

Anleger in den Emerging Markets sind die Gewinner der Globalisierung



Von Gottfried Heller
Fondsmanager und Chef der Fiduka Depotverwaltung GmbH, München, und Mitglied des Verwaltungsrates der PMG Fonds Management AG, Zürich

Das Jahr 2005 war bereits das fünfte Jahr in Folge, in dem die Aktienmärkte der Schwellenländer die Börsen der Industrieländer in den Schatten stellten. Allein seit Anfang 2004 bis Januar 2006 stieg der MSCI Emerging Markets Index – in CHF ausgedrückt – um 90%, während es der MSCI Weltaktienindex nur auf ein vergleichsweise bescheidenes Plus von 30% brachte.

Das wirft gleich die Frage auf, wie gross die Gefahr einer Überhitzung ist. Wenn man nur nach den Kursen ginge, müsste man sicher folgern, dass diese Gefahr bestehe. Doch diese oberflächliche Betrachtung ist ein Trugschluss. Eine tiefere Analyse fördert nämlich die frappierende Tatsache zutage, dass sich trotz des deutlichen Kursanstiegs die fundamentalen Daten der Schwellenbörsen in der gleichen Zeit nicht wesentlich verändert haben. So ist das Kurs-/Cash-flow-Verhältnis nur um etwa 9% angestiegen, und das Kurs-/Gewinn-Verhältnis steht nur um 7% höher. Überraschend hat sich die

Dividendenrendite in der gleichen Zeit sogar von 2,25% auf 2,36% verbessert. Das bedeutet, dass das Wachstum der Unternehmensgewinne, des Cash-flows und der Dividenden im wesentlichen mit den steigenden Aktienkursen Schritt gehalten hat.

Auch gemessen an den historischen Durchschnittswerten der letzten 18 Jahre sind die Bewertungen heute noch moderat. Im Schnitt betrug das Kurs-/Cash-flow-Verhältnis 8,5 und aktuell steht es bei 9,2. Das Kurs-/Gewinn-Verhältnis ist mit derzeit 15 sogar niedriger als der Durchschnittswert von 16,8, und die aktuelle Dividendenrendite ist um 15% höher. Kurz gesagt: Die Aktien der Emerging Markets sind immer noch relativ billig.

Die Gewinnsteigerungen für dieses Jahr werden von IBES auf etwa 15% geschätzt. Selbst wenn die Gewinne wegen ihrer teilweise zyklischen Natur etwas schwächer ausfallen sollten, bleibt der allgemeine Ausblick für Schwellenländeraktien auch für dieses Jahr günstig. Das gilt auch langfristig.

Komparative Kostenvorteile

Seit dem Fall des Kommunismus vor 16 Jahren findet eine radikale Veränderung der Welt statt, die man mit dem Stichwort «Globalisierung» umschreibt. Seitdem hat sich die Marktwirtschaft weltweit ausgebreitet.

In einem völlig entgrenzten, globalen Markt befinden sich nun etwa 5,5 Milliarden Menschen der Entwicklungsländer im Wettbewerb mit etwa 800 Millionen Menschen der Industrieländer. Die Menschen der Emerging Markets sind grossenteils arm, jung und hungrig, und sie bieten ihre Arbeitskraft für einen Bruchteil hiesiger Löhne an. Diese Kostenvorteile haben den Emerging Markets seit den 90er Jahren einen steten Zufluss an Direktinvestitionen beschert.

Es liegt auf der Hand, dass die komparativen Kostenvorteile der Schwellenländer noch auf Jahre hinaus bestehen bleiben. Die globale Wirtschaft ist

heute geprägt von enormen Überkapazitäten in der Industrie und einem Überangebot von Arbeitskräften im Arbeitsmarkt. Daher besteht heute kein Trend zur Inflation, sondern eher zur Deflation. Als Konsequenz werden die langfristigen Zinsen weiterhin relativ niedrig bleiben.

Ausserdem quellen die Kapitalmärkte vor Überliquidität geradezu über. Der Internationale Währungsfonds schätzt die globale Liquidität auf rund 11 Billionen US-Dollars. Die Überliquidität, die in der Realwirtschaft nicht gebraucht wird, bleibt im Kapitalmarkt und sucht dort rentierliche Anlagen.

Die Inflation findet in unserer heutigen globalen Wirtschaft – anders als in den Jahren bis 1990 – nicht in den Gütermärkten, sondern in den Kapitalmärkten statt und treibt die Kurse von Anleihen, Rohstoffen, Edelmetallen und Immobilien in die Höhe. Es ist eine «Inflation der Vermögenswerte».

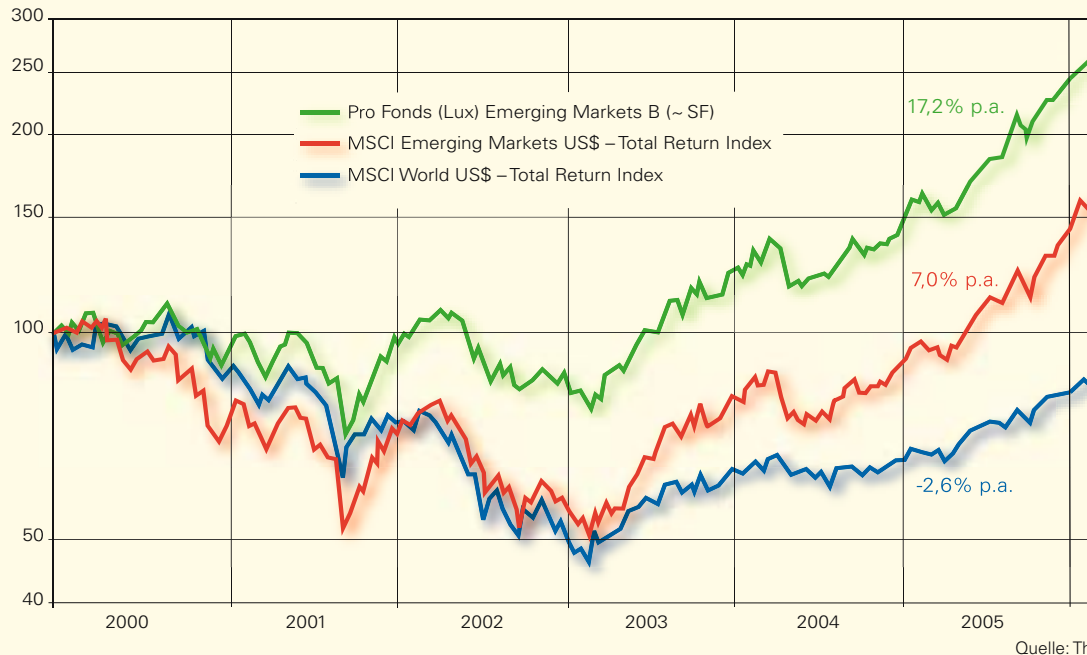
Aktien sind die einzige Anlageklasse, in der die «Vermögens-Inflation» noch nicht in grossem Umfang stattgefunden hat. Sie sind derzeit die einzige relativ preiswerte Anlageklasse sowohl hinsichtlich historischer Durchschnittswerte als auch in Relation zu Anleiherenditen.

Günstig bewertete Aktien

Immer noch günstig bewertet sind die Aktien der Schwellenländer. Verglichen mit dem MSCI-Weltindex der Industrieländer weist der MSCI-Schwellenländerindex – gemessen am Cash-flow und an den Gewinnen – jeweils einen Abschlag von gut 10% auf, und die Dividendenrendite liegt mit 2,4% um etwa 20% höher. Und dies, obwohl das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern mehr als doppelt so hoch ist wie in den Industrieländern. Anstatt eines Abschlags müsste ihnen eher ein Kursaufschlag zukommen.

Das starke Wachstum wird angesichts des grossen Nachholbedarfs

Pro Fonds (Lux) Emerging Markets vs. MSCI World und MSCI Emerging Markets



noch lange anhalten, und daher werden die Emerging Markets noch auf Jahrzehnte hinaus zu den chancenreichsten Anlageregionen der Welt gehören. Neben den derzeit günstigeren fundamentalen Unternehmensbewertungen und dem höheren Gewinnwachstum sprechen auch die jüngeren Bevölkerungsstrukturen zugunsten der Emerging Markets. Sie sind die grossen Gewinner der Globalisierung.

Bessere Rahmenbedingungen

Kann es trotz der vielversprechenden Aussichten zu einer Wiederholung von Krisen, wie der Mexikokrise 1995, der Asienkrise 1997 und der Russlandkrise 1998, kommen? Viele Länder standen in den 90er Jahren unter einem permanenten Druck, ihre Währungen abzuwerten. Heute stehen die Schwellenländer auf gesünderen Beinen. Die Krisen haben das Denken und Handeln von Managern und Staatschefs verändert. Die Verfilzung von Politik, Banken und Industrie wurde verringert, Auslandsschulden wurden abgebaut und Bilanzen bereinigt.

Viele multinationale Unternehmen aus den Industrieländern haben nicht nur massive Direktinvestitionen getätigt, sondern auch moderne Managementmethoden und Kontrollsysteme eingeführt. Das hat fast überall zu einer Umkehrung der Verhältnisse gegenüber den 90er Jahren geführt.

Die Inflationsraten liegen fast durchwegs im einstelligen Bereich. Die Leistungsbilanzdefizite haben sich vielfach in Überschüsse verwandelt. Die Defizite in den Staatshaushalten sind deutlich gesunken. Stattliche Devisenreserven wurden angesammelt. China besitzt heute – nach Japan – mit über 800 Mrd. US-Dollars die grössten Devisenreserven. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass in den Tresoren asiatischer Zentralbanken – ohne Japan – über 1,5 Billionen US-Dollars lagern. Das entspricht rund dem Achtfachen der im Jahr 2005 fälligen Schulden.

Die Exportüberschüsse sind oft so gross, dass die lokalen Währungen unter Aufwertungsdruck stehen. Seit Anfang 2003 hat sich beispielsweise der brasilianische Real gegenüber dem US-Dollar um 65% aufgewertet, die türkische Lira um 27%, der koreanische Won um 21% und der russische Rubel um 14%.

Die Schwellenländer sind heute weitaus besser gegen externe Schocks gewappnet als in den 90er Jahren. Die Voraussetzungen für gesundes Wachstum wurden geschaffen.

Investitionen vorzugsweise mittels Anlagefonds

Aus meiner über 35jährigen Erfahrung an den internationalen Aktienmärkten schliesse ich, dass die kommenden

Jahre deutlich risikoärmer und ertragreicher sein werden als die 10 Jahre von 1994 bis 2003. Trotzdem wird es auch in Zukunft immer wieder Schwankungen geben. Daher empfiehlt es sich, eine Anlage in den Emerging Markets mittels eines global diversifizierten Fonds zu tätigen.

Kursgewinne, Dividendengewinne, Währungsgewinne

Ein Langfristinvestment in den Emerging Markets bietet gleich drei Ertragskomponenten: steigende Kurse, steigende Dividenden und steigende Währungen. Die PMG Fonds Management AG in Zürich hat schon sehr frühzeitig die gewaltigen Potentiale der Emerging Markets und die entsprechenden Chancen an deren Börsen erkannt und bereits Ende 1993 den «Pro Fonds (Lux) Emerging Markets» gegründet, den wir in Zusammenarbeit mit Keppeler Asset Management, New York, und State Street Bank, Boston, seitdem mit grossem Erfolg gemanagt haben. Er hat seit dem Start auf der Rangliste der globalen Emerging-Markets-Fonds meist die vorderen Plätze belegt und mehrere Preise von Standard & Poor's und Lipper gewonnen. Einen Performancevergleich liefert die abgebildete Grafik. •