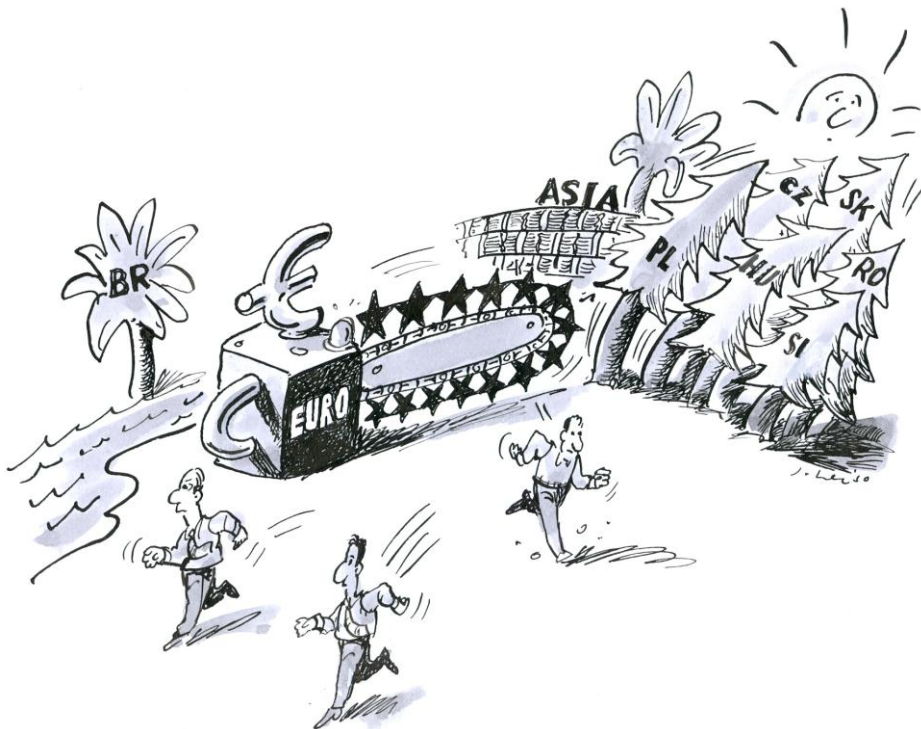


Anlagen Aktuell

Finanzmärkte und Empfehlungen

21. Dezember 2011 – Nr. 24



Schwellenländer können sich der Euro-Krise nicht entziehen

Die positiven Wachstumsperspektiven der Schwellenländer bleiben zwar intakt, doch können sich auch die aufstrebenden Volkswirtschaften der globalen Unsicherheit und Wachstumsabschwächung nicht entziehen. Wir haben eine einfache Bewertung der Schwellenländer erstellt, die deren Anfälligkeit auf die Euro-Krise und auf ihre möglichen Auswirkungen in einem Wert zusammenfasst. Das Resultat zeigt, dass die osteuropäischen Staaten diesbezüglich am anfälligsten sind. Resistenter sind dagegen viele asiatische Staaten und Russland. Während wir folglich gegenüber den osteuropäischen Aktienbörsen weiterhin vorsichtig eingestellt sind, sieht es insbesondere in Asien fundamental günstiger aus. Zudem rechnen wir damit, dass die Underperformance der BRIC-Märkte (Brasilien, Russland, Indien, China) zu Ende gehen dürfte.

Euro-Krise lastet auch auf den Schwellenländern

Die Euro-Krise zeigt je länger, je mehr negative Auswirkungen auf die Schwellenländer. Die positiven strukturellen Wachstumsperspektiven dieser Ländergruppe bleiben zwar intakt, und zudem stehen die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften bezüglich vieler Kriterien wie Staatsverschuldung oder Solidität des Bankensystems besser da als viele Industrieländer. Dennoch überträgt sich die globale Unsicherheit (insbesondere Euro-Krise) und Wachstumsabschwächung über verschiedene Kanäle auch auf die Schwellenländer. Die offensichtlichste Ansteckung geschieht über den Aussenhandel. Die Konjunkturschwäche in Europa und den USA beeinträchtigt die Ausfuhren der Schwellenländer, was vor allem für die stark exportabhängigen Volkswirtschaften eine Belastung darstellt. Mit der verstärkten Globalisierung des Finanzsystems erfolgt die Ansteckung aber auch über die Bankenbeziehungen und Kursverluste an den Aktienmärkten. Ein wichtiger Übertragungskanal ist zudem die generelle Verschlechterung der Stimmung und des Vertrauens.

Exportabhängigkeit der einzelnen Schwellenländer

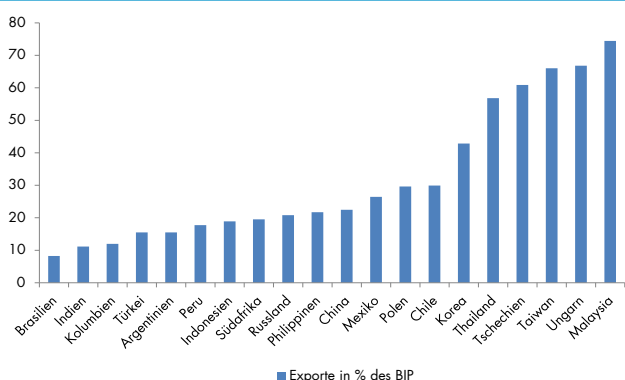
Grafik 1 zeigt die Exporte in Relation zum BIP, was die Verletzlichkeit einer Volkswirtschaft bezüglich des globalen Wachstumsabschwungs manifestiert. Stark exportabhängig sind verschiedene asiatische und osteuropäische Länder. Hingegen haben die BRIC-Staaten tiefe Exportquoten und werden von der Binnennachfrage getrieben. Entscheidend sind aber nicht nur die Gesamtexporte, sondern auch die Exportgliederung nach Regionen und Gütern. Grafik 2 zeigt die Exporte (in Prozenten des BIP) von verschiedenen Schwellenländern in die USA, die EU respektive nach China. Auffällig ist der

hohe Anteil der Exporte der osteuropäischen Staaten in die EU. Demgegenüber ist der Anteil ihrer Exporte nach China (und in andere schnell wachsende asiatische Länder) gering. Die Exporte in den rasch wachsenden chinesischen Markt machen vor allem bei den anderen asiatischen Ländern bereits einen beträchtlichen Anteil aus. Auch viele lateinamerikanische Staaten haben ihre Exporte (primär Rohstoffe) nach China in den letzten Jahren signifikant gesteigert. Diese Staaten sind somit stärker von der Konjunkturerwicklung in China abhängig, wo wir zwar eine spürbare Wachstumsabschwächung, aber keine «harte Landung» erwarten.

Kapitalflüsse und Bankenexposure als Risikofaktoren

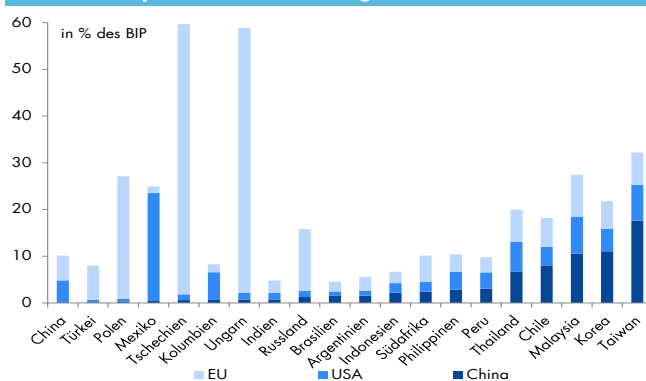
Manche Schwellenländer sind von ausländischen Kapitalzuflüssen abhängig, um ihre Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Bei einem Einbruch der Risikobereitschaft der globalen Anleger sind die Schwellenländer normalerweise mit Kapitalabflüssen konfrontiert. Für Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten kann dies zu grösseren Problemen führen. Grafik 3 zeigt auf der x-Achse den Leistungsbilanzsaldo in Relation zum BIP diverser Schwellenländer. Insbesondere die Türkei, aber auch einige osteuropäische Staaten, Südafrika, Indien und Vietnam sind stark von internationalen Kapitalströmen abhängig. Hingegen haben die meisten asiatischen Staaten hohe Leistungsbilanzüberschüsse und können Kapitalabflüsse besser verkraften. In Grafik 3 ist auf der y-Achse noch ein weiterer Risikofaktor abgetragen: die Verpflichtungen der einzelnen Schwellenländer gegenüber den internationalen Banken (hier die der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, BIZ, rapportierenden Banken). Sollte es zu einer grösseren Bankenkrise kommen, wären die Länder mit hohen Ver-

Grafik 1: Exporte in Relation zum BIP



Quelle: Datastream

Grafik 2: Exporte in einzelne Regionen



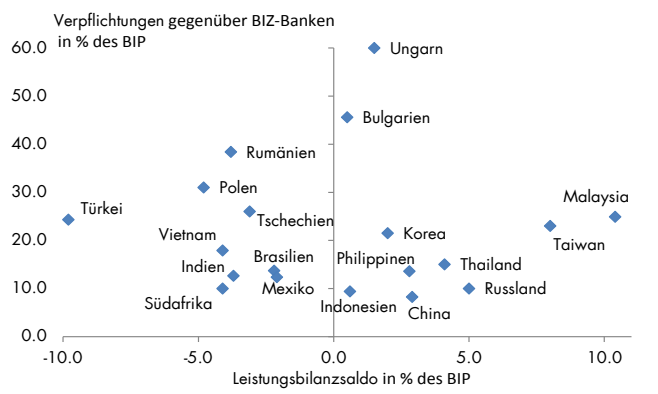
Quelle: WTO, Zürcher Kantonalbank

pflichtungen gegenüber den internationalen Banken am anfälligsten. Bei einer Gesamtbetrachtung dieser Grafik gilt, dass die Länder im linken oberen Quadranten am stärksten von Kapitalabflüssen und einer Bankenkrise betroffen sind, diejenigen im unteren rechten am wenigsten. Auf den ersten Blick ist klar, dass die osteuropäischen Länder am stärksten gefährdet sind, während die Mehrheit der asiatischen Schwellenländer weniger verletzlich ist. Recht gut steht in dieser Beziehung auch Russland da.

Bewertung der Länder nach ihrer Anfälligkeit

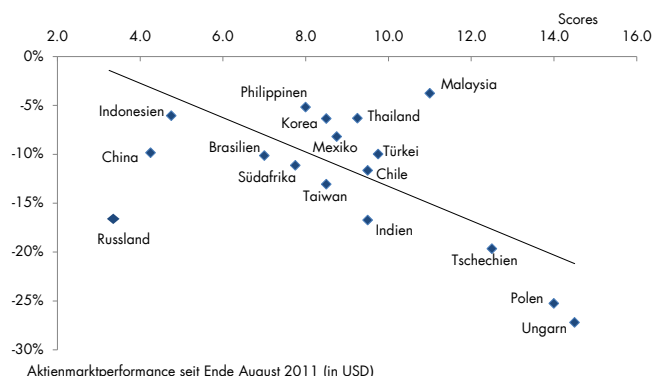
Wir haben ein einfaches Scoring (Bewertung) der Schwellenländer bezüglich ihrer Verletzlichkeit erstellt (je tiefer das Scoring, desto weniger anfällig ist ein Land). Es umfasst die Exporte in Prozenten des BIP, den Leistungsbilanzsaldo in Prozenten des BIP, die Verpflichtungen gegenüber den BIZ-Banken in Prozenten des BIP und die Staatsverschuldung in Prozenten des BIP. Damit soll die Anfälligkeit auf einen Konjunkturerinbruch, eine Bankenkrise und einen massiven Kapitalabfluss (bei einer Verschlechterung der Stimmung) in einer Bewertung zusammengefasst werden. In **Grafik 4** ist neben diesen Zahlen die Aktienmarktperformance seit Ende August 2011 abgetragen. Die osteuropäischen Staaten haben das schlechteste Scoring und sind somit am anfälligsten auf eine Verschärfung der Euro-Krise mit einem globalen Konjunkturerinbruch und einer Bankenkrise. Als resistenter erweisen sich viele asiatische Staaten und Russland. Die Aktienmarktperformance wird selbstverständlich von unzähligen Faktoren beeinflusst. Dennoch zeigt sich in letzter Zeit mit der Verschärfung der Euro-Krise ein gewisser Zusammenhang zwischen dem Scoring

Grafik 3: Leistungsbilanzsaldo und Bankenexposure



Quelle: BIZ, Datastream, Zürcher Kantonalbank

Grafik 4: Scoring und Aktienmarktperformance



Quelle: Datastream, Zürcher Kantonalbank

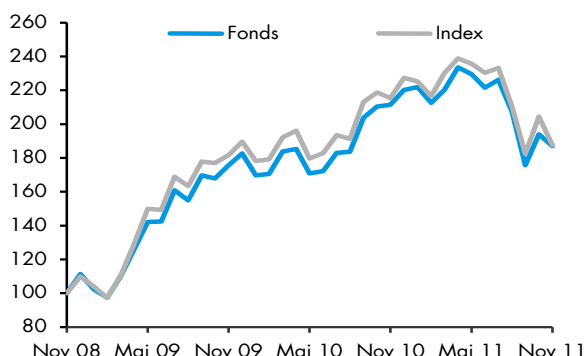
der Anfälligkeit und der Aktienmarktentwicklung. Die schlechtesten Performances erzielten in dieser Periode Ungarn, Polen und Tschechien, die auch im Scoring das Schlusslicht bilden. Relativ gut schnitten vor allem Märkte mit einem eher guten Scoring und/ oder einer defensiven Ausrichtung ab. Der russische Aktienmarkt ist diesbezüglich ein Ausreisser, hat er doch unter der jüngsten politischen Entwicklung gelitten.

Vorsichtig in Osteuropa – zuversichtlicher in Asien

Wir sind grundsätzlich gegenüber den Aktienmärkten der Schwellenländer positiv eingestellt, wobei die Volatilität aber vorderhand hoch bleiben wird. Diese Einschätzung beruht primär auf folgenden drei Gründen: Erstens werden die Industrieländer in den nächsten Jahren aufgrund der notwendigen fiskalischen Konsolidierung nur moderat wachsen. Dieser Faktor wird dagegen in den Schwellenländern mit ihren soliden Staatshaushalten das strukturell hohe Wachstum kaum dämpfen. Zweitens haben verschiedene Schwellenländer jüngst begonnen, einen expansiveren geld- und fiskalpolitischen Kurs zu fahren, was dank der leicht sinkenden Inflationsraten einfacher ist. Drittens ist die Bewertung der Schwellenländer nicht nur im historischen Vergleich, sondern auch relativ zu den Börsen in den Industrieländern günstig. Wie oben dargestellt, sind die osteuropäischen Länder (ohne Russland) am anfälligsten auf die Euro-Krise mit ihren globalen Auswirkungen, sodass wir gegenüber diesen Aktienmärkten weiterhin vorsichtig eingestellt sind. Fundamental günstiger sieht es insbesondere in Asien aus. Zudem rechnen wir damit, dass die Underperformance der BRIC-Märkte in den letzten zwei Jahren zu Ende gehen dürfte.

Beat Schumacher

Fidelity Funds – Asian Special Situations



Quelle: Datastream

Kennzahlen (in USD)

Valorennummer 306 514 TER 2.0%

Renditekennzahlen per 30.11.2011

in %	1M	YTD	2010	2009	2008	2007
Fonds	-3.6	-15.1	20.6	64.0	-46.1	36.9
Index	-8.3	-17.5	19.9	72.6	-52.2	40.5

Statistische Kennzahlen (drei Jahre)

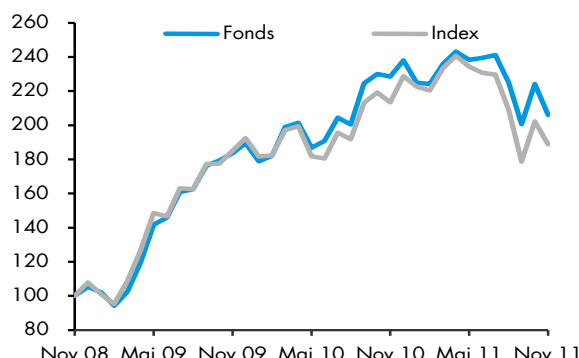
Durchschnittsrendite p.a.	23.2%
Überrendite (Alpha) p.a.	-0.3%
Volatilität Fonds	24.9%
Volatilität Benchmark	26.0%
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan

Quelle: Lipper

Der Fonds investiert in die Region Asien (ohne Japan). Die Emerging Markets (darunter China, Südkorea, Taiwan) machen mit rund drei Vierteln den Hauptanteil aus. Die entwickelten Länder (z.B. Hongkong, Singapur) bilden den Rest. Grosskapitalisierte Unternehmen sind mit rund 80% und Mid-Caps mit 15% vertreten. Der Fonds investiert aktiv nach einem Bottom-up-Anlageansatz in Value-, Blend- und Growth-Aktientitel. Zum Bottom-up-Anlageprozess gehören eine ausführliche Unternehmensanalyse und beispielsweise Unternehmensbesuche. Investiert wird in sogenannte Kernanlagen (hochwertige Unternehmen, rund 50%). Ein weiterer Teil des Portfolios ist den «Special Situations» und dem thematischen Investment gewidmet. Der Manager wird von knapp 40 Analysten aus der Region und rund 21 Portfoliomanagern unterstützt. Der Fonds weist ein gutes Downside-Verhalten auf. Die TER (Gesamtkosten) liegen mit 2% im Durchschnitt der Anlagekategorie.

Christian Zschiesche

Aberdeen Global – Emerging Markets Equity



Quelle: Datastream

Kennzahlen (in USD)

Valorennummer 1 291 920 TER 2.0%

Renditekennzahlen per 30.11.2011

in %	1M	YTD	2010	2009	2008	2007
Fonds	-8.1	-13.4	25.6	79.9	-43.9	32.9
Index	-6.7	-17.4	18.9	78.5	-53.3	39.4

Statistische Kennzahlen (drei Jahre)

Durchschnittsrendite p.a.	27.3%
Überrendite (Alpha) p.a.	2.4%
Volatilität Fonds	23.8%
Volatilität Benchmark	26.3%
Benchmark	MSCI Emerging Markets NR USD

Quelle: Lipper

Der Fonds investiert global aktiv in die aufstrebenden Schwellenländer. Der Aktienselektionsprozess basiert auf den Qualitätskriterien und der Bewertung der Unternehmen. Die Qualität bezieht sich auf die Stärke und Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells, des operativen Cashflows, des Managements und der Bilanz. Grosser Wert wird bei Aberdeen auf Unternehmensbesuche und den direkten Kontakt zum Management gelegt. Der Auswahlprozess führt zu einem eher defensiven Portfolio mit Fokus auf die Entwicklung der Binnenmärkte dieser wachstumsstarken Länder. Entsprechend verhält sich der Fonds relativ stabil in einem turbulenten Marktumfeld. Auf Regionenebene ist der Fonds breit diversifiziert mit rund 50% in Asien und je 25% in EMEA und Lateinamerika. Das Portfolio weist gegenüber der Benchmark ein Übergewicht in den Sektoren Basiskonsum und Finanzwerte auf. Überzeugende Argumente für den Fonds sind das global aufgestellte Team, der strukturierte und disziplinierte Anlageprozess und die gute Performance über verschiedenen Zyklen.

Jean-Jacques Prêtre