

WHITE PAPER

Comeback der Schwellenländer – quant vs. fundamental

Executive summary

Comeback der Schwellenländer – quant vs. fundamental

Die Emerging Markets sind in einer guten Ausgangsposition, um den nächsten Aufschwung am globalen Aktienmarkt anzuführen. Positive Makro-Fundamentaldaten, eine günstige Bewertung und verringerte Volatilität bilden aktuell eine attraktive Kombination. Vera Roersma, Dr. Matthias Hanauer, und Dr. Harald Lohre untersuchen, ob sich diese Gelegenheit am besten mit quantitativen, fundamentalen oder mit einer Kombination beider Anlagestile umsetzen lässt.¹

Emerging Markets bieten aktuell mehr Chancen als Risiken

Der prinzipielle Reiz von Emerging Markets (auch Schwellenländer genannt) ist der einer klassischen Wachstumsgeschichte. Im Vergleich zu den Developed Markets (auch entwickelte Märkte oder Industrieländer genannt) starten Emerging Markets von einer niedrigeren Basis und könnten daher ein höheres wirtschaftliches Wachstum erzielen. Jedoch profitieren Emerging Markets auch von ihren demografischen Gegebenheiten und weisen grundsätzlich jüngere und schneller wachsende Bevölkerungen auf, die auch zur höheren Vitalität ihrer Wirtschaften beitragen.

Dennoch sind Anlagen in Schwellenländern nicht ohne Herausforderungen. Historisch gesehen waren diese Märkte riskanter als entwickelte Märkte, was sich in einer höheren Volatilität und stärkeren Kursrückgängen ausdrückte. Zusätzlich können in einzelnen Ländern weitere Risiken wie Währungsschwankungen, geopolitische Probleme oder staatliche Interventionen auftreten. Jedoch sind solche länderspezifischen Risiken in einem globalen Emerging Market-Portfolio weitgehend diversifizierbar und die Volatilität von Emerging Markets ist in den letzten Jahren auf das Niveau von entwickelten Märkten gesunken.

Abbildung 1 zeigt, dass Emerging Markets von 1999 bis 2011 eine bessere Performance erzielt haben als die Börsen der entwickelten Länder, diesen seitdem aber hinterherhinken (blaue Linie). Die Historie zeigt auch, dass Emerging Markets tendenziell eine überdurchschnittliche Performance erzielen, wenn sie relativ gesehen teurer werden als die Aktienmärkte der Industrieländer, und eine unterdurchschnittliche Performance, wenn sie billiger werden als diese (rote Linie).

¹ Dieser Artikel ist eine Zusammenfassung der Studie „Embracing fundamental and quant investing in emerging markets“, die unter <https://www.robeco.com/de-de/einblicke/2024/01/emerging-markets-kombinierter-fundamentaler-und-quantitativer-investmentansatz> erhältlich ist. Die Zusammenfassung wurde ebenso im private banking magazin veröffentlicht.

WHITE PAPER JANUAR 2024

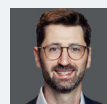
Marketing Unterlage für professionelle Investoren. Keine Weitergabe an Dritte.



Vera Roersma
Researcher

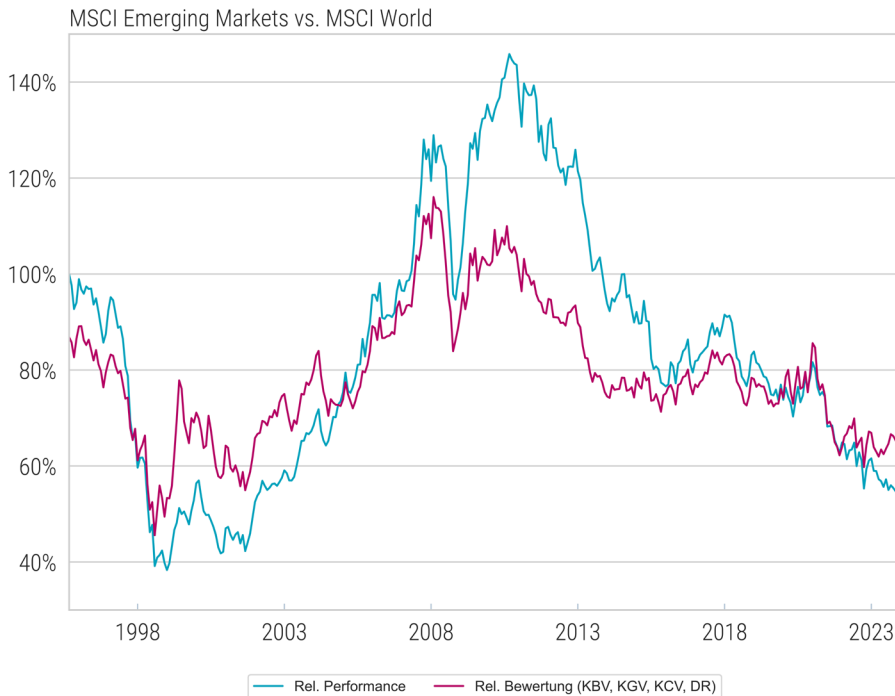


Dr. Harald Lohre
Researcher



Dr. Matthias Hanauer
Researcher

Abbildung 1:
Relative Performance und Bewertungsniveaus von Emerging vs. Developed Markets



Quelle: Robeco, MSCI. In der Abbildung sind die relative Performance des MSCI Emerging Market Index gegenüber dem MSCI World Index und die relative Bewertung zwischen beiden Indizes dargestellt. Die Performance wird mittels Total Return-Indizes gemessen, und der Bewertungsabstand basiert auf vier nach der Bottom-up-Methode berechneten Kennzahlen (Kurs-Buchwert-Verhältnis, KBV, Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV, Kurs-Cashflow-Gewinn, KCV und Dividendenrendite, DR). Für jede Kennzahl wird die Bewertung des MSCI Emerging Markets Index durch die entsprechende Bewertung des MSCI World Index geteilt. Der Untersuchungszeitraum reicht von September 1995 bis Januar 2024.

Folglich erklären überwiegend unterschiedliche Bewertungsniveaus und nicht Fundamentaldaten die Underperformance von Emerging Markets in den letzten Jahren. Dies führt dazu, dass Emerging Markets aktuell einen Bewertungsabschlag aufweisen, der so zuletzt vor 20 Jahren gesehen wurde – genau zu dem Zeitpunkt, als sie begannen, Developed Markets zu übertreffen. Konkret sind Emerging Markets mit einem erwartetem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 11,3 (Stand Ende Januar 2024) mehr als 35% günstiger als entwickelte Märkte mit einem erwarteten KGV von 17,7.

Zudem glauben wir, dass die entwickelten Märkte mit ihrem Kampf gegen die Inflation viele makroökonomische Vorteile der letzten Jahre verlieren. Die quantitative Lockerung ist Geschichte, die Realzinsen normalisieren sich, während Emerging Markets von niedrigerer Kerninflation, wachsenden Devisenreserven, Handelsüberschüssen und umsichtiger Fiskalpolitik profitieren.

Möglicherweise haben Investoren auch Bedenken hinsichtlich nachhaltiger Investitionen in Emerging Markets. Jedoch zeigen unsere Analysen, dass die nachhaltigsten Unternehmen in Emerging Markets auf Augenhöhe mit jenen in entwickelten Märkten sind. Daher ist es mit den richtigen Werkzeugen und Daten auch in diesen Märkten möglich, nachhaltige Aktienportfolios zu konstruieren. Zusammenfassend bietet die Kombination aus einem positiven makroökonomischen Umfeld, günstiger Bewertung und verringerter Volatilität aktuell eine einzigartige Gelegenheit zur Allokation in Emerging Markets Aktien.

Strategien im Vergleich: Quantitatives versus fundamentales Investieren

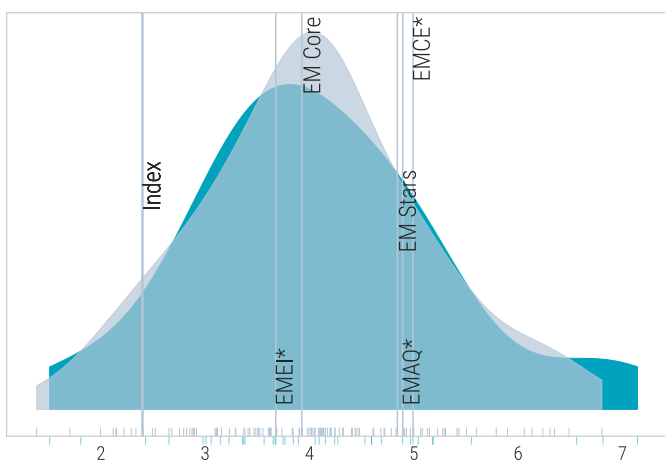
Anlegern bieten sich sowohl fundamentale als auch quantitative Ansätze, um in Emerging Markets zu investieren. Robeco ist ein Pionier in beiden Bereichen, mit ersten Investitionen und Strategien, die bis ins Jahr 1930 bzw. 1994 zurückreichen. Fundamentale Manager setzen dabei auf die tiefe Analyse der finanziellen, wirtschaftlichen und geschäftlichen Aussichten eines Unternehmens und berücksichtigen makroökonomische und politische Risiken in spezifischen Schwellenländern. Im Gegensatz dazu verwenden quantitative Manager systematische Methoden, um Faktorprämien basierend auf spezifischen Unternehmensmerkmalen zu erfassen, indem sie mathematische Modelle und Algorithmen zur Investitionsentscheidung und Portfoliokonstruktion nutzen.

Vor diesem Hintergrund haben wir die Performance der beiden Anlagestile in Emerging Markets untersucht. Muss man fundamental vorgehen, um in Schwellenmärkten erfolgreich zu sein? Oder sind fundamentale Investoren nur verkappte Faktorinvestoren? Oder bietet die Kombination das Beste beider Welten?

Um diese Fragen zu ergründen, analysieren wir die eVestment-Datenbank, einem führenden Datenanbieter für institutionelle Vermögensverwalter, welche mehr als 27.000 institutionelle Strategien in über 700 Universen abdeckt. Wir wenden dabei mehrere Filter an, um sicherzustellen, dass nur Strategien eingehen, die in Large- und Mid-Cap-Aktien von Emerging Markets investieren. Dazu schließen wir beispielsweise Mischfonds oder Strategien aus, die nur in einzelne Länder investieren. Der Start der Analyse ist April 2011, dem ersten Monat der Emerging Markets Conservative Equities (EMCE) Strategie von Robeco in der eVestment-Datenbank. Die Stichprobe umfasst auch vier weitere Robeco EM-Aktienstrategien: die zwei fundamentalen Strategien EM Core und EM Stars sowie die zwei quantitativen Strategien EM Enhanced Indexing (EMEI) und EM Active Quant (EMAQ) die wir in den nachfolgenden Abbildungen teilweise hervorheben. Insgesamt umfasst die Auswertung 162 Strategien, bestehend aus 123 fundamentalen und 39 quantitativen Strategien.

Abbildung 2 zeigt die Verteilung der durchschnittlichen Renditen von sowohl quantitativen (blau) als auch fundamentalen (grau) Strategien. Dabei zeigt sich, dass beide Gruppen mit einer durchschnittliche Überperformance von rund 2% p.a. den Markt erfolgreich übertreffen können.²

Abbildung 2: Annualisierte Renditen (%) von Emerging Market Strategien

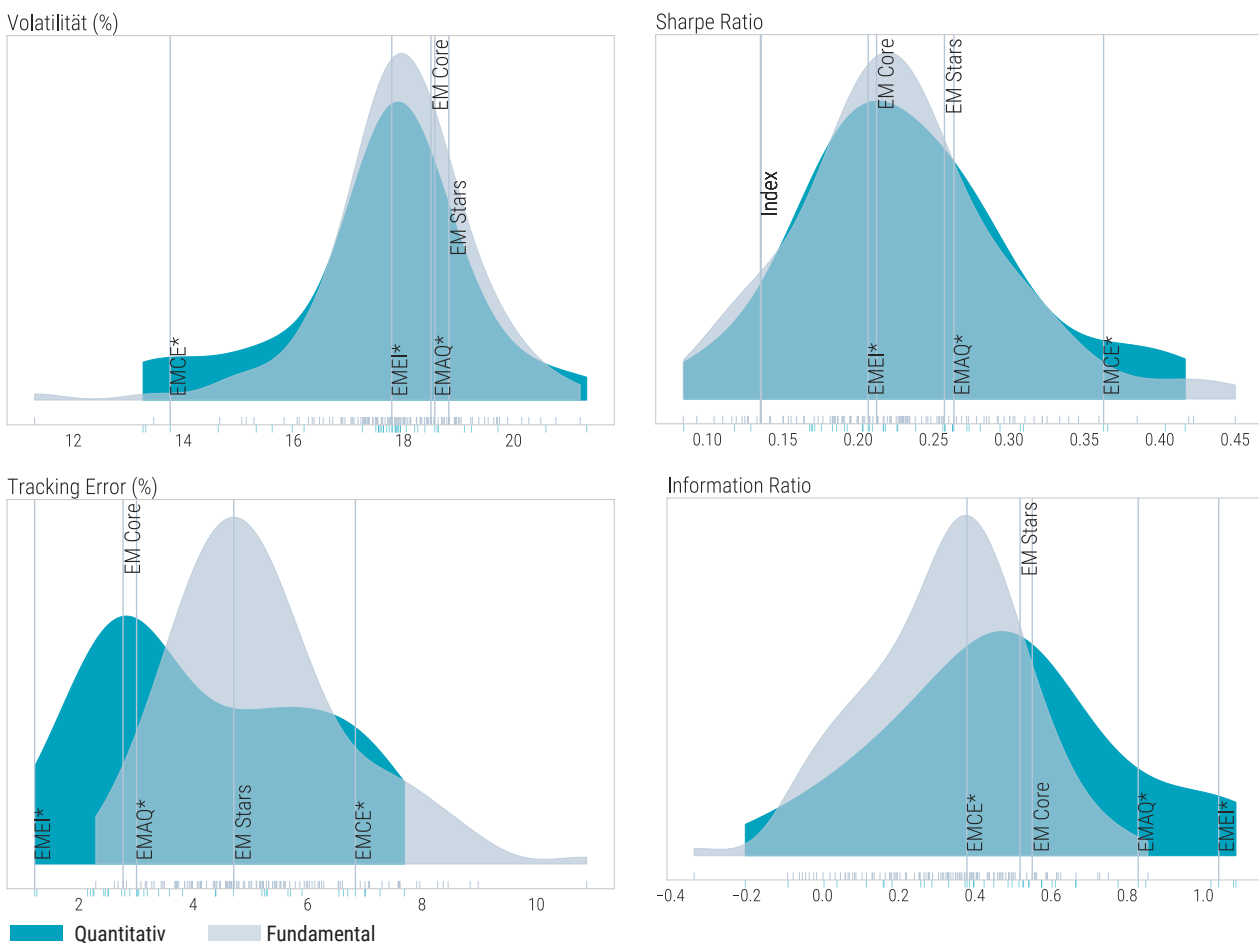


Quelle: Robeco, eVestment. Die Abbildung zeigt Dichteverteilungen für annualisierte Durchschnittsrenditen. Die Verteilung für quantitative Strategien ist in blau und für fundamentale Strategien in grau dargestellt. Wir beziehen Strategien ein, die im Zeitraum von April 2011 bis September 2023 aktiv waren (123 fundamentale Strategien und 39 quantitative Strategien). Die Stichprobe umfasst fünf Robeco-Strategien, die in der Abbildung hervorgehoben sind. Die zwei fundamentalen Strategien sind EM Core und EM Stars, und die drei quantitativen Strategien (mit * gekennzeichnet) sind EM Enhanced Indexing (EMEI), EM Active Quant (EMAQ) und EM Conservative Equities (EMCE), wobei die Strategiebezeichnungen rechts von den entsprechenden Linien platziert sind.

² Dass beide Gruppen den Markt übertreffen, ist zum Teil auch einer Survivorship Bias geschuldet, die dadurch entsteht, dass nur Strategien in die Untersuchung eingehen, die über den gesamten Zeitraum aktiv waren. In der vollständigen Analyse (Link siehe Fußnote 1, führen wir auch eine rollierende Analyse über fünf Jahre durch, für die wir den kompletten Datensatz verwenden.

Eine weitergehende Analyse zeigt jedoch auch Unterschiede zwischen den beiden Anlagestilen. So gehen fundamentale Manager typischerweise höhere aktive Risiken (Tracking Error, TE) ein, was zu relativ höheren Information Ratios (IRs) für quantitative Strategien wie Robeco Emerging Markets Enhanced Indexing oder Robeco Emerging Markets Active Quant führt (0,47 vs. 0,32, siehe Abbildung 3). Höhere TEs sind jedoch meist eine Voraussetzung für hohe Outperformance. Interessanterweise leiten sich die hohen TEs der leistungsstärksten Strategien oft von einer unterdurchschnittlichen absoluten Volatilität ab, was die Wirksamkeit von Low Risk-Strategien in Schwellenländern hervorhebt.

Abbildung 3: Risiko und Risikoadjustierte Performance von Emerging Market Strategien



Quelle: Robeco, eVestment. Die Abbildung zeigt Dichteverteilungen für annualisierten Renditevolatilitäten, Sharpe-Ratios, Tracking Errors und Information Ratios. Die Verteilungen für die quantitativen Strategien sind in blau und für fundamentale Strategien in grau dargestellt. Wir beziehen Strategien ein, die im Zeitraum von April 2011 bis September 2023 aktiv waren.

Da EM-Aktien erhöhte Investitionsrisiken mit sich bringen können, untersuchen wir auch absolute und relative Drawdowns. Auffällig ist, dass der Großteil der quantitativen Strategien kleinere absolute Drawdowns als der MSCI Emerging Market Index oder fundamentale Strategien verzeichnet, wobei dabei insbesondere Low Risk-Strategien wie die Robeco Emerging Markets Conservative Equity Strategie hervorstechen. Bei der Betrachtung der relativen Drawdowns schneiden quantitative Strategien im Allgemeinen erneut besser ab, allerdings mit einem wichtigen Unterschied: Betrachtet man alle Strategien, so zeigen die Low Risk-Strategien die höchsten relativen Drawdowns. Dies ist jedoch kein Fehler, sondern ein Wesensmerkmal von Low Risk-Strategien, die zwar Schutz in Bärenmärkten bieten aber auch dazu neigen in Bullenmärkte zurückzubleiben und dadurch solche relativen Drawdown-Muster erzeugen.

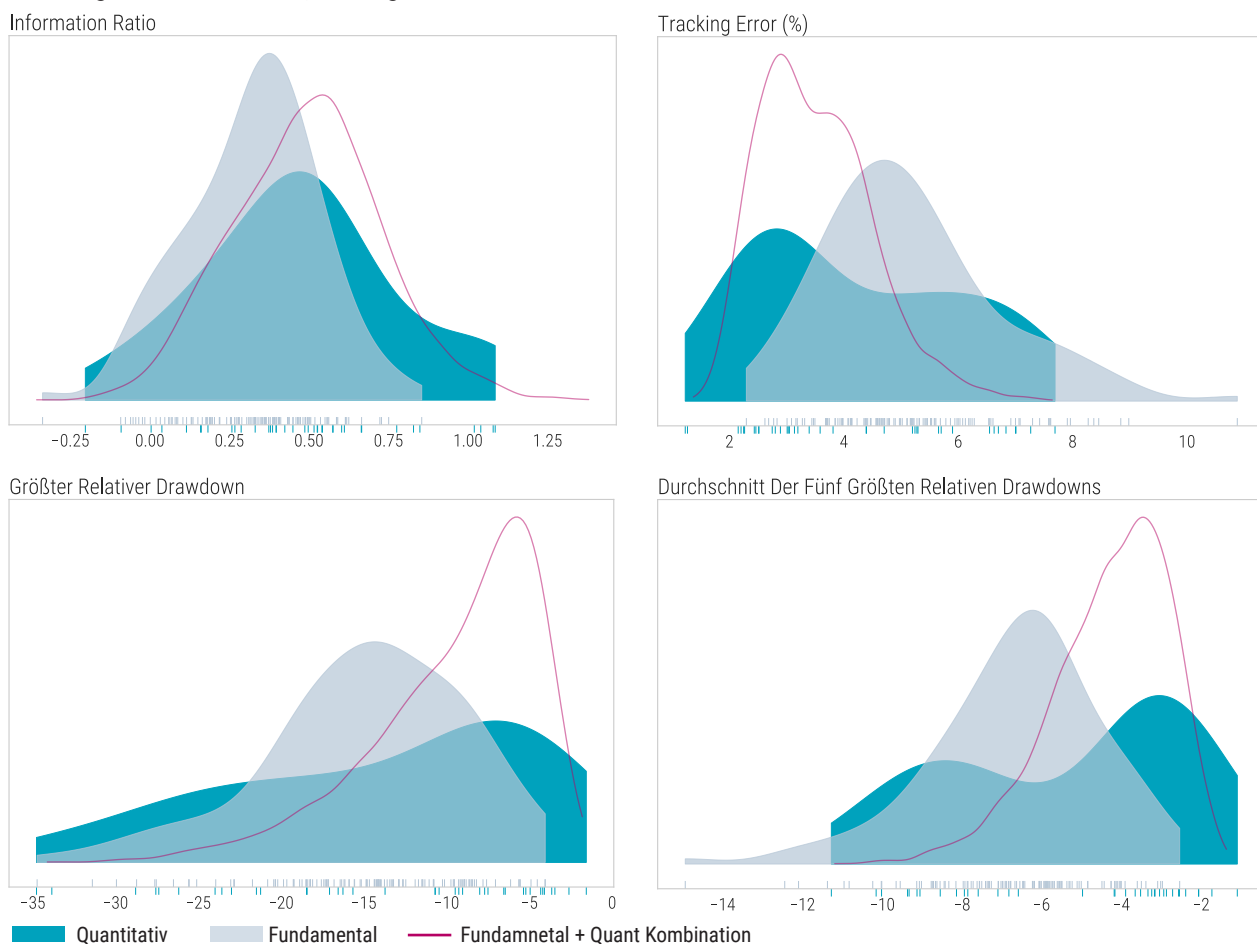
Die Kombination von quantitativen und fundamentalen Strategien reduziert deutlich Risiken

Bei der Betrachtung der Investmentstile zeigt sich, dass quantitative Strategien typischerweise durch die vier Stilfaktoren „Size“, „Value“, „Quality“ und „Momentum“ getrieben werden. Dagegen weisen fundamentale Strategien oftmals ein negatives Value Exposure auf, was eher einem Growth-Anlagestil entspricht. Diese Unterschiede unterstreichen die strategische Möglichkeit, die Portfoliodiversifikation durch Kombination von quantitativen und fundamentalen Stilen zu verbessern.

Tatsächlich ist die durchschnittliche Outperformance-Korrelation von Strategien innerhalb der Gruppe fundamentaler Strategien (0,21) oder quantitativer Strategien (0,28) deutlich höher als die durchschnittliche Korrelation zwischen fundamentalen und quantitativen Strategien (0,06). Eine so niedrige Korrelation legt nahe, dass die Kombination von fundamentalen und quantitativen Strategien eine stabilere Outperformance durch die Reduzierung des aktiven Risikos generieren kann.

Abbildung 4 zeigt in diesem Sinne die Performance aller möglichen 50/50-Kombinationen aus fundamentalen und quantitativen Strategien (in rot) im Vergleich zu den rein fundamentalen (grau) und rein quantitativen (blau) Strategien. Dabei führt die Kombination der beiden Strategien zu einem Anstieg des IR, welches rund 25% höher ist als der durchschnittliche IR der beiden Untergruppen. Die weiteren Darstellungen verdeutlichen, dass diese Verbesserung aus einer Reduktion des TE folgt und dass die Kombination von fundamentalen und quantitativen Strategien auch die relativen Drawdowns reduziert.

Abbildung 4: Information Ratio, Tracking Error und relative Drawdowns



Quelle: Robeco, eVestment. Die Abbildung zeigt Dichteverteilung für das annualisierte Information Ratio, den annualisierten Tracking Error sowie dem größten und dem Durchschnitt der fünf größten relativen Drawdowns. Die Verteilungen für die quantitativen Strategien sind in blau, für die fundamentalen in grau und für die 50% fundamentalen, 50% quantitativen Kombinationen in rot dargestellt. Wir beziehen Strategien ein, die von April 2011 bis September 2023 aktiv waren. Dies führt zu 123 fundamentalen Strategien, 39 quantitativen Strategien und 39*123 = 4.797 50/50 Kombinationen.

Fazit

Unsere umfassende Untersuchung zeigt, dass sowohl fundamentale als auch quantitative Strategien in Schwellenländern Alpha erzielen können. Während die beiden Anlagestile ähnliche durchschnittliche Renditen erzielen, unterscheiden sie sich in puncto Risiko. Dabei weisen quantitative Fonds in der Regel geringere aktive Risiken auf. Beide Anlagestile sind komplementär, sodass eine strategische Kombination Diversifikationsvorteile birgt, welche nicht nur zu einem höherem Information Ratio, sondern auch zu einem ausgewogeneren Risikoprofil führt.

Die Kombination von fundamentalen und quantitativen Strategien sollte jedoch nicht willkürlich, sondern nach Maß erfolgen. Beispielsweise sollte die Kombination die Erfüllung eines gegebenen Anlageziels verstärken, wie zum Beispiel das Übertreffen des MSCI EM Index in klar definierten Risikogrenzen. Dabei macht es Sinn, fundamentale und quantitative Strategien mit einem ähnlichem Tracking Error aber unterschiedlichen Faktor Exposures zu kombinieren. Alternativ kann das Hinzufügen einer Low Risk-Strategie zu einer überdurchschnittlich risikoreichen fundamentalen Strategie das Risikoprofil des Gesamtportfolios abrunden. Insgesamt unterstreicht unsere Studie die komplementäre Natur von quantitativen und fundamentalen Strategien und die damit verbundenen Vorteile von Schwellenländeranlagen.

Wichtige Informationen

Robeco Institutional Asset Management B.V. verfügt über eine Zulassung als Manager von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) und alternativen Investmentfonds (AIFs) ("Fonds") der niederländischen Finanzmarktbehörde in Amsterdam. Diese Marketingunterlagen sind nur für professionelle Investoren vorgesehen. Diese sind definiert als Anleger, die professionelle Kunden und Kundinnen sind bzw. beantragt haben, als solche behandelt zu werden, oder die nach jeweils geltendem Recht autorisiert sind, diese Informationen zu erhalten. Robeco Institutional Asset Management B.V. und/oder ihre verbundenen Unternehmen und Tochtergesellschaften („Robeco“) haften nicht für Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments resultieren. Wer diese Informationen nutzt und in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringt, trägt selbst dafür Verantwortung zu prüfen, ob es ihm nach den MiFID II-Bestimmungen gestattet ist, diese Informationen zu erhalten. Soweit diese Informationen als ein annehmbarer und angemessener geringfügiger nicht-monetärer Vorteil gemäß MiFID II anzusehen sind, müssen Nutzer dieser Informationen, die in der Europäischen Union Wertpapierdienstleistungen erbringen, die anwendbaren Bestimmungen zu Aufzeichnungspflichten und zur Offenlegung beachten. Der Inhalt des vorliegenden Dokuments basiert auf von uns als zuverlässig erachteten Informationsquellen, und es wird für diesen Inhalt keinerlei Gewährleistung übernommen. Das vorliegende Dokument ist ohne weitere Erklärungen nicht als vollständig zu betrachten. Meinungen, Schätzungen und Prognosen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Wenn Sie unsicher sind, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokuments soll professionelle Anleger allgemein über die spezifischen Kompetenzen von Robeco informieren, ist aber von Robeco nicht als Investmentanalyse erstellt worden. Es handelt sich dabei weder um Empfehlungen oder Ratschläge, bestimmte Wertpapiere oder Anlageprodukte zu kaufen oder zu verkaufen und/oder bestimmte Anlagestrategien zu verfolgen, noch um Empfehlungen zu rechtlichen, die Buchhaltung oder Steuern betreffenden Fragen. Sämtliche Rechte an den in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind und bleiben Eigentum von Robeco. Das vorliegende Dokument darf nicht vervielfältigt oder mit der Öffentlichkeit geteilt werden. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne Robecos vorherige schriftliche Zustimmung in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln vervielfältigt oder veröffentlicht werden. Geldanlagen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie vor einer Geldanlage, dass das anfänglich investierte Kapital nicht garantiert ist. Anleger sollten sicherstellen, dass sie die mit in ihrem Sitzland angebotenen Produkten oder Dienstleistungen von Robeco verbundenen Risiken vollständig verstehen. Sie sollten zudem ihre eigenen Anlageziele und ihre Risikobereitschaft berücksichtigen. Historische Renditen werden nur zum Zweck der Veranschaulichung angegeben. Der Preis von Fondsanteilen kann fallen oder steigen und die Entwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Falls sich die Währung, in der die bisherige Wertentwicklung angegeben wird, von der Währung des Landes unterscheidet, in dem Sie Ihren Wohnsitz haben, sollte Ihnen bewusst sein, dass die gezeigte Wertentwicklung auf Grund von Wechselkursschwankungen bei Umrechnung in Ihre lokale Währung zu- oder abnehmen kann. In den Zahlen zur Wertentwicklung sind im Wertpapierhandel für Kundenportfolios entstehende oder bei der Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen anfallende Gebühren und Kosten nicht berücksichtigt. Wenn nicht anders angegeben, ist die Performance i) nach Abzug von Gebühren auf der Basis der Transaktionspreise und ii) unter Wiederanlage der Dividenden. Weitere Details finden Sie im Fondsprospekt. Die Performance ist nach Abzug von Verwaltungsgebühren angegeben. Die in diesem Dokument genannten laufenden Gebühren entsprechen denen, die im aktuellen Geschäftsbericht des Fonds zum Ende des letzten Kalenderjahres angegeben sind. Das vorliegende Dokument richtet sich nicht und ist nicht bestimmt zur Weitergabe an Personen oder Rechtsträger, die Bürger oder Gebietsansässige eines Gebiets, Staates, Landes oder sonstigen Hoheitsgebiets sind, in dem eine solche Weitergabe, Veröffentlichung, Zurverfügungstellung oder Verwendung gegen Gesetze oder Regulierungsbestimmungen verstoßen oder zur Entstehung einer Registrierungs- oder Zulassungspflicht für den Fonds oder Robeco Institutional Asset Management B.V. in dem betreffenden Hoheitsgebiet führen würde. Jede Entscheidung, Anteile an einem Fonds zu zeichnen, der in einem bestimmten Hoheitsgebiet angeboten wird, muss allein auf der Grundlage der im Prospekt enthaltenen Informationen getroffen werden, die von den in vorliegendem Dokument enthaltenen Informationen abweichen können. An einer Zeichnung von Fondsanteilen interessierte Personen sollten sich auch über potenziell geltende gesetzliche Erfordernisse und Devisenkontrollbestimmungen sowie Steuern in den Ländern informieren, deren Bürger oder Gebietsansässige sie sind oder in denen sie ihren Wohn- bzw. Geschäftssitz haben. In vorliegendem Dokument etwa enthaltene Fondsinformationen werden in ihrer Gesamtheit durch Verweis auf den Prospekt eingeschränkt, und dieses Dokument sollte stets zusammen mit dem Prospekt gelesen werden. Detaillierte Informationen zu dem Fonds und zu den mit diesem verbundenen Risiken sind im Prospekt enthalten. Der Prospekt und das Basisinformationsblatt für die Fonds von Robeco können kostenlos von den Robeco-Websites heruntergeladen werden.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Österreich

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. Österreichischen Aufwachtsgesetzes bestimmt.

Zusätzliche Informationen für Anleger mit Wohn- oder Geschäftssitz in Deutschland

Die vorliegenden Informationen sind ausschließlich für professionelle Anleger oder geeignete Gegenparteien i. S. d. deutschen Wertpapierhandelsgesetzes bestimmt.

© 29.02.2024