

# Länderselektion als Erfolgsrezept in den Emerging Markets



**Von Dr. Magne Orgland (rechts)**  
Geschäftsführender Teilhaber  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen

**und Daniel Leveau (links)**  
Teilhaber  
Wegelin & Co. Privatbankiers  
St. Gallen

Aktienanlagen in den Schwellenländern bzw. Emerging Markets sind derzeit zu Recht populär. Dieses Jahr konnte man zum Beispiel mit chinesischen Aktien fast +100% Rendite erzielen. Dagegen hat der Schweizer SPI bis Ende Oktober eine relativ gesehen magere Rendite von +6% erzielt. Besonders propagiert werden die sogenannten BRIC, Anlagen in den Aktienmärkten Brasilien, Russland, Indien

und China. Seit dem Tief des Aktienmarktes im März 2003 haben diese Länder im Durchschnitt um +550% zugelegt.

## **Ausgeprägte Bullen- und Bärenmärkte**

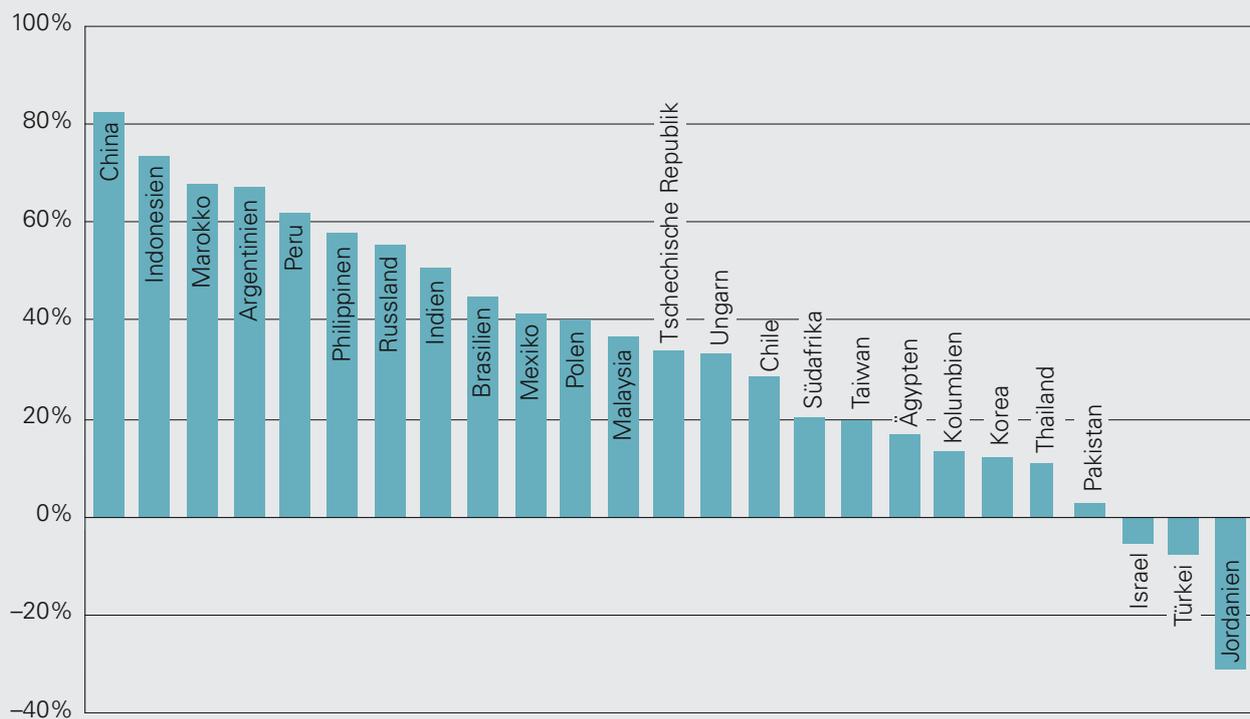
Die Geschichte zeigt, dass der Investor mit Aktienanlagen in den Emerging Markets nicht nur viel Geld verdienen, sondern auch verlieren kann. Wer erinnert sich noch an die «Asian Tigers»? Bei der letzten grossen Spekulationsblase in den Emerging Markets Anfang der 1990er Jahre waren die schnell wachsenden Volkswirtschaften von Hongkong, Taiwan, Singapur und Südkorea in aller Munde. An diesen Märkten konnten damals Traumrenditen erzielt werden: Im Zeitraum von 1985 bis 1990 hat sich der Aktienmarkt in Süd-

korea versechsfacht und derjenige in Taiwan mehr als verelfacht. Mit der Asienkrise 1997 verloren diese Märkte in Franken entsprechend –85% und –94%. In den Folgejahren wurden weitere Emerging Markets durch Krisen erschüttert – zum Beispiel Russland 1998 oder Argentinien 2002.

Eine nachhaltig erfolgreiche Anlagestrategie in den Emerging Markets sollte nicht nur von den starken Aufschwungphasen profitieren, sondern auch das Kapital in den unvermeidbaren Abschwungphasen möglichst schützen. Wie kann man das bewerkstelligen? Der Begriff Emerging Markets deutet auf eine gewisse Homogenität hin. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern sind jedoch grösser als die Gemeinsamkeiten. Während beispielsweise Russland, Brasilien und die Nahoststaaten Rohstoffe exportieren, sind China, Korea und Taiwan vorwiegend Importländer. Taiwan und Korea sind mit einem BIP pro Einwohner von 25'000 US\$ bis 30'000 US\$ mittlerweile recht wohlhabend. Im Gegensatz dazu sind Ägypten und Jordanien mit einem BIP pro Einwohner von etwa 5'000 US\$ weiterhin sehr arm. Die einzelnen Aktienmärkte entwickeln sich dementsprechend unterschiedlich. Im Kalenderjahr 2006 hat beispielsweise der Aktienmarkt in China um +83% zugelegt, der Aktienmarkt in Jordanien hat hingegen –31% verloren (siehe Grafik «Länderselektion»). Zahlreiche empirische Untersuchungen bestätigen die tiefe Korrelation der einzelnen Emerging Markets untereinander.

Fassen wir kurz zusammen: In den Emerging Markets sind ausgeprägte Bullen- und Bärenmärkte zu beobachten. Da die Bewegungen der einzelnen Länder weitgehend voneinander unabhängig sind, bietet sich die Länderselektion als interessante Anlagestrategie an. Die Kernfrage lautet: Wie kann der Investor im voraus die attraktivsten Länder identifizieren? Wegelin & Co. ist davon überzeugt, dass eine langfri-

## Länderselektion wichtig in den Emerging Markets



Quelle: MSCI Net Total Return Index; Rendite der Länder 2006 in Lokalwährungen.

stig erfolgreiche Anlagestrategie auf fundierten und empirisch bestätigten wissenschaftlichen Theorien beruht.

### Neue Theorie der «Rational Beliefs»

Eine fundierte wissenschaftliche Grundlage für die aktive Länderselektion bietet die Theorie der «Rational Beliefs», entwickelt an der Universität Stanford von Professor Mordecai Kurz. Wie bei der alten Theorie der Markteffizienz liegt der neuen Theorie die Annahme zugrunde, dass Investoren rational handeln und ihre erwartete, risikoadjustierte Rendite maximieren.

Der grosse Unterschied zwischen den zwei Theorien liegt bei der Prognosefähigkeit der Investoren. Gemäss der alten Theorie haben alle Investoren dieselben fixen und richtigen «Beliefs», d.h., sie prognostizieren dieselbe Rendite («perfekte bedingte Voraussicht»). Mit anderen Worten: Nachdem die Investoren am Morgen die Zeitung gelesen haben, kennen sie den korrekten Indexstand für den Aktienmarkt. Basierend auf den im jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Informationen können sie keine Prognosefehler begehen – gemäss der alten Theorie. Schon rein

intuitiv ist dies aber eine zu starke Vereinfachung der Realität.

Gemäss der neuen Theorie der «Rational Beliefs» können die Investoren durchaus Prognosefehler begehen. Sie haben verschiedene und im Zeitablauf variierende «Beliefs», die unterschiedliche Grade von Optimismus und Pessimismus bezüglich der zukünftigen Renditen widerspiegeln. Professor Mordecai Kurz ist es gelungen, diese «Belief»-Struktur des Marktes mathematisch abzubilden. Gemäss seiner Theorie können sich sowohl der Anteil von Optimisten und Pessimisten wie auch die Intensität von Optimismus und Pessimismus ändern. Die «Beliefs» der Marktteilnehmer sind auch korreliert, d.h., einzelne Investoren lassen sich von anderen beeinflussen. Obwohl sich die Marktteilnehmer zu einem bestimmten Zeitpunkt bezüglich der zukünftigen Renditen irren können, müssen sie im mehrjährigen Durchschnitt die langfristig «korrekte» Aktienrendite erwarten.

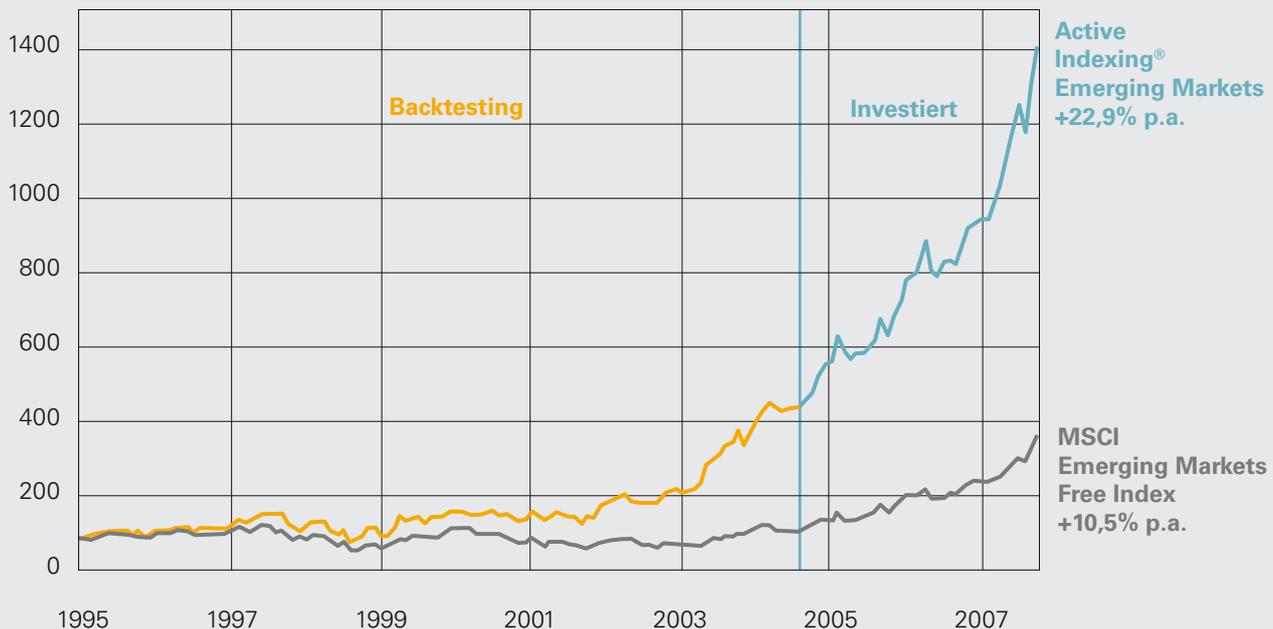
Mit der neuen Theorie der «Rational Beliefs» können langfristige Bullen- und Bärenmärkte erklärt werden. In einem Bullenmarkt steigen der Anteil der Optimisten sowie die Intensität

des Optimismus. Dieser Prozess wird durch die Korrelation der «Beliefs» verstärkt. Die Investoren informieren sich zum grossen Teil über die gleichen Medien und lassen sich somit voneinander beeinflussen. Das Ergebnis ist ein Anstieg der Bewertung (z.B. Kurs/Gewinn-Verhältnis) des Aktienmarktes. Im Jahre 2006 war beispielsweise in China ein solcher Anstieg des Optimismus zu beobachten. Der Aktienmarkt legte um +83% zu, obwohl der Gewinnzuwachs der chinesischen Unternehmen nur +3% betrug. Umgekehrt entwickelten sich Jordanien und andere Nahoststaaten: Der Aktienmarkt Jordaniens verlor –31%, obwohl die Gewinne der Unternehmen um +81% stiegen.

Auch die hohe Volatilität an den Aktienmärkten kann mit der neuen Theorie gut erklärt werden. Ganze 75% der Volatilität kommen durch korrelierte Prognosefehler der Investoren zustande, die restlichen 25% werden durch neue Informationen über die Fundamentaldaten verursacht. Wenn viele Investoren sich ähnlich positioniert haben und gleichzeitig herausfinden, dass ihre Prognose falsch war, kann es zu heftigen Bewegungen kommen.

## Active Indexing® Emerging Markets

Indexiert, in US-Dollar



Januar 1995 bis Juli 2004: Backtesting. Entspricht für den Zeitraum August 2004 bis Ende Oktober 2007 der Nettorendite eines repräsentativen, effektiv investierten Portfolios. Vergangene Performance ist keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

### Bullenmärkte suchen, Bärenmärkte meiden

Gemäss der neuen Theorie bleibt die langfristige Risikoprämie von Aktien hoch (6%). Das Risiko langjähriger Bärenmärkte muss entschädigt werden. Die Marktvolatilität wird auch hoch bleiben, da es immer wieder korrelierte Prognosefehler der Investoren geben wird. Schliesslich wird die Bewertung des Aktienmarktes mit einem erwarteten Kurs/Gewinn-Verhältnis zwischen 9 und 18 weiterhin stark schwanken.

Wie kann ein Investor von diesen Kenntnissen profitieren? Falls die Bullen- und Bärenmärkte der einzelnen Aktienmärkte weltweit nicht synchron verlaufen, was historisch auch der Fall war, dann ist es möglich, durch die Anlage in Bullen- und durch die Vermeidung von Bärenmärkten signifikant besser abzuschneiden als mit einer Anlage in den Gesamtindex. Aufgrund der erwähnten wirtschaftlichen Unterschiede der einzelnen Emerging Markets sowie des «Home Bias» der Investoren ist davon auszugehen, dass Bullen- und Bärenmärkte in den einzelnen Schwellenländern weiterhin nicht synchron verlaufen werden.

Empirische Untersuchungen von Wegelin & Co. Privatbankiers haben

bestätigt, dass die Bewertung eines Aktienmarktes einen guten Indikator für die Position im Bullen-/Bärenzyklus und somit auch für seine zukünftige Rendite darstellt. Bei günstig bewerteten Märkten ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass bald ein Bullenmarkt anfangen wird. Umgekehrt ist die Gefahr eines Bärenmarktes gross, wenn zuviel Optimismus die Bewertungen bereits in die Höhe getrieben hat. Das Risiko/Rendite-Verhältnis aus Sicht des Investors ist somit bei günstig bewerteten Aktienmärkten deutlich attraktiver.

### Wegelin Active Indexing® Emerging Markets Strategie

Um die Kenntnisse aus der neuen Theorie der «Rational Beliefs» in die Praxis umzusetzen, hat Wegelin & Co. Privatbankiers eine neuartige Anlagestrategie, «Active Indexing® Emerging Markets», entwickelt. Sie wird «Active» genannt, weil das Portfolio bei Bedarf regelmässig aktiv umgeschichtet wird. «Indexing» wird sie genannt, weil die Umsetzung durch breit diversifizierte, kostengünstige Aktienindexinstrumente erfolgt. Das Anlageuniversum der Active Indexing® Emerging Markets Strategie besteht aus den glei-

chen Märkten wie dasjenige des MSCI Emerging Markets Free Index.

Das Active Indexing® Emerging Markets Portfolio wird mit Hilfe eines quantitativen, faktenbasierten Modells verwaltet. In diesem Modell werden die 22 grössten und liquiden Aktienmärkte des MSCI Emerging Markets Free Index analysiert. Mit der Active Indexing® Emerging Markets Strategie wird dann gezielt in die 6 bis 9 attraktivsten Aktienmärkte investiert. Die Strategie strebt somit an, in unterbewertete Bullenmärkte zu investieren, während hoch bewertete potentielle Bärenmärkte vermieden werden. Ein weiterer Vorteil des Active Indexing®-Ansatzes ist die breite Diversifikation auf Titalebene. Ein Active Indexing® Emerging Markets Portfolio enthält in der Regel über Indexinstrumente indirekt mehr als 250 einzelne Aktien.

Die Active Indexing® Emerging Markets Strategie wurde seit 1995 empirisch überprüft und seit 2004 erfolgreich umgesetzt (s. Grafik oben). Die Strategie konnte seit 1995 den MSCI Emerging Markets Free Index in US-Dollars um rund +13% pro Jahr übertreffen.

[www.wegelin.ch](http://www.wegelin.ch) ●