

# ANLAGEKOMMENTAR

April 2017

## Neues von den Schwellenländern

Gehörten die Schwellenländer lange Zeit zu den Lieblingen der globalen Anleger, hat sich diese Einschätzung in den letzten Jahren bedeutend gewandelt. Dies ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, zudem möchten wir den Finger auf die Tatsache legen, dass sich unter dem Begriff «Schwellenländer» eine sehr heterogene Gruppe von Volkswirtschaften verbirgt. Im vorliegenden Anlagekommentar geben wir unsere Einschätzung zu Anlagemöglichkeiten und legen dar, weshalb wir diese gesamthaft als attraktiv einstufen.

Die BRIC-Staaten Brasilien, Russland, Indien und China werden häufig als Gruppe zusammengenommen, doch sind auch hier die Unterschiede sehr gross. Brasilien und Russland beispielsweise sind Rohstoff-Exporteure, während Indien und China zu den Rohstoff-Importeuren gehören. Auch in der «zweiten Reihe» der Schwellenländer befinden sich sehr unterschiedliche Länder wie Südkorea oder Polen (über deren Qualifizierung als Schwellenland man diskutieren mag), Indonesien, Mexiko, die Türkei, Argentinien, Thailand und Nigeria. 6 der 15 grössten bzw. 12 der 30 grössten Volkswirtschaften der Welt sind Schwellenländer, wenn man die BIP-Schätzungen für 2017 des Internationalen Währungsfonds heranzieht.

Es gibt viele Kriterien, nach welchen man die Länder unterscheiden kann, seien diese nun ökonomisch (markt- oder planwirtschaftliche Wirtschaftsordnung, Ausstattung mit Rohstoffen), politisch (Ein- oder Mehrparteiensystem, Grad der Demokratisierung bzw. der persönlichen Freiheiten) oder demographisch (Anteil der arbeitenden Bevölkerung heute, in 10 Jahren, in 20 Jahren, ...).

Die Finanzmarktteilnehmer mit ihrem Hang zu vereinfachenden Schlagwörtern haben den Begriff der «fragilen Fünf» übernommen, der im Jahr 2013 von Morgan Stanley geprägt worden war. In den Monaten Mai und Juni stiegen damals die 10-jährigen US-Staatsanleiherenditen im Zusammenhang mit dem «taper tantrum» um über 1,1 Prozentpunkt, der Reaktion der Märkte auf die Ankündigung des Fed-Vorsitzenden Bernanke, die Wertschriftenkäufe der US-Zentralbank schrittweise zu reduzieren. Die «fragilen Fünf» waren diejenigen Schwellenländer mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und damit einem steten Bedarf an ausländischem Kapital, um diese Defizite zu decken. Solange die Zinsen in den Industrieländern sehr niedrig waren, sorgten Portfolioinvestitionen aus dem Ausland jahrelang für das benötigte Kapital. Nun aber stieg die Attraktivität von Anlagen in sichere US-Staatsanleihen parallel mit dem höheren Zinsniveau und die Zentralbanken der genannten Länder sahen sich mit einem fallenden Aussenwert ihrer Währungen konfrontiert, welche sie mit Zinserhöhungen zu bekämpfen suchten. Damit aber dämpften sie die Konjunktur, was zwar die Leistungsbilanzsalden etwas verbesserte, andererseits aber auch einer weiteren Abwertung der eigenen Währung Vorschub gab. So war eine Spirale in Gang gekommen, die durch den Rückgang der Rohstoffpreise (mehrheitlich profitieren die Schwellenländer von hohen Preisen) verschärft wurde und die erst Anfang 2016 ein Ende fand. Zu diesem Zeitpunkt war die relative Performance von Schwellenländeraktien (gegenüber Industrieländeraktien) auf einem 11-Jahres-Tief angekommen, während die Währungen, gemessen am JP Morgan Emerging Market Currency Index, gar neue Tiefstwerte vis-à-vis dem US-Dollar erreichten.

Heute, ca. 15 Monate nach diesen Tiefs, haben sich Schwellenländeraktien wie auch -obligationen zwar ansehnlich erholen können, doch befinden sie sich historisch noch immer auf niedrigen Niveaus. Eine wichtige Rolle spielt hierbei sicherlich die (schmerzhaft) Erkenntnis der globalen Investoren, dass der Begriff des «politischen Risikos» eine ungleich wichtigere Rolle im Zusammenhang mit Schwellenländeranlagen spielt - zu erwähnen hier Venezuela, Südafrika, Russland, Ukraine, die Türkei, Malaysia, Ägypten und andere. Zusätzlich besteht die Möglichkeit, dass die US-Zinsen weiter deutlich ansteigen (wovon wir mittelfristig überzeugt sind) und in der Folge auch der US-Dollar nochmals deutlich an Stärke gewinnen könnte. Bezüglich Letzterem sind wir zwar eher skeptisch, das Argument der fehlenden Attraktivität von Anlagen in den Schwellenländern bleibt aber bestehen.

Wir sind der Ansicht, dass mit der teilweise sehr hohen Abwertung einzelner Währungen eine Übertreibung stattgefunden hat, welche sich in den kommenden Quartalen weiter abbauen wird. Gemessen am Währungsindex von JP Morgan verloren diese mehr als 40 % in den 5 Jahren bis zum Tief im Januar 2016, einzelne Währungen wie der russische Rubel fielen gar fast 70 %, während der brasilianische Real und die türkische Lira mehr als 60 % seit den Höchstwerten von 2011 (allesamt vs. US-Dollar) verloren haben. Seit dem Tief im Januar 2016 hat der genannte Währungsindex knapp 9 % Boden gutgemacht, der Real über 30 %, der Rubel über 40 % und die indische Rupie 25 %, während der chinesische Yuan 4 % verloren hat. Deshalb wäre selbst ein weiteres Erstarken des US-Dollars in den kommenden Monaten nicht als Beinbruch zu betrachten, da gewissermassen ein «Bewertungspuffer» in den tief bewerteten Währungen eingebaut ist.

Wie auch die Währungen erachten wir die Aktienmärkte der Schwellenländer im Durchschnitt als deutlich unterbewertet. Gemessen am Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt die Bewertung über 25 % unter dem Durchschnitt der letzten 12 Jahre, während das Shiller-KGV des

breiten Weltaktienmarkts MSCI All Countries World aktuell knapp 4 % unter dem 12-Jahres-Durchschnitt steht. Das Volatilitätsniveau ist historisch ca. 50 % höher als bei Industrieländeraktien. Deshalb empfehlen wir Schwellenländeraktien als Beimischung zu einem bestehenden Depot bzw. raten, nicht allzu hohe Konzentrationsrisiken einzugehen. Je nach Risikoneigung kann der Anteil indes 20 % der Aktienquote betragen.

Auch bei den Obligationen aus den Schwellenländern sehen wir im Gegensatz zu den Industrieländern für die kommenden Jahre positive Renditen trotz des Risikos ansteigender Inflationsraten, da das Zinsniveau deutlich höher liegt, womit mögliche Kapitalverluste durch den laufenden Zinsertrag («carry») aufgewogen werden können. Selbst verglichen mit den Renditen von Hochzinsanleihen («High Yield») erscheinen die Renditen von Schwellenländeranleihen attraktiv: Historisch lagen die Renditen von globalen Hochzinsanleihen zwischen 1 und 3 Prozentpunkte höher (bei deutlich niedrigerer durchschnittlicher Laufzeit), heute liegen sie praktisch gleichauf, obwohl das Bonitätsrating im Falle der Schwellenländeranleihen mehr als drei Stufen besser ist. Ebenfalls als attraktiv erachten wir Lokalwährungsanleihen von Schwellenländern, da wir von einer Fortsetzung des begonnenen Aufwärtstrends bei den Währungen ausgehen. Die Renditen befinden sich dort historisch zwar auf recht niedrigem Niveau (knapp 5 % p.a., verglichen mit Hartwährungsanleihen bei knapp 5,5 % p.a.), die von uns erwarteten Aufwertungsgewinne könnten diese aber deutlich erhöhen.

Beim Thema Anlegen in Schwellenländer raten wir zu einem diversifizierten Ansatz mittels Kollektivanlagen. Ob ein passiver oder ein aktiver Fonds zu verwenden ist, mag dem Anleger überlassen bleiben. Wir sind der Meinung, dass im Falle von Schwellenländeranlagen die Effizienz der Märkte noch nicht vollständig ist, d.h. mittels gut fundierter Analyse und agiler Positionierung eine Mehrrendite durch aktive Fonds zu erreichen ist, welche die zusätzlichen Verwaltungsgebühren mehr als aufwiegt.

---

WICHTIGE RECHTLICHE HINWEISE: Diese Publikation ist nicht auf die Herbeiführung eines Vertragsschlusses gerichtet, sondern enthält lediglich Markt- und Anlagekommentare von Maerki Baumann & Co. AG (nachstehend MBC) sowie eine Einschätzung zu ausgewählten Finanzinstrumenten. Somit stellt diese Publikation kein Angebot für den Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die Entscheidung, einer Empfehlung von MBC zu folgen, trifft allein der jeweilige Anleger, der die Risiken der von ihm getroffenen Entscheide zur Vermögensdisposition vollumfänglich übernimmt, auch wenn den Entscheiden eine Empfehlung von MBC zugrunde liegt. Anlagen in Finanzprodukte sollten erst nach sorgfältiger Lektüre der diesbezüglich geltenden rechtlichen Vorschriften, einschliesslich etwaiger Verkaufsbeschränkungen und der genannten Risikofaktoren, getätigt werden. Dieses Dokument enthält Angaben und Informationen aus Quellen, welche MBC als zuverlässig erachtet. Obwohl MBC sorgfältig geprüft hat, dass die Informationen in diesem Dokument zu dem Zeitpunkt, in welchem die Informationen zusammengestellt wurden, korrekt sind, kann MBC weder explizit noch implizit eine Zusicherung oder Garantie hinsichtlich Korrektheit, Zuverlässigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen und Ansichten geben. Allfällige in diesem Dokument vertretene Ansichten reflektieren ausschliesslich diejenigen von MBC zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, Änderungen bleiben vorbehalten. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden möglicherweise bereits vor deren Publikation von MBC bzw. von deren Organen oder Mitarbeitern verwendet. Darüber hinaus stehen oder standen Organe oder Mitarbeiter von MBC möglicherweise in einer Beziehung irgendwelcher Art zu den in diesem Dokument erwähnten Unternehmen. MBC übernimmt keinerlei Haftung für den Inhalt dieses Dokuments und haftet insbesondere nicht für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, einschliesslich direkte, indirekte oder Folgeschäden, die aufgrund von in diesem Dokument enthaltenen Informationen und/oder infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken entstehen. Die Anleger sollten sich bewusst sein, dass sich die zukünftige Performance von Investitionen nicht aus der vergangenen Kursentwicklung ableiten lässt und sich der Anlagewert vergrössern, aber auch vermindern kann. Ausserdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Wechselkursschwankungen, was sich auf die Performance auswirken kann. MBC erbringt keine Rechts- oder Steuerberatung. Vor dem Kauf eines jeden in dieser Publikation enthaltenen Finanzinstruments ist daher bezüglich Eignung von solchen Anlagen zwingend eine unabhängige Rechts- oder Steuerberatung einzuholen, da die steuerliche Behandlung stets von den persönlichen Verhältnissen abhängt und stetigen Änderungen unterworfen sein kann, zudem deckt diese Publikation eine Vielzahl von Ländern ab, weshalb es überwiegend wahrscheinlich ist, dass gewisse Produkte für den einzelnen Leser steuersuboptimal oder gar -schädlich sind. Zudem können sich die in dieser Publikation enthaltenen Angaben über die EU-Zinsbesteuerung sowie die Transparenz nach deutschem Steuerrecht stets verändern. MBC ist Inhaberin der Schweizerischen Bankbewilligung, die ihr durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) erteilt wurde. Gemäss dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen können im Konkursfall jeder Schweizer Bank einerseits sämtliche Depotwerte (Wertschriften, Edelmetalle etc.) ausgesondert werden und sind Einlagen, insbesondere Bankkontos bis zu CHF 100'000 durch die Einlagensicherung der Banken und Effektenhändler geschützt.

---

## MAERKI BAUMANN & CO. AG

PRIVATBANK

REDAKTION  
Daniel Egger, Chief Investment Officer

(Redaktionsschluss: 19. April 2017)

ZÜRICH  
Dreikönigstrasse 6  
CH-8002 Zürich  
Telefon +41 44 286 25 25  
info@maerki-baumann.ch  
www.maerki-baumann.ch