



ZÄHRINGER PRIVATBANK
KLASSISCHE WERTE. ZEITGEMASSE LÖSUNGEN

Neue Ära des chinesischen Kapitals?

Schwellenländer bieten sowohl für Schweizer Unternehmen als auch Investoren attraktive Wachstumschancen. Mit der relativen Kräfteverschiebung finden zunehmend auch Kapitalflüsse in die entgegengesetzte Richtung statt. Während früher hiesige Unternehmen wie Nestlé, Holcim und ABB im Ausland investierten und akquirierten, sind heute vermehrt auch Investoren asiatischer Herkunft – insbesondere aus China – an den globalen Märkten aktiv.

Die Art der Akquisitionen widerspiegelt dabei den Transformationsprozess der Wirtschaft. Waren es bis vor einigen Jahren vor allem Infrastrukturprojekte in rohstoffreichen Ländern, rücken nun Direktinvestitionen in Industrieländern in den Fokus. Von besonderem Interesse sind die Sektoren Industrie, Technologie und Konsumgüter. Strategische Überlegungen leiten die Auswahl der Ziele.

Mit der geplanten Übernahme des Basler Agrochemiekonzerns Syngenta durch den chinesischen Staatskonzern ChemChina erreicht dieser Trend eine neue Dimension; es handelt sich um die bisher grösste Kaufofferte für ein ausländisches Unternehmen. Mit weiteren Transaktionen ist jederzeit zu rechnen. Sie sind ein Symbol für die wachsende Bedeutung der Schwellenländer – auch im globalen Markt für Übernahmen und Zusammenschlüsse.

Martin Schenk
Vorsitzender der Geschäftsleitung

AUF DER SUCHE NACH WACHSTUM

Es ist kein Geheimnis: Die Weltwirtschaft ist nach wie vor mit der Verdauung der Finanzkrise vor acht Jahren beschäftigt und kommt nur schleppend auf Touren. Nach 2008 galten die Schwellenländer und die Notenbanken als Hoffnungsträger. Die Notenbanken leisteten einen entscheidenden Beitrag zur Stabilisierung der Situation. Mittlerweile sind sie jedoch mit Erwartungen konfrontiert, die sie bei aller Kreativität gar nicht erfüllen können. Die Geldpolitik steckt in einer Sackgasse. Zusätzliche Massnahmen verpuffen zunehmend wirkungslos.

Die Hoffnung bezüglich der Schwellenländer beruhte auf den im Vergleich zu den Industrienationen überdurchschnittlichen Wachstumsraten, der geringeren öffentlichen Verschuldung und der zumindest im Durchschnitt vorteilhafteren Demographie. Obwohl diese Voraussetzungen im Grundsatz unverändert gelten, hatten die Schwellenländer in der Zwischenzeit einige Herausforderungen zu bewältigen: Die Wachstumsverlangsamung Chinas und – damit zusammenhängend – die starke Korrektur der Rohstoffpreise. Lange Zeit profitierten viele Schwellenländer aufgrund ihrer nach wie vor rohstofflastigen Wirtschaftsstruktur vom erheblichen Rohstoffhunger der bevölkerungsreichen Länder Asiens, allen voran China und Indien. Im Rahmen der wirtschaftlichen Transformation Chinas hin zu Dienstleistung und Konsum ist nun eine weniger stark wachsende Rohstoffnachfrage absehbar. Weil sich gleichzeitig die Angebotsseite stetig ausweitete, resultierten teils heftige Preiskorrekturen. Prominentestes Beispiel ist der Rohölpreis, der innerhalb von zwei Jahren um 75 Prozent eingebrochen ist. Angesichts solcher



Bewegungen erstaunt es nicht, dass sich ölexportierende Länder wie Russland oder auch Brasilien derzeit in einer Rezession befinden. Die lokalen Aktienmärkte der Schwellenländer blicken über die vergangenen fünf Kalenderjahre auf eine insgesamt enttäuschende Entwicklung (–16 Prozent) zurück, die deutlich hinter derjenigen der Industrienationen herhinkt (+54 Prozent). Wie bei den Rohstoffpreisen scheint die Talsohle nun erreicht. In den ersten drei Quartalen hat der breit gefasste MSCI Emerging Markets Index gemessen in Schweizer Franken rund 13 Prozent zugelegt und gehörte bisher zu den Lichtblicken des Anlagejahres 2016. Trotz des angesprochenen Rückschlags kann man es drehen und wenden, wie man will: Für zukünftiges Wirtschaftswachstum spielen die Schwellenländer eine zentrale Rolle. Der internationale Währungsfonds prognostiziert für die Industrieländer ein Wachstum von 1.8 Prozent für die nächsten zwei Jahre und für die Schwellenländer 4.1 bzw. 4.6 Prozent.

Schwellenländer: Die Industrieländer von morgen

Unter den Schwellenländern wird eine heterogene Gruppe von Ländern mit vergleichbarem Stand der wirtschaftlichen Entwicklung zusammengefasst. Sie zeichnen sich durch fortschreitende Industrialisierung und überdurchschnittliches wirtschaftliches Wachstum aus. Typischerweise sind es Länder mit einem Pro-Kopf-Einkommen von weniger als 25'000 USD pro Jahr, wobei es Ausnahmen gibt und die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern erheblich sind.

Aus Anlegersicht ist entscheidend, dass der lokale Kapitalmarkt ausländische Investitionen zulässt. Indexanbieter wie zum Beispiel MSCI schliessen dieses Kriterium in ihre Klassifikation mit ein. Portfolioinvestitionen in Schwellenländer sind seit Mitte der 80er Jahre ein Thema. In dieser Zeit entstanden auch die ersten Indizes, wie zum Beispiel der MSCI Emerging Markets. Heute umfasst der Index 23 Länder, die knapp 60 Prozent der Weltbevölkerung, ein Drittel der Landmasse und ein Drittel der globalen Wirtschaftsleistung ausmachen. Der Index ist nach Marktkapitalisierung gewichtet, wobei nur derjenige Teil berücksichtigt wird, der für internationale Investoren zugänglich ist. Das grösste Gewicht fällt auf China (26%), gefolgt von Südkorea (15%), Taiwan (12%), Indien (9%) und Südafrika (7%). Nachfolgende Grafik zeigt die vom Index abgedeckten Länder und die Gewichtungen nach Region.

DER MSCI EMERGING MARKETS INDEX UMFASST 23 SCHWELLENLÄNDER



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Was es zu beachten gilt

Parallel zur wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes öffnet sich in der Regel auch dessen Kapitalmarkt. Ein Merkmal der Schwellenländer ist allerdings, dass die Kapitalisierung der börsenkotierten Unternehmen im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung des Landes im Durchschnitt geringer ausfällt als in den Industrieländern. In vielen Fällen spielt der Staat als Eigentümer eine dominante Rolle und verfolgt unter Umständen Ziele, die nicht im Einklang mit anderen Aktionären sind. Weiter können Kapitalflüsse reguliert und die Währungen nicht frei konvertierbar sein. Politische Risiken sind mit anderen Worten höher und die Liquidität der Märkte ist geringer als in den Industrieländern.

Im Übrigen ist zu beachten, dass höheres wirtschaftliches Wachstum eines Landes nicht zwangsläufig zu besseren Renditen am lokalen Aktienmarkt führt. Was aus Aktionärssicht interessiert, sind die Gewinne pro Aktie. Diese müssen sich nicht im Gleichschritt mit der Wirtschaftsleistung bewegen. Die an der Börse kotierten Unternehmen widerspiegeln die Realwirtschaft nicht eins zu eins. Ausserdem sichern sich auch global tätige Unternehmen von Industrienationen einen Teil des grösser werdenden Kuchenstücks. Schliesslich hängt die erzielte Rendite vom bezahlten Preis ab. Wenn alle Marktteilnehmer mit höherem Wachstum rechnen, ist dies im Preis der Aktien bereits reflektiert.

Verschiedene Wege führen ans Ziel

Angesichts der beschriebenen Herausforderungen stellt sich für Anleger die Frage, wie sie in Schwellenländer investieren sollten. In unserer Vermögensverwaltung setzen wir neben dem «lokalen Weg» in besonderem Masse auch auf den «vertrauten Weg».

Der lokale Weg

Seit 1988 hat der MSCI Emerging Markets Index gemessen in Schweizer Franken im Durchschnitt einen jährlichen Wertzuwachs von rund 10 Prozent erzielt. Es versteht sich von selbst, dass diese stattliche Rendite nicht ohne Risiko erhältlich ist. Preisschwankungen der Schwellenländeraktien sind aufgrund der beschriebenen institutionellen Faktoren höher als in den Industrienationen. Ausserdem sind in unregelmässigen Abständen lokale Krisen mit besonders heftigen Kursbewegungen zu beobachten, wie zum Beispiel die Peso-Krise ('94), die Asien-Krise ('97) oder die Staatsbankrotte in Mexiko ('82) und Russland ('98).

Die letzten 30 Jahre brachten auf globaler Ebene eine bemerkenswerte Entwicklung. Wohl nie zuvor ist es in einer vergleichbaren Zeitperiode mehr Menschen gelungen, über die Armutsgrenze zu klettern. Die Kapitalmarktentwicklung erhielt zudem Rückenwind durch laufend fallende Zinsen. Die historisch erzielten Renditen lassen sich deshalb nicht einfach in die Zukunft projizieren. Trotzdem dürfen Anleger bei einem diversifizierten Engagement in Schwellenländeraktien aufgrund der höheren Risiken mit einer Renditeprämie rechnen. Für eine mittelfristig höhere Renditeerwartung sprechen ausserdem die aktuellen Bewertungsniveaus, die deutlich unter denjenigen der Industrieländer liegen.

Die diversifizierte Umsetzung im Portfolio erfolgt am einfachsten über eine kosteneffiziente Indexanlage. Aber auch Direktanlagen werden künftig an Bedeutung gewinnen: 14 der weltweit 100 grössten Firmen stammen mittlerweile aus Schwellenländern, darunter Technologieschergewichte wie Samsung, TSMC oder Alibaba.

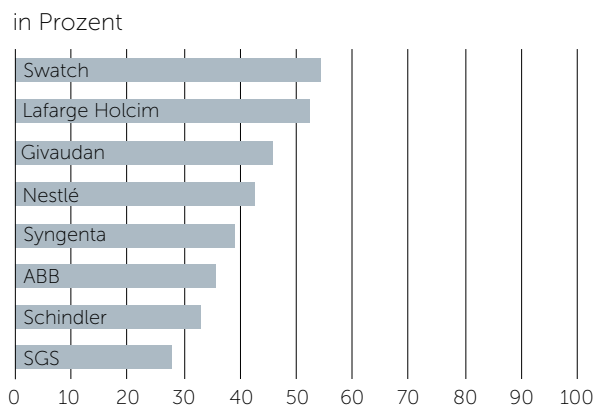
Der vertraute Weg

Für die Partizipation am Wachstum der Schwellenländer müssen Anlegerinnen und Anleger jedoch nicht zwingend in die Ferne schweifen. Die Schweiz gehört als kleine, offene Volkswirtschaft mit einem hochentwickelten Kapitalmarkt, an dem etliche international tätige Unternehmen

kotiert sind, zu den Gewinnern der Globalisierung. Setzt man die Marktkapitalisierung des Schweizer Aktienmarkts ins Verhältnis zur Wirtschaftsleistung, resultiert aktuell ein im internationalen Vergleich sehr hoher Wert von 230 Prozent. Auf ähnlich hohe Zahlen kommen ansonsten vorwiegend Stadtstaaten wie zum Beispiel Singapur (220 Prozent). Zum Vergleich: Global liegt der Wert bei 100 Prozent.

Alleine die Marktkapitalisierung des Nahrungsmittelkonzerns Nestlé entspricht mit gegen 250 Milliarden Schweizer Franken rund 35 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Nestlé erwirtschaftet jedoch gerade mal 1.7 Prozent des Umsatzes in der Schweiz. Der Mammutanteil der Erträge wird im Ausland verdient, nicht zuletzt in den Schwellenländern. Bei Nestlé sind es derzeit rund 43 Prozent. Der Zürcher Industriekonzern ABB profitiert von wachsenden Infrastrukturbedürfnissen im Zuge fortschreitender wirtschaftlicher Entwicklung. Der Uhrenhersteller Swatch wird in Zukunft wieder von der steigenden Nachfrage einer global stark wachsenden Mittelschicht profitieren können.

Schätzung des Umsatzanteils in Schwellenländern



Quelle: Bloomberg, Zähringer Privatbank

Die Umsatzanteile von Schweizer Unternehmen in Schwellenländern zeigen, dass bereits ein Portfolio mit exportorientierten Blue-Chips aus Industrienationen erheblich an der Entwicklung der Schwellenländer partizipiert.

Ist nun der «lokale» oder der «vertraute» Weg der bessere? Der Grundsatz der Diversifikation spricht auch auf der Suche nach Wachstum nicht für ein Entweder-oder, sondern für ein Sowohl-als-auch.

PORTFOLIO- IMPLIKATIONEN

Gerne stellen wir Ihnen an dieser Stelle wiederum Unternehmen vor, die unsere Auswahlkriterien für ein breit diversifiziertes Portfolio erfüllen.

● Novo Nordisk

Novo Nordisk mit Sitz in Dänemark ist ein fokussiertes, global tätiges Unternehmen aus dem Gesundheitssektor, das rund 80 Prozent des Umsatzes mit der Entwicklung, Herstellung und dem Verkauf von Diabetespräparaten sowie Wirkstoffen zur Behandlung von Fettleibigkeit erwirtschaftet. In der Insulinproduktion sind die Dänen Marktführer. Weiter gehören Hormone und Gerinnungsfaktoren für die Behandlung von Wachstumsstörungen und Hämophilie (Bluterkrankheit) zum Produktportfolio. Die Qualität des Unternehmens hat sich in der Vergangenheit an der teuren Aktienbewertung gespiegelt. Diesen August hat Novo Nordisk einen leicht unter den Erwartungen liegenden Jahresausblick veröffentlicht, auf den der Markt mit einer heftigen Korrektur von beinahe 30 Prozent reagiert hat. Durch diese Preisbewegung sind die Aktien nun wieder auf einem Bewertungsniveau (Kurs-Gewinn-Verhältnis von unter 20) wie letztmals 2009 erhältlich.

Der Kursrückgang stellt eine Einstiegschance dar. Unserer Meinung nach ist das innovative Produktportfolio von Novo Nordisk für die älter werdende Bevölkerung der Industrienationen sehr gut positioniert. Mit dem gezielten Aufbau von Distributionskanälen begegnet Novo Nordisk dem wachsenden Wohlstand und den damit verbundenen Anpassungen der Lebensgestaltung in den Schwellenländern.

● Givaudan

Das Genfer Unternehmen Givaudan – ein Spin-off von Roche – ist weltweit führend im Bereich Aromen und Duftstoffe. Die aus natürlichen und synthetischen Bestandteilen hergestellten Produkte kommen unter anderem in

Parfums, Getränken und Fertiggerichten zum Einsatz. Das Unternehmen setzte früh auf Forschung und Entwicklung und bildete bereits ab 1946 Parfumeure aus. Heute werden weltweit rund ein Drittel aller Parfumeure durch Givaudan geschult. Mit der Parfumschule in Singapur, der ersten ausserhalb Frankreichs, wird diese Tradition nun auf asiatische Bedürfnisse angepasst. Die grosse Bedeutung der Schwellenländer für Givaudan zeigt sich am Umsatz. 2015 wurden 46 Prozent der Verkaufserlöse in aufstrebenden Ländern erzielt, 32 Prozent davon in China. Mit gezielten Investitionen wie beispielsweise in die Drehscheibe für Riechstoffe in Singapur oder eine neue Anlage für kulinarische Aromen in China baut das Unternehmen seine Präsenz weiter aus. Diese ist insbesondere für die Rohstoffbeschaffung relevant, bei der die Schwellenländer eine zentrale Rolle spielen. Die steigende Tendenz zum Einsatz natürlicher Bestandteile bei der Herstellung von Aromen- und Duftstoffen, die heute schon bei 75 Prozent liegt, wird dies noch akzentuieren.

Die Givaudan-Aktie ist mit ihrer klaren Ausrichtung auf wachstumsstarke Märkte ein Kernwert des «vertrauten Wegs». Das Unternehmen ist solide finanziert und zeichnet sich durch eine kontinuierliche Steigerung der Dividendenzahlungen aus (aktuelle Rendite 2.7 Prozent).

Einordnung in unser Anlageuniversum



Die Zähringer Anlagemethode teilt die Anlagen in vier Risikoklassen ein. Zu den Nominalwerten gehören die Risikoklasse 1 (Liquidität) und die Risikoklasse 2 (tiefes Risiko), die vor allem verzinsliche Anlagen beinhaltet. Realwerte sind den Risikoklassen 3 (mittleres Risiko) und 4 (hohes Risiko) zugeordnet.

Herausgeber: Zähringer Privatbank AG, Schmiedenplatz 3, 3011 Bern, Tel. 031 307 50 00, Fax 031 307 50 01, info@zaehringer-privatbank.ch, www.zaehringer-privatbank.ch. Wir freuen uns über Rückmeldungen zu unserer vierteljährlich erscheinenden Publikation. Vorliegender Inhalt dient lediglich Informationszwecken. Die Publikation enthält weder Rechts- noch Anlageberatung oder Anlageempfehlungen und stellt auch kein Angebot beziehungsweise keine Aufforderung zur Tätigung einer Anlage dar. Bitte kontaktieren Sie Ihren Kundenberater für weitere Informationen.