

EMERGING MARKETS

Zweite Welt an erster Stelle

Schwellenländer-Fonds haben global anlegende Aktienfonds in den vergangenen drei Jahren um 50 Prozentpunkte hinter sich gelassen. Das war erst der Anfang, sagen Fondsmanager. Doch wer in der zweiten Phase dabei sein will, braucht starke Nerven.

von Daniel Evensen



Foto: Hippenmeyer

Warnung! Aufgrund der anhaltend angespannten politischen Situation wird von Reisen nach Kolumbien abgeraten. Bewaffnete Auseinandersetzungen und terroristische Angriffe stehen auf der Tagesordnung. Mit Bombenanschlägen auf öffentliche Gebäude, Restaurants, Supermärkte sowie öffentliche Verkehrsmittel muss gerechnet werden.“ Diese Reisewarnung hat das Außenministerium Österreichs ausgegeben. Auch das Auswärtige Amt aus Deutschland rät „dringend von Individual-, aber auch von Gruppenreisen über Land“ ab. Wer dennoch nach Kolumbien fährt, geht ein Risiko ein, immer wieder werden Touristen entführt und befinden sich wochenlang in der Gewalt von Rebellen.

Die Finanzmärkte solcher Länder hingegen sind heute weniger unsicher als man meinen könnte. Einer, der sich auf diesem Terrain nach Kolumbien gewagt hat, ist Michael Keppler, Manager des Aktienfonds Global Advantage Emerging Markets. Keppler hat für seinen Fonds Aktien der kolumbianischen Bierbrauerei Bavaria gekauft. Bavaria aus Kolumbien? Die Aktie zählt mit einer Kursverdopplung seit Jahresbeginn zu den Highflyern in Keplers Portfolio; der Wahl-Amerikaner stammt übrigens aus Bayern. Bei genauer Betrachtung ist dieses Investment auch weniger spekulativ als das Umfeld vermuten lässt. Bavaria ist der zweitgrößte Brauerei-Konzern Südamerikas und zählt auch weltweit zu den größten Getränkeherstellern. Der Umsatz mit Bier und Erfrischungsgetränken erreicht etwa fünf Milliarden Dollar jährlich. Das klingt schon fast nach Blue Chip, nicht nach Schwellenland. Allerdings läuft bei Bavaria nicht immer alles nach den in Europa gewohnten Maßstäben ab. Als z. B. die Firmenleitung 2001 einen Tarifvertrag einseitig kündigen wollte, traten die Arbeiter für 71 Tage in Streik.

Ein Wechselbad der Gefühle ist typisch für Investoren in Schwellenmärkten. Einerseits gibt es in den aufstrebenden Regionen Asiens, Lateinamerikas, Mittel- und Osteuropas und dem Mittleren Osten ein gigantisches Aufholpotenzial zu den westlichen Industriestaaten. Andererseits erwecken mangelnde politische und wirtschaftliche Stabilität Misstrauen. In den vergangenen drei Jahren hat es sich jedoch ausgezahlt, mutig zu sein: Während europa- oder weltweit anlegende Fonds im Schnitt Verluste von 15 Prozent verkraften mussten, gewannen Fonds mit Anlage-schwerpunkt Emerging Markets durchschnittlich 35



MICHAEL KEPPLER,
Manager des Global Advantage
Emerging Markets Fonds

„Die Exzesse von vor zehn Jahren, als die Emerging Markets überbewertet waren, sind bereinigt“

Prozent. Michael Keppler erzielte mit seinem Global Advantage Fonds sogar 73 Prozent Wertzuwachs, andere Top-Fonds erreichten ähnliche Renditen. Die Performance hat in den letzten Monaten verstärkt Investoren angelockt – Pictet etwa hat aktuell aufgrund hoher Mittelzuflüsse eine überdurchschnittliche Barquote im Fonds. Doch lohnt es sich jetzt überhaupt noch, in die Emerging Markets einzusteigen? Die erfahrensten Fondsexperten auf dem Gebiet geben hier ihre Einschätzung.

NUR DIE RUHE

Keppler ist bereits seit mehr als zehn Jahren in den Schwellenländern als Investor aktiv, seine beruflichen Erfahrungen auf dem Gebiet reichen noch weiter zurück. In den 70er Jahren arbeitete der Fondsberater als Trainee in einer Bank in Südafrika. Bei der Beschäftigung mit Schwellenmärkten hat er bisweilen sehr spezielle Erfahrungen gemacht. „Früher orientierten wir uns noch an den Vorgaben der Weltbank, die Länder als ‚investierbar‘ einstufte“, sagt Keppler. „Sie zählte z. B. auch Pakistan dazu. Kaufen konnte man tat-

sächlich, doch wenn es ums Verkaufen ging, kenne ich Kollegen, die bis zu einem Jahr auf die Abwicklung warteten.“ Keppler zog die Konsequenz und verlässt sich nur noch auf sein eigenes Urteil. Seine grundsätzliche Einschätzung heute: „Einen dramatischen Wandel habe ich in den Schwellenländern nicht festgestellt. Es gibt immer wieder Staaten, die wirtschaftlich florieren und Anschluss an die etablierten Staaten finden“, sagt er und schwenkt um zum Negativen: „Im Grunde gibt es aber auch immer irgendwo etwas zu bemängeln. Mal ist es eine Vorzugsaktie, die bei einer Übernahme nicht zum vollen Wert abgefunden wird, mal ist es ein unerwarteter Wahlausgang, der einen Kurssturz auslöst. Die Kulissen wechseln, die Handlungen wiederholen sich.“ Der Anlage-Experte ist aber keineswegs pessimistisch, unerwartete Ereignisse böten Investoren sogar Chancen. Zudem hält der Bayer die Märkte aktuell für relativ sauber. „Die Exzesse von vor zehn Jahren, als die Börsen der Schwellenländer teils hoffnungslos überbewertet waren, sind bereinigt“, so Keppler. „Die Anleger hinterfragen die Unternehmen heute genauer.“ Zudem würde sich die Krisenhäufigkeit der letzten zehn Jahre höchstwahrscheinlich so nicht wiederholen: Tigerstaaten, Mexiko, Argentinien, Brasilien, Russland, Venezuela – um nur einige zu nennen.

WERTZUWACHS IST RELATIV

Die wirtschaftlichen und politischen Unruhen hatten auch gravierende Auswirkungen auf die Börsen. Trotz der starken Performance in den vergangenen drei Jahren notiert der MSCI Emerging Markets heute erst wieder da, wo er 1993 schon mal stand. Vincent Strauss, Manager des Magellan Emerging Markets Fonds, glaubt denn auch, dass die Märkte bislang hauptsächlich die damaligen

Die Emerging Markets

Es existiert bis heute keine eindeutige Definition des Begriffes Emerging Market bzw. Schwellenland. Klar ist, dass es sich um aufstrebende Länder handelt, die in Sachen Wirtschaftsleistung pro Kopf noch nicht mit etablierten Industriestaaten mithalten. Zur Abgrenzung setzt die Weltbank ein jährliches Pro-Kopf-Einkommen von 9.656 US-Dollar an. Darüber hinaus ist die Schwelle zum „normalen“ Markt überschritten. Regelmäßig schaffen Länder den Sprung in die Oberliga, ein Beispiel ist Portugal, das bis Anfang der 90er noch zu den Schwellenländern zählte.

Der für Aktieninvestments in Schwellenländer maßgebliche Vergleichsindex ist der MSCI Emerging Markets (MSCI EM). Dort hat Südkorea eine sehr hohe Gewichtung. Das Land ist, wie Taiwan, nach Weltbank-Eingrenzung schon kein Emerging Market mehr, Südkoreaner verdienen durchschnittlich deutlich über 10.000 Dollar im Jahr. Asien macht gut die Hälfte im MSCI EM aus, die Länder Europas, des Mittleren Ostens und Afrikas (EMEA) ein knappes Drittel und Lateinamerika den Rest. 26 Einzelländer sind im Index vertreten, einige wie Argentinien, Marokko und Ägypten mit einem Gewicht unter einem Prozent.

Die gesamte Marktkapitalisierung des MSCI EM beträgt nur 900 Milliarden Dollar. Zum Vergleich: der MSCI World Index weist eine Kapitalisierung von 17,9 Billionen Dollar auf.

„Der lang anhaltende Anstieg bei den Rohstoffpreisen kommt vielen Schwellenländern zugute“

Ausverkaufskurse korrigieren, hin zu einer Normalisierung. „Auch jetzt sind die Bewertungen noch niedrig“, urteilt er. Daneben gebe es fundamentale Gründe für die erfreuliche Entwicklung. „Der lang anhaltende Anstieg bei den Rohstoffpreisen kommt vielen Ländern zugute. Sinkende Inflation und Zinsen, steigende Produktivität, hohes Wachstum – die Wirtschaftsdaten haben sich sehr verbessert“, so Strauss. „Wir gehen davon aus, dass es sich bei diesen Entwicklungen um langfristige Trends handelt, die auch in den nächsten Jahren anhalten und die Performance an den Schwellenländerbörsen positiv beeinflussen werden.“

Fondsmanager Tom Rodwell vom Pictet Emerging Markets geht noch einen Schritt weiter und spricht von „dramatischen Veränderungen“ in der Zweiten Welt. „Viele der großen Konzerne in aufstrebenden Regionen haben ihre Aktien heute auch an der Wall Street gelistet und erfüllen die dortigen strengen Bilanzierungs-Vorschriften“, sagt Rodwell. „In Sachen Transparenz sehe ich keine großen Unterschiede mehr zu US- oder europäischen Gesellschaften.“ Was die Geschäftszahlen angeht, müssen sich die Konzerne Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas seiner Meinung nach auch nicht verstecken. „Ein Beispiel: Die asiatischen Telekom-Konzerne haben in den letzten



VINCENT STRAUSS,
Manager des Magellan
Emerging Markets Fonds



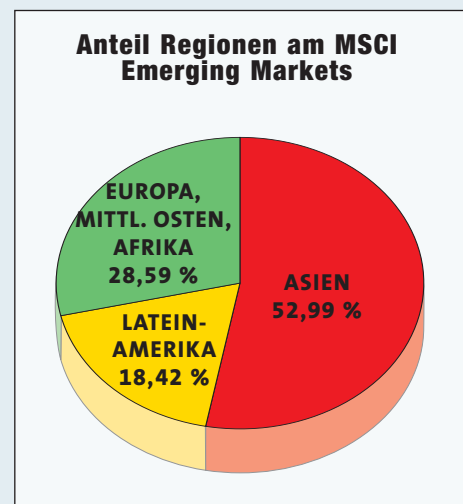
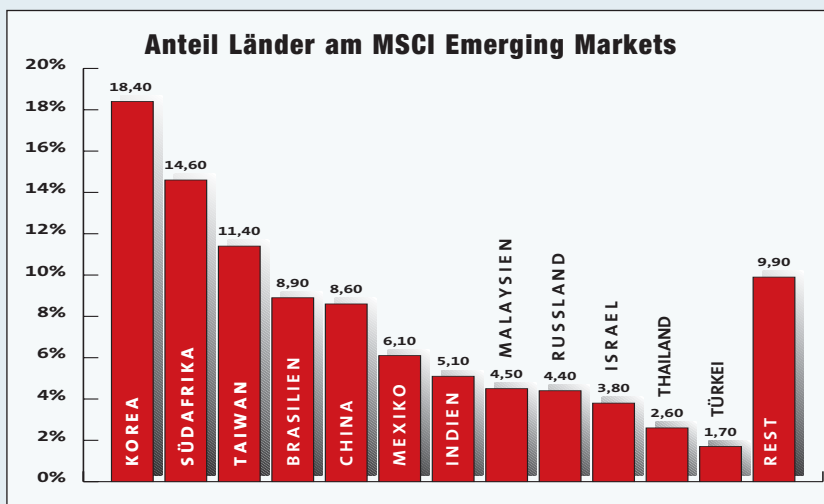
TOM RODWELL,
Pictet Emerging
Markets Fonds

Jahren viel konservativer gewirtschaftet als die europäischen“, so Rodwell. „Es wurden keine Milliardenbeträge für UMTS ausgegeben. Asiatische Telekom-Aktien sind billiger, die Gewinnmargen höher.“

BESTE VORAUSSETZUNGEN

Auf makroökonomischer Ebene sammeln die aufstrebenden Märkte nach Meinung von Rodwell weitere Pluspunkte. „In Brasilien und anderen Ländern war die Loslösung der eigenen Währung vom Dollar ein wichtiger Schritt. In schwierigen Zeiten können fallende Währungen sozusagen wirtschaftliche Schocks absorbieren. Bei fixem Wechselkurs geraten die Länder dagegen schnell in Problemsituationen, wenn die Konjunktur mal nicht rund läuft.“ Dass die Schwellenländer davon abgesehen beste Voraussetzungen für ein überdurchschnittliches Wachstum besitzen, prophezeien immer mehr Studien. Einer aktuellen Analyse von Goldman Sachs zufolge werden die so genannten BRIC-

„In Sachen Transparenz unterscheiden sich die Unternehmen der Zweiten kaum von jenen der Ersten Welt“





KERRIE MCEWEN,
Managerin des
JP Morgan Fleming Emerging
Market Equity Fonds

„Gemessen am KGV notieren Aktien der Emerging Markets noch erheblich günstiger als US- und Europa-Aktien“



STEFAN BÖTTCHER,
Manager des Magna
Russia Fund

Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China) binnen zehn Jahren doppelt so viel zum Wachstum der Weltwirtschaft beitragen wie die USA. Bis zum Jahr 2050 sollen die Staaten die G6-Industrienationen bei der Wirtschaftskraft überholt haben. China werde dann die größte Volkswirtschaft der Welt sein, so Goldman Sachs.

Vorzüge der Schwellenländer: tiefe Lohnkosten, niedriges Durchschnittsalter, lange Arbeitszeiten und hohe Flexibilität. Last but not least entstehe in Staaten wie China und Russland gerade erst eine kaufkräftige Mittelschicht, die durch zunehmenden Konsum in Zukunft die Binnenwirtschaft ankurbeln werde. Goldman Sachs schränkt die eigene Voraussage allerdings ein. Es handle sich um eine Art Vision, die u. a. davon abhängt, dass die BRIC-Staaten nachhaltig wirtschaften. Das klingt nach: „Nur wenn alles gut geht, werden sie den großen Aufschwung schaffen.“ Zu behaupten, die Emerging Markets hätten alle Trümpfe in der Hand, ist wohl generell überzogen. Nach wie vor sind die Länder vor allem bei Rohstoffen und Basisprodukten stark. Tom Rodwell: „Die billig produzierten Waren werden auch billig verkauft. Die meisten Konzerne schaffen es nicht, höhere Preise am Weltmarkt durchzusetzen. Durch den zunehmenden Technologietransfer und steigende Produktivität hat sich die Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen Jahren aber verbessert.“

DER LOCKRUF WIRKT

Die Kombination aus prosperierenden Volkswirtschaften, florierenden Unternehmen und preiswerten Aktien hat Geld angelockt. „Die starken Kapitalzuflüsse in die Börsen zu Jahresbeginn waren ein wesentlicher Grund für die Kursanstiege“, sagt Kerrie McEwen aus dem Management des JP Morgan Fleming Emerging Market Equity

„Kurzfristig besteht Korrekturgefahr, aber die Bewertung der meisten russischen Unternehmen bleibt äußerst attraktiv“

Fonds. „Gerade die mitteleuropäischen EU-Neumitglieder und -Kandidaten profitierten davon.“ Auch McEwen sieht das Ende der Fahnenstange noch nicht erreicht. „Beim Vergleich des Kurs-Gewinn-Verhältnisses zeigt sich, dass Emerging Markets noch mit einem erheblichen Abschlag gegenüber den USA und Europa notieren.“

Die von FONDS exklusiv befragten Fondsprofis sind durchwegs optimistisch für die weitere Kursentwicklung. Die Zuversicht geht dabei weiter als der per se anzutreffende Berufsoptimismus – wer redet schon schlecht über sein eigenes Anlagegebiet. Nein, die Manager sprechen aus Überzeugung und argumentieren mit Fakten. „Das KGV der Emerging Markets liegt bei zwölf, das der westlichen Märkte bei 18“, sagt etwa Michael Keppler und fährt fort: „Bei der Marktkapitalisierung machen die Schwellenländer nur fünf Prozent aller investierbaren Aktien weltweit aus. Ich rechne damit, dass sich dieser Stellenwert in den kommenden Jahrzehnten deutlich erhöhen wird.“ Der optimale Einstiegszeitpunkt ist allerdings schon vorüber, erklärt Tom Rodwell: „Vor drei Jahren hatten wir die beste Kaufgelegenheit in mindestens zehn Jahren. Eine Fortsetzung der Outperformance gegenüber den etablierten Märkten ist zwar wahrscheinlich, zehn bis 15 Prozent Rendite jährlich sind erreichbar. Aber Anleger, die auf einen Boom wie in 2003 spekulieren, könnten enttäuscht werden.“

UNTERSCHIEDE IM DETAIL

Tom Rodwell spricht davon, dass hier und dort Aktien mittlerweile ihre faire Bewertung erreicht hätten und sich bei diesen Papieren das weitere Kurspotenzial vor allem aus dem überdurchschnittlichen Gewinnwachstum ergebe. Rodwell befindet den indonesischen Markt für billig, Thailand für attraktiv bewertet, dafür seien russische Öl-Aktien teuer. Stefan Böttcher vom Magna Eastern Europe hält dagegen: „Nach der jüngsten Rallye kann eine Korrektur in Moskau nicht ausgeschlossen werden. Die Bewertung der meisten

Unternehmen bleibt aber äußerst attraktiv.“ Als Beleg für diese Meinung verweist Böttcher auf den Kauf einer staatlichen Beteiligung an Lukoil durch Conoc Philips – die Transaktion sei zum Höhepunkt der Yukos-Krise über die Bühne gegangen. Michael Keppler bleibt ebenfalls in Russland engagiert, hält dafür Thailand und Indonesien für teuer und Indien für noch teurer. Sanjiv Duggal, Manager des HSBC Indian Equity, betont dagegen die positiven Aspekte Indiens: „Indien ist auf dem Weg zur Industrienation. Die Bedeutung der Landwirtschaft ist stark rückläufig. Das Land verfügt über den zweitgrößten Pool an Ingenieuren weltweit und ist technologisch sehr fortschrittlich.“ Mit diesen Voraussetzungen seien für die nächste Dekade Wachstumsraten beim Bruttoinlandsprodukt von sieben bis acht Prozent p. a. realistisch. Nach Meinung von Duggal sind damit gute Börsenperspektiven gegeben.

Widersprüchlich fallen auch die Ansichten der Gelehrten zu China aus. Während die einen die Aktienkurse für überzogen halten, glauben die anderen, dass einmalige Wachstumsperspektiven weiter steigende Notierungen rechtfertigten. Harte Landung, weiche Landung oder gar keine Landung der chinesischen Wirtschaft – in diesem Punkt dreht sich die Diskussion seit Monaten im Kreis. Wie mit einer Stimme sprechen die Fondsmanager nur, wenn es um Lateinamerika geht. „Lateinamerika ist in weiten Teilen Profiteur der steigenden Rohstoffpreise“, sagt Mark Mobius, verantwortlich für die Fonds Templeton Emerging Markets und Templeton Latin America. „Daneben sind die meisten Staaten weg von reglementierten Wirtschaftssystemen hin zu einer freien Marktwirtschaft übergegangen.“ Mobius nennt Chile als leuchtendes Vorbild – heute eine der offensten und modernsten Volkswirtschaften Lateinamerikas. „Jüngstes Beispiel für Politiker, die richtige wirtschaftspolitische Entscheidungen treffen, ist die Regierung Brasiliens unter Präsident Luiz Inacio da Silva“, so der Fondsexperte. „Die Börse hat erst vor wenigen Monaten darauf reagiert. Das weitere Schicksal Lateinamerikas steht und fällt mit der erfolgreichen Umsetzung der Reformen in Brasilien.“

BREIT STREUEN

Gerade für Privatanleger mit einem überschaubaren Kapital macht es wenig Sinn mit einem Länderfonds darauf zu spekulieren, ob in China die Landung gelingt oder Indiens Aktien weiterhin vom technologischen Fortschritt profitieren. Denn wenn auch nur vorübergehend etwas schief geht, sind unerbittlich die entsprechende Börse und die Fonds betroffen. Selbst ein Lateinamerikafonds hat nur sehr begrenzte Möglichkeiten der Diversifikation, das



MARK MOBIUS,
Manager des Templeton
Emerging Markets und
Templeton Latin America

„Das weitere Schicksal Lateinamerikas hängt vor allem vom Erfolg der Umsetzung von Reformen in Brasilien ab“

Schwergewicht Brasilien dominiert Region und Fondsportfolios. Fonds, die in einzelne Länder oder Regionen von begrenzter Auswahl investieren, sollten deshalb nur in einem breit diversifizierten Portfolio zum Einsatz kommen. Aber auch bei größeren Anlagesummen können Emerging-Markets-Fonds die bessere Wahl sein. Sie nehmen dem Anleger die Entscheidung ab, wie er sein Geld zwischen Asien, Lateinamerika, Mittlerer Osten und Europa aufteilen soll. Zumal die Favoriten häufig wechseln. Ein Jahr ist Thailand der Überflieger, im nächsten wieder auf dem Boden der Tatsachen angelangt und dann stehen plötzlich Ägypten und Venezuela an vorderster Stelle. Die besten Manager der Kategorie Emerging Markets haben in der Vergangenheit bewiesen, dass sie auf die richtigen Märkte setzen – mit recht unterschiedlichen Methoden.

UNTERSCHIEDLICHE WEGE ZUR RENDITE

Michael Keppler, der neben seinem Global Advantage Major Markets auch noch den Pro Fonds Emerging Markets verwaltet, konzentriert sich auf die Auswertung von Unternehmensdaten. Er prüft die Zahlen aufs Genaueste, die Unternehmen und ihr Management weniger. „Bis auf Urlaubsreisen habe ich noch nie Schwellenländer besucht“, sagt Keppler. Er vertraut auf mehrere Datenbanken, um die billigsten Märkte herauszufiltern und dort wiederum die attraktivsten Aktien. Bisher funktioniert der Ansatz blendend. Vincent Strauss vom Comgest Magellan verfolgt mit sehr gutem Ergebnis das Prinzip Sicherheit: „Wer sich in tendenziell riskanteren Märkten engagiert, sollte dort dann bei den Aktien umso mehr auf die Risikobegrenzung

achten.“ Strauss nimmt nur Qualitätstitel ins Depot. Er legt Wert auf gutes Management, überzeugende Geschäftsmodelle und konstante Gewinne. Eine Länder- oder Regionengewichtung ist im Fonds nebensächlich. Bei Pictet spielt die genaue Prüfung des Unternehmens – auch vor Ort – wie bei Comgest eine wichtige Rolle. „Unser Team absolviert etwa 1.000 Unternehmenstreffen im Jahr“, sagt Tom Rodwell. JP Morgan Fleming setzt ebenfalls auf Manpower. „45 Analysten bei uns beschäftigen sich genauestens mit den Kandidaten für den Fonds“, erklärt Kerrie McEwen. Die Anstrengungen der Fondsmanager haben in der Vergangenheit Früchte getragen. Die Leistungen überflügeln auch über längere Perioden den Vergleichsindex MSCI Emerging Markets – teils liegen die Fonds mit großem Abstand vorne. Emerging-Markets-Fonds sind deshalb sogar für Anleger mit nicht ganz so starken Nerven eine Möglichkeit, sich in Schwellenländern zu engagieren.

>> AUF DEN PUNKT GEBRACHT

Die Börsen der Schwellenländer haben die etablierten Märkte in den vergangenen drei Jahren überflügelt. Die Voraussetzungen sind gut, dass dies auch weiterhin der Fall sein wird: Niedrige Arbeitskosten, hohe Rohstoffpreise und eine anziehende Binnenkonjunktur sind Garantien für überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum und damit gute Börsenperspektiven. Anleger sollten jedoch keinesfalls vergessen, dass es sich bei Emerging Markets nach wie vor um eine Anlageregion mit höherem Risiko handelt. Zwischenzeitliche Rückschläge müssen einkalkuliert werden, denn die politischen und wirtschaftlichen Systeme der Schwellenländer haben einfach nicht die Stabilität der etablierten Märkte. Die Aktien sind auch preiswerter, weil die Risikoprämie einfach höher ausfällt. Top-Fondsmanager haben in der Vergangenheit das Risiko abgedefert und bei niedrigerer Volatilität eine deutlich höhere Rendite erzielt als die Benchmark MSCI Emerging Markets.

DIE BESTEN EMERGING-MARKET-FONDS IM VERGLEICH

Fonds	ISIN	Kurs	Währung	Performance (in %)		
				1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Global Advantage Funds Emg.Mkts	LU0047906267	779,36	EUR	19,5	70,0	84,8
Magna Global Emerging Markets	IE0033224449	13,63	EUR	18,4	–	–
Vontobel Fund-Emerging Mkts Eq.	LU0040507039	226,21	USD	17,6	44,0	52,5
Kapitalfonds L.K. Schwellenländer	LU0077884368	50,69	EUR	15,4	63,7	65,8
JPMF Emerging Markets Equity	LU0053685615	12,46	USD	15,3	42,0	24,1
Magellan	FR0000292278	647,81	EUR	13,5	–	–
SICAV Aberdeen Global Emg. Mkts	LU0132412106	18,82	USD	12,8	–	–
JPMF Emerging Mkts Select Equity	LU0057527011	94,77	USD	10,7	–	–
Raiffeisen-Eurasien-Aktien	AT0000745856	67,04	EUR	10,6	72,6	–
Fortis L Fund Equity Europe Emg.	LU0088339741	670,98	EUR	10,4	104,2	81,9

Quelle: Financial Webworks GmbH (Stand: 21.10.2004); gereiht nach der Einjahres-Performance