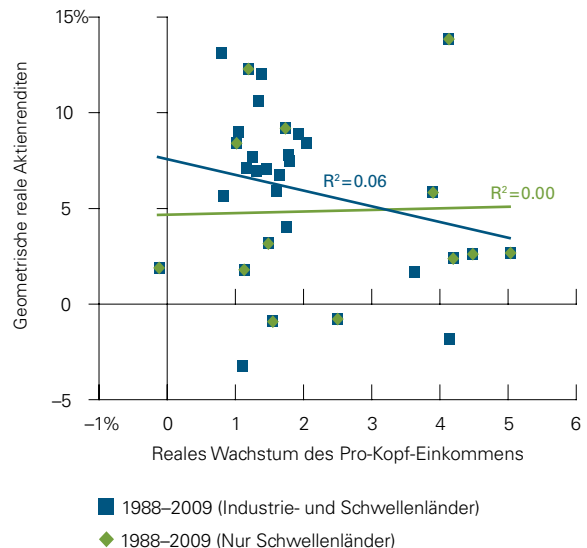
Obwohl der Zeitraum aufgrund der eingeschränkten Verfügbarkeit von Daten begrenzt ist, bestätigt **Abbildung 3** das vorhergehende Ergebnis. Die Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen tendiert bei Schwellenmärkten seit den späten 1980er Jahren effektiv gegen Null.⁵ Bei Einbeziehung der Industrieländer weist die Trendlinie in Abbildung 3 erneut eine leicht negative Steigung auf. Dieses Ergebnis ist im Einklang mit Ritter (2004).

Wie kann die Null-Korrelation mit den hohen Renditen auf Schwellenmärkten in Einklang gebracht werden?

Für den Fünfjahreszeitraum bis zum 31. Dezember 2009 wies der MSCI Emerging Markets Index eine durchschnittliche jährliche Rendite von 14,9% auf. Die durchschnittliche jährliche Rendite für den MSCI USA Index betrug im gleichen Zeitraum niedrige 0,7%. Wie können bei einer langfristig im Ländervergleich schwachen Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen die im Vergleich zu den

Abbildung 3. Langfristig geringer Zusammenhang auch bei Einbeziehung von Schwellenländern

Überlappende Streuungsdiagramme für Wirtschaftswachstum und Aktienmarktrenditen bei 32 Ländern, 1988–2009



Quellen: Berechnungen von Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten aus Ritter (2004) sowie Daten des IWF, von MSCI, Thomson Financial Datastream und Weltbank. Das Sample umfasst 19 Industrieländer und 13 Schwellenländer, für die Daten ab 1988 verfügbar sind.

Industrieländern starken Ergebnisse der Aktienmärkte in den Schwellenländern während dieses Zeitraums erklärt werden?

Die Antwort auf diese Frage lautet nicht, dass Wirtschaftswachstum irrelevant für Anleger auf Aktienmärkten ist. Vielmehr gilt es zu verstehen, dass die im Ländervergleich schwache langfristige Beziehung zwischen Wachstumsraten und durchschnittlichen Aktienrenditen, die aus den Abbildungen 2 und 3 hervorgeht, durch drei weitere wichtige Faktoren stark beeinflusst werden kann.

⁴ Auch das britische Pfund hat in diesem Zeitrahmen seinen Status als die führende internationale Reservewährung an den US-Dollar verloren.

⁵ Einzelheiten zu den Einschränkungen für Daten der Schwellenländer finden Sie im diesbezüglichen Vanguard-Weißbuch International Equity Investing: Investing in Emerging Markets (Tokat, 2006).

1. *Überraschende Entwicklungen* beim Wachstum bzw. der Vergleich des tatsächlichen BIP-Wachstums eines Landes mit den jeweiligen Wachstumserwartungen, die von den Finanzmärkten eingepreist wurden.
2. *Bewertungen* bzw. der Preis, den Anleger jeweils für das vom Markt erwartete Wachstum zahlen.
3. *Globalisierung* bzw. die Beziehung zwischen der Zusammensetzung des BIP-Wachstums eines Landes und den Ertragszuwächsen der börsennotierten Unternehmen des Landes.

Wie gezeigt werden wird, profitierten Anleger in Schwellenmärkten in den letzten fünf Jahren nicht von hohen Wachstumsraten an sich, sondern von den oben erwähnten ersten beiden Faktoren, nämlich den im Vergleich zu den Industrieländern niedrigen Aktienbewertungen in den frühen 2000er Jahren und dem während dieses Zeitraums zumeist über den Erwartungen liegenden Wirtschaftswachstum. Zukünftig sollten Anleger bei der Gestaltung strategischer weltweiter Aktienportfolios Bewertungen und die Globalisierung berücksichtigen.

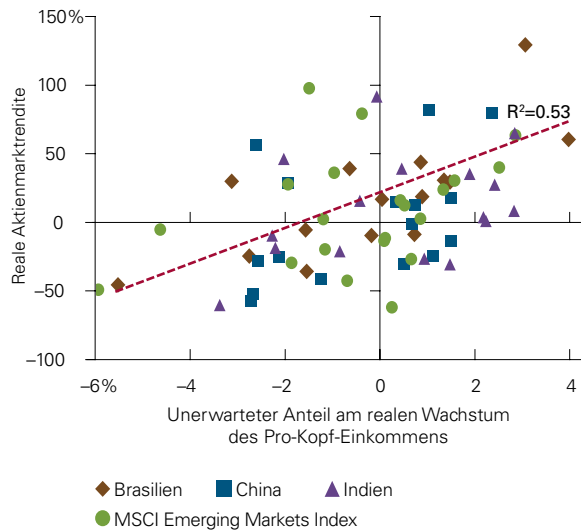
Faktor #1: Wirtschaftliche Überraschungen sind entscheidend.

Es ist zwischen erwartetem Wirtschaftswachstum und unerwarteten „Überraschungen“, die allgemeinen Erwartungen zuwiderlaufen, zu unterscheiden. Davis (2008) erörtert im Detail, dass auf allen Märkten Aktienerträge nicht von allgemeinen Erwartungen, sondern eher von gemessen an diesen Daten überraschenden Entwicklungen des tatsächlichen Wirtschaftswachstums beeinflusst werden, und dies zum Teil deutlich.⁶ Wurde zum Beispiel für die chinesische Wirtschaft ein Wachstum von 9% pro Jahr angenommen und war ein tatsächliches Wachstum von 12% zu verzeichnen, stellt der Unterschied von 3% eine Überraschung dar, die die kurz- und mittelfristigen Aktienrenditen beeinträchtigen kann.

⁶ Diese Studie untersucht den Zusammenhang zwischen makroökonomischen Erwartungen (die sowohl auf Untersuchungen professioneller Analysten als auch auf Finanzmarktindikatoren beruhen) und der folgenden kurzfristigen Entwicklung auf dem Aktienmarkt in den USA. Die Studie weist nach, dass allgemeine Annahmen zu zukünftigen makroökonomischen Bedingungen keinerlei Erklärungen für die kurzfristige Volatilität der Aktienrenditen in den letzten 40 Jahren liefern. Dieses Ergebnis bestätigt die Ansicht, dass Aktienmärkte effizient sind (und allgemein verbreitete makroökonomische Prognosen in den Preisen berücksichtigen), dass sie zukunftsorientiert sind (ökonomische Änderungen werden in der Regel antizipiert) und dass sie kurzfristig volatil sein können.

Abbildung 4. Kurzfristig sind überraschende Entwicklungen des Wirtschaftswachstums entscheidend

Streuung von jährlichen Aktienrenditen und unerwarteten Änderungen des BIP-Wachstums zwischen 1995 und 2009

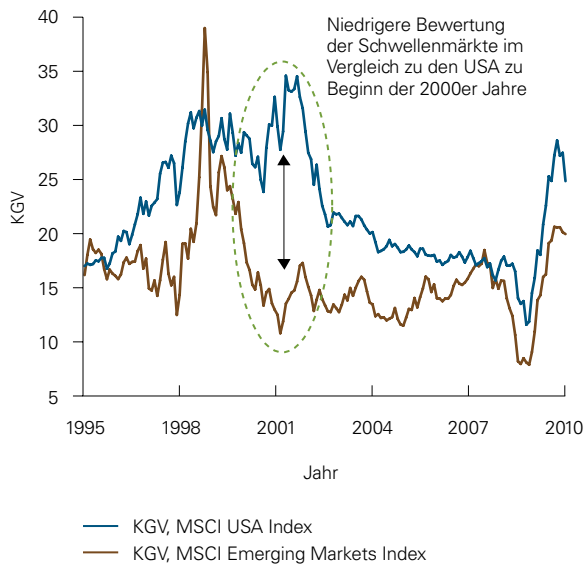


Quellen: Berechnungen von Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten des IWF, von MSCI, Thomson Financial Datastream und Weltbank. Die „unerwartete“ Komponente des realen BIP-Wachstums wurde als Differenz zwischen der BIP-Wachstumsrate des Folgejahres abzüglich der erwarteten Wachstumsrate ermittelt, die mittels der durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate für die vorangegangenen drei Jahre geschätzt wurde.

Abbildung 4 zeigt, dass wirtschaftliche Überraschungen ein bedeutender Faktor bei den kurzfristigen Fluktuationen der Aktienerträge auf Schwellenmärkten sein können. Tatsächlich besteht eine statistisch signifikante Korrelation zwischen unerwarteten Änderungen des jährlichen BIP-Wachstums und jährlichen Aktienrenditen auf Schwellenmärkten in Höhe von 53%. Anders ausgedrückt, gibt es einen starken Zusammenhang zwischen der von Jahr zu Jahr auf Schwellenmärkten beobachteten Volatilität der Aktienrenditen und unerwarteten Wachstumsdaten. Dies trifft sowohl für

Abbildung 5. Zurückhaltendere Bewertung der Schwellenmärkte im Vergleich zu den USA vor zehn Jahren

KGV monatlich,
November 1995 bis März 2010



die Schwellenländer als Gesamtheit als auch für bestimmte einzelne Schwellenländer wie Brasilien, Indien und China zu.⁷

Insbesondere die Datenpunkte im Quadranten rechts oben in Abbildung 4 veranschaulichen zwischen 2003 und 2007 verzeichnete wirtschaftliche Überraschungen. In diesem Zeitraum haben die Schwellenländer die allgemeinen Wachstumserwartungen übertroffen und als Resultat höhere Aktienmarktrenditen erreicht.

Faktor #2: Der Preis für das erwartete Wachstum ist entscheidend.

Aktienmarktbewertungen gelten als wichtigstes und sinnvollstes Maß zur Schätzung zukünftiger Markterwartungen.⁸ **Abbildung 5** zeigt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) sowohl für den US-Markt als auch für den MSCI Emerging Markets Index seit Mitte der 1990er Jahre.

Obwohl das KGV auf den US-Märkten vor zehn Jahren relativ hoch war, lagen die gleichen Bewertungen für Aktien in Schwellenländern leicht unter ihrem Durchschnitt. Entsprechend waren die Preise für Anleger in Schwellenmärkten in den frühen 2000er niedrig im Vergleich zu den Preisen in Industrieländern, wie den USA. Zu dieser Zeit zögerten einige Anleger, in Schwellenländer zu investieren. Dies war eine Folge verschiedener politischer und Finanzmarktkrisen, von denen einige dieser Länder in den späten 1990er Jahren gekennzeichnet waren. Risikobereite Anleger, die sich zu einer Anlage in Emerging Markets entschieden, wurden letzten Endes mit höheren Renditen belohnt.

Insgesamt sind die von vor zehn Jahren vorgenommenen Bewertungen ein weiterer wichtiger Faktor bei der Erklärung der Überlegenheit der Aktienmärkte von Schwellenländern gegenüber denen der Industrieländer der letzten fünf Jahre. Bewertungsmaßstäbe neigen mittel- bis langfristig zu einer Umkehr.

Faktor #3: Konzerngewinne in Industrieländern werden in zunehmendem Maße im Ausland verdient.

Ein dritter Faktor, der bei der Erklärung des beobachteten Widerspruches hilft, sind die Zusammensetzung und die Kapitalansprüche an das BIP-Wachstum eines Landes. **Abbildung 6** auf Seite 8 macht deutlich, dass das BIP-Wachstum als schwacher Näherungswert für das Wachstum von Unternehmenserträgen auf Aktienmärkten angesehen werden kann, wenn (a) ein wachsender Teil der Anlagen aus dem Ausland erfolgt und (b) der Anteil der im Ausland erzielten Erträge inländischer Unternehmen sich im Zeitablauf deutlich ändert.

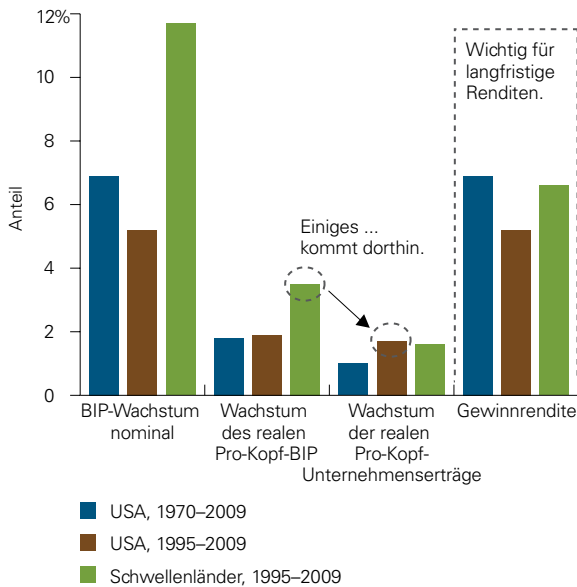
Abbildung 6 vergleicht die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten des BIP und der Unternehmenserträge für die USA und einigen Schwellenländern. Die Säulendiagramme zeigen nominale, inflationsbereinigte Wachstumsraten seit 1995 (der früheste Zeitraum, für den Ertragsdaten für alle Schwellenländer, die

⁷ Natürlich werden solche „Wachstumsschocks“ schnell in den Aktienpreisen berücksichtigt und spielen deswegen in den längerfristigen Beziehungen von Wirtschaftswachstum und Aktienrenditen, die in Abbildung 2 und 3 erörtert werden, in der Regel keine Rolle. Die sogenannten Wachstumsschocks sind für langfristige Aktienanleger irrelevant.

⁸ Davis, Aliaga-Díaz und Ren (2009) bieten eine vollständige statistische Analyse zum Vergleich von KGV und anderen möglichen Prädiktoren für langfristige Aktienrenditen.

Abbildung 6. Bestimmte Wachstumsdaten sind wichtiger als andere

Durchschnittliche jährliche Wachstumsraten bis zum 31. Dezember 2009



Quellen: Berechnungen der Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten des IWF, von MSCI, Thomson Financial Datastream und Weltbank. Die BIP-Daten für die Schwellenländer wurden nach Marktkapitalisierung auf Basis des MSCI Emerging Markets Index gewichtet. Mittels HP-Filter konjunkturbereinigte Ertragsdaten.

im MSCI Emerging Markets Index enthalten sind, verfügbar waren). Die Durchschnittswerte für die USA seit den 1970er Jahren werden zu Vergleichszwecken ebenfalls dargestellt.

Abbildung 6 zeigt, dass das inflationsbereinigte Wachstum der Unternehmenserträge in Schwellenländern jährlich im Durchschnitt um zwei Prozentpunkte unter dem realen BIP-Wachstum liegt. In den USA weisen die Wachstumsraten eine größere Ähnlichkeit auf. Dies ist darauf zurückzuführen, dass ein nicht unbedeutender Anteil des starken BIP-Wachstums in Schwellenländern über ausländische Direktinvestitionen und andere Kapitalzuflüsse aus Industrieländern finanziert wurde.

Abbildung 7. Für Industrieländer ist das inländische BIP eine in zunehmendem Maße ungeeignete Referenzgröße

Anteil der im Ausland erzielten Erträge von US-Unternehmen, 1929-2008



Quelle: Berechnungen der Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten des U.S. Bureau of Economic Analysis.

Abbildung 7 verdeutlicht, dass US-Unternehmen einen zunehmenden Anteil ihrer Erträge in Auslandsmärkten erwirtschaften. Nach unseren Berechnungen hat sich der Anteil der gesamten Erträge von US-amerikanischen Unternehmen, der über ausländische Direktinvestitionen erzielt wurde, in den letzten zehn Jahren von 20% (1999) auf 40% (2008) verdoppelt. Historisch gesehen stammt etwa ein Drittel dieser Auslandserträge aus Direktinvestitionen amerikanischer Unternehmen in Schwellenmärkten (Bureau of Economic Analysis). Auf diese Weise tragen multinationale Unternehmen der Industrieländer zum BIP-Wachstum in Schwellenländern bei und erzielen dafür höhere Unternehmenserträge.

**Ausblick:
Schlussfolgerungen für die
Portfoliostrukturierung**

Zusammen betrachtet erlauben die Abbildungen 6 und 7 wichtige Schlussfolgerungen darüber, wie Anleger Prognosen für erwartete langfristige Aktienrenditen sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern stellen sollten. Da Unternehmenserträge in zunehmendem Maße von internationalen Märkten abhängen, dürfte der traditionelle Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum im Inland und dem Ergebnis auf dem heimischen Markt schwächer werden.

In Zukunft scheint das weltweite Wirtschaftswachstum ein besser geeigneter Indikator für das erwartete Renditewachstum in Industrieländern zu sein. Wie aus **Abbildung 8** hervorgeht, bedeutet ein erwartetes niedrigeres Wachstum der US-Wirtschaft im Jahr 2010 nicht notwendigerweise ein deutlich niedrigeres Wachstum der Erträge von US-Unternehmen, wenn sich gleichzeitig die Wirtschaft in den Schwellenländern und anderswo erholt.

Zudem sind Bewertungen des Aktienmarktes eindeutig die wichtigsten und sinnvollsten Messgrößen für die Schätzung langfristiger Markterwartungen (Davis, Aliaga-Díaz und Ren, 2009). Insbesondere die Gewinnrendite (der Kehrwert zum KGV) ist ein guter Baustein für reale Aktienrenditen, wenn sich die Märkte normal verhalten (d. h., es gibt weder Über- noch Unterbewertungen). Da sich das KGV langfristig einem Mittelwert annähert, ist der langfristige Durchschnitt der Gewinnrenditen ein treffendes Maß für die durchschnittlichen realen Aktienrenditen.

Wie Abbildung 6 veranschaulicht, lag die durchschnittliche Gewinnrendite für die Aktienmärkte in Schwellenländern näher bei der durchschnittlichen Gewinnrendite, die in den USA beobachtet wurde. In der Tat wurde das höhere Ertragswachstum in den Schwellenländern in den letzten zehn Jahren durch einen stärkeren Anstieg des Preisniveaus kompensiert. Über einen längeren Zeitraum haben sich die Gewinnrenditen an die Gewinnrenditen in den USA angeglichen.

Abbildung 8 Aufteilung des Ertragswachstums in den USA—Vergangenheit und Prognosen

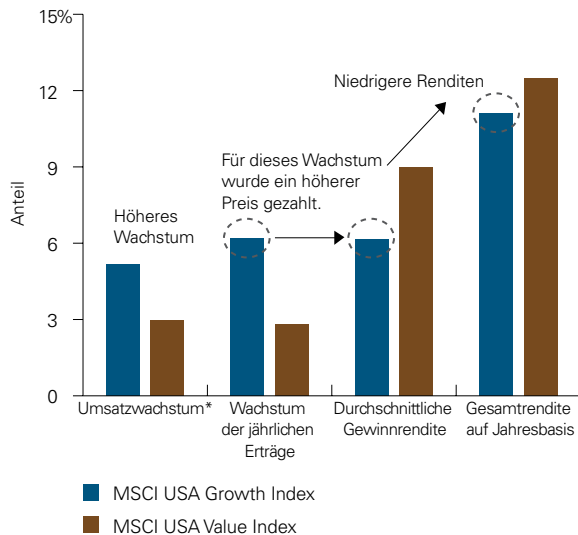
	US-Ertragswachstum	Nominales BIP-Wachstum in den USA	Anteil der Auslandserträge	BIP-Wachstum weltweit ohne USA
1929–1999	6.3%	6.6%	10%	–
2000–2009	6.5%*	4.4%	28%	8.7%
2010–2015 (Prognose)	6.2%	5.0%	40%	7.9%

*Ertragswachstum bis Ende 2008.

Quellen: Berechnungen der Vanguard Investment Strategy Group auf Basis von Daten des U.S. Bureau of Economic Analysis sowie von Daten der Survey of Professional Forecasters (SPF) und des IWF. Die Prognosen für die USA basieren auf Daten von SPF. Die Daten für das weltweite BIP-Wachstum wurden der „IWF World Economic Outlook“-Datenbank entnommen. Die Prognose für die US-Erträge basiert auf dem Anteil der Auslandserträge für 2008 (siehe Abbildung 7).

Abbildung 9. Aus Growth-Aktien können vielleicht nützliche Folgerungen für Schwellenmärkte gezogen werden

MSCI USA Growth Index im Vergleich mit dem MSCI USA Value Index, 1974–2009



*Die Daten für das Umsatzwachstum wurden den Referenzgrößen von S&P, beginnend ab August 1992, entnommen. S&P wurde aufgrund von Dateneinschränkungen bei MSCI für diesen Datenpunkt verwendet.

Quellen: MSCI, S&P und Vanguard Investment Strategy Group.

Während die eingeschränkte Verfügbarkeit von Fundamentaldaten zu Schwellenländern ein Hindernis bei der Ermittlung der erwarteten langfristigen Renditen darstellt, ist auf Basis der bisher beobachteten Tendenzen bei den Gewinnrenditen nicht von einem deutlichen Renditeaufschlag für einen weit gefassten Schwellenmarkt-Index im Vergleich zu einem weit gefassten Industrieland-Index auszugehen. Natürlich werden die in den kommenden Jahren tatsächlich realisierten Renditen davon abhängen, wie zahlreiche wirtschaftliche, politische und sonstige Risikofaktoren von den Erwartungen abweichen, die derzeit in die Aktienkurse eingepreist sind.

Wachstumsaktien: Eine vielleicht sinnvolle Analogie zur Attraktivität von Schwellenmärkten.

Unabhängig von der jüngst zu verzeichnenden kurzfristigen überdurchschnittlichen Wertentwicklung ist davon auszugehen, dass zukünftig die Gewichtung der Marktkapitalisierung für Schwellenländer in weltweiten Aktienindizes erhöht wird, da in Schwellenländern immer mehr Unternehmen an der Börse kotiert werden und Anleger besseren Zugang zu diesen Wertpapiermärkten erhalten. Schwellenmärkte können für Investoren sehr verlockend sein. Dies erklärt sich aus einem höheren Wirtschaftswachstum, das üblicherweise mit einem stärkeren Ertragswachstum assoziiert wird, was wiederum als ein Indiz für höhere Aktienrenditen gilt.

Dennoch wollen wir Anleger davor bewahren, Schwellenmärkte lediglich aufgrund der weitverbreiteten Annahme des höheren Wirtschaftswachstums in Schwellenländern im Vergleich zu Industrieländern signifikant überzugewichten, da diese These nur unzureichend fundiert ist. Eine sinnvolle Analogie bietet der Vergleich der Fundamentaldaten für die Erträge zweier Portfolios mit US-Wachstumsaktien und US-Wertaktien. Wie aus **Abbildung 9** ersichtlich wird, sind Growth-Aktien trotz des vergleichsweise höheren Umsatz- und Ertragswachstums langfristig Value-Aktien in der Wertentwicklung nicht überlegen. Eine wichtige Erklärung für diese Entkopplung sind die durchschnittlich niedrigeren Gewinnrenditen von Wachstumsaktien im Vergleich zu Wertaktien. Das bedeutet, dass bei sonst gleichen Bedingungen Anleger bei Wachstumsaktien für eine Einheit erwarteten Wachstums einen höheren Preis zahlen mussten als bei Wertanlagen.

Insgesamt lehnt diese Untersuchung die Strategie zur teilweisen Aufteilung eines globalen Aktienportfolios auf Schwellenmärkte nicht ab. Die zukünftigen langfristigen Renditen von Schwellenmarktanlagen hängen jedoch—wie bei allen anderen Anlagen—vom relativen Preis ab, der ursprünglich zu zahlen ist.

Verwendete Literatur

- Davis, Joseph H., 2008. *Macroeconomic Expectations and the Stock Market: The Importance of a Longer-Term Perspective*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.
- Davis, Joseph H. und Roger Aliaga-Díaz, 2009. *The Global Recession and International Investing*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.
- Davis, Joseph H., Roger Aliaga-Díaz und Liqian Ren, 2009. *What Does the Crisis of 2008 Imply for 2009 and Beyond?* Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh und Mike Staunton, 2002. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Princeton: Princeton University Press.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh und Mike Staunton, 2003. *Global Investment Returns Yearbook 2003*. Amsterdam: ABN AMRO.
- Ibbotson, Roger G. und Peng Chen, 2003. *Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy*. *Financial Analysts Journal* 59(1): 88–98.
- Philips, Christopher B., 2008. *International Equity: Considerations and Recommendations*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.
- Ritter, Jay, 2004. *Economic Growth and Stock Returns*. Working Paper, University of Florida.
- Tokat, Yesim, 2006. *International Equity Investing: Investing in Emerging Markets*. Valley Forge, Pa.: Vanguard Investment Counseling & Research, The Vanguard Group.

Schlüsselwörter

- Gewinnrendite.** Verhältnis von Aktienertag zum Aktienkurs. Diese Kennzahl wird ermittelt, indem der Ertrag je Aktie durch den aktuellen Aktienkurs dividiert wird. Eine verhältnismäßig niedrige Gewinnrendite deutet darauf hin, dass Aktien möglicherweise zu hoch bewertet sind. Möglicherweise ist mit unterdurchschnittlichen Erträgen zu rechnen.
- KGV.** Kurs-Gewinn-Verhältnis, Kehrwert der Gewinnrendite.
- Bestimmtheitsmaß (R^2).** Prozentanteil der gesamten Variation von y , der durch x erklärt wird. Die Werte für das Bestimmtheitsmaß liegen zwischen 0 und 1. In einer Grafik mit zwei Variablen bedeutet ein Wert von 0, dass kein Zusammenhang zwischen Bewegungen der Variablen auf der x -Achse und der y -Achse besteht. Ein Wert von 1 bedeutet, dass die x -Variable die Bewegungen auf der y -Achse vollständig erklärt.

Connect with Vanguard[®] > global.vanguard.com (für Anleger außerhalb der USA)

CFA[®] ist ein Warenzeichen im Besitz des CFA Institute.

Die hierin genannten Fonds oder Wertpapiere werden von MSCI weder gesponsert noch unterstützt oder gefördert, und MSCI übernimmt keine Haftung in Bezug auf solche Fonds oder Wertpapiere. Für alle solche Fonds oder Wertpapiere beinhalten der Prospekt oder die Zusatzinformationen eine detailliertere Beschreibung der begrenzten Beziehung, die MSCI mit The Vanguard Group und den betreffenden Fonds unterhält.

Die hierin enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch ein Ansuchen dar und dürfen in Hoheitsgebieten, in denen ein solches Angebot bzw. Ansuchen rechtswidrig ist, nicht als solches betrachtet werden. Dasselbe gilt für Personen, denen gegenüber es ungesetzlich ist, ein solches Angebot bzw. Ansuchen vorzulegen, und für Personen, die nicht zur Vorlage eines solchen Angebots bzw. Ansehens autorisiert sind.

Nur für professionelle Anleger gemäß der MiFID-Festlegungen (oder für qualifizierte Anleger gemäß den Festlegungen der SFA in der Schweiz). Darf nicht an Privatanleger weitergegeben werden.

Dieses Dokument wird von der Vanguard Investment Strategy Group – einer Geschäftseinheit von The Vanguard Group Inc – veröffentlicht. Es dient lediglich zur allgemeinen Information und zur Weiterbildung und stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Anlagen dar. Es wird darauf hingewiesen, dass für den Text der Markt in den USA maßgeblich ist und die enthaltenen Daten und Analysen spezifisch für die USA sind. Die Investment Strategy Group von Vanguard veröffentlicht die geschützten Ergebnisse der Studien von Vanguard in einer Vielzahl von Schriften zu Themen wie Anlage, Management und Portfolioverwaltung. Die Gruppe ist auch verantwortlich für die Festlegung der Anlagephilosophie, der Anlagemethoden und der Portfoliostrategien von Vanguard.

Vanguard Investments Europe SA ist als Anlageunternehmen ordnungsgemäß bei der CBFA registriert und bietet bestimmte Anlagedienstleistungen in verschiedenen EU-Ländern mittels des MiFID-Passport-Verfahrens an.

Vanguard research >

Vanguard Center for Retirement Research
Vanguard Investment Counseling & Research
Vanguard Investment Strategy Group

E-mail > research@vanguard.com

Weitere Informationen über Vanguard ETF Shares erhalten Sie unter www.vanguard.com oder telefonisch unter 800-997-2798. Sie können sich auch direkt an Ihren Makler wenden, um einen Prospekt anzufordern. Der Prospekt informiert über Anlageziele, Risiken, Gebühren, Kosten und weitere wichtige Themen. Bitte lesen Sie den Prospekt gründlich durch und beachten Sie die darin enthaltenen Informationen, bevor Sie eine Anlage tätigen.