

EMERGING MARKETS: WOHIN GEHT DIE REISE?





Emerging Markets werden erwachsen, erfreuen sich unter Investoren weltweit grosser Beliebtheit und geniessen im heutigen Marktumfeld bald einmal den Ruf eines sicheren Hafens. Bereits kündigt sich im Jahr, in dem China Gastgeber der Olympiade sein wird, das sechste Erfolgjahr in Folge an. Für viele Investoren rückt deshalb auch die Frage nach der richtigen Bewertung in den Vordergrund. Selektivität bei der Wahl der Märkte, Sektoren und Titel ist das Gebot der Stunde. An der Schwelle zur Vollindustrialisierung offerieren Emerging Markets in vieler Hinsicht interessante Rendite- und Risikoeigenschaften, welche unabhängig der aktuellen Börsenentwicklung für jedes Anlageportefeuille nutzbar gemacht werden können. Wirtschaftskraft und -wachstum dieser Staaten ergeben sich zum einen aus wertvollen Rohstoffquellen, zum andern aus der vorteilhaften Demografie mit einem hohen Anteil junger Bevölkerungssegmente und dadurch positiver Ausgangslage sowohl für den lokalen Arbeitsmarkt als auch die Binnennachfrage.

Unsere Gesprächspartner sind Erdiñ Benli mit Alexander Shalash (Bank Julius Bär & Co. AG), Harald M. Glocker (Luxemburger Kapitalanlagegesellschaft S.A.), Thomas Härter (Swisscanto Asset Management AG), Konstantin Nikiteas (AXA Investment Managers Schweiz AG), Alexandra Richter (Allianz Global Investors) und Christian Trixl (Threadneedle).

Oft wurden in der Vergangenheit grosse Börsenbaissen durch Krisen im Umfeld der Schwellenländer ausgelöst, zum Beispiel Mexiko und Russland in den späten 90er Jahren. Die aktuellen Verwerfungen entstammten aber aus einem hoch entwickelten Land, den USA. Welche Auswirkungen hatte bzw. hat die Subprime-Krise auf die Emerging Markets?

Trixl: Erstaunlicherweise nur sehr geringe. Die meisten Schwellenländer schienen von den Entwicklungen in den USA und anderen Industrienationen schier unbeeindruckt. Und auch das grosse Schreckgespenst Subprime-Krise brachte in den Schwellenländern kaum jemanden zum Zittern.

Härter: Die unmittelbarste Auswirkung der Subprime-Krise besteht in einer Sentimentgetriebenen Ansteckung der Finanzmärkte von Schwellenländern. In der mittleren Frist werden realökonomische Effekte zu erkennen sein, beispielsweise ein tieferes Exportwachstum der Schwellenländer aufgrund eines Nachfragerückganges in den USA und anderer Staaten.

Richter: Genau. Emerging Markets werden sich mit der Zeit bis zu einem bestimmten Grad von den Entwicklungen in den USA entkoppeln können. Obwohl die Wachstumsprognosen des Bruttoinlandprodukts der USA deutlich nach unten revidiert wurden, bleiben die Aussichten für die Schwellenländer relativ gesehen auf hohem Niveau stabil. Die USA ist ein wichtiger Absatzmarkt für die Exportindustrien, jedoch nicht der einzige. Die stark wachsende Binnennachfrage, der Export nach Japan und Europa und die aktive Handelstätigkeiten insbesondere innerhalb der BRIC-Länder kompensieren einen wesentlichen Teil der schwächer werdenden amerikanischen Wirtschaft.

Erfahrungsgemäss treffen Börsenkrisen die Emerging Markets am heftigsten: Wie erklären Sie sich die aktuelle, relative Stabilität der Emerging Markets im heutigen Börsenumfeld?

Nikiteas: Die strukturelle Entwicklung der Emerging Markets in den letzten zehn Jahren war schlicht so ausgeprägt, dass sie heu-

te weniger anfällig sind. Nichtsdestotrotz konnten sich auch diese Märkte dem allgemeinen Abwärtstrend der Aktienmärkte seit Beginn des Jahres nicht widersetzen. Die häufig zitierte «Entkopplung» – Frau Richter sprach es vorhin an – ist bei den Aktienmärkten klar nicht mehr erkennbar; auf der ökonomischen Seite mag das jedoch anders aussehen. Ein Unterschied zu den Einbussen in den 90er Jahren liegt darin, dass dieses Mal kein Druck auf die zugrunde liegenden Währungen bestanden hat.

Glocker: Im Unterschied zur Vergangenheit sind bei Emerging Markets auch nicht mehr weit überdurchschnittliche Wertverluste zu beobachten. Als Gründe hierfür sind mitunter anzuführen die stärkere Integration in die globale Marktwirtschaft bei weiterhin aussergewöhnlich hohem Wachstumspotenzial, die verbesserte Berichterstattung der Unternehmen oder das qualitativ und quantitativ deutlich umfangreichere Research über Firmen und Volkswirtschaften als Basis strategischer Investmententscheidungen.

«Das grosse Schreckgespenst Subprime-Krise brachte in den Schwellenländern kaum jemanden zum Zittern.»

Christian Trixl

Trixl: Ein wichtiger Grund liegt definitiv in den makroökonomischen Daten; diese haben sich seit 1990 kontinuierlich verbessert. So wurde beispielsweise der Bankensektor reformiert und viele Regierungen haben sich von ihren festen Wechselkursen gelöst, um auf freie Wechselkurse zu setzen. Auch dem Inflationsdruck begegnen viele Schwellenländer mittlerweile konsequent, indem Inflationsziele gesetzt und – noch wichtiger – eingehalten werden.

Glocker: Ein eher markttechnischer Grund lässt sich auch noch aufführen: Wir sehen heute, dass die Abhängigkeit der Schwellen-

länder-Wertpapiermärkte von kurzfristigem, spekulativem Auslandskapital abgenommen hat und zunehmend inländische Anlegergruppen sowie mittelfristig orientiertes Auslandskapital an Bedeutung gewinnen. Gerade der unerwartet rasche Abzug von Auslandskapital war in der Vergangenheit immer wieder Auslöser heftiger Kursverluste und Volatilitäten.

Ergeben sich im Gefüge der grossen weltweiten Kapitalströme nachhaltige Veränderungen, mit entsprechenden Einflüssen auf Wirtschaftswachstum, Börsentrends und Währungen?

Richter: Die Beteiligung der grössten Staatsfonds an renommierten Finanzunternehmen der westlichen Welt zeigt deutlich die in China, Singapur, Russland oder Norwegen, aber auch in Saudi-Arabien oder den Vereinigten Arabischen Emiraten vorhandene Finanzkraft. Der Internationale Währungsfonds schätzt für 2012 das Vermögen der Staatsfonds auf rund 10 Bio. US-Dollar. Mit einem Vermögen von etwa 3 Bio. US-Dollar verwalten sie bereits heute deutlich mehr als beispielsweise die Hedge Fund-Industrie, und der Anlagehorizont dieser Fonds ist praktisch unendlich, da sie Vermögen für Generationen aufbauen. Sie sind professionell verwaltet und üben einen immer stärkeren und nachhaltigen Einfluss auf die Geschehnisse an den Kapitalmärkten aus, halten aber derzeit noch einen relativ geringen Anteil ihrer Anlagen in Aktien. Wir werden uns auf den Einfluss dieser Anleger an den internationalen Kapitalmärkten gewöhnen müssen.

Trixl: In der Tat. Die «New Buyers in Town» haben bereits einigen der grössten Investmentbanken wie etwa Morgan Stanley oder UBS finanziell stark unter die Arme gegriffen. Citigroup beispielsweise hat vom Staatsfonds aus Abu Dhabi eine «Geldinfusion» von 7.5 Mia. US-Dollar erhalten. Diese Fonds investieren Gelder aus Exporteinnahmen wie etwa dem Rohstoffverkauf – und nicht wenige der Schwellenländer können sich über ordentliche Exporteinnahmen aus diesem Bereich freuen. Darüber hinaus zeigt die Grösse dieser Staatsfonds deutlich, wie





enorm sich das finanzielle Potenzial vieler Emerging Markets in den vergangenen Jahren gesteigert hat.

Nikiteas: Wir sehen deshalb deutlich, dass einige der so genannten Emerging Markets zwischenzeitlich vom Schuldner in die Rolle der Gläubiger geschlüpft sind. 1996 hatten noch 34 von 49 Schwellenländern ein Leistungsbilanzdefizit; 2006 hatte sich diese Zahl bereits auf 19 reduziert. In nur gerade zehn Jahren hat sich

das Defizit aller Emerging Markets von gesamthaft 1.8% des Bruttoinlandprodukts zu einem Überschuss von 3.6% gewendet. Zu bedenken gilt allerdings, dass dies zum Teil wegen der hohen Rohstoffpreise zustande kam.

Härter: Die USA geraten gegenüber dem Rest der Welt wirklich immer mehr in die Position des Nettoschuldners. Die USA als Land mit einer Leitwährung hat allerdings die Möglichkeit, in US-Dollar lautende For-

derungen durch die Entwertung ihrer Währung zu begleichen. Schon heute sehen wir, dass der Rest der Welt erhebliche Vermögenswerte an amerikanische Haushalte und Finanzinstitute verschenkt hat – nämlich durch den Kauf von Subprime-Produkten, die jetzt kaum mehr etwas Wert sind. Die Europäer fielen schon mehrmals auf diesen Mechanismus herein und gewisse Schwellenländer tun es nun ebenso. Es wäre meines Erachtens für Europa und die Schwellenländer sinnvoller, die Gelder für den eigenen Konsum zu verwenden, statt – wie im Fall der Subprime-Hypotheken – Immobilien von Arbeitslosen zu finanzieren und damit auf wertlosen Forderungen sitzen zu bleiben.

Bereits zeigen sich erste Rezessionsrisiken am Horizont. Die USA wie auch die G7-Staten dürften in absehbarer Zukunft ein insgesamt geringeres Wirtschaftswachstum erwarten, was die Emerging Markets deutlicher als zuvor von der Entwicklung der Inlandnachfrage abhängig macht. Welche Schwellenländer sind noch immer wesentlich von der Exportnachfrage abhängig?

Benli: In Bezug auf die direkten Handelsströme mit den USA ist Mexiko wohl mit Abstand am meisten gefährdet, da sich in den letzten 14 Jahren der Handel mit dem nördlichen Nachbarn sowie Kanada fast verdreifacht hat und mittlerweile nahezu 90% der Exporte nach Nordamerika gehen. Es gibt aber auch einige Länder in Südostasien wie Malaysia, die Philippinen oder Taiwan, welche nach wie vor stark vom globalen Wirtschaftszyklus abhängen. Sie exportieren beispielsweise zwischen 18–20% direkt in die USA. Allerdings gewinnt der Handel innerhalb der asiatischen Region zunehmend an Bedeutung.

Shalash: Im Gegensatz dazu dürften die Staaten aus Zentral- und Osteuropa sowie Zentralasien zu jenen Schwellenländern zählen, die am wenigsten von einer Abkühlung in den USA beziehungsweise der G7-Staaten betroffen sein dürften, denn die Region verzeichnet ein starkes Wachstum aufgrund von Infrastrukturinvestitionen und einem rasch ansteigenden Privatkonsum. Ausser-



dem sind die Handelsbeziehungen weiterhin auf Russland, den europäischen Wirtschaftsraum und vermehrt auch auf Asien ausgerichtet.

Die Inflationsrisiken bereiten in vielen Schwellenländern zunehmend Sorge. Der starke Kapitalzufluss aus dem Ausland, die gestiegenen Rohstoffpreise und der schwache US-Dollar sind die Ursachen. Wie gehen Emerging Markets mit der Inflation um? Welche Risiken sind von dieser Front her zu erwarten?

Härter: Wir denken schon, dass in Asien aufgrund unterbewerteter Währungen, welche zu Leistungsbilanzüberschüssen und einer Aufblähung der umlaufenden Geldmenge führen, ein ausgeprägter Inflationsimport droht. Irgendwann müssen die asiatischen Währungen aufwerten. Für einige Firmen, welche aufgrund des künstlichen Wettbewerbsvorteils einer unterbewerteten Währung zuviel Fett angesetzt haben, wird dies zu einem tödlichen Schock.

Benli: Insgesamt haben die wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Reformen in

vielen Schwellenländern dazu geführt, dass in den letzten Jahren die Inflation von zwei bis dreistelligen Raten auf massvolle Werte unter 10% gesenkt werden konnte. Das zeigt sich am Beispiel der Türkei besonders deutlich. Dort lagen die Werte vor zehn Jahren oberhalb von 100%. Für das Jahr 2007 und 2008 hingegen wird nur mit Inflationsraten um die 8% gerechnet. Manche Rohstofflieferanten wie Russland oder Kasachstan haben jedoch Mühe, die Preissteigerungen wieder in den Griff zu bekommen.

Shalash: Die Inflationsrisiken in Schwellenländern entstehen typischerweise dadurch, weil Regierungen notwendige strukturelle Veränderungen zur Produktivitätssteigerung nur halbherzig umsetzen, übermäßigen Lohnforderungen zu schnell stattgegeben wird oder weil Pläne zur weiteren Diversifikation der Wirtschaft nur wenig konsequent verfolgt werden. Die Verlockung einer allzu expansiven Fiskalpolitik vor Regierungs- und Präsidentschaftswahlen ist oft zu gross.

«Wir denken schon, dass in Asien aufgrund unterbewerteter Währungen ein ausgeprägter Inflationsimport droht.»

Thomas Härter

Nikiteas: Grundsätzlich muss man schon anerkennen, dass es manchen Staaten in den 90er Jahren gelungen ist, die Inflation in den Griff zu kriegen. Allerdings lassen die Preissteigerungen bei Energie- und Agrarprodukten erneute Inflationsängste aufkommen. Entsprechende Massnahmen der Zentralbanken würden in jenen Ländern zu Schwierigkeiten führen, in denen sich die Inlandsnachfrage bereits abgeschwächt hat oder bei denen ein hohes Schuldenniveau besteht – ich denke da an die Türkei, Rumänien und Ungarn. Im asiatischen Raum sind einige Währungen an den US-Dollar gekoppelt, so dass eine höhere Inflation mit niedrigeren Realzinsen einhergeht.

Richter: Unter anderem sind Rohstoff- und Energiepreise Treiber der globalen Inflation. Wir glauben, dass Rohstoffpreise auf hohem Niveau verharren werden, was für exportierende Länder wie Russland im Energiesektor oder Brasilien in der Agrarwirtschaft positiv ist. Dank der stark wachsenden Binnenwirtschaft, insbesondere in den BRIC-Staaten, und der hohen Produktivität der Emerging Markets können wir von einer weiterhin stabilen Entwicklung dieser Volkswirtschaften ausgehen. Ein substantieller Anstieg des Preisniveaus würde den Inflationsdruck auf die Schwellenländer erhöhen, was allerdings kurz- bis mittelfristig nicht zuletzt aufgrund der wirtschaftlichen Entwicklungen in den industrialisierten Ländern als wenig wahrscheinlich erscheint.

Welche Märkte haben in den vergangenen Jahren am meisten zugelegt und warum?

Härter: Ukrainische, ägyptische und peruanische Aktien konnten in den letz-

«Strukturierte Produkte können für die Risikomodellierung interessant sein, nicht aber für eine effektive Anlage in Emerging Markets.»

Alexandra Richter

ten fünf Jahren am meisten zulegen. Unter den grösseren Märkten entwickelten sich Brasilien, Indien und die so genannten H-Shares – also in Hong-Kong gelistete chinesische Aktien – überdurchschnittlich gut. In allen Fällen liegen länderspezifische Gründe für die gute Entwicklung vor; in der Ukraine sind dies mitunter Reformen, in Peru der Kupfer- und Zinkpreisanstieg.

Glocker: Auf eine Sicht von drei Jahren haben sich insbesondere die BRIC-Staaten mit Wertssteigerungen von deutlich über 40% p.a. herausragend entwickelt. Treibender Faktor dieser Entwicklung ist die unstrittig exzellente Wachstumsperspektive dieser Länder und der dort agierenden Unternehmen. Ein weiterer Grund liegt in den ausserordentlich erfolgreichen BRIC-Fonds und den davon abgeleiteten Anlagekonzepten.



Welche

Märkte haben noch Nachholbedarf?

Richter: Die jüngsten Gewinnmitnahmen vermögen das positive Zukunftsbild der Emerging Markets wohl kaum zu trüben. Auch wenn die Wachstumsraten leicht tie-



fer sein werden, bleiben die Hauptfaktoren für das fundamentale Wachstum intakt. Die BRIC-Story wird 2008 weitergehen. In den vergangenen Monaten haben wir Gelder von China abgezogen und primär in Russland investiert, da Russland hinter der Entwicklung herhinkte und ein günstig bewerteter Markt war. Wir gehen davon aus, dass die Verkäufe am chinesischen Aktienmarkt in naher Zukunft neue Einstiegsmöglichkeiten bieten werden. Aktienmärkte in Osteuropa bieten insgesamt gesehen weiterhin attraktive Bewertungen und gesunde Finanzstrukturen.

Shalash: Wir beobachten derzeit tatsächlich eine starke Expansionsdynamik in Zentral- und Osteuropa, die sich weiter in Richtung Zentralasien ausbreitet. So weisen die Länder um das Schwarze und das Kaspische Meer beispielsweise noch ein rund zehn Mal geringeres Pro-Kopf-Einkommen auf als Europa oder die USA.

Benli: Wirtschaftsreformen nach der Unabhängigkeit der ehemaligen Sowjetstaaten sowie die Anbindung bzw. die Annäherung von Staaten wie Rumänien, Bulgarien und der Türkei an den Europäischen Wirtschaftsraum führen zu neuer Prosperität und steigendem Wohlstand.

Härter: Von einer kurzfristigen Erholungsrally dürften chinesische, indische, indonesische und türkische Aktien am meisten profitieren; auf längere Sicht sehe ich bei taiwanesischen und malaysischen Aktien grosses Potenzial.

Wie hat sich das Investment-Universum der Emerging Markets in den letzten Jahren entwickelt? Welche Märkte sind neu hinzu gestossen und verdienen heute quasi ein «Investment Grade»?

Glocker: Der bekannte Emerging Market-Index von MSCI setzt sich derzeit aus 27 Staaten zusammen. Für uns ist ohne weiteres vorstellbar, dass hoch entwickelte Länder wie Taiwan oder Korea zukünftig in die Kategorie der Industriestaaten umgruppiert werden. Dieser Gedanke gilt grundsätzlich auch für die EU-Beitrittsländer Polen oder Tschechien. Auf der anderen Seite erwarten wir mittelfristig Neuaufnahmen von Ländern wie Vietnam, die eine sehr dynamische

Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung zeigen.

Nikiteas: Wir stellen fest, dass die Entwicklung in diesem Bereich beträchtlich verlief. Zahlreiche Investoren haben neben fast schon traditionellen Emerging Markets wie den BRIC-Staaten neu auch den Nahen Osten sowie einige ausgewählte afrikanische Länder als Anlageregion entdeckt.

Gibt es genügend Märkte und Anlagemöglichkeiten, um die wachsende Nachfrage nach Schwellenländer-Investments ausreichend abdecken zu können?

Glocker: Wir sehen keine Hindernisse, welche die Anlagemöglichkeiten in Schwellenländern beschränken könnten. Die lokalen Marktindizes erweitern sich durch die Aufnahme neuer Unternehmen beständig. Eine wesentliche Quelle hierfür bilden die regen IPO-Aktivitäten, die das Angebot an Aktien insgesamt erhöhen. Dass der IPO-Schiene erhebliche Bedeutung zukommt, haben insbesondere die im vergangenen Jahr in China durchgeführten Börsenkotierungen gezeigt. Eine stetig steigende Marktkapitalisierung führt zudem automatisch zu einer erhöhten Aufnahmefähigkeit und Liquidität der Märkte.

Längst beschränken sich die Fondsmanager und Anbieter von strukturierten Produkten nicht mehr nur auf BRIC-Staaten. Sie suchen nach den Schwellenländern von morgen, den so genannten «Frontier Markets» bzw. «Next11-Staaten». Welche Länder und Märkte sind das konkret und welche Aussichten bieten sie?

Shalash: Wir erwähnten ja vorhin bereits die Länder der aufkeimenden Wirtschaftsregion um das Schwarze und das Kaspische Meer. Nicht zu vergessen sind ausgewählte Länder Nordafrikas wie etwa Marokko, Tunesien, Ägypten, Nigeria oder einzelne Länder Westafrikas. Darüber hinaus

versprechen auch südostasiatische Tiger-Staaten wie die Philippinen, Indonesien und Malaysia ein langfristig überdurchschnittliches Wachstumspotenzial. Die Wachstumstreiber sind typischerweise die hohen Rohstoffvorkommen im Energie-, Metall- und Agrarbereich.

Härter: Wir halten grundsätzlich eine breite Diversifikation für unerlässlich. Nach einer Korrektur würden wir in diesen Märkten allerdings eher kleine und mittlere Gesellschaften favorisieren.

«Wir sehen deutlich, dass einige der Schwellenländer zwischenzeitlich vom Schuldner in die Rolle der Gläubiger geschlüpft sind.»

Konstantin Nikiteas

Time-to-Market wird auch bei den Emerging Markets-Anlagen immer zentraler. Wie lassen sich heute entsprechende Anlagestrategien und Anlageklassen für spezifische Investoren «verpacken» und strukturieren? Sind strukturierte Produkte besser dazu geeignet, die Marktentwicklungen in diesem Anlagesegment nutzbar zu machen?

Richter: Mit Aktienanlagen in Emerging Markets lässt sich eine langfristig konsistente Überperformance gegenüber dem globalen Schnitt erreichen. Allerdings bedarf es einer systematischen und soliden fundamentalen Anlagestrategie. Das aktive Management eines Portfolios hat gerade im Bereich der Schwellenländer gegenüber indexierten Anlagen klare Vorteile. Strukturierte Produkte können für die Risikomodellierung interessant sein, nicht aber für eine effektive Anlage in diesen Märkten.

Nikiteas: Das Hauptaugenmerk bei Investments in Emerging Markets sollte aus unserer Sicht – wie eben bereits erwähnt – immer auf der Diversifikation liegen. Eine Konzentration auf bestimmte Märkte oder Sektoren kann Risiken bergen, die nur schwer abschätzbar sind.





Härter: Genau. Mit strukturierten Produkten besteht ausserdem die Gefahr, dass auf einen bereits schnell fahrenden Zug aufgesprungen wird, dies nicht zuletzt, weil sich heiss gelaufene Investitionsideen immer am besten absetzen lassen. Unser Haus pflegt aber keinen hektischen, themengetriebenen Investitionsstil.

Lange ist es noch nicht her, als Thailand Ende 2006 seine Grenzen für den freien Kapitalverkehr kurzum geschlossen hatte. Wie beurteilen Sie die Liquiditätsrisiken in vergleichbaren Märkten?

Glocker: Wir sehen in Emerging Markets kein systematisch höheres Liquiditätsrisiko im Vergleich zu Industrieländern. Der Fall Thailand ist geradezu ein Paradebeispiel

dafür, dass eine isolierte nationale Entscheidung nicht gegen die Marktkräfte durchgesetzt werden kann. Dies ist sicherlich ein positiver Aspekt der Globalisierung und des Zusammenwachsens von Güter- und Finanzmärkten. Einige Länder distanzieren sich jedoch demonstrativ vom kapitalistischen Wirtschaftssystem und den dort geltenden Regeln. In dieser Lage sehen wir derzeit Venezuela oder Simbabwe. Trotz einiger interessanter Unternehmen und intakter Wachstumsperspektiven tätigen wir da keinerlei Investments.

Härter: Die Fähigkeit, den freien Kapitalverkehr aufrecht zu erhalten, ist derzeit in praktisch allen Märkten gegeben. Allein eine erhebliche Ausweitung der gegenwärtigen Kreditkrise könnte beispielsweise Rumänien, die Türkei, Südafrika und Ungarn in Schwierigkeiten bringen. Der Wille zum freien Kapitalverkehr ist schwieriger zu beurteilen; er könnte sich in Ländern wie Venezuela und Argentinien noch weiter abschwächen.

Viele sagen, dass in Schwellenländer-Bonds bereits keine Risikoprämien mehr enthalten sind.

Trixl: Ja und Nein. Es stimmt, dass die Risikoprämien im Bereich der Emerging Market Bonds deutlich abnehmen. Doch man muss bedenken, dass wir es heute mit wesentlich anderen Konditionen zu tun haben als noch vor ein paar Jahren. Vorbei sind die Zeiten von Tequila-Krise und ähnlichem, und natürlich wurden diese verbesserten Bedingungen vom Markt auch eingepreist – sowohl auf Aktien- als auch auf Bondseite. Als Gegenzug erhalten Anleger deutlich risikoärmere Investments, die dennoch attraktive Renditen liefern können.

Glocker: Es stellt sich mir die grundsätzliche Frage, ob die Vorstellung von Risikoprämien in Emerging Markets überhaupt noch zeitgemäss ist. Die Börsen jedenfalls reflektieren derzeit diese Ansicht. Gemessen an den traditionellen Bewertungskriterien notieren Emerging Markets sogar leicht höher als Industriestaaten. Unserer Meinung nach ist dieser Bewertungsaufschlag gerechtfertigt, denn bei wichtigen ökonomischen Parametern präsentieren sich diese Länder in einer ausgesprochen soliden Verfassung.

Allianz Global Investors

Die verbesserte politische Situation, das strukturelle Wachstum und steigende Rohstoffpreise trugen zur positiven Entwicklung vieler Schwellenländer bei. In vielen Fällen ist das Wachstum durch inländischen Konsum sowie Investitionen aus dem privaten und staatlichen Sektor unterstützt. Nicht zuletzt deswegen geht Allianz Global Investors von einem weiterhin stabilen Wachstum der Emerging Markets aus, wenn auch auf tieferem Niveau. Der Allianz RCM BRIC Equity Fund erlaubt dem Investor, sich auf fundamentaler Basis in den zukünftig wahrscheinlich wichtigsten Volkswirtschaften der Welt zu engagieren.

Allianz 
Global Investors

AXA Investment Managers

AXA hält Schwellenländer aufgrund ihrer hohen Bilanzüberschüsse insgesamt für solide. Allerdings bleiben gewisse Schwachpunkte: In einigen Ländern wie der Türkei und Ungarn könnte das grosse externe Ungleichgewicht notwendige Anpassungen nach sich ziehen. In den Baltischen Staaten, in Bulgarien oder Rumänien schwächt die hohe Verschuldung die bereits anfällige Wirtschaftslage und nach Südafrika, Brasilien und in die Türkei floss viel «Hot Money», was bei der Auflösung von globalen Carry Trades ein Problem werden könnte. Sorgfältige Analyse und Auswahl der Investments sind folglich das Gebot der Stunde.

AXA
INVESTMENT
MANAGERS

Julius Bär

Die Schwellenländer wachsen mit einem unverändert überdurchschnittlichen Tempo und streben zum Teil mit grossem Erfolgshunger danach, zum Wohlstandsniveau der Industriestaaten aufzuschliessen. Schwellenländer sind die Hauptprofiteure der Globalisierung, der wirtschaftlichen Konvergenz und der hohen Rohstoffpreise. Vor diesem positiven makroökonomischen Hintergrund geht Julius Bär davon aus, dass das dortige Wirtschaftswachstum anhält und sich entsprechende Opportunitäten in ausgewählten Regionen ergeben. Die umfangreiche auf Schwellenländer spezialisierte Produktpalette bietet Chancen, diese gezielt zu nutzen.

Julius Bär

Luxemburger Kapitalanlagegesellschaft

Die zur Grossbötzl, Schmitz & Partner (GS&P) aus Düsseldorf gehörende Gesellschaft ist der Meinung, dass Kapitalanlagen in Schwellenländer in jedes global ausgerichtete und gut diversifizierte Portfolio gehören. Deren strategische Bedeutung wurde schon früh erkannt und führte im Juni 1996 zur Auflegung des Kapitalfonds L.K. Schwellenländer. Als Anlageberaterin fungiert Keppler Asset Management aus New York. Mit dem von Michael Keppler entwickelten value-orientierten Länderwahlverfahren errang der Fonds bereits mehrfach Auszeichnungen. Der Vertrieb in der Schweiz übernimmt Fortune Fund Services AG aus Zürich.

Kapitalfonds L.K.
Klug investiert.

Swisscanto

Schwellenländer-Investments gehören grundsätzlich in jedes Portefeuille. Da entsprechende Aktien im Vergleich zu entwickelten Märkten derzeit teuer sind und sich das Weltwirtschaftswachstum verlangsamt, hält Swisscanto aktuell nur rund die Hälfte des Normalgewichts. Aufgrund der hohen Kursverluste im Rahmen der aktuellen Korrektur wird die Region Greater China (Hong-Kong, China, Taiwan) als zunehmend attraktiv erachtet. Die Produktpalette besteht derzeit aus einem weltweit diversifizierten Emerging Markets Fund, einem auf asiatische Länder fokussierten Tiger-Fonds und einem Greater China Fund.

 **Swisscanto**

Threadneedle

Emerging Markets werden 2008 ohne Frage ganz allgemein zu den Top-Performern zählen. Produkte wie der Threadneedle Asia Fund oder der Threadneedle Latin America Fund können vom Trend profitieren. Daneben sollten Investoren die Bondmärkte der Schwellenländer nicht ausser Acht lassen. Vor allem im Lokalwährungsbe-
reich lassen sich attraktive Renditen erzielen. Threadneedle empfiehlt Anlegern, bei Produkten unabhängig der jeweiligen Anlageausrichtung generell auf den Investmentansatz zu achten. Nur wer die Unternehmen im Detail kennt, kann auch die richtigen Anlageentscheidungen treffen.

 **threadneedle.**

Welche Innovationen offeriert der Markt derzeit im Bereich der Aktien-Investments?

Shalash: Heute werden vermehrt Zertifikate, Publikumsfonds und Spezialfonds auf ausgewählte Regionen oder Ländergruppen aufgelegt. Sie unterscheiden sich dabei massgeblich durch den Grad der Länder- bzw. Sektordiversifikation, durch die angebotene Liquidität im entsprechenden Instrument und durch die Laufzeiten. Speziell die regulatorischen Vorschriften wie beispielsweise hinsichtlich maximaler Investitionsquoten in nicht regulierten Aktienmärkten fordern innovative Lösungen.

«Wirtschaftliche, politische und rechtliche Reformen haben in vielen Schwellenländern dazu geführt, die Inflation auf massvolle Werte unter 10% zu senken.»

Erdoğan Benli

Nikiteas: Im Bereich der Aktienanlagen hat es verschiedene Innovationen gegeben. Dazu gehören ein zunehmendes Shortselling durch marktneutrale 130/30-Strategien und ein bedeutendes Wachstum bei den uneingeschränkten Investments.

Härter: Die eben erwähnte Kombination aus einer Long- und Short-Strategie dürfte tatsächlich vermehrt auch bei Schwellenländer-Fonds zur Anwendung kommen.

Richter: Bezogen auf die Emerging Markets stellt sich die Frage, wie Anleger von der stark wachsenden Wirtschaft dieser Länder profitieren können. Von Interesse sind demnach Produkte, die sich auf wichtige und langfristige Trends konzentrieren, beispielsweise Infrastruktur.

Und welche Neuerungen offeriert der Markt im Bondsegment?

Trixl: Aus Anlegersicht sind sicher Schwellenländer-Bonds in lokaler Währung interes-

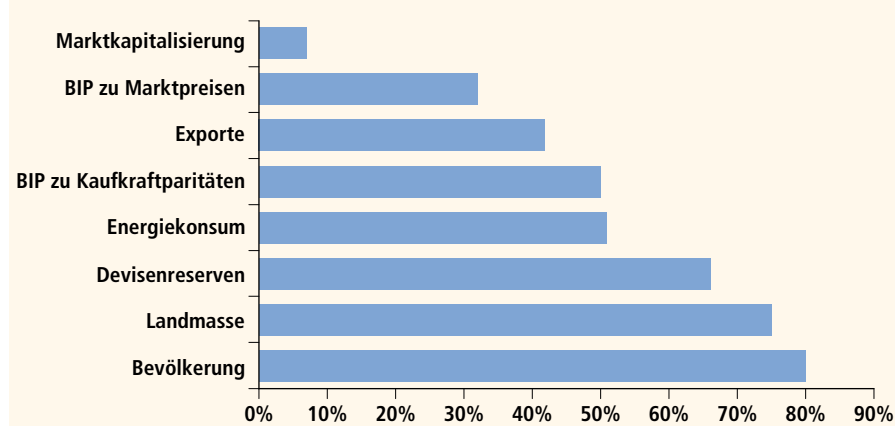


sant. Sie generieren die Zusatzrendite, die den entsprechenden Obligationen in US-Dollar meist fehlt. Das Emissionsvolumen von Anleihen in lokalen Währungen ist in den letzten Jahren stark gestiegen und ist sogar signifikant höher als jenes der Hartwährungsanleihen. Gleichzeitig haben Emissionen seitens Unternehmen in den Schwellenländern stark zugenommen; laut JP Morgan waren sie 2007 dreimal so hoch wie die dortigen Staatsanleihen.

Was lässt sich über das jüngere Firmensegment berichten? Haben ausländische Investoren die Möglichkeit, via Fonds von IPO- und Venture Capital-Engagements zu profitieren?

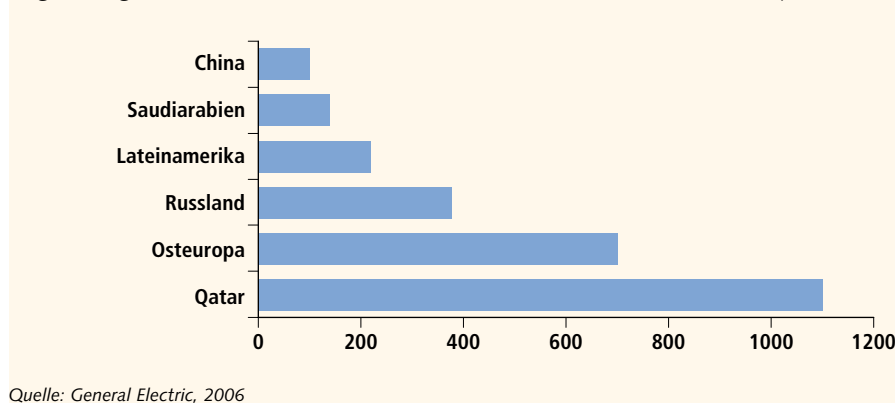
Härter: Selbstverständlich. Für die Performance eines Fonds ist dies in den meisten Fällen jedoch von untergeordneter Bedeutung, da die Masse der Investments auf bereits etablierte Unternehmungen entfällt.

Schwellenländer im Vergleich zur ganzen Welt



Quellen: BP, IMF, MSCI und Merrill Lynch, 2005

Angekündigte Infrastruktur-Investitionen in Schwellenländern in Mia. USD (2005-2014)



Quelle: General Electric, 2006

Richter: Nicht alle Schwellenländer verfügen bereits über breit diversifizierte Aktienmärkte. Ein gutes Beispiel hierfür ist der von Gas und Öl dominierte Aktienmarkt in Russland. Hier wäre es wichtig, dass der Markt weitere Erstemissionen aus anderen Sektoren bietet, damit die gesamte Breite der Wirtschaft in einem Fonds ausgeschöpft werden kann. Bei IPOs stellt sich zudem die Frage, ob es sich dabei um Unternehmen handelt, die erst kürzlich ihr Geschäftsmodell im Markt einführt oder ob es etablierte Unternehmen sind.

Welcher Research-Ansatz verspricht Ihres Erachtens für Emerging Markets die besseren Erfolgsaussichten: Top-down oder Bottom-up?

Nikiteas: Wir meinen klar, dass beide entscheidend sind, um eine bessere Vorstellung von den Risiken und Chancen in den verschiedenen Staaten zu erhalten.

Glocker: Unsere Analysen zeigen, dass ein länderorientierter Ansatz langfristig den höchsten Performancebeitrag liefert. Die Analyse von Einzelwerten tritt demgegenüber in den Hintergrund. Dies spricht zunächst einmal gegen einen reinen «Bottom-up»-Ansatz. Als value-orientiertes, quantitatives Investmenthaus stehen wir aber insgesamt den prognose-orientierten Investmentverfahren skeptisch gegenüber, da die Qualität und Zielgenauigkeit sowohl von Makro- als auch Mikroanalysen bzw. entsprechenden Prognosen sehr zu wünschen übrig lässt und als Grundla-

ge für Anlageentscheidungen ungeeignet erscheint.

Trixl: Wir sind da dezidiert anderer Meinung und versprechen uns vom «Bottom-up»-Ansatz bessere Resultate. Als so genanntes «High Alpha»-Haus schlagen wir den Markt mit gezieltem Stockpicking. Denn auch in Sektoren oder gar Regionen, die auf den ersten Blick unattraktiv erscheinen, lassen sich Perlen finden, die man mit einer «Top-down»-Analyse per se ausschließen würde. Aktives Management ist allerdings nicht jedermanns Sache. Wichtig für die Erzielung von Mehrerträgen sind ein breites Wissen und eine intensive hausinterne Zusammenarbeit bei der Analyse von Anlageklassen und Regionen.

Shalash: Folgende vier Elemente sind nach unserer Erfahrung absolut entscheidend für das Erreichen überdurchschnittlicher Ergebnisse: Das fundamentale Research der volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, die sorgfältige Unternehmensauswahl mittels «Bottom-up»-Research, die Analyse der Liquidität und eine aussergewöhnlich hohe Identifikation des Managements mit den entsprechenden Märkten.

Glocker: Sehr positive Anlageergebnisse erwirtschaften wir seit vielen Jahren mit dem von unserem Anlageberater Keppler Asset Management aus New York entwickelten quantitativen Investmentstil. Sämtliche Schwellenländer werden nach einem einheitlichen, auf spezielle Value-Kriterien ausgerichteten Analyseverfahren bewertet. Schliesslich erfolgt das Investment nur in eine eng begrenzte Anzahl von Ländern, welche die attraktivsten Bewertungsrelationen aufweisen.

«Für uns ist vorstellbar, dass hoch entwickelte Länder wie Taiwan oder Korea zukünftig in die Kategorie der Industriestaaten umgruppiert werden.»

Harald M. Glocker



Lassen sich mit Blick auf Schwellenländer-Anlagen Value- und Growth-Strategien umsetzen?

Härter: Wenn Value- und Growth-Strategien auf der Titelselektionsstufe implementiert werden, ist dies selbstverständlich schon heute möglich. Eine Umsetzung auf Indexstufe bzw. ein Value- oder Growth Overlay ist jedoch noch nicht möglich, da entsprechende Indizes bei Schwellenländern fehlen.

Richter: Die Aktienmärkte in Schwellenländern weisen unterschiedliche Strukturen auf und sind teilweise durch die starke Fokussierung auf einzelne Branchen oder gar Unternehmen geprägt. In unseren Portfolios spielen fundamentale Faktoren wie Bewertungskennzahlen und zukünftiges Wachstum eine hohe Rolle. Wir erachten es daher nicht als opportun, von Stil-basierten Strategien sprechen zu wollen.

Benli: Unsere Aktienstrategen haben in der Vergangenheit mittels umfassender Stil-Ana-

lysen durchaus aufzeigen können, dass auch die Aktienmärkte in den Schwellenländern ähnlichen Stil-Anomalien ausgesetzt sind, wie dies etwa Fama / French oder Sharpe in den 90er Jahren für die USA resp. die internationalen Aktienmärkte empirisch nachweisen konnten. Eine auf Substanzwerte, kleinkapitalisierte Gesellschaften und die relative Performance-Stärke, also auf ein hohes Momentum ausgerichtete Strategie dürfte über einen mehrjährigen Zeithorizont auch in einem Schwellenland-Aktienportefeuille eine überdurchschnittliche Rendite erzielen.

Werfen wir kurz einen Blick auf die Rohstoffe: Viele Schwellenländer sind Rohstoffexporteure, und die Rohstoffpreise sind im vergangenen Zeitraum stark angestiegen. Werden im Zuge des vermehrten Alternative Investing Afrika und Südamerika unter den Emerging Markets die Attraktivität steigern können?

Nikiteas: Das ist zwar möglich, aber unseres Erachtens sind Liquiditätsrisiken, mangelnde Transparenz und politische Instabilität gerade in Südafrika und den kleineren Ländern Südamerikas am grössten.

Benli: Auf alle Fälle ist damit zu rechnen, dass ausgewählte Länder dieser beiden Kontinente zu den aufstrebenden Märkten und den künftigen Gewinnern der Globalisierung zählen werden. Deren Erfolg ist allerdings nicht allein eine Funktion des Rohstoffvorkommens, sondern in hohem Masse auch von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und angestrebten Marktformen abhängig.

Trixl: Der Rohstoff-Boom ist sicherlich ein wesentlicher, nicht aber der einzige Grund für die wachsende Attraktivität der Schwellenländer. Hinzu kommen



stabile Fundamentaldaten und ein solides politisches Umfeld. Somit ist Brasilien deutlich attraktiver als beispielsweise Venezuela, da pflichte ich Herrn Benli bei.

Das hohe Bevölkerungswachstum in vielen dieser Staaten führt zu weiteren Investitionen in Infrastruktur und Gesundheit. Der Auf- und Weiterausbau von Strassen, Flughäfen, Spitälern, Telekommunikationsnetzen und Energieversorgungssystemen zählt zu den vordringlichsten Investitionsbereichen der Länder. Sind bereits Fonds und strukturierte Produkte in der Planung, die sich gezielt dieser Wirtschaftssektoren annehmen?

Richter: Sie können davon ausgehen, dass der Markt zukünftig weitere Produkte sehen wird, die spezifische Themen wie Infrastruktur, aber auch Transport und Binnennachfrage abdecken. Der Investor muss aber nicht explizit auf diese Produkte warten,

denn genau diese Themen stehen im Fokus unserer Emerging Market Portfolios.

Shalash: Einzelne Publikumsaktienfonds mit Fokus auf globale und asiatische Infrastrukturunternehmen sind bereits auf dem Markt, allerdings scheint mir das Potenzial bei weitem noch nicht ausgeschöpft.

Sind hierbei allenfalls auch neue Risiken auszumachen, mit denen Investoren rechnen müssen – beispielsweise eine hohe Rate der Staatsbeteiligungen oder Privatisierungsrisiken?

Nikiteas: Die genannten Risiken zählen alle zu den alten Risiken, die immer eine Gefahr darstellen. Die aktuell grösste Sorge ist die Inflation.

Härter: Wir sehen bei Infrastrukturvorhaben vor allem die permanente Einmischung von Staatsbetrieben als problematisch. Ein Grossteil der zweifelsohne hohen Verdienstmöglichkeiten wandert in die Hände von Bürokraten und nicht in die Taschen des Aktionärs.

Richter: Nicht nur die von den Staaten lancierten Investitionen spielen eine wesentliche Rolle, sondern auch deren Politik hinsichtlich Reformen oder hinsichtlich Subventionierung der Energiepreise. Die ökonomische und politische Stabilität stellen für viele Staaten die grösste Herausforderung dar.

«Wir beobachten derzeit eine starke Expansionsdynamik in Zentral- und Osteuropa, die sich weiter in Richtung Zentralasien ausbreitet.»

Alexander Shalash

Wie ist mit den Währungen dieser Länder zu verfahren? Die meisten Emerging Markets-Anlagen sind ja bekanntlich in US-Dollar gerechnet.



Benli: Grundsätzlich ist es so, dass die Ertragsentwicklung von Rohstoffunternehmen aus den Bereichen Öl, Gas oder Edelmetalle naturgemäss eng mit der Wertentwicklung des US-Dollars verknüpft ist. Daher beeinflussen Wechselkursschwankungen den Preis des Beteiligungspapiers – und zwar unabhängig davon, ob es in US-Dollar oder in Lokalwährung notiert ist. Hingegen unterliegen in Lokalwährung gehandelte Aktien jener Unternehmen, die eher in Binnensektoren tätig sind, den üblichen Kräften an den Wechselkursmärkten.

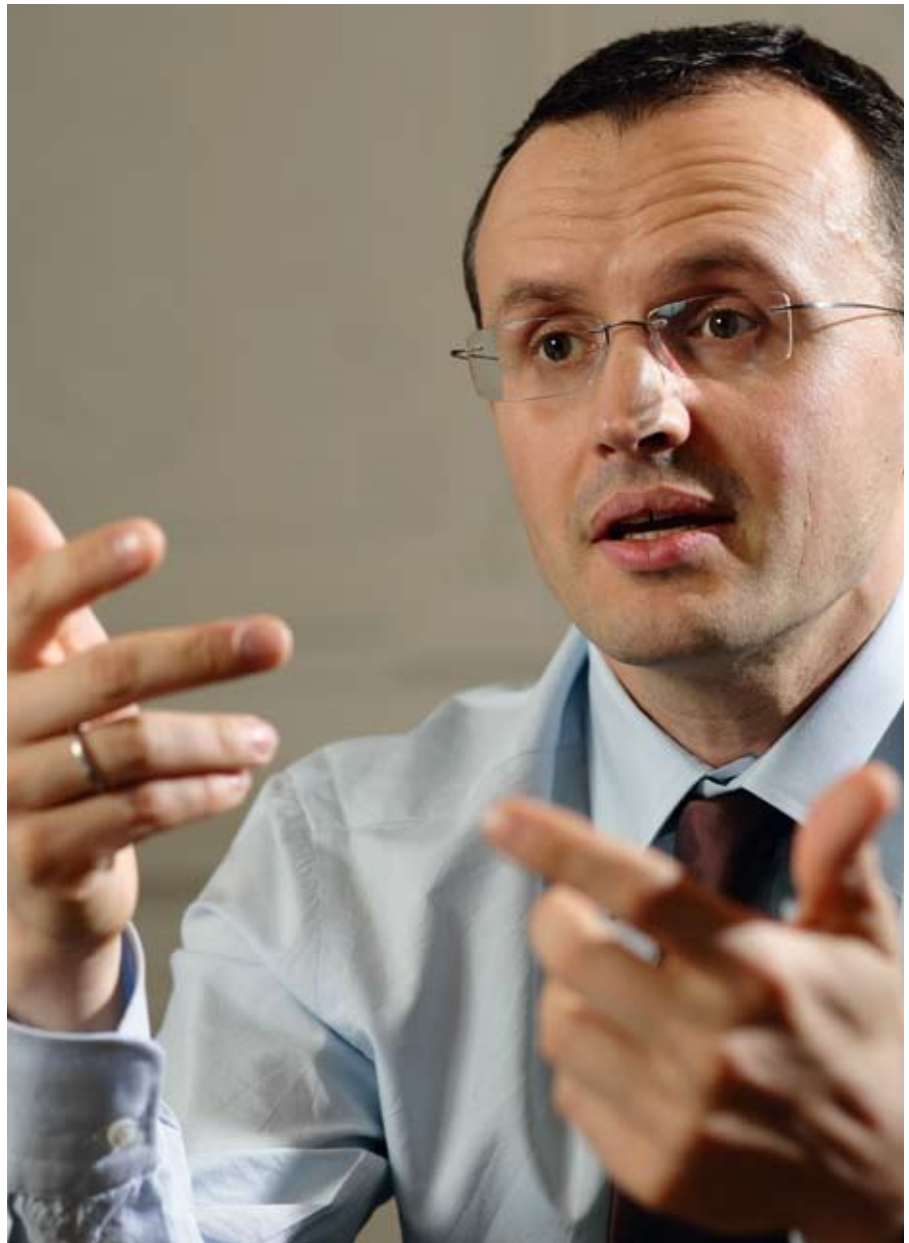
Nikiteas: In den Schwellenländern gibt es einige Staaten, deren Währung in einem bestimmten Verhältnis zum US-Dollar steht. Manche sind an den US-Dollar angebunden, andere schwanken im Rahmen eines «managed float» und wieder andere werden frei gehandelt. Es ist wichtig, zwischen diesen Varianten unterscheiden zu können. Noch wichtiger ist es jedoch, die der Währung zugrunde liegenden ökonomischen Fundamentaldaten zu ermitteln.

Shalash: Dank starkem Wirtschaftsaufschwung und verstärkter fiskalischer Disziplin verbessern sich heute die Länder-Ratings zunehmend, womit die Lokalwährungen langfristig eher zu einer allgemeinen Aufwertung tendieren. Gerade die Schwellenländer Asiens weisen noch stark unterbewertete Währungen auf. Ein aktives Währungs-Hedging über den Einsatz von Währungsterminkontrakten ist heute noch eher selten zu beobachten.

Glocker: Genau. Ein Hedging der lokalen Währungen findet bei uns nicht statt, entsprechende Positionen beispielsweise in Brasilien werden zum jeweiligen Tageskurs in Euro umgerechnet. Auch bei der Analyse der Aktienmärkte werden die Bewertungsparameter auf der Grundlage der lokalen Währungen und deren jeweiliger Kurse ermittelt.

Wie schätzen Sie 2008 die Rendite- und Korrelationserwartungen für Anlagen in Schwellenländern ein, verglichen mit traditionellen, westlichen Anlagemärkten?

Trixi: Für viele Anleger mag es überraschend klingen: Die Korrelation zwischen den Aktienmärkten von Schwellenländern



und Industrienationen hat mit der Zeit zugenommen. Besonders die Korrelation der Märkte Lateinamerikas und Asiens mit den globalen Börsen ist insgesamt stark gestiegen. Der Grund hierfür liegt in der mittlerweile stärker gewordenen Verzahnung vieler Volkswirtschaften. Länder wie China, Korea oder Taiwan tragen heute einen grösseren Teil zum weltweiten Handel bei, als dies noch vor einigen Jahren der Fall war. Demzufolge hat auch eine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums nun einen

stärkeren Einfluss auf die Länder. Die Korrelation Russlands oder Brasiliens zum Weltmarkt ist hingegen deutlich geringer. Damit stehen die Renditechancen hier in diesem Jahr auch besser.

Shalash: In Bezug auf die Korrelation bieten gerade die vorher angesprochenen Frontier-Märkte am Schwarzen Meer und in Nordafrika äusserst attraktive Diversifikationspotenziale. Sie weisen zu den globalen Aktienmärkten Korrelationen von lediglich 0.3 bis 0.5 bzw. 0.2 bis 0.3 aus.



Erdinç Benli
Head European
Equities bei der
Bank Julius Bär &
Co. AG, Zürich.



**Dr. Harald
M. Glocker**
Geschäftsführer
der Luxemburger
Kapitalanlage-
gesellschaft S.A.,
Luxemburg.



Thomas Härter
Chief Strategist
bei Swisscanto
Asset Manage-
ment AG, Zürich.



**Konstantin
Nikiteas**
Member of the
Board bei AXA
Investment Ma-
nagers Schweiz
AG, Zürich.

Wo lauern 2008 grössere Gefahren für Emerging Markets-Anleger?

Glocker: Wir sehen keine spezifischen Gefahren für entsprechende Anleger. Für die Börsen insgesamt stellen negative Szenarien wie eine Rezession in den USA, sinkende Unternehmensgewinne oder steigende Inflation eine mögliche Gefahr dar.

Richter: Ein fundamentales Research ist bei Schwellenländern in der Tat unabdingbar. Der Begriff Emerging Markets umfasst auf globaler Ebene Staaten mit unterschiedlichsten Strukturen in unterschiedlichsten Entwicklungsphasen. Als Risiken sind bei einigen Regionen politische Unsicherheiten oder das soziale Gefälle innerhalb der Bevölkerung aufzuführen. Andere Aktienmärkte sind illiquide oder aus industrieller Sicht zu wenig diversifiziert. Regionale Überhitzungserscheinungen der Wirtschaftszentren an der Ostküste Chinas sind heute nicht mehr zu übersehen. Die Belastung der ökologischen Umwelt ist eine unverkennbare Gefahr für alle Marktteilnehmer, allerdings gestaltet sich ein Entgegenwirken auf politischer Ebene als äusserst schwierig.

Nikiteas: Die meisten Schwellenländer unterliegen zwischenzeitlich einem Pricing-Niveau von Wachstumsmärkten. Sollte der potenzielle Konjunkturrückgang in den USA und in Europa sich auf diese Märkte durchschlagen, hätte dies deutliche Reduktionen bei den Gewinnerwartungen und damit Kursrückgänge zur Folge.

Härter: Damit könnte sich auch das Paradigma, wonach Rohstoffpreise aufgrund der steigenden Nachfrage Chinas und Indiens nur noch steigen, plötzlich in Luft auflösen und Rezessionsängsten Platz machen. Kurzfristig ist unseres Erachtens die Gefahr einer rein Sentiment-getriebenen Ansteckung gross. Anhaltende Korrekturen an den entwickelten Märkten könnten eine zweite Fluchtwelle in sichere Anlagen wie AAA-Staatspapiere auslösen.

Nikiteas: Eine weitere grosse Gefahr sehen wir übrigens noch in der stark steigenden Inflation Chinas.

Welchen Zeithorizont sollten Anleger im Blick haben, wenn sie in Emerging Markets investieren?

Trixl: Sicherlich gibt es immer wieder so genannte Boom-Regionen, die kurzfristig Anleger anlocken. Alles in allem glauben wir von Threadneedle jedoch an langfristige Investments. Und wer langfristige Chancen sucht, findet diese gerade an den Börsen von Schwellenländern.

Nach Jahren der Hausse sind Korrekturen nicht auszuschliessen. Platzt die China-Blase?

Glocker: Der chinesische und insbesondere auch der indische Markt sind unseren Bewertungsanalysen zufolge weit jenseits einer angemessenen Bewertung. Für uns stellt sich nicht die Frage, ob diese Märkte deutlich korrigieren, sondern wann dies passieren wird. Die derzeitige Kursentwicklung und die hohen Volatilitäten sind ein deutliches Indiz dafür, dass die Märkte Antworten auf diese Frage suchen.

Trixl: China und auch Asien insgesamt haben bereits im Jahr 2007 eine ausgezeichnete Performance hingelegt. Hier könnte es kurzfristig tatsächlich zu einer Korrektur und zu Gewinnmitnahmen kommen. Insgesamt sollte aber gerade China von einem schwächeren weltweiten Wachstum profitieren, da so die Gefahr einer Überhitzung gemindert wird.

Wie gross ist der Anteil der Schwellenländer-Anlagen in Ihrer Anlagestrategie?

Glocker: In einem Portfolio sollte der Anteil von Schwellenländern mindestens dem Kapitalisierungsanteil am Weltmarkt entsprechen, also bei etwa 10% als Untergrenze liegen. Für wachstumsorientierte Portfolios empfehlen wir einen Anteil von rund 25%, jeweils bezogen auf die Aktienquote des Anlegerportfolios.

Benli: In globalen Aktienportefeuilles halten wir zwischen 8% und 10% aus Ländern wie Russland, China, Brasilien und der Türkei. Im JB Global Opportunities Stock Fund halten wir sogar gegen 18% und sind schon seit längerem in ausgewählten Unternehmen der vorhin erwähnten Frontiermärkte investiert.

Härter: Innerhalb des Aktienblocks sieht unsere Balanced-Strategie ein strategisches Gewicht von rund 4% vor. Wir sind derzeit neutral gewichtet.

Trixl: Während die geschätzte Wachstumsrate der US-Wirtschaft bei 1.8 Prozent liegt, weist China noch immer erwartete Wachstumsraten von 10 Prozent auf. Dementsprechend nehmen Emerging Markets derzeit auch einen hohen Stellenwert bei uns im Hause ein. Grundsätzlich halten wir es aber für falsch, Regionen per se über- oder unterzugewichten. Uns kommt es darauf an, interessante Titel ausfindig zu machen – ob diese in den USA oder in China zu finden sind, ist zweitrangig.

Nikiteas: Ich pflichte da Herrn Härter bei. Unsere Strategie sieht zur Zeit ebenfalls eine neutrale Gewichtung der Schwellenländer vor.

Worauf richten Sie bei der Identifikation aussichtsreicher Firmen Ihr Augenmerk primär?

Shalash: Unsere Portfolios resultieren aus einem Mix von «Top-down», «Bottom-up» und Liquiditätsanalyse. Besonderes Augenmerk legen wir auch auf eine eigene Einschätzung der künftigen Entwicklungsschwerpunkte eines Landes. Dass dabei unsere Manager selbst mit den entsprechenden Regionen persönlich verwurzelt und der lokalen Sprachen mächtig sind, erachten wir als einen zentralen Erfolgsfaktor – ebenso unsere über lange Jahre etablierten lokalen Kontakte zu Unternehmen, Brokern und Behörden.

Richter: Grundsätzlich ziehen wir für die Beurteilung eines Investments drei Faktoren heran: Bewertung, Qualität und Wachstumskatalysatoren. Wir investieren in Unternehmen, die vom strukturellen Wandel in einer Branche, einem Land oder einer Region profitieren und die über die entsprechende Qualität in der Unternehmensstruktur resp. -führung verfügen. Das Thema Infrastruktur steht auf unserer Favoritenliste, insbesondere aber Unternehmen, die von der Inlandnachfrage profitieren.

Nikiteas: Beim AXA WF Framlington Emerging Markets zum Beispiel suchen wir gezielt nach Wachstumstories, die aber vernünftig bewertet sein müssen. Hier richten wir unser Augenmerk darauf, jene Länder und Unternehmen zu meiden, bei denen Risiken die Chancen überwiegen. Beim AXA Rosenberg Global Emerging Markets Equity verfolgen wir den bewährten Ansatz, mit Hilfe computergestützter Analysen unterbewertete Unternehmen zu finden, die in der Zukunft gute Gewinnaussichten haben. Unser Vorteil besteht also darin, Investoren mit verschiedenartigen Bedürfnissen den jeweils idealen Lösungsansatz anbieten zu können.

Glocker: Unser Hauptaugenmerk gilt der Analyse der lokalen Aktienmärkte. Grundlage dieser Analysen bilden die Bewertungsrelationen der im jeweiligen Land notierten Unternehmen. Hierbei interessieren uns ausschliesslich Kennzahlen wie KGV, KBV, KCF oder die Dividendenrendite. Je attraktiver die Unternehmen eines lokalen Marktes bewertet sind, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass sich dieses Land für unser Portfolio qualifiziert.

Härter: Klassische Bewertungskennzahlen, Herr Glocker hat eben einige davon genannt, werden bei uns mit technischen Kennzahlen – d.h. relative Renditen der letzten sechs bis neun Monate, Accruals usw. – und einer Fundamentalanalyse inklusive lokalem Konkurrenzvergleich kombiniert. Grundsätzlich müssen die Firmen aber auch einen Beauty Contest mit ihren Mitbewerbern aus den entwickelten Ländern bestehen können.

Trixl: Threadneedle gilt als fundamentaler Stockpicker. Für uns zählen daher primär die Fundamentaldaten eines Unternehmens. Durch regelmässige Unternehmensbesuche und Gespräche kann ein Fondsmanager oder Analyst einschätzen, wie gut ein Geschäftsmodell oder das Management wirklich ist. Zwar ist auch das wirtschaftliche Umfeld eines Unternehmens von Belang, doch hängt es eben von den Fähigkeiten des Managements und weiteren betrieblichen Faktoren ab, wie gut sich eine Firma darin bewegt.

Alexandra Richter

Fondsmanagerin des Aktienfonds Allianz-dit Osteuropa bei Allianz Global Investors, Frankfurt.



Alexander Shalash

Head of Global Equities bei der Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich.



Christian Trixl
Head of Distribution Schweiz bei Threadneedle, Zürich.

