

Chancen in Frontiermärkten

Längerfristige Anlagen

Autoren: Michael Bolliger, Chief Investment Officer Global Emerging Markets, UBS Switzerland AG; Pietro Santin, UBS AG; Xingchen Yu, Emerging Markets Strategist, CIO Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- Schwellenländer und Frontiermärkte werden in den kommenden zehn Jahren voraussichtlich ein wichtiger Faktor für das globale BIP-Wachstum sein.
- Die Demografie ist ein wichtiger Treiber dieses starken Wachstums; im Jahr 2024 stellten die zehn grössten Entwicklungsländer mehr als 50% der Weltbevölkerung. Allerdings gibt es unseres Erachtens noch weitere Gründe, warum Entwicklungsländer schneller wachsen können als Industrieländer.
- Aus Anlegersicht ist es zudem wichtig, die Märkte zu finden, in denen sich ein hohes Wirtschaftsin ein starkes Gewinnwachstum umwandeln lässt. Unserer Analyse zufolge bieten die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE), Kasachstan, Ägypten, die Philippinen und Indien die beste Mischung aus einem erwarteten hohen BIP-Wachstum und einer Aktienmarkt-Sensibilität gegenüber der Binnenwirtschaft.
- Neben diesen Makrobetrachtungen ist aber auch die Mikroebene wichtig. Unseres Erachtens ermöglicht ein aktiver Anlageansatz den Anlegerinnen und Anlegern, die Bewertung auf die Sektor- oder sogar Unternehmensebene auszudehnen.
- Dieses Thema ersetzt das bisherige langfristige Anlagethema «Frontiermärkte».



Quelle: iStock

Unsere Einschätzung

In den Schwellenländern (Emerging Markets, EM) und Frontiermärkten lebt der Grossteil der Weltbevölkerung und sie sind die treibende Kraft hinter dem globalen Wirtschaftswachstum. Laut dem US Census Bureau stellten die zehn grössten Entwicklungsländer im Jahr 2024 allein mehr als 50% der Weltbevölkerung, während Schätzungen des IWF zufolge 60% des weltweiten Bruttoinlandprodukts (BIP) im Jahr 2025 in Schwellen- und Entwicklungsländern

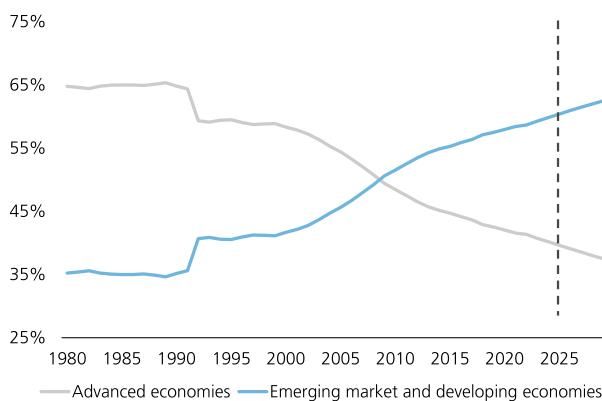
erwirtschaftet werden. Des Weiteren wird erwartet, dass der Anteil des in diesem Teil der Welt erwirtschafteten BIP in den kommenden Jahren weiter steigen wird (siehe Abbildung 1).

Wer sich diese Statistiken ansieht, kann die Anlagechancen in Schwellen- und Frontiermärkten kaum ignorieren. In Bezug auf die Anlagerenditen haben diese Märkte jedoch in den letzten Jahrzehnten grösstenteils schlechter abgeschnitten als ihre Pendants in den Industrieländern (angeführt von den USA mit ihrer Sonderstellung). In diesem Bericht analysieren wir erneut die Argumente

für Schwellen- und Frontiermärkte aus der Perspektive langfristiger Investitionen und erläutern, warum wir einen aktiven Anlageansatz für den besten Weg halten, die Anlagechancen in diesen Regionen zu nutzen.

Abbildung 1: Anteil am weltweiten BIP

Anteil am Welt-BIP auf Basis der Kaufkraftparität (KKP), der von den Industrieländern und im Rest der Welt erwirtschaftet wird; die gestrichelte Linie steht für 2025



Quelle: Internationaler Währungsfonds, Weltwirtschaftsausblick Oktober 2024

Es gibt zwei Hauptgründe, warum wir Anlagen in Schwellen- und Frontiermarkttaktien für attraktiv halten. Zunächst einmal wachsen diese Volkswirtschaften im Durchschnitt wesentlich schneller als die Wirtschaft in den Industrieländern. Zudem weisen diese Märkte in der Regel eine geringe Korrelation zu den Entwicklungen an den globalen Aktienmärkten auf und können daher eine nützliche Diversifizierung in Portfolios darstellen.

Schwellen- und Frontiermärkte wachsen aus diversen Gründen tendenziell schneller:

1. Im Gegensatz zu Industrieländern ist die Demografie für diese Regionen eher ein Vorteil.
2. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter nimmt in vielen dieser Volkswirtschaften weiter zu, während der Altersabhängigkeitsquotient im Allgemeinen niedriger ist.
3. Die relativen Einkommen sind in der Regel niedrig, was die Arbeitskräfte dort wettbewerbsfähig macht und ein Anreiz für Auslandsinvestitionen sein kann.
4. Der Einsatz vorhandener Technologien kann das Produktivitätswachstum steigern, ohne dass die damit verbundenen F&E-Kosten getragen werden müssen. Zudem lassen sich mit einem geringen Kapitalstock üblicherweise höhere Renditen erzielen.

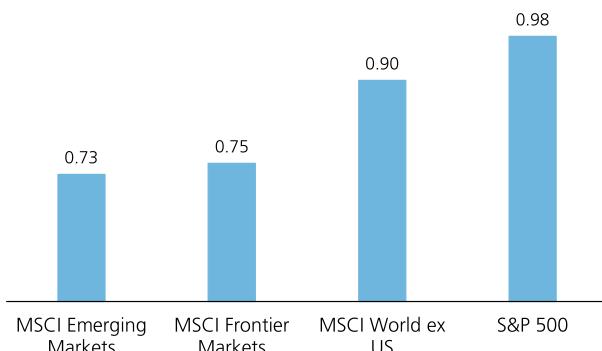
5. Die Geschäftsbedingungen sind im Allgemeinen schlechter, bieten aber Raum für Verbesserungen.

Ein höheres Wirtschaftswachstum schlägt sich zwar nicht unbedingt in einem stärkeren Gewinnwachstum oder höheren Anlagerenditen nieder, ist aber oft ein wichtiger Motor für die Anlagerenditen. Des Weiteren hat ein höheres laufendes und erwartetes Wirtschaftswachstum für gewöhnlich nicht nur ein höheres Ertragswachstum zur Folge, es stützt in der Regel auch die Bewertungen und wirkt sich positiv auf die Lokalwährung aus.

Dennoch kann sich unter bestimmten Umständen das Verhältnis zwischen BIP-Wachstum und Erträgen verschieben. Im Folgenden untersuchen wir mögliche Gründe dafür, warum diese Beziehung nicht immer zutrifft, und stellen einige marktübergreifende Statistiken vor, um zu beurteilen, wie gut jeder Markt in den letzten Jahren darin abgeschnitten hat, Wirtschaftswachstum in ein Gewinnwachstum umzuwandeln.

Abschliessend ist es wichtig zu erkennen, dass Schwellen- und Frontiermärkte für globale Anleger auch eine sinnvolle geografische Diversifizierung bieten können. Abbildung 9 (am Ende des Berichts) zeigt die wöchentlichen Renditen in US-Dollar für eine breite Auswahl an Schwellenländern und Frontiermärkten sowie deren Korrelation mit dem S&P 500 und dem MSCI World Index, die wir als Indikatoren für globale Aktien heranziehen. Insgesamt ist die Korrelation zwischen diesen Märkten ziemlich gering, ebenso wie ihre Sensibilität gegenüber Entwicklungen, die sich auf globale Aktien auswirken. Wie zum Beispiel in Abbildung 2 dargestellt, liegt die Korrelation zwischen dem S&P 500 und dem MSCI World ex-US – ein Indikator für Industrieländer ohne USA – mit globalen Aktien beispielsweise bei 0,98 bzw. 0,9, während sie zwischen globalen Aktien und den MSCI-Indizes für Schwellen- und Frontiermärkte bei 0,73 bzw. 0,75 liegt.

Abbildung 2: Schwellen- und Frontiermärkte eignen sich gut zur Portfoliodiversifizierung
5-Jahres-Korrelation der wöchentlichen Gesamtrenditen in USD mit dem MSCI World Index.



Quelle: MSCI, Bloomberg, UBS, per März 2025

Ermittlung künftiger Wachstumschampions

Grundsätzlich wird das Wirtschaftswachstum von zwei Hauptkomponenten angetrieben: der Veränderung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (d.h. der Demografie) und der Veränderung der Produktionsleistung jedes Arbeitnehmers (d.h. der Produktivität). Daher ist es wichtig, diese beiden Faktoren zu betrachten, um zu beurteilen, welche Volkswirtschaften in Zukunft voraussichtlich zu den Wachstumschampions gehören werden.

Tabelle 1 enthält eine Zusammenfassung der aktuellen demografischen Prognose, die vom US Census Bureau für mehrere Schwellenländer und Frontiermärkte erstellt wurde. In den kommenden zehn Jahren werden Länder in Subsahara-Afrika wie Kenia und Nigeria sowie Ägypten und Pakistan voraussichtlich am stärksten vom demografischen Rückenwind profitieren. Ihre Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter dürfte in diesem Zeitraum um über 2% pro Jahr wachsen. Auch andere Volkswirtschaften wie Saudi-Arabien oder die Philippinen dürfen von der günstigen demografischen Entwicklung profitieren können, wenn auch in geringerem Masse. Am anderen Ende des EM-Spektrums wird erwartet, dass der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter das Wachstum in mehreren asiatischen Volkswirtschaften und in Ländern wie Polen belasten wird.

Diese Volkswirtschaften werden in den kommenden Jahren wahrscheinlich nicht nur einen Rückgang der erwerbsfähigen Bevölkerung erleben, sondern auch eine zunehmende Überalterung der Bevölkerung, was ihr Wachstumspotenzial in Zukunft weiter bremsen dürfte. Eine wichtige Kennzahl, auf die man in diesem Zusammenhang

achten sollte, ist der Altersabhängigkeitsquotient, der das Verhältnis der «abhängigen» Personen (d.h. Personen unter 15 oder über 64 Jahren) zur Bevölkerung im Erwerbsalter misst. Südkorea, Taiwan, Thailand und Festlandchina werden voraussichtlich den grössten Anstieg des Altersabhängigkeitsquotienten unter den Märkten in unserer Stichprobe verzeichnen. Ein steigender Altersabhängigkeitsquotient ist in der Regel ein Wachstumshemmnis, da er die Regierungen unter Druck setzt, die Ausgaben für die Unterstützung älterer Menschen zu erhöhen – was sich in der Regel in höheren Steuern oder einer höheren Verschuldung niederschlägt. Zudem kann er sich negativ auf die Anlagequoten auswirken, da ältere Menschen im Vergleich zu Menschen im erwerbsfähigen Alter weniger sparen können.

Tabelle 1: In den meisten Schwellen- und Frontiermärkten wird mit einem Anstieg der Erwerbsbevölkerung gerechnet

Demografische Prognosen

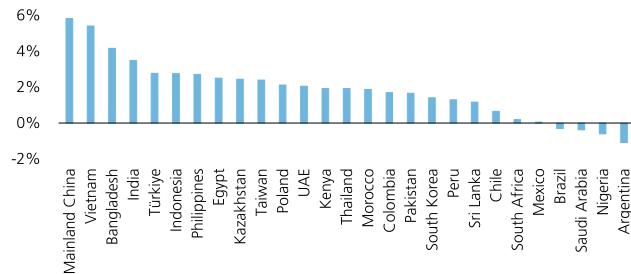
Economy	working-age population growth forecast (2025-2035)	working-age population growth forecast annualised (2025-2035)	change in the dependency ratio (2025-2035)
Nigeria	31%	2.7%	-4.3
Kenya	29%	2.5%	-8.6
Egypt	25%	2.3%	-15.4
Pakistan	23%	2.1%	-6.9
Saudi Arabia	16%	1.5%	-1.3
Philippines	15%	1.4%	-1.1
South Africa	13%	1.2%	-4.8
Kazakhstan	11%	1.1%	-4.3
Peru	9%	0.8%	-2.1
India	8%	0.8%	-1.2
Mexico	8%	0.7%	0.2
Morocco	7%	0.7%	0.5
Argentina	7%	0.6%	-5.7
Indonesia	7%	0.6%	-0.3
Bangladesh	7%	0.6%	1.6
Vietnam	6%	0.6%	2
UAE	5%	0.5%	4.4
Türkiye	3%	0.3%	2.9
Brazil	1%	0.1%	5.7
Colombia	1%	0.1%	4.2
Chile	0%	0.0%	4
Sri Lanka	-1%	-0.1%	4.6
Mainland China	-6%	-0.6%	6
Poland	-7%	-0.8%	2.1
Thailand	-8%	-0.9%	13.3
Taiwan	-9%	-1.0%	13.9
South Korea	-11%	-1.2%	14.4

Quelle: Volkszählung in den USA, UBS, Prognosen vom November 2024

Neben demografischen Entwicklungen ist die Steigerung der Produktivität ein wesentlicher Faktor für nachhaltiges Wachstum. In den letzten Jahren haben die asiatischen Volkswirtschaften die stärksten Produktivitätszuwächse verzeichnet. Volkswirtschaften wie Festlandchina, Vietnam, Bangladesch und insbesondere Indien konnten in den vergangenen Jahren sehr grosse Produktivitätssteigerungen erzielen, während Argentinien, Nigeria, Saudi-Arabien und Brasilien das geringste Produktivitätswachstum aufwiesen.

Abbildung 3: Asiatische Volkswirtschaften liegen beim Produktivitätswachstum vorn

Durchschnittliche Veränderung der Produktionsleistung pro Arbeitnehmer in den einzelnen Märkten zwischen 2014 und 2024



Quelle: ILOSTAT, Schätzungen 2024

Allerdings eignet sich die Betrachtung der Produktivitätssteigerungen der Vergangenheit nicht wirklich als Prognoseinstrument, um vorherzusagen, welche Märkte in Zukunft das Wachstum anführen werden. So können beispielsweise diejenigen, die bezogen auf die Arbeitskosten zu einem bestimmten Zeitpunkt von wettbewerbsfähigen Arbeitskräften profitiert haben, mit zunehmendem Wohlstand an Wettbewerbsfähigkeit verlieren und müssen sich möglicherweise auf andere Faktoren stützen, um die Produktivität weiter zu steigern (z.B. technologiebasierte Produktivitätsverbesserungen).

Zu den wichtigsten Antriebsfaktoren für das Produktivitätswachstum gehören das bisherige Wachstum der Arbeitsproduktivität, die Arbeitskosten, Investitionen und die Qualität der Inlandsinstitutionen. Tabelle 2 fasst unsere Bewertung dieser Faktoren für ausgewählte Volkswirtschaften zusammen.

Tabelle 2: Ausserhalb Asiens wird das höchste Produktivitätswachstum in den Vereinigten Arabischen Emiraten und der Türkei erwartet

Treiber des Leistungswachstums pro Arbeitnehmer in allen Märkten.

Economy	Overall	labor productivity	cost of labor	investments	institutions
Vietnam	1.3	bullish	bullish	bullish	bullish
Mainland China	1.1	bullish	bearish	bullish	bullish
Bangladesh	0.9	bullish	bullish	bearish	bearish
UAE	0.7	bullish	bearish	bullish	bullish
Indonesia	0.5	bullish	neutral	bullish	bullish
India	0.3	neutral	bullish	neutral	neutral
Türkiye	0.3	bullish	neutral	neutral	neutral
Taiwan	0.2	bullish	bearish	bullish	neutral
Kazakhstan	0.2	bullish	neutral	bullish	bullish
Colombia	0.1	neutral	neutral	neutral	neutral
Morocco	0.0	neutral	bullish	neutral	neutral
Kenya	0.0	neutral	bullish	bearish	neutral
Chile	-0.1	neutral	bearish	bullish	bullish
Poland	-0.1	neutral	bearish	bullish	neutral
Philippines	-0.1	neutral	bullish	neutral	neutral
Peru	-0.1	neutral	neutral	bearish	bearish
Thailand	-0.1	neutral	neutral	neutral	neutral
Egypt	-0.2	neutral	neutral	bearish	neutral
Pakistan	-0.2	bearish	bullish	bearish	bearish
South Korea	-0.3	neutral	bearish	neutral	bullish
South Africa	-0.4	bearish	neutral	bearish	neutral
Brazil	-0.4	bearish	neutral	neutral	bearish
Saudi Arabia	-0.5	bearish	bearish	neutral	bullish
Mexico	-0.7	bearish	neutral	neutral	bearish
Nigeria	-0.7	bearish	bullish	bearish	bearish
Sri Lanka	-0.7	bearish	neutral	neutral	bearish
Argentina	-0.9	bearish	bearish	bearish	bearish

Quelle: IWF, Weltbank, ILOSTAT, Bloomberg, Asiatische Entwicklungsbank, UBS, Stand: März 2025

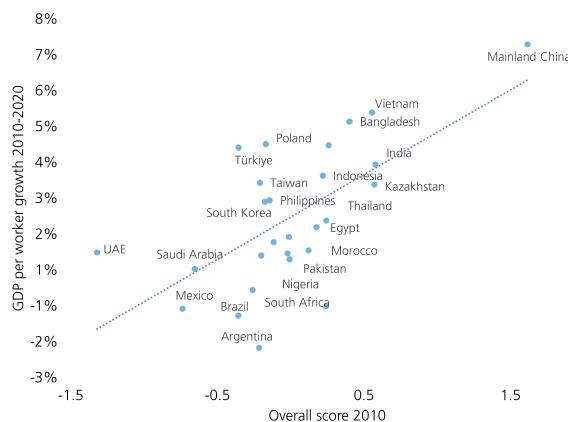
Box: Erklärung zum Produktivitäts-Score

Die Grundlage für unseren Produktivitäts-Score bilden die durchschnittliche Veränderung des Wachstums der Produktionsleistung pro Arbeitnehmer und die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden in jeder Volkswirtschaft in den letzten fünf Jahren. Der Indikator der Arbeitskosten basiert auf dem relativen Einkommen (logarithmiert) für jeden Markt im Vergleich zum Durchschnitt für die Industrieländer. Schliesslich betrachten wir die Ersparnisse in Prozent des BIP und die Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen in Prozent des BIP, um unsere Investitionskennzahl zu ermitteln. Anhand eines Durchschnitts des Political Stability Index der Weltbank und des Control of Corruption Index sowie des vom Weltwirtschaftsforum bereitgestellten Score für die Belastung durch staatliche Regulierung (Burden of Government Regulation Score) ermitteln wir ein Mass für die Qualität von Institutionen.

In der Vergangenheit bestand eine enge Korrelation zwischen diesen Indikatoren und der anschliessenden tatsächlichen Veränderung der Produktionsleistung pro Arbeitnehmer (siehe Abbildung 4). Wendet man dieses Rahmenwerk auf die neuesten Daten an, so dürften Vietnam, Festlandchina, Bangladesch, die VAE und Indonesien in den kommenden zehn Jahren ein schnelleres Produktivitätswachstum verzeichnen. Argentinien, Sri Lanka, Nigeria, Mexiko und Saudi-Arabien hingegen werden wahrscheinlich geringere Produktivitätszuwächse erzielen, sofern keine sinnvollen Strukturreformen zur Steigerung des Produktivitätswachstums durchgeführt werden.

Abbildung 4: Prognose des künftigen Produktionswachstums basierend auf dem Produktivitäts-Score

Produktivitäts-Score 2010 ggü. BIP pro Arbeitnehmer 2010–2020



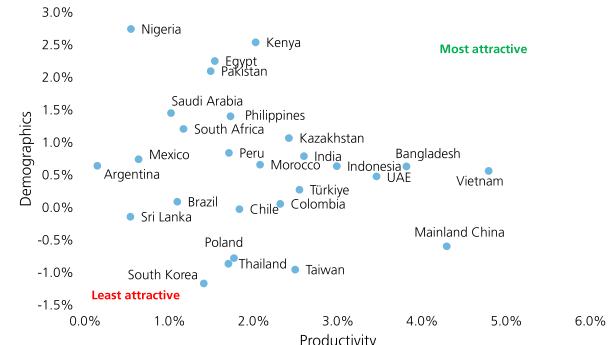
Quelle: IWF, Weltbank, WEF, ILOSTAT, Asiatische Entwicklungsbank, UBS, per März 2025

Solche Reformbemühungen sind natürlich ein wichtiger Grund, warum sich Anleger dafür entscheiden könnten, von dem systematischen, regelbasierten Ansatz abzuweichen, den wir hier anwenden. Die aktuellen Reformbemühungen Saudi-Arabiens im Rahmen seiner «Vision 2030» zielen auf Produktivitätssteigerungen in nahezu allen Wirtschaftsbereichen des Landes ab, was darauf hindeutet, dass sich die Regierung der möglichen positiven Auswirkungen von Produktivitätsverbesserungen auf das Wirtschaftswachstum durchaus bewusst ist. Sollte dies gelingen, könnte die günstige demografische Entwicklung des Landes positiv verstärkt werden, was zu besseren Wachstumsaussichten und möglicherweise zu einer Wertsteigerung lokaler Aktien führt.

Betrachtet man Produktivitätswachstum und Demografie zusammen, erhält man ein Bild des wirtschaftlichen Potenzials in den kommenden Jahren. Zu den Märkten mit guten Aussichten in Bezug auf Demografie und Produktivitätswachstum gehören Indien, Indonesien, Vietnam, die Philippinen und Bangladesch. Die demografische Stärke verschiedener afrikanischer Länder wie Kenia und Nigeria geht oft nicht mit ähnlich starken Kennzahlen für das Produktivitätswachstum einher, solange sich die Politik nicht grundlegend ändert. Für viele Volkswirtschaften in Asien gilt genau das Gegenteil.

Abbildung 5: Optimale Situation: Hohe Produktivität und demografisches Potenzial

Produktivität vs. demografisches Potenzial, dargestellt durch unseren Produktivitäts-Score und die jährlichen Wachstumsprognosen des US Census Bureau zur Erwerbsbevölkerung für die kommenden zehn Jahre



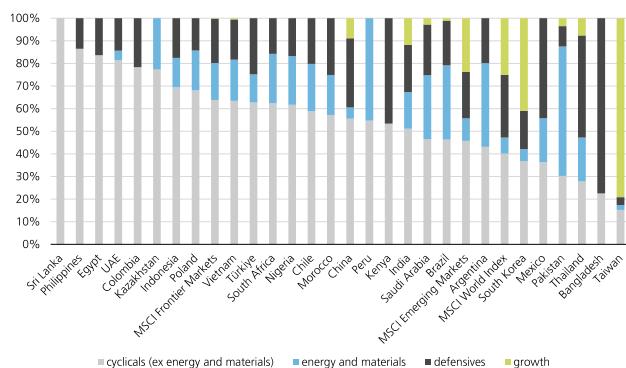
Quelle: US Census Bureau, IWF, Weltbank, WEF, ILOSTAT, Asiatische Entwicklungsbank, UBS, per März 2025

BIP- und EPS-Wachstum: Synchron oder nicht

Das BIP-Wachstum korreliert in der Regel positiv mit dem Gewinnwachstum je Aktie (EPS), da eine wirtschaftliche Expansion in der Regel ein günstiges Umfeld für Unternehmen schafft. Eine stärkere Konsumentennachfrage, Investitionen und allgemein eine regere Geschäftstätigkeit wirken sich üblicherweise unterstützend auf die Unternehmensgewinne aus. Allerdings können sich das BIP- und das Gewinnwachstum aus diversen Gründen manchmal voneinander entkoppeln.

Zum einen sind Märkte mit einem hohen Anteil an internationalen Erträgen für gewöhnlich weniger anfällig für inländische BIP-Entwicklungen. Auch die Marktstruktur spielt eine Rolle. Unter sonst gleichen Bedingungen ist es wahrscheinlich, dass Märkte mit einem höheren Anteil an zyklischen Sektoren eine stärkere Korrelation zwischen Ertrags- und BIP-Wachstum aufweisen. Zum anderen können ausländische Anleger in einigen Regionen nur in Teilbereiche des Aktienmarkts investieren oder ihre Beteiligung an bestimmten Unternehmen ist durch Quoten begrenzt. Daher ist das Anlageuniversum eines Markts (d.h. der Aktienindex) möglicherweise nicht repräsentativ für die Wirtschaft.

Abbildung 6: Die Zusammensetzung der Sektoren variiert je nach Markt deutlich



Quelle: Bloomberg, MSCI, per Februar 2025

Zu den zyklischen Sektoren gehören die Bereiche Nicht-Basiskonsumgüter, Finanzen, Industrie, Immobilien, Energie und Rohstoffe, während die defensiven Sektoren Kommunikationsdienstleistungen, Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorgungsunternehmen umfassen. In die Wachstumskategorie fallen Aktien aus dem Technologiesektor. Die Bereiche Energie und Rohstoffe behandeln wir getrennt von anderen zyklischen Sektoren, da sie in der Regel einen hohen Anteil an Exporteuren aufweisen, die per Definition weniger von der Entwicklung der Binnenwirtschaft beeinflusst werden.

Schliesslich gibt es noch einen weiteren wichtigen – wenn auch weniger offensichtlichen – Grund für eine Diskrepanz zwischen BIP und Rentabilität: die Verwässerung (d.h. die fortlaufende Nettoemission von Aktien durch Unternehmen). Während die Beschaffung von Barmitteln für Unternehmen unter bestimmten Umständen eine Notwendigkeit darstellen kann, beispielsweise zur Finanzierung neuer Investitionen und zur Umsetzung neuer Projekte, wirkt sich eine Verwässerung in den meisten Fällen negativ auf Anleger aus, da sie tendenziell Druck auf den Gewinn je Aktie (EPS) der Unternehmen ausübt. Darüber hinaus kann eine übermässige Verwässerung auch ein Signal dafür sein, dass Unternehmen auf einem Markt andere Ziele verfolgen als die reine Maximierung des Shareholder Value. Hierbei ist zu beachten, dass die Emission von Aktien insbesondere für Schwellenländer ein Problem darstellt.

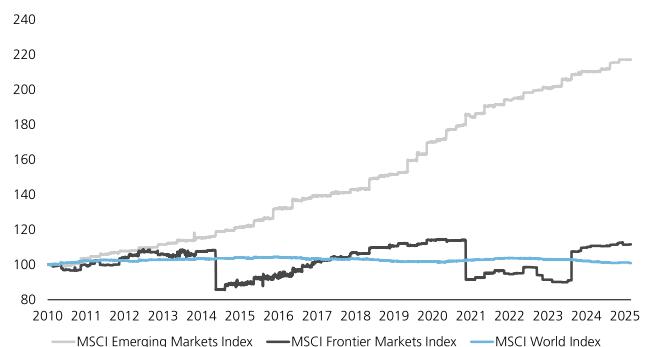
Wie in Abbildung 7 ersichtlich, ist die Anzahl der Aktien im MSCI World Index in den letzten zehn Jahren zwar weitgehend stabil geblieben, im MSCI Emerging Markets Index hat sie sich jedoch im gleichen Zeitraum mehr als verdoppelt. Dies hat dazu beigetragen, dass der EPS in den Schwellenländern über die letzten zehn Jahre im Wesentlichen stagnierte (in geringerem Masse hat auch die Währungsabwertung den Schwellenmarkt-EPS im selben Zeitraum belastet), wohingegen die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) des EPS im S&P 500 im hohen einstelligen Bereich liegt. Nach unseren Berechnungen hat die Verwässerung der Aktien in den letzten zehn Jahren bezogen auf die CAGR des Schwellenmarkt-EPS zu einem Rückgang von 6% geführt. Mit anderen Worten: Der Gesamt-Nettogewinn hätte

positiv wachsen können, aber der Verwässerungseffekt im Laufe der Jahre hat die Gewinne der Aktionäre, was die Erträge betrifft, aufgezehrt. Weitere Einzelheiten zu den Auswirkungen der Verwässerung einzelner Märkte auf den Gewinn je Aktie finden Sie in unserem Bericht «Kann sich der Schwellenmarkt-EPS in den kommenden zehn Jahren erholen?» (nur auf Englisch verfügbar), der am 20. September 2023 veröffentlicht wurde.

Abbildung 7: Das Eigenkapitalangebot in den

Schwellenländern hat sich deutlich erhöht

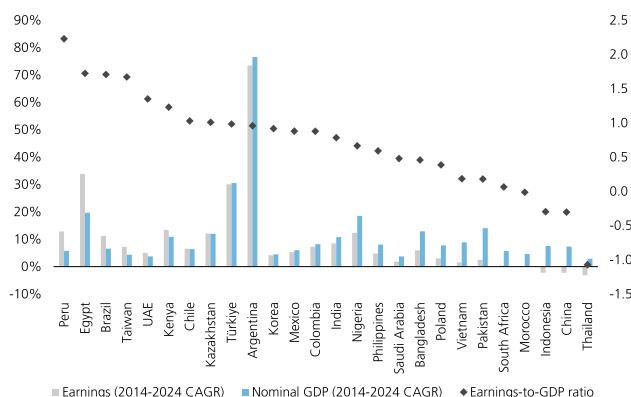
Emission von Aktien in den einzelnen Märkten (abgebildet durch den jeweiligen Index-Divisor)



Quelle: Bloomberg, per Februar 2025

Aus all diesen Gründen führen selbst schnell wachsende Volkswirtschaften nicht unbedingt zu boomenden Aktienmärkten. Die Identifizierung schnell wachsender Volkswirtschaften ist zwar ein wichtiger Schritt für Anleger, reicht aber allein nicht aus. Tatsächlich ist es von entscheidender Bedeutung, auch zu verstehen, in welchen Märkten sich das Wirtschaftswachstum besser in ein EPS-Wachstum umwandeln lässt. Aus einer Top-down-Perspektive lässt sich dies einfach anhand des historischen Verhältnisses zwischen BIP- und EPS-Wachstum beurteilen. Wie in Abbildung 8 dargestellt, ist es Brasilien, Taiwan und den Vereinigten Arabischen Emiraten unter den grossen Märkten in den letzten zehn Jahren am besten gelungen, BIP-Wachstum in EPS-Wachstum zu überführen.

Abbildung 8: Das EPS-Wachstum folgt in der Regel dem nominalen BIP in unterschiedlichem Masse
Wachstum von nominalem BIP und EPS in den einzelnen Märkten (CAGR 2014–2024, links) sowie deren Verhältnis (rechts)



Quelle: IWF, Bloomberg, per Februar 2025

Die CAGR für das argentinische BIP wurde aufgrund der verfügbaren Daten für den Zeitraum von 2017 bis 2024 berechnet.

Ägypten, Peru und Kenia schneiden in Bezug auf diese Kennzahl ebenfalls gut ab. Wir interpretieren diese Ergebnisse allerdings vorsichtiger, da diese Märkte nur eine sehr begrenzte Anzahl von Aktien aufweisen. Am anderen Ende des Spektrums ist es in Thailand und auf dem chinesischen Festland schwierig, das BIP- in EPS-Wachstum umzuwandeln.

Schlussfolgerungen

Märkte, die von schnell wachsenden Volkswirtschaften und einem hohen Verhältnis von EPS- zu BIP-Wachstum gestützt werden, können Anlegern eine attraktive Kombination bieten. In unserem letzten Schritt betrachten wir nun das Wachstumspotenzial jedes Markts und untersuchen, inwieweit sich dort das Wirtschaftswachstum in EPS-Wachstum überführen lässt. Zur Bewertung des Wachstumspotenzials der einzelnen Volkswirtschaften ziehen wir den Durchschnitt der Wachstumsrate, die sich aus der Analyse der oben beschriebenen Produktivitäts- und Demografiefaktoren ergibt, und der offiziellen BIP-Prognosen des IWF heran. Die Verwendung eines Durchschnittswerts dürfte die Zuverlässigkeit unserer Ergebnisse erhöhen, da wir langfristige Wachstumsprognosen modellieren. Der Weltwirtschaftsausblick des IWF konzentriert sich nur auf die kommenden fünf Jahre, bezieht dafür aber relevante länderspezifische Aspekte ein, die von unserem systematischen Ansatz nicht abgedeckt werden.

Darüber hinaus berücksichtigen wir auch die Branchenzusammensetzung des jeweiligen Markts. Länder mit einem hohen Anteil an zyklischen Sektoren dürfen

sensibler auf die Entwicklung des Inlands-BIP reagieren. Abschliessend beziehen wir die Differenz zwischen dem Gewinn je Aktie und dem Gesamtgewinnwachstum in den letzten fünf Jahren als Indikator für die Verwässerung auf den Märkten ein. Wie bereits erläutert, war die Verwässerung der Gewinne in Schwellenländern historisch gesehen tatsächlich erheblich und kann die Korrelation zwischen BIP- und EPS-Wachstum weiter schwächen. Bei ansonsten identischen Bedingungen halten wir Märkte für attraktiver, in denen das EPS-Wachstum das Gesamtgewinnwachstum übertroffen hat.

In diesem Rahmen erweisen sich die Vereinigten Arabischen Emirate, Kasachstan, Ägypten, die Philippinen und Indien als die interessantesten Märkte (siehe Tabelle 3 am Ende des Berichts). Allerdings sind wir bei Kasachstan und Ägypten zurückhaltend, da es in diesen Märkten nur eine Handvoll Aktien gibt, was die Ergebnisse weniger zuverlässig macht.

Zusammenfassend lässt sich unseres Erachtens sagen, dass der in diesem Bericht beschriebene Ansatz zwar einen nützlichen Rahmen für die Identifizierung attraktiver Anlagechancen in Schwellenländern und Frontiermärkten mit langfristigem Horizont bietet, letztlich jedoch ein aktiver Ansatz die beste Möglichkeit für Anleger darstellt, sich zu engagieren. Diese Märkte sind im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum durchaus attraktiv, bergen jedoch auch sehr hohe idiosynkratische Risiken. Des Weiteren haben wir aufgezeigt, dass es verschiedene Möglichkeiten gibt, wie sich Aktienmarktindizes von der inländischen Wachstumsentwicklung abkoppeln können. Aus diesem Grund sind wir der Ansicht, dass es nicht der beste Ansatz ist, sich beim Aufbau eines Engagements in dieser Anlageklasse ausschliesslich auf Marktindizes zu verlassen. Stattdessen empfehlen wir Anlegern, hierfür aktive Möglichkeiten in Betracht zu ziehen.

Wie sollte man anlegen?

Unser langfristiges Anlagethema basiert auf strukturellen Faktoren und eignet sich für Anleger, die bereit sind, über mehrere Geschäftszyklen hinweg zu investieren. Wie zuvor erwähnt, sind wir der Ansicht, dass angesichts der Komplexität und der hohen spezifischen Risiken dieser Märkte ein aktiver Anlageansatz der beste Weg ist, in dieses Thema zu investieren.

Referenzliste

Die Referenzliste am Ende des Berichts enthält eine Auflistung der grössten Aktien in den Top-10-Märkten, die in Tabelle 3 aufgeführt sind. Bei Marktindizes mit mehr als 20 Werten haben wir die 20 grössten Aktien im Index

ausgewählt. Wir verweisen darauf, dass diese Liste lediglich Referenzzwecken dient und keine Empfehlung darstellt.

Nachhaltigkeitsaspekte

von *Stephanie-WI Choi*

Ab 2024 wird die jährliche Finanzierungslücke zur Erreichung der Ziele der Vereinten Nationen für nachhaltige Entwicklung (UN SDGs) auf USD 4 Bio. geschätzt – eine Zahl, die in diesem Jahrzehnt trotz konsequenter Bemühungen zur Förderung einer nachhaltigen Finanzierung weiter gestiegen ist. Der Entwicklungsbedarf der Schwellen- und Frontiermärkte macht den Grossteil dieser Lücke aus und geopolitische Unsicherheiten haben die Aussichten auf öffentliche multilaterale Finanzhilfen in diesen Regionen weiter verschlechtert.

Die Beteiligung des Privatsektors wird daher immer wichtiger. Privatunternehmen können eine wichtige ergänzende Rolle zur öffentlichen Entwicklungspolitik spielen, indem sie systemische Herausforderungen in Entwicklungsländern auf zwei unterschiedliche Arten angehen.

Erstens tragen Unternehmen, die wichtige Güter und Dienstleistungen verantwortungsbewusst bereitstellen und dabei den Schwerpunkt auf Zugänglichkeit und Erschwinglichkeit legen, direkt zu den entsprechenden SDGs bei. So kann beispielsweise finanzielle Inklusion der Förderung der Armutsbekämpfung (SDG 1) sowie der Gesundheitsversorgung (SDG 3) und Bildung (SDG 4) und sogar der Grundversorgung mit sauberem Wasser und sanitären Einrichtungen (SDG 6) dienen, um nur einige zu nennen.

Zweitens können Privatunternehmen auch faire Beschäftigung, Innovationen, Infrastruktur und Governance-Standards fördern, die langfristige Multiplikatoreffekte auf lokale Gemeinschaften haben können. In manchen Fällen können Arbeitgeber zudem wichtige grundlegende soziale Dienstleistungen bereitstellen, von Wohnraum und Versicherungen bis hin zu frühkindlicher Bildung und Gesundheitsversorgung. Zu Steuerungszwecken können Investitionen in ausgewählte Unternehmen in Frontiermärkten auch bewusst oder beiläufig für SDG 8 (Menschenwürdige Arbeit und Wirtschaftswachstum) relevant sein. Bei diesem Ziel basieren die Indikatoren nicht nur auf dem BIP und der Beschäftigung, sondern beispielsweise auch auf der Materialintensität des BIP und den Arbeitsrechten.

Die relative Knappheit an Finanzmitteln in Kombination mit potenziellen Multiplikatoreffekten ist der Grund

dafür, dass Anleger im Bereich Impact Investing häufig in Schwellenländern und Frontiermärkten nach Anlagemöglichkeiten Ausschau halten, um zusätzliche und messbare Veränderungen zu bewirken. Laut dem Global Impact Investing Network (GIIN) sind die auf Schwellenländer ausgerichteten Impact Investments von USD 97 Mrd. im Jahr 2019 auf USD 132 Mrd. im Jahr 2024 gestiegen.

Wir weisen jedoch darauf hin, dass dies keineswegs bedeutet, dass alle Investitionen in Schwellen- und Frontiermärkten automatisch als nachhaltig oder wirkungsvoll angesehen werden können. Das tatsächliche SDG-Beitragspotenzial einer Investition wird massgeblich durch die konkrete Umsetzung bestimmt. Ob man in einen Dienstleister oder einen Arbeitgeber investiert, der Schwerpunkt liegt nicht auf dem «Was», sondern auf dem «Wer» und dem «Wie» – so kann die Wirkung eines Darlehens je nach den Absichten von Schuldner und Gläubiger sowie den Darlehensbedingungen und der Preisgestaltung stark variieren.

Dieser Aspekt bedeutet, dass Anlagegelegenheiten im Bereich Impact Investing in Schwellen- und Frontiermärkten in der Regel Investitionen in der Frühphase und in Privatmärkten sind, bei denen eine direkte Bewertung dieser Merkmale unter Umständen eher möglich ist. Dies hat zur Folge, dass diese Anlagegelegenheiten oft nur in begrenztem Umfang verfügbar sind, längere Investitionszyklen haben können und nicht mit traditionellen Anlage-Benchmarks vergleichbar sind – allesamt Faktoren, die das wahrgenommene Anlagerisiko erhöhen.

Für Anleger an öffentlich zugänglichen Märkten gibt es nur wenig Möglichkeiten, in diesen Regionen nachhaltig und wirkungsorientiert zu investieren, da entsprechende Gelegenheiten weiterhin rar gesät sind. In grösseren Schwellenländern werden zunehmend Nachhaltigkeitsdaten erfasst und entsprechende Vorschriften eingeführt. Beides kann die Integration nachhaltiger Investitionen fördern, die Umsetzung kann aber dennoch sehr individuell ausfallen.

Abbildung 9: Korrelation zwischen Schwellenländern, Frontiermärkten und globalen Aktien
5-Jahres-Korrelation der wöchentlichen Gesamtrenditen in USD

	Argentina	Bangladesh	Brazil	Chile	China	Colombia	Egypt	India	Indonesia	Kazakhstan	Kenya	South Korea	Mexico	Morocco	Nigeria	Pakistan	Philippines	Poland	Saudi Arabia	South Africa	Sri Lanka	Taiwan	Thailand	Türkiye	UAE	Vietnam	MSCI Emerging Markets	MSCI Frontier Markets	S&P 500	MSCI World Index	MSCI World ex US	
Argentina	1.00																															
Bangladesh	0.11	1.00																														
Brazil	0.52	0.19	1.00																													
Chile	0.36	0.03	0.57	1.00																												
China	0.15	0.13	0.34	0.34	1.00																											
Colombia	0.44	0.18	0.62	0.55	0.25	1.00																										
Egypt	-0.05	0.00	0.06	-0.05	-0.05	0.00	1.00																									
India	0.35	0.14	0.52	0.39	0.34	0.43	0.06	1.00																								
Indonesia	0.08	0.06	0.12	-0.05	0.02	0.05	0.04	0.24	1.00																							
Kazakhstan	0.31	0.05	0.33	0.34	0.24	0.38	0.00	0.45	0.01	1.00																						
Kenya	0.10	0.05	0.06	0.13	0.03	0.18	-0.09	0.11	0.04	0.13	1.00																					
South Korea	0.31	0.14	0.56	0.53	0.47	0.60	0.00	0.60	0.09	0.39	0.13	1.00																				
Mexico	0.51	0.15	0.66	0.57	0.36	0.57	-0.03	0.50	0.09	0.38	0.13	0.61	1.00																			
Morocco	0.20	0.19	0.34	0.18	0.23	0.34	0.05	0.42	0.23	0.28	0.08	0.33	0.31	1.00																		
Nigeria	0.13	0.10	-0.06	0.09	0.09	-0.10	0.02	0.06	0.02	0.10	0.06	0.11	0.13	1.00																		
Pakistan	0.11	0.07	0.04	-0.09	0.03	-0.03	0.03	0.16	0.21	0.02	0.09	0.02	0.07	0.15	-0.01	1.00																
Peru	0.39	0.10	0.57	0.57	0.37	0.49	-0.11	0.44	0.02	0.28	0.07	0.52	0.63	0.21	0.09	0.05	1.00															
Philippines	0.29	0.16	0.48	0.47	0.32	0.54	0.08	0.51	0.09	0.32	0.19	0.59	0.51	0.34	0.08	0.01	0.44	1.00														
Poland	0.38	0.10	0.52	0.48	0.36	0.53	0.01	0.55	0.13	0.50	0.15	0.62	0.65	0.34	0.08	-0.01	0.52	0.43	1.00													
Saudi Arabia	0.25	0.11	0.28	0.31	0.17	0.38	-0.05	0.29	0.00	0.20	0.11	0.31	0.31	0.12	0.06	-0.01	0.27	0.23	0.31	1.00												
South Africa	0.42	0.13	0.60	0.58	0.53	0.56	-0.02	0.59	0.12	0.35	0.06	0.67	0.68	0.31	0.06	0.07	0.61	0.49	0.64	0.39	1.00											
Sri Lanka	0.04	0.07	0.08	0.14	0.19	0.04	0.05	0.15	0.15	-0.03	0.12	0.10	0.10	0.11	0.05	0.11	0.14	0.07	0.09	-0.08	0.17	1.00										
Taiwan	0.06	0.09	0.02	0.04	0.10	0.14	0.04	0.09	0.14	0.07	0.10	0.19	0.08	0.22	0.12	0.01	0.04	0.13	0.17	0.03	0.15	0.14	1.00									
Thailand	0.31	0.09	0.51	0.47	0.38	0.45	-0.03	0.56	0.18	0.31	0.16	0.58	0.55	0.24	0.12	0.06	0.45	0.51	0.58	0.39	0.58	0.13	0.08	1.00								
Türkiye	0.25	0.04	0.31	0.25	0.16	0.29	0.04	0.38	0.09	0.28	0.10	0.25	0.32	0.17	0.07	0.05	0.23	0.23	0.30	0.21	0.32	0.06	-0.04	0.31	1.00							
UAE	0.03	0.04	-0.01	-0.15	-0.12	-0.09	0.03	0.10	0.44	0.05	0.08	-0.04	-0.05	0.12	0.08	0.19	-0.06	-0.04	-0.03	0.03	-0.02	0.05	0.10	0.04	0.05	0.05	1.00					
Vietnam	0.22	0.10	0.31	0.23	0.28	0.31	0.00	0.34	0.13	0.21	0.20	0.36	0.29	0.27	0.05	0.12	0.25	0.36	0.23	0.26	0.23	0.14	0.19	0.34	0.15	0.17	1.00					
MSCI Emerging Markets	0.38	0.19	0.62	0.56	0.81	0.56	-0.01	0.69	0.11	0.43	0.14	0.82	0.84	0.40	0.10	0.06	0.58	0.60	0.64	0.36	0.78	0.18	0.20	0.66	0.32	-0.07	0.43	1.00				
MSCI Frontier Markets	0.48	0.21	0.63	0.58	0.43	0.75	0.01	0.64	0.12	0.50	0.30	0.72	0.66	0.50	0.17	0.09	0.64	0.84	0.62	0.36	0.63	0.14	0.20	0.61	0.33	0.00	0.57	0.76	1.00			
S&P 500	0.49	0.11	0.52	0.47	0.33	0.53	0.01	0.58	0.05	0.38	0.12	0.67	0.62	0.33	0.08	0.06	0.50	0.49	0.52	0.37	0.61	0.11	0.14	0.46	0.30	-0.03	0.40	0.65	0.68	1.00		
MSCI World Index	0.50	0.13	0.57	0.53	0.40	0.60	0.01	0.64	0.08	0.45	0.14	0.74	0.68	0.37	0.09	0.05	0.54	0.55	0.63	0.39	0.68	0.11	0.15	0.55	0.33	-0.04	0.41	0.73	0.75	0.98	1.00	
MSCI World ex US	0.44	0.14	0.58	0.58	0.47	0.66	0.03	0.65	0.12	0.53	0.14	0.78	0.71	0.41	0.10	-0.01	0.57	0.58	0.78	0.40	0.74	0.09	0.15	0.66	0.36	-0.05	0.38	0.80	0.79	0.78	0.90	1.00

UBS, MSCI, per März 2025

Tabelle 3: Die VAE, Kasachstan, Ägypten, die Philippinen und Indien sind in unserer Stichprobe die attraktivsten Märkte

Market	expected GDP growth	growth rank	% cyclicals (excluding energy and materials)	% cyclicals rank	E/GDP (last 10y)	E/GDP rank	dilution proxy (EPS vs earnings growth, last 5y)	dilution proxy rank	overall rank
UAE	4.3%	8	81%	3	1.4	5	2%	9	1
Egypt	4.3%	7	84%	2	1.7	2	-5%	19	2
Kazakhstan	3.5%	11	77%	5	1.0	8	6%	6	2
India	5.0%	3	51%	17	0.8	14	8%	3	4
Philippines	4.7%	5	86%	1	0.6	16	-4%	17	5
Peru	2.5%	17	55%	15	2.2	1	2%	10	6
Türkiye	3.1%	13	63%	9	1.0	9	-1%	13	7
Indonesia	4.3%	6	69%	6	-0.3	24	1%	11	8
Vietnam	5.6%	1	63%	8	0.2	20	-4%	18	8
Taiwan	2.1%	18	15%	26	1.7	4	10%	2	10
Kenya	4.8%	4	53%	16	1.2	6	-28%	25	11
Bangladesh	5.4%	2	22%	25	0.5	18	3%	7	12
Chile	2.1%	19	59%	12	1.0	7	-2%	16	13
Saudi Arabia	3.0%	15	47%	18	0.5	17	7%	4	13
Argentina	1.7%	24	43%	20	1.0	10	24%	1	15
Colombia	2.5%	16	78%	4	0.9	13	-12%	23	16
Poland	2.1%	20	68%	7	0.4	19	-2%	15	17
Nigeria	3.2%	12	62%	11	0.7	15	-20%	24	18
Brazil	1.8%	22	46%	19	1.7	3	-6%	20	19
Mexico	1.6%	25	36%	22	0.9	12	7%	5	19
South Korea	1.2%	26	37%	21	0.9	11	3%	8	21
South Africa	1.9%	21	62%	10	0.1	22	-2%	14	22
China	3.8%	9	56%	14	-0.3	25	-11%	22	23
Morocco	3.0%	14	57%	13	0.0	23	-8%	21	24
Pakistan	3.7%	10	30%	23	0.2	21	-29%	26	25
Thailand	1.8%	23	28%	24	-1.1	26	0%	12	26

Quelle: IWF, MSCI, Bloomberg, UBS, per März 2025

Tabelle 4: Referenzliste für Unternehmen in Schwellenländern und Frontiermärkten. Hierbei handelt es sich nicht um eine Empfehlungsliste

Company	MSCI Index	Market cap in USD mn as of 18 March 2025
Emaar Properties PJSC	MSCI UAE	32,489
First Abu Dhabi Bank PJSC	MSCI UAE	42,895
Emirates Telecommunications Group Co PJSC	MSCI UAE	41,344
Emirates NBD Bank PJSC	MSCI UAE	35,000
Aldar Properties PJSC	MSCI UAE	18,625
Abu Dhabi Commercial Bank PJSC	MSCI UAE	21,127
Abu Dhabi Islamic Bank PJSC	MSCI UAE	16,851
Dubai Islamic Bank PJSC	MSCI UAE	14,826
ADNOC Drilling Co PJSC	MSCI UAE	22,218
Emaar Development PJSC	MSCI UAE	13,777
Abu Dhabi National Oil Co for Distribution PJSC	MSCI UAE	11,776
Americana Restaurants International PLC - Foreign Co	MSCI UAE	4,885
Multiply Group PJSC	MSCI UAE	5,489
Commercial International Bank - Egypt (CIB)	MSCI EGYPT	4,695
Eastern Co SAE	MSCI EGYPT	1,834
Talaat Moustafa Group	MSCI EGYPT	2,198
Kaspi.KZ JSC	MSCI KAZAKHSTAN	19,868
NAC Kazatomprom JSC	MSCI KAZAKHSTAN	9,492
Halyk Savings Bank of Kazakhstan JSC	MSCI KAZAKHSTAN	7,379
HDFC Bank Ltd	MSCI INDIA	150,708
Reliance Industries Ltd	MSCI INDIA	193,138
ICICI Bank Ltd	MSCI INDIA	103,216
Infosys Ltd	MSCI INDIA	76,062
Bharti Airtel Ltd	MSCI INDIA	107,569
Tata Consultancy Services Ltd	MSCI INDIA	145,793
Mahindra & Mahindra Ltd	MSCI INDIA	38,754
Bajaj Finance Ltd	MSCI INDIA	61,188
Axis Bank Ltd	MSCI INDIA	36,878
Kotak Mahindra Bank Ltd	MSCI INDIA	45,652
Larsen & Toubro Ltd	MSCI INDIA	50,275
Hindustan Unilever Ltd	MSCI INDIA	58,773
Sun Pharmaceutical Industries Ltd	MSCI INDIA	47,110
Zomato Ltd	MSCI INDIA	22,646
HCL Technologies Ltd	MSCI INDIA	48,306
Maruti Suzuki India Ltd	MSCI INDIA	41,849
NTPC Ltd	MSCI INDIA	37,049
Tata Motors Ltd	MSCI INDIA	28,034
State Bank of India	MSCI INDIA	74,352

Quelle: UBS, Bloomberg, MSCI, per 18. März 2025

Tabelle 4: Referenzliste für Unternehmen in Schwellenländern und Frontiermärkten. Hierbei handelt es sich nicht um eine Empfehlungsliste

Company	MSCI Index	Market cap in USD mn as of 18 March 2025
Power Grid Corp of India Ltd	MSCI INDIA	28,646
International Container Terminal Services Inc	MSCI PHILIPPINES	13,902
BDO Unibank Inc	MSCI PHILIPPINES	14,996
Bank of the Philippine Islands	MSCI PHILIPPINES	12,420
SM Prime Holdings Inc	MSCI PHILIPPINES	11,817
SM Investments Corp	MSCI PHILIPPINES	17,336
Ayala Corp	MSCI PHILIPPINES	6,589
Ayala Land Inc	MSCI PHILIPPINES	5,675
Manila Electric Co	MSCI PHILIPPINES	9,893
Metropolitan Bank & Trust Co	MSCI PHILIPPINES	5,709
Jollibee Foods Corp	MSCI PHILIPPINES	5,038
PLDT Inc	MSCI PHILIPPINES	5,139
Credicorp Ltd	MSCI PERU	15,157
Southern Copper Corp	MSCI PERU	77,930
Cia de Minas Buenaventura SAA	MSCI PERU	3,905
BIM Birlesik Magazalar AS	MSCI TURKEY	8,546
Akbank TAS	MSCI TURKEY	10,662
Turk Hava Yollari AO	MSCI TURKEY	12,584
Aselsan Elektronik Sanayi Ve Ticaret AS	MSCI TURKEY	15,151
Turkiye Is Bankasi AS	MSCI TURKEY	11,132
Turkiye Petrol Rafinerileri AS	MSCI TURKEY	7,686
KOC Holding AS	MSCI TURKEY	12,635
Turkcell Iletisim Hizmetleri AS	MSCI TURKEY	6,571
Yapi ve Kredi Bankasi AS	MSCI TURKEY	7,744
Haci Omer Sabanci Holding AS	MSCI TURKEY	6,187
Eregli Demir ve Celik Fabrikalari TAS	MSCI TURKEY	4,889
Ford Otomotiv Sanayi AS	MSCI TURKEY	10,203
Pegasus Hava Tasimacılıgi AS	MSCI TURKEY	3,839
Turkiye Sise ve Cam Fabrikalari AS	MSCI TURKEY	3,394
Coca-Cola Icecek AS	MSCI TURKEY	4,400
Sasa Polyester Sanayi AS	MSCI TURKEY	4,797
Bank Central Asia Tbk PT	MSCI INDONESIA	64,644
Bank Rakyat Indonesia Persero Tbk PT	MSCI INDONESIA	35,395
Bank Mandiri Persero Tbk PT	MSCI INDONESIA	26,634
Telkom Indonesia Persero Tbk PT	MSCI INDONESIA	14,618
Astra International Tbk PT	MSCI INDONESIA	11,405
GoTo Gojek Tokopedia Tbk PT	MSCI INDONESIA	5,738
Bank Negara Indonesia Persero Tbk PT	MSCI INDONESIA	9,847

Quelle: UBS, Bloomberg, MSCI, per 18. März 2025

Tabelle 4: Referenzliste für Unternehmen in Schwellenländern und Frontiermärkten. Hierbei handelt es sich nicht um eine Empfehlungsliste

Company	MSCI Index	Market cap in USD mn as of 18 March 2025
Chandra Asri Pacific Tbk PT	MSCI INDONESIA	35,079
Sumber Alfaria Trijaya Tbk PT	MSCI INDONESIA	6,153
Amman Mineral Internasional PT	MSCI INDONESIA	28,079
United Tractors Tbk PT	MSCI INDONESIA	5,282
Indofood Sukses Makmur Tbk PT	MSCI INDONESIA	3,895
Charoen Pokphand Indonesia Tbk PT	MSCI INDONESIA	4,319
Indofood CBP Sukses Makmur Tbk PT	MSCI INDONESIA	7,786
Alamtri Resources Indonesia Tbk PT	MSCI INDONESIA	3,404
Kalbe Farma Tbk PT	MSCI INDONESIA	3,030
Barito Pacific Tbk PT	MSCI INDONESIA	4,430
Hoa Phat Group JSC	MSCI VIETNAM	6,977
Vingroup JSC	MSCI VIETNAM	7,803
Bank for Foreign Trade of Vietnam JSC	MSCI VIETNAM	22,027
Masan Group Corp	MSCI VIETNAM	3,972
Vinhomes JSC	MSCI VIETNAM	7,690
Vietnam Dairy Products JSC	MSCI VIETNAM	5,157
SSI Securities Corp	MSCI VIETNAM	1,917
Vietnam Prosperity JSC Bank	MSCI VIETNAM	6,278
Duc Giang Chemicals JSC	MSCI VIETNAM	1,592
Vincom Retail JSC	MSCI VIETNAM	1,706
VNDirect Securities Corp	MSCI VIETNAM	888
Khang Dien House Trading and Investment JSC	MSCI VIETNAM	1,315
VIX Securities JSC	MSCI VIETNAM	703
Vietjet Aviation JSC	MSCI VIETNAM	2,102
Vietcap Securities JSC	MSCI VIETNAM	1,110
Saigon - Hanoi Commercial Joint Stock Bank	MSCI VIETNAM	1,792
Vietnam Export Import Commercial JSB	MSCI VIETNAM	1,485
Kinh Bac City Development Holding Corp	MSCI VIETNAM	894
Bank for Investment and Development of Vietnam JSC	MSCI VIETNAM	10,901
Saigon Thuong Tin Commercial JSB	MSCI VIETNAM	2,869
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	MSCI TAIWAN	762,057
MediaTek Inc	MSCI TAIWAN	69,145
Hon Hai Precision Industry Co Ltd	MSCI TAIWAN	70,697
Delta Electronics Inc	MSCI TAIWAN	31,005
Fubon Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	37,260
Quanta Computer Inc	MSCI TAIWAN	29,839
CTBC Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	23,835
Cathay Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	29,330

Quelle: UBS, Bloomberg, MSCI, per 18. März 2025

Tabelle 4: Referenzliste für Unternehmen in Schwellenländern und Frontiermärkten. Hierbei handelt es sich nicht um eine Empfehlungsliste

Company	MSCI Index	Market cap in USD mn as of 18 March 2025
ASE Technology Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	21,052
United Microelectronics Corp	MSCI TAIWAN	16,781
Chunghwa Telecom Co Ltd	MSCI TAIWAN	30,081
Mega Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	17,795
Asustek Computer Inc	MSCI TAIWAN	14,041
E.Sun Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	14,489
Uni-President Enterprises Corp	MSCI TAIWAN	14,029
Yuanta Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	13,998
Accton Technology Corp	MSCI TAIWAN	11,100
Novatek Microelectronics Corp	MSCI TAIWAN	9,955
First Financial Holding Co Ltd	MSCI TAIWAN	11,709
Wistron Corp	MSCI TAIWAN	9,301

Quelle: UBS, Bloomberg, MSCI, per 18. März 2025

Anhang

Die Anlagebeurteilungen des Chief Investment Office von UBS («CIO») werden durch Global Wealth Management von UBS Switzerland AG (in der Schweiz durch die FINMA beaufsichtigt) oder deren verbundenen Unternehmen («UBS»), die Teil der UBS Group AG («UBS-Konzern») sind, aufbereitet und veröffentlicht. Der UBS-Konzern umfasst die frühere Credit Suisse AG, ihre Tochtergesellschaften, Filialen und verbundenen Unternehmen. Der für Credit Suisse Wealth Management relevante Zusatz-Disclaimer ist am Ende dieses Abschnitts zu finden.

Die Anlagebeurteilungen wurden im Einklang mit den gesetzlichen Erfordernissen zur Förderung der **Unabhängigkeit des Anlageresearch** erstellt.

Allgemeines Anlageresearch – Risikohinweise:

Diese Publikation dient **ausschliesslich zu Ihrer Information** und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Offertenstellung zum Kauf oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Die in dieser Publikation enthaltene Analyse ist nicht als persönliche Empfehlung aufzufassen und berücksichtigt weder die Anlageziele noch die Anlagestrategien oder die finanzielle Situation oder Bedürfnisse einer bestimmten Person. Sie basiert auf zahlreichen Annahmen. Unterschiedliche Annahmen können zu materiell unterschiedlichen Ergebnissen führen. Bestimmte Dienstleistungen und Produkte unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht unbeschränkt weltweit angeboten und/oder von allen Investoren erworben werden. Alle in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen, trotzdem lehnen wir jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab (ausgenommen sind Offenlegungen, die sich auf UBS beziehen). Alle Informationen und Meinungen sowie angegebenen Prognosen, Einschätzungen und Marktpreise sind nur zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Publikation aktuell und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Hierin geäusserte Meinungen können von den Meinungen anderer Geschäftsbereiche von UBS abweichen oder diesen widersprechen, da sie auf der Anwendung unterschiedlicher Annahmen und/oder Kriterien basieren.

Dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen (einschliesslich Prognosen, Werte, Indizes oder sonstiger berechneter Beträge («Werte»)) dürfen unter keinen Umständen für folgende Zwecke verwendet werden: (i) für Bewertungs- oder buchhalterische Zwecke; (ii) zur Bestimmung der fälligen oder zahlbaren Beträge, Preise oder Werte von Finanzinstrumenten oder -verträgen; oder (iii) zur Messung der Performance von Finanzinstrumenten, einschliesslich zwecks Nachverfolgung der Rendite oder Performance eines Werts, Festlegung der Vermögensallokation des Portfolios oder Berechnung der Performance Fees. Mit dem Erhalt dieses Dokuments und der Informationen sichern Sie zu und garantieren gegenüber UBS, dass Sie dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen für keinen der oben genannten Zwecke benutzen oder sich dafür in anderer Weise auf dieses Dokument oder die darin enthaltenen Informationen verlassen. UBS und ihre Direktoren oder Mitarbeiter könnten berechtigt sein, jederzeit Long- oder Short-Positionen in hierin erwähnten Anlageinstrumenten zu halten, in ihrer Eigenschaft als Auftraggeber oder Mandatsträger Transaktionen mit relevanten Anlageinstrumenten auszuführen oder für den Emittenten beziehungsweise eine mit diesem Emittenten wirtschaftlich oder finanziell verbundene Gesellschaft bzw. das Anlageinstrument selbst andere Dienstleistungen zu erbringen. Zudem könnten Mitglieder der Konzernleitung bei der Emittentin oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft als Verwaltungsräte tätig sein. Die von UBS und ihren Mitarbeitern getroffenen Anlageentscheidungen (einschliesslich der Entscheidung, Wertpapiere zu kaufen, verkaufen oder zu halten) könnten von den in den Research-Publikationen von UBS geäusserten Meinungen abweichen oder ihnen widersprechen. Bei Illiquidität des Wertpapiermarkts kann es vorkommen, dass sich gewisse Anlageprodukte nicht sofort realisieren lassen. Aus diesem Grund ist es manchmal schwierig, den Wert Ihrer Anlage und die Risiken, denen Sie ausgesetzt sind, zu quantifizieren. UBS setzt Informationsbarrieren ein, um den Informationsfluss aus einem oder mehreren Bereichen innerhalb von UBS in andere Bereiche, Einheiten, Divisionen oder verbundene Unternehmen von UBS zu steuern. Der Termin- und Optionenhandel eignet sich nicht für jeden Anleger, da ein erhebliches Verlustrisiko besteht und die Verluste den ursprünglich investierten Betrag übersteigen können. Die Wertentwicklung einer Anlage in der Vergangenheit stellt keine Gewähr für künftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Manche Anlagen können plötzlichen und erheblichen Wertverlusten unterworfen sein. Bei einer Liquidation Ihrer Anlagewerte kann es vorkommen, dass Sie weniger zurück erhalten als Sie investiert haben, oder dass man Sie zu einer Zusatzzahlung verpflichtet. Wechselkursschwankungen können sich negativ auf den Preis, Wert oder den Ertrag einer Anlage auswirken. Der/Die Analyst(en), der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, kann/können zum Zweck der Sammlung, Zusammenfassung und Interpretation von Marktinformationen mit Mitarbeitern des Trading Desk und des Vertriebs sowie anderen Gruppen interagieren.

Verschiedene Bereiche, Gruppen und Mitarbeitende innerhalb des UBS-Konzerns können **unabhängig voneinander** separate Research-Produkte erstellen und verteilen. Zum Beispiel werden Research-Publikationen des **CIO** von UBS Global Wealth Management erstellt. **UBS Global Research** hingegen wird von UBS Investment Bank erstellt. **Die Research-Methoden und Rating-Systeme der einzelnen Research-Organisationen können voneinander abweichen**, beispielsweise mit Blick auf die Anlageempfehlungen, den Anlagehorizont, Modellannahmen und Bewertungsmethoden. Somit können auch die von den einzelnen Research-Organisationen bereitgestellten Anlageempfehlungen, Ratings, Preisziele und Bewertungen voneinander abweichen oder inkonsistent sein – mit der Ausnahme bestimmter Wirtschaftsprägnosen (bei denen UBS CIO und UBS Global Research zusammenarbeiten können). Bei jedem einzelnen Research-Produkt sollten

Sie die Einzelheiten zu dessen Methodologie und Rating-System beachten. Nicht alle Kundinnen und Kunden haben Zugang zu allen Produkten von jeder Organisation. Jedes Research-Produkt unterliegt jeweils den Richtlinien und Verfahren der Organisation, von der es verfasst wird.

Die Vergütung des/der Analysten, der/die diesen Bericht erstellt hat/haben, wird ausschliesslich durch Research Management und das Senior Management (ohne Investment Banking) bestimmt. Die Vergütung der Analysten basiert nicht auf den Erträgen aus dem Investment Banking, Verkauf und Handel oder Eigenhandel. Die Vergütung kann jedoch in Bezug zu den Erträgen des UBS-Konzerns als Ganzes stehen, wozu auch das Investment Banking, der Verkauf und Handel sowie der Eigenhandel gehören.

Die steuerliche Behandlung hängt von der individuellen Situation ab und kann sich in Zukunft ändern. UBS erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung und macht keinerlei Zusicherung im Hinblick auf die steuerliche Behandlung von Vermögenswerten oder deren Anlagerenditen – weder im Allgemeinen noch in Bezug auf die Verhältnisse und Bedürfnisse eines spezifischen Kunden. Wir können nicht auf die persönlichen Anlageziele, finanziellen Situationen und Bedürfnisse unserer einzelnen Kunden eingehen und empfehlen Ihnen deshalb, vor jeder Investition Ihren Finanz- und/oder Steuerberater bezüglich möglicher – einschliesslich steuertechnischer – Auswirkungen zu konsultieren.

Dieses Material darf ohne vorherige Einwilligung von UBS nicht reproduziert werden. Sofern nicht etwas anderes schriftlich vereinbart wurde, untersagt UBS ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. UBS übernimmt keinerlei Haftung für Ansprüche oder Klagen von Dritten, die aus dem Gebrauch oder der Verteilung dieses Materials resultieren. Die Verteilung dieser Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetzgebung stattfinden. Informationen darüber, wie das CIO Konflikte regelt und die Unabhängigkeit seiner Anlagebeurteilungen, des Publikationsangebots, des Research sowie der Ratingmethoden aufrechterhält, finden Sie unter www.ubs.com/research-methodology. Weitere Informationen über die jeweiligen Autoren dieser und anderer CIO-Publikationen, auf die in diesem Bericht verwiesen wird, sowie Kopien von vergangenen Berichten zu diesem Thema können Sie bei Ihrem Kundenberater bestellen.

Wichtige Informationen über nachhaltige Anlagestrategien: Nachhaltige Anlagestrategien versuchen, die Faktoren Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG) beim Anlageprozess und Portfolioaufbau miteinzubeziehen. Strategien wenden ESG-Analysen je nach der Region unterschiedlich an und integrieren die Ergebnisse auf verschiedene Weise. Die Einbeziehung von ESG-Faktoren oder Aspekten des nachhaltigen Investierens könnte die Fähigkeit von UBS beeinträchtigen, bestimmte Anlagechancen zu nutzen oder zu empfehlen, die andernfalls zu den Anlagezielen des Kunden oder der Kundin passen würden. Die Renditen eines Portfolios, das ESG-Faktoren oder Erwägungen des nachhaltigen Investierens einbezieht, sind unter Umständen geringer oder höher als die eines Portfolios, bei dem UBS keine ESG-Faktoren, Ausschlusskriterien oder anderen Nachhaltigkeitsthemen berücksichtigt. Zudem kann ein solches Portfolio Unterschiede hinsichtlich der Anlagechancen aufweisen.

Externe Vermögensverwalter / Externe Finanzberater: Für den Fall, dass dieses Research oder die Publikation an einen externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausgegeben wird, untersagt UBS dem externen Vermögensverwalter oder Finanzberater ausdrücklich, diese an ihre Kunden und / oder Dritte weiterzugeben beziehungsweise zur Verfügung zu stellen.

USA: Vertrieb an US-Personen ausschliesslich durch UBS Financial Services Inc. oder UBS Securities LLC, Tochterunternehmen von UBS AG. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd und UBS Menkul Degerler AS sind verbundene Unternehmen von UBS AG. **UBS Financial Services Inc. übernimmt die Verantwortung für die Inhalte von Berichten, welche durch nicht in den USA ansässige Tochterunternehmen erstellt wurden, wenn diese Berichte an US-Personen weitergegeben werden. Alle Transaktionen von US-Personen mit Wertpapieren, die in dieser Publikation erwähnt werden, müssen über ein in den USA zugelassenes Brokerhaus abgewickelt werden und dürfen nicht von einem nicht in den USA ansässigen Tochterunternehmen durchgeführt werden. Der Inhalt dieser Publikation wurde und wird nicht durch irgendeine Wertpapieraufsichts- oder Investitionsbehörde in den USA oder anderswo genehmigt. UBS Financial Services Inc. ist nicht als Berater für irgendeine Kommunalbehörde oder verpflichtete Person im Sinne von Abschnitt 15B der Securities Exchange Act (die «Municipal Advisor»-Regel) tätig. Die in dieser Publikation vertretenen Meinungen und Ansichten stellen keine Empfehlung im Sinne der Municipal Advisor Rule dar und sind auch nicht als solche aufzufassen.**

Länderinformationen finden Sie unter ubs.com/cio-country-disclaimer-gr oder fragen Sie Ihren Kundenberater nach vollständigen Risikoinformationen.

Zusatz-Disclaimer für Credit Suisse Wealth Management

Dieses Dokument erhalten Sie in Ihrer Eigenschaft als Kunde von Credit Suisse Wealth Management. Ihre personenbezogenen Daten werden gemäss der Datenschutzerklärung der Credit Suisse verarbeitet, auf die Sie an Ihrem Domizil über die offizielle Website der Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com> zugreifen können. Um Ihnen Marketingmaterial zu unseren Produkten und Dienstleistungen senden zu können, ist die UBS Group AG berechtigt, Ihre grundlegenden personenbezogenen Daten zu verarbeiten (d.h. Kontaktangaben wie Name, E-Mail-Adresse), bis Sie uns mitteilen, dass Sie diese Unterlagen nicht mehr erhalten möchten. Sie können die Zusage dieser Unterlagen jederzeit durch Mitteilung an Ihren Relationship Manager widerrufen.

Längerfristige Anlagen

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben und /oder abhängig von der lokalen Einheit der Credit Suisse, von der Sie diesen Bericht erhalten, wird dieser Bericht von UBS Switzerland AG verteilt, einem von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) zugelassenen und regulierten Unternehmen.

Fassung D/2024. CIO82652744

© UBS 2025. Das Schlüsselsymbol und UBS gehören zu den eingetragenen bzw. nicht eingetragenen Markenzeichen von UBS. Alle Rechte vorbehalten.