

»Lateinamerika: *Der Optimismus ist zurück*



Research

Mai 2024

Marketingmaterial



Tanja Kusterer
Portfoliomanagerin
Emerging Markets

Lateinamerika bietet Chancen: Während eines mehrwöchigen Research-Trips bis an den untersten Zipfel Südamerikas konnten wir uns davon überzeugen. Heterogene Opportunitäten und idiosynkratische Risiken bedürfen jedoch entsprechender Hausaufgaben der Investoren. In diesem kurzen Paper zeigen wir auf, welche Segmente wir jeweils in Chile, Brasilien und Argentinien als attraktiv identifiziert haben und wie wir die wirtschaftliche und politische Lage einschätzen.

Die globale Wirtschaft erwies sich trotz erheblicher Zinserhöhungen der Zentralbanken bislang als erstaunlich widerstandsfähig. Auch die grossen Schwellenländer verzeichnen ein robustes Wachstum und profitieren teilweise von einer Neuordnung der globalen Lieferketten. Insbesondere die Wachstumserwartungen für Indien und Brasilien wurden vom internationalen Währungsfonds inzwischen nach oben revidiert, auf 6.8% und 2.2% für das Jahr 2024. Gerade in Lateinamerika waren in den vergangenen Jahren jedoch auch politische Risiken ein wichtiges Thema: In den grössten Volkswirtschaften, inklusive Chile, Brasilien und Kolumbien kamen linksgerichtete Regierungen an die Macht. Gleichzeitig kam es, beispielsweise in Peru und Chile, vermehrt zu Protesten und in Argentinien wurde mit Javier Milei ein schwer einschätzbarer Charakter ins Amt gewählt.

Vor diesem Hintergrund wollten wir die wirtschaftliche Lage und politischen Entwicklungen in Lateinamerika besser einordnen und verbrachten einige Wochen in der Region, konkret in Chile, Brasilien und Argentinien. Insgesamt hielten wir mehr als 50 Meetings, darunter mit Unternehmen aus verschiedenen Industriezweigen, Ökonomen, lokalen Investoren und Experten aus der Finanzindustrie. Am Ende waren wir einerseits überzeugt, dass sich die politischen Risiken über die vergangenen Monate stark reduziert haben. Andererseits waren wir auch positiv überrascht von den optimistischen ökonomischen Aussichten.

Chile

Gerade in Chile waren die vorgängig erwähnten politischen Risiken in den vergangenen Jahren präsent: Als Resultat der gewaltsamen sozialen Proteste im Herbst 2019 wurde zwar via Referendum der Plan gefasst, eine neue Verfassung zu schreiben, der neue Text wurde jedoch zweimal vom Volk abgelehnt. Ein möglicher dritter Versuch für eine neue Verfassung wurde inzwischen auf die lange Bank geschoben und neue Proteste blieben ebenfalls aus. 2022 wurde mit Gabriel Boric zwar ein linksgerichteter Präsident ins Amt gewählt, von der Reformagenda werden aktuell jedoch keine für den Markt einschneidenden Änderungen erwartet. Entsprechend verbesserte sich das politische Umfeld inzwischen signifikant und dürfte auch in Zukunft ruhiger bleiben.

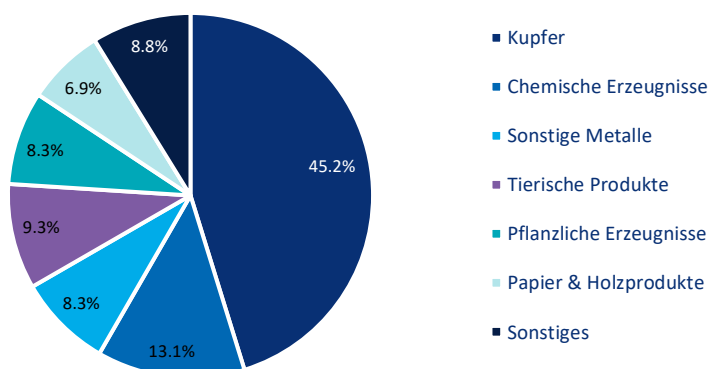
Neben dieser Entwicklung steht auch die lokale Wirtschaft vor einer Erholung aus dem schwierigen letzten Jahr – 2023 verzeichnete Chile ein Wirtschaftswachstum von nur 0.2%. Seit Jahresanfang beschleunigten sich die Konjunkturindikatoren, inklusive Produktions- und Arbeitsdaten, und die Erwartungen der Ökonomen für 2024 wurden auf über 2% Wirtschaftswachstum angehoben. Auch niedrigere Zinsen sollten diese Entwicklung unterstützen. So war Chile Vorreiter in der geldpolitischen Lockerung und die Zentralbank senkte den Leitzins seit letztem Sommer bereits um 4.75%. In diesem Umfeld erwarten lokal tätige Unternehmen eine graduelle Erholung des Konsums. Teilweise wurde diese Entwicklung von Einzelhandelsunternehmen mit höheren

Umsätzen in den Segmenten für Warenhäuser oder Einkaufszentren bereits registriert, wenn auch noch auf tiefen Niveaus.

» Kupferproduzenten sollten von den längerfristig höheren Rohstoffpreisen profitieren.

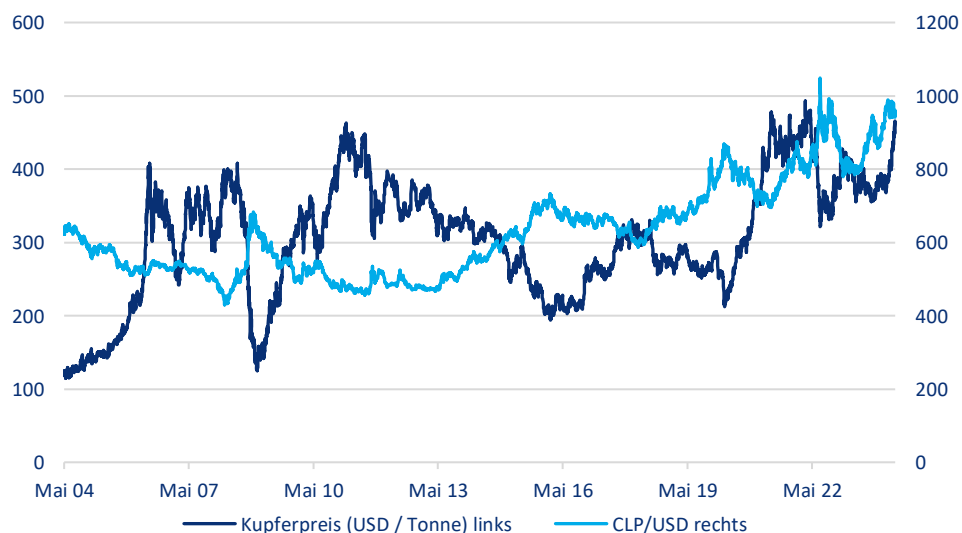
Auf der anderen Seite bleibt Chile von Rohstoffpreisen, allen voran vom Kupfer, extrem abhängig. Chile ist der weltweit grösste Kupferproduzent mit einem Marktanteil von 24% und Kupferexporte machen rund die Hälfte der Gesamtexporte des Landes aus (siehe Chart 1). Auf der Nachfrageseite profitiert der Kupferpreis weiter von Investitionen in grüne Technologien, Elektromobilität und der Energiewende allgemein, sowie kurzfristig vom Aufschwung der globalen Wirtschaft, Aufstockung der Lagerbestände sowie erwarteten Zinssenkungen. Auf der Angebotsseite enttäuschte die Produktion in den letzten Jahren und auch die Qualität der Kupfervorkommen ging zurück, was die Betriebskosten in die Höhe treibt. Zudem verläuft die Entdeckung neuer hoch qualitativer Vorkommen schleppend und vor allem auch in Chile mangelt es an neuen und attraktiven Projekten. Mittelfristig wird mit dieser Dynamik ein ausgewogenes Nachfrage- und Angebotsbild erwartet, während längerfristig mit einem strukturellen Defizit und damit höheren Rohstoffpreisen gerechnet wird. Eine Entwicklung, von der sowohl die dortigen Kupferproduzenten profitieren als auch das Wachstum im Land künftig weiter positiv unterstützt werden dürfte.

Chart 1: Exporte nach Produktkategorien (2022)



Quellen: Bloomberg, JP Morgan, OEC, BACI

Chart 2: Kupferpreis und Wechselkurs chilenischer Peso



Quellen: Bloomberg, JP Morgan, OEC, BACI

In der Summe begegneten wir in Chile einer optimistischen Stimmung. Und auch wir betrachten die wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen durchwegs positiv und denken, dass das Land seinen Status als «sicherer Hafen» für solide Investment-Grade-Anlagen in Lateinamerika weiterhin verdient.

Brasilien

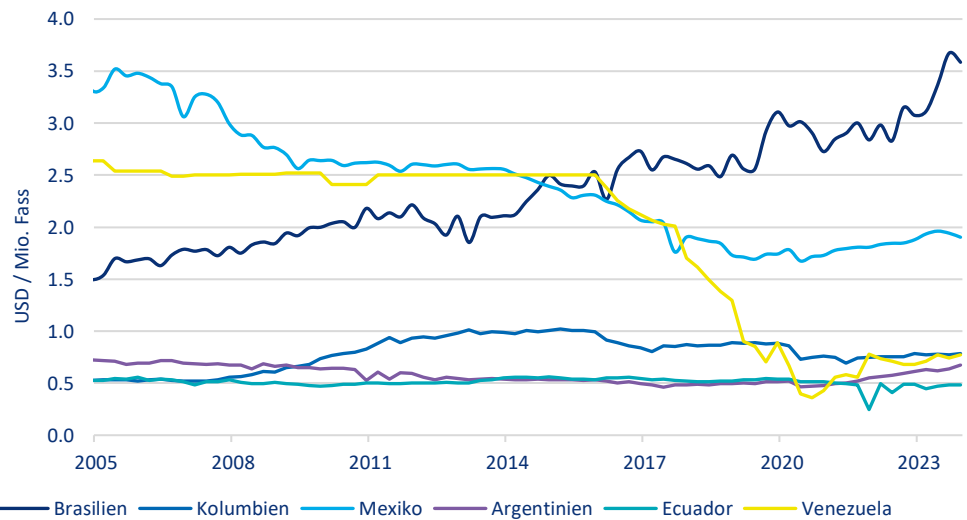
Auch in Brasilien stehen die Ampeln unserer Ansicht nach auf grün. Trotz anfänglicher Unsicherheit entwickelte sich die Politik unter Präsident Lula für die Finanzmärkte durchaus positiv. Einerseits blieb die Fiskalpolitik bislang restriktiver als erwartet und die Regierung konnte sowohl eine lang überfällige Verbrauchsteuerreform als auch eine neue Fiskalregel durchsetzen. Auch wirtschaftlich entwickelt sich das Land besser als erwartet und insbesondere der Einzelhandel überraschte seit Jahresbeginn deutlich positiv mit einem Wachstum von 5.7% im Jahresvergleich (per März 2024). In diesem Umfeld wurde Brasilien kürzlich von zwei Ratingagenturen von BB- auf BB heraufgestuft und Experten rechnen mit weiteren Upgrades in den nächsten ein bis zwei Jahren, was unserer Meinung nach realistisch ist.

Auf der Kreditseite hat sich die Lage nach dem überraschenden Ausfall der Anleihe des Einzelhändlers Americanas aufgrund eines Bilanzskandals und sechs weiteren Titeln im ersten Halbjahr 2023 inzwischen ebenfalls normalisiert. Diese Ausfälle waren zwar einerseits idiosynkratischen Ereignissen und teilweise unhaltbaren Geschäftsmodellen geschuldet, wurden jedoch durch die hohen Zinsniveaus verschärft, beziehungsweise beschleunigt. Mit dem Beginn des Zinssenkungszyklus liess der Druck auf die Unternehmen inzwischen nach. Davon dürften vor allem Unternehmen profitieren, die einen höheren Anteil an lokalen Schulden mit variablen Zinssätzen haben.

» Steigerung der Ölproduktion von 50% bis 2029 erwartet.

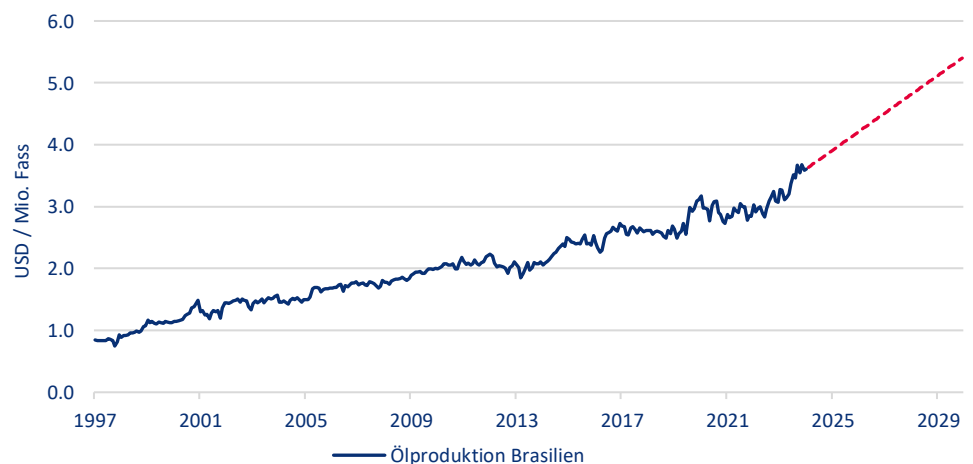
Angesichts des besseren Umfelds verzeichnete Brasilien im ersten Quartal auch die höchsten Neuemissionsvolumen in Lateinamerika. Zudem trauten sich seit langem auch wieder Debutanten an den Markt, teilweise mit attraktiven Coupons von 9-10%. Auf Unternehmensebene war der Ausblick auf verschiedene Rohstoffpreise, inklusive Öl, Eisenerz oder Zellstoffe ein wichtiges Thema. Als weltweit grösster Exporteur von Agrarprodukten stand insbesondere der Ernteausblick im Fokus. Beispielsweise für Mais wird eine insgesamt solide Saison erwartet, was aber zusammen mit hohen Lagerbeständen Druck auf die Preise ausübt. Von dieser Entwicklung dürften vor allem Protein- und auf Mais basierte Ethanol-Produzenten dank niedrigerer Inputkosten profitieren. So lagen die durchschnittlichen Preise für Mais im ersten Quartal rund 40% unter der Vergleichsperiode im Vorjahr. Im Ausblick werden zunächst weiter ähnliche Preise und Volumen erwartet, die Auswirkungen der Überschwemmungen in Rio Grande do Sul, einer wichtigen Region für die Agrarproduktion in Brasilien, auf die Ernteerträge und damit Preise ist jedoch aktuell noch nicht abzusehen. Auf der anderen Seite bleibt auch die Ölproduktion ein wichtiger Wachstumsfaktor für das Land. Bis 2029 wird für das Land eine Produktionssteigerung von 50% prognostiziert. Damit dürfte sich das BIP-Wachstum in den nächsten fünf Jahren um insgesamt 3% erhöhen. In diesem Zusammenhang bevorzugen wir Emittenten, die von diesem Potenzial profitieren können, wie beispielsweise ein Öl-Umschlaghafen neben dem strategisch wichtigen Campos-Becken.

Chart 3: Ölproduktion in Brasilien übertrifft andere Länder in Lateinamerika deutlich (in USD pro Mio. Fass)



Quellen: Bloomberg, BofA

Chart 4: Brasiliens Ölproduktion dürfte weiter stark steigen (in USD pro Mio. Fass)



Quellen: Bloomberg, BofA

» Wir bevorzugen in Brasilien aktuell Exportunternehmen.

Politische Diskussionspunkte waren unter anderem die Einflussnahme der Regierung auf Unternehmen mit Staatsbeteiligung, die Einhaltung der Fiskalregel sowie der Fortschritt bei der anstehenden Einkommenssteuerreform. Insgesamt denken wir, dass sich diese Risiken aktuell in Grenzen halten und die positiven Treiber in Bezug auf das Wirtschaftswachstum und auf den Rohstoffausblick überwiegen. Entsprechend betrachten wir Brasilien aktuell als attraktiven Anlagemarkt, bevorzugen dabei jedoch Exportunternehmen.

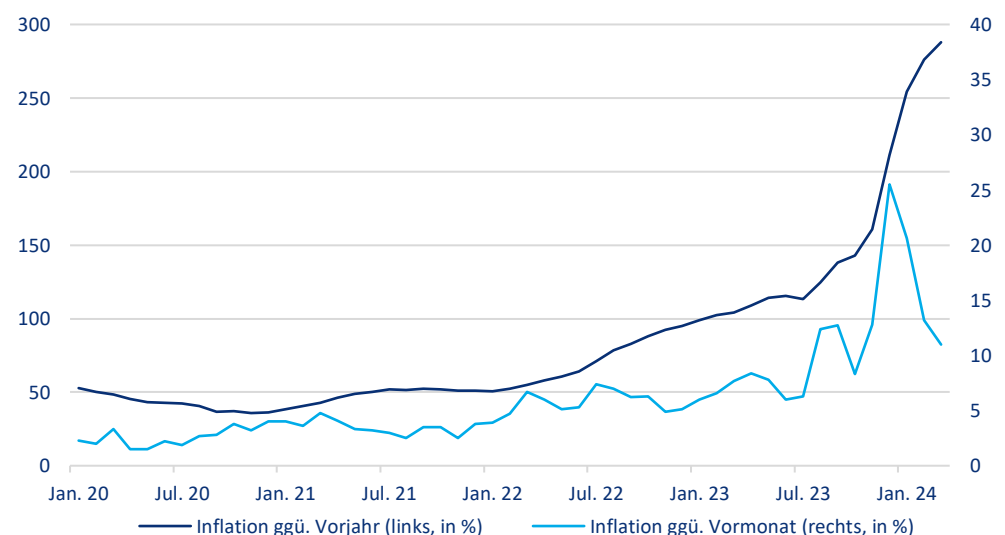
Argentinien

Die Euphorie sowohl in der Bevölkerung als auch bei internationalen Investoren war gross, als Javier Milei im November 2023 zum neuen argentinischen Präsidenten gewählt wurde. Auch in den fast sechs Monaten nach den Wahlen setzte sich die positive Stimmung fort und Staatsanleihen stiegen um 66% (Zeitraum 20. November bis 30. April). Die in den aktuellen Preisen implizierte Ausfallwahrscheinlichkeit beträgt

noch rund 50% bis ins Jahr 2027. Damit stellt sich jedoch die Frage inwiefern diese Entwicklung gerechtfertigt ist.

In den ersten Monaten konnte die Regierung bereits einige Erfolge feiern. Die monatliche Inflation fiel im März auf 11.0% (siehe Chart 5) und die Nettoreserven der Zentralbank stiegen um rund USD 9 Milliarden. Die Regierung zeigte sich bislang stark gewillt, die fiskalpolitische Konsolidierung und das Stabilisierungsprogramm, auch auf Kosten der wirtschaftlichen Entwicklung, durchzusetzen. So wurden beispielsweise Sozialversicherungsabgaben gekürzt, Importsteuern und Strompreise erhöht sowie öffentliche Arbeiten eingestellt. Auch die weitreichenderen Reformen wie das „Omnibus-Gesetz“ oder der Fiskalpakt haben mit der Genehmigung im Kongress eine erste Hürde gemeistert.

Chart 5: Deutlicher Rückgang der exorbitanten Inflation



Quelle: Bloomberg

» Die Unterstützung der Regierung durch die Bevölkerung bleibt ein Schlüsselfaktor.

Auf der anderen Seite schwächte sich die Wirtschaft seit Jahresanfang signifikant ab: Für das Gesamtjahr wird mit einer Kontraktion von 3-4% gerechnet. Vor allem in den diskretionären Ausgaben scheint die Mittelklasse besonders zu sparen und Restaurants oder Fitnessstudios wirken leerer. Zudem mehren sich auch Geschichten wie jene, dass Mittelklassefamilien ihre Kinder von Privat- auf öffentliche Schulen transferieren, weil sie sich die höheren Gebühren nicht mehr leisten können. Auch Proteste und Streiks mehren sich. Die weitere Unterstützung der Regierung in der Bevölkerung und damit die politische Durchsetzungsfähigkeit bleibt jedoch der wichtigste Erfolgs-, aber auch grösste Risikofaktor.

Positive Performancetreiber für die kommenden Monate sind die Ankündigung eines neuen Programms mit dem Internationalen Währungsfonds, Durchsetzung des Omnibus-Gesetzes oder Fiskalpacts im Senat, die weitere Akkumulierung von Währungsreserven, sowie mögliche Schritte im Währungsmanagement inklusive graduelle Aufhebung der Kapitalkontrollen. Fortschritte in diese Richtung schätzen wir als durchaus realistisch ein.

Insgesamt steht im Moment jedoch viel auf dem Spiel. Im positiven Fall, mit weiteren politischen Erfolgen und damit der graduellen Wiederöffnung des Landes für den Kapitalmarkt sehen wir auch bei den aktuellen Bewertungen noch Luft nach oben. Auf

der anderen Seite sind die Risiken, allen voran die Geduldsprobe, die der Bevölkerung abverlangt wird, signifikant. Im schlimmsten Fall verliert Milei seine Unterstützung in der Bevölkerung und kann entsprechend Reformen nicht mehr durchsetzen. In der Summe betrachten wir die aktuellen Bewertungen aufgrund der hohen Unsicherheit, in welche Richtung sich das Land entwickeln wird, damit als ausbalanciert.

Zusammenfassend kommen wir zu dem Schluss, dass sich der Ausblick auf Lateinamerika im Hinblick auf die wirtschaftliche Lage, zusammen mit einer robusten lokalen Nachfrage, tieferen Zinsen und vorteilhaften Entwicklungen in den Rohstoffpreisen, in den vergangenen Monaten stark verbessert hat. Gleichzeitig dürfte in Zukunft die politische Situation ruhiger bleiben und in den wichtigsten Märkten werden mittelfristig auch keine Wahlen mit grösseren Veränderungen in der politischen Landschaft erwartet. Entsprechend bleiben wir für Investitionen in die Region optimistisch.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2024 Fisch Asset Management AG