

## PRISMA Global Emerging Markets Equities



### Q & A mit

Nicolas Field | Lead PM PRISMA GEME  
Schroders Investment Management

Im vergangenen Jahr haben die Schwellenländer – insbesondere in Asien – die Pandemie im Vergleich zu den Industrieländern ziemlich gut gemeistert. 2021 veränderte sich die Situation radikal. Brasilien und Indien schlitterten in grosse Schwierigkeiten. Wie haben Sie die regionale Allokation in dieser Zeit gehandhabt?

Im letzten Jahr ist es den nordasiatischen Ländern China, Südkorea und Taiwan gelungen, die Ausbreitung des Coronavirus effizient einzudämmen. Dadurch konnten die Volkswirtschaften wieder öffnen und Branchen wie die Nicht-Basiskonsumgüter erholten sich früher als in der restlichen Welt.

Die regionale Allokation ist aber nur ein Aspekt. Binnenmarkt-orientierte Konsumwerte zum Beispiel sind in den taiwanesischen und südkoreanischen Börsenindizes nicht so stark gewichtet, weshalb sich die frühe Wiedereröffnung der Geschäfte an den Aktienmärkten nur bedingt bemerkbar machte. Ganz anders die IT-Unternehmen. Sie sind in den Börsenindizes stärker gewichtet und profitierten am meisten von der zunehmenden Anzahl Personen, die aufgrund der Pandemie zu Hause arbeiteten.

Anfang 2020 spielte die regionale Allokation insbesondere in China eine wichtigere Rolle als heute. Nach dem ersten Lockdown hatte das Land die Pandemie gut im Griff und musste keine strengen Massnahmen mehr ergreifen. 2021 war die Länderauswahl hingegen weniger relevant, da die Märkte die von den neuen Coronawellen verursachte kurzfristige Unsicherheit ausblendeten und sich auf die globale Erholung fokussierten.

Grund dafür war die kurze Phase im März 2020, in der niemand wusste, wie stark die geld- und fiskalpolitische Reaktion ausfallen würde. Die nachfolgenden Lockdowns erfolgten vor dem Hintergrund massiver Konjunkturpakete. Die meisten grossen Börsencrashes werden durch drohende Insolvenzen ausgelöst. Mit der Bekanntgabe der beispiellosen Unterstützungsmassnahmen verringerte sich dieses Risiko.

Als Reaktion auf die Krise haben wir im April 2020 zur Beurteilung der Sicherheitsrisiken eine «Covid-19 Vulnerability Scorecard» eingeführt. Sie soll uns helfen, die Fähigkeit der Schwellenländer, die humanitären und wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie zu bewältigen, systematisch zu bewerten. Unser Standardmodell für die Länderallokation berücksichtigt die Tatsache nicht, dass wir uns mitten in einer Pandemie befinden und kann sich der Situation auch nicht anpassen. Wir mussten daher noch umsichtiger handeln als sonst. Das Covid-19-Kontrollblatt dient uns dabei als befristete zusätzliche Entscheidungshilfe.

Der «Covid-19 Vulnerability Score» bewertet jedes im MSCI Emerging Markets Index vertretene Land in vier grossen



Bereichen: wirtschaftliche Auswirkungen der Pandemie, finanzielle Situation, Kapazität des Gesundheitswesens und institutionelle Kapazität.

Befürchten Sie, dass zwischen China und den USA und vielleicht sogar Europa, ein kalter Wirtschaftskrieg angezettelt wird, dessen eigentliches Ziel darin besteht, den Einfluss Chinas einzudämmen und seine künftige Vorherrschaft zu verhindern?

In den letzten Jahren liessen sich die Spannungen zwischen den USA und China an zwei Schlüsselthemen festmachen. Das erste ist makroökonomischer Natur und betrifft das Handelsungleichgewicht zwischen den beiden Volkswirtschaften sowie den Marktzugang. Das zweite umfasst strategische Wettbewerbsfragen, insbesondere den Zugang zu neuen Technologien, die Beschaffung bestimmter Halbleiter, Aspekte des geistigen Eigentums und des Wissenstransfers sowie die nationale Sicherheit der USA.

Das zweite Thema, d.h. der strategische Wettbewerb, ist unter Präsident Joe Biden weiterhin aktuell und geniesst in Washington parteiübergreifende Unterstützung. Die Biden-Regierung scheint mit China verstärkt multilaterale Beziehungen zu suchen. Der amerikanische Vorschlag an die OECD, eine Mindestbesteuerung der grossen multinationalen Unternehmen einzuführen und die kürzlich erfolgte Zusage, dass sich die USA bereits mit einem Steuersatz von 15% anstelle der ursprünglich genannten 21% zufriedengeben würden, ist als klares Zeichen für die transatlantische Kooperation zu werten.

Der strategische Wettbewerb wird vermutlich noch lange ein Thema bleiben. Für China besteht das Risiko, dass ein verstärkt multilaterales und koordinierteres Vorgehen der USA seine Expansion in mancher Hinsicht, insbesondere im Technologiebereich, hemmen könnte. Die USA wiederum sind überzeugt, dass sie mit ihrer Strategie, den chinesischen Grossunternehmen den Zugang zu ihrer Technologie teilweise zu verwehren, deren Entwicklung bremsen konnten. Unter Joe Biden wurde die schwarze Liste durch weitere Unternehmen ergänzt und es könnte gut sein, dass die Regierung an diesem Vorgehen festhält.

Wie sich die Dinge tatsächlich entwickeln, ist ungewiss. Angesichts der Gefahren, die eine anhaltende Eskalation mit sich bringt, sind die Beteiligten jedoch bereit, sich verstärkt zu engagieren und den Dialog zu suchen. China wiederum möchte seinen Einfluss auf die Welt auf unterschiedlichste Art weiter ausbauen, wogegen sich die USA wehren. Die beiden Länder müssen noch einen Weg für ein friedliches Miteinander finden. Wir erachten diese Situation als Risikofaktor, den man nicht vernachlässigen darf.

## Globale Investoren betrachten die Performance der Schwellenländer im Verhältnis zum USD-Index. Ist dieser diese Koppelung noch immer angezeigt?

Es besteht eine umgekehrte Korrelation zwischen der Performance des MSCI Emerging Markets Index und dem USD. Dies gilt auch heute noch. Früher war dieser Zusammenhang noch relevanter als heute, da sich viele Schwellenländer an den USD-Märkten finanzierten. Je mehr der Dollar zulegte, desto teurer wurde diese Finanzierung, wodurch der Druck auf die Wirtschaft der Schwellenländer stieg.

Heute finanzieren sich die Schwellenländer vermehrt mit inländischem Geld. Der US-Dollar bleibt jedoch die Weltreservewährung und mehrere Schwellenländer binden ihre Währungen weiterhin an den USD. Wenn der Greenback steigt und Kapital in die USA fliesst, verbilligen sich die Währungen der Schwellenländer tendenziell. Eine solche Entwicklung kann einen Aufwärtsdruck auf die Binneninflation erzeugen und die Zentralbanken dieser Länder zwingen, ihre Geldpolitik zu straffen, was neben den direkten Auswirkungen auf ihre Währungen auch negative Folgen haben kann. Darüber hinaus schwächt ein stärkerer Dollar die Nachfrage nach Rohstoffen, was natürlich die Handelsbilanz der Exportländer belastet. Die meisten Rohstoffe werden in Entwicklungsländern produziert und die Preise werden in der Regel in USD festgelegt.

## In den letzten zehn Jahren konnten Aktien aus Schwellenländern nicht mit den globalen Aktien mithalten. Was könnte eine Aufholjagd auslösen?



Diese Underperformance ist teilweise auf den starken Zyklus des US-Dollars zurückzuführen. Der Dollar bewegt sich in langen Zyklen und das letzte Jahrzehnt stand im Zeichen eines starken Greenback. Zudem sank die Eigenkapitalrendite (ROE) börsenkotierter Unternehmen in den Schwellenländern sowohl absolut als auch im Verhältnis zu den USA, wo dieser Trend nicht zu beobachten war.

In den letzten zehn Jahren verzeichneten die US-Aktien aussergewöhnliche Kursgewinne. Die Schwellenländer erzielten während des gesamten Konjunkturzyklus positive Renditen in vernünftigem Ausmass, waren aber analog zu anderen Aktienmärkten, namentlich in Europa, lange nicht so erfolgreich wie die USA.

Wir gehen davon aus, dass die Emerging Markets künftig besser unterwegs sein werden. Wenn die an diesen Märkten kotierten Unternehmen mehr Profit erwirtschaften, sollte uns das zugutekommen. Ausserdem hat sich die Zusammensetzung der Benchmark positiv verändert und die aktuelle Phase des USD-Zyklus scheint ebenfalls günstig. Falls der Dollar über längere Zeit stabil oder schwach bleibt, sollten die Schwellenländer davon profitieren. Ausserdem glauben wir nicht, dass sich die jüngste Episode des amerikanischen Exzeptionalismus im laufenden Jahrzehnt (2020–2030) wiederholt.

## Mit Ihrer Strategie haben Sie seit der Lancierung der Anlagegruppe im Jahr 2007 stets besser abgeschnitten als der Leitindex. Wie erklären Sie sich dieses Alpha?

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für das langfristig gute Abschneiden ist unser gewissenhafter Anlageprozess in Kombination mit der grossen Erfahrung des Teams. Dessen Kernelement bilden unsere disziplinierte und konsistente Länderallokation und Titelauswahl. So vermeiden wir, dass wechselhafte Informationen unsere Anlageentscheide beeinflussen.



Unser Team deckt mit seiner Erfahrung mehrere Marktzyklen und Krisen ab und verfügt so über die nötigen Anhaltspunkte und fundierten Kenntnisse, die für das Navigieren durch euphorische Phasen und Krisen unerlässlich sind. Vor allem aber können wir uns so vor dramatischen Einbrüchen schützen.

### Q & A avec Nicolas Field

Lead PM PRISMA Global Emerging Markets Equities  
Schroders Investment Management