

„Ich gehe von einer laufenden Stärkung der Währungen in den Emerging Markets aus“

Niels Skovart, Sydinvest International,
über Emerging Markets und Bond-Allokationen

Honorarberater: Herr Skovart, Sie verantworten die generelle Investmentlinie von Investierungsforeningen Sydinvest International. Insbesondere stehen Sie für die hohe Kompetenz im Segment der Emerging Markets, die Ihrem Haus europaweit zugesprochen wird. Wie aber ist das Feld der Emerging Markets heute zu bewerten?

Von Angola bis Vietnam, Lateinamerika, Afrika, Ost-Europa, Asien; wie differenziert Ihr Haus diese Bandbreite sehr unterschiedlicher Volkswirtschaften?

Niels Skovart: Es ist eine unbestreitbare Tatsache, dass die Emerging Markets die reiferen Märkte in den letzten Jahren outperformed haben. Und zwar so nachdrücklich, dass sich die relative Preisfestsetzung der Märkte markant geändert hat. Etwas vereinfacht könnte man sagen, dass man vor ein paar Jahren Aktien der Emerging Markets zur Hälfte des Preises erwerben konnte, der für Aktien der reifen Märkte gefordert wurde, gemessen am KGV.

Heute haben sich die Preisfestsetzungen der Emerging Markets und der reifen Märkte einander angenähert. Das bedeutet aber nicht, dass die Zeit für gute Performance in den Emerging Markets abläuft, sondern dass ein Teil des Ertragspotenzials durch die kräftigen Preissteigerungen der letzten Jahre erschöpft wurde. Man kann dafür argumentieren, dass die Preisfestsetzung der Emerging Markets höher sein sollte als die der reifen Märkte – ganz einfach weil diese Wirtschaften Aussicht auf höhere Wachstumsraten haben. Zwischen den Regionen und Ländern gibt es natürlich große Unterschiede.

Wir haben ein Team von Experten, die die Entwicklung in den verschiedenen Regionen und Ländern genau verfolgen. Dadurch haben wir jederzeit einen Überblick über



Niels Skovart

die relative Preisfestsetzung der Märkte. Da wir für unsere sehr aktive Steuerung bekannt sind, nutzen wir diesen Überblick bei unserer Allokation von Mitteln in den verschiedenen Regionen und Märkten.

Honorarberater: Hinsichtlich des Einflusses der Nachfrage seitens der USA sind die Meinungen heute geteilt. In Asien zum Beispiel soll die gewachsene Binnen-Nachfrage stark genug sein, um Schwächen der US-Wirtschaft zu kompensieren. Afrika erhält Unterstützung seitens Chinas. Mexiko ist zwingend auf Amerikas Stärke angewiesen. Was sagt der Experte?

Niels Skovart: Darauf gibt es keine eindeutige Antwort. Auch das ist relativ zu sehen. Es ist nicht zu bezweifeln, dass die Bedeutung der USA für die globale Wirtschaft schwindet, aber man kann auf keinen Fall sagen, dass sie völlig ohne jede Bedeutung sind. Hinzu kommt, dass die Emerging Markets mit China an der Spitze eine immer größere Rolle in der globalen Wirtschaft spielen. In meinem Hauptszenario wird

China die übrigen Länder in den Emerging Markets in einem solchen Maß mit sich ziehen, dass das niedrigere Wachstum der US-Wirtschaft ausgeglichen wird.

Dieses Szenario baut auf einer weichen Landung der US-Wirtschaft. Bei einer harten Landung wird das Bild sogleich unscharf.

Honorarberater: Kann der langfristig orientierte Anleger davon ausgehen, das sich, wie aktuell zu beobachten, Kurseinbrüche in Emerging-Markets recht schnell wieder ausgleichen und sich generell immer stärker in einem globalen Rhythmus bewegen?

Niels Skovart: Es wäre viel zu leicht, wenn die Welt so zusammenhinge. Aber wenn das erstmal gesagt ist, belegt die Wirklichkeit natürlich, dass das auch in Zukunft die Hauptregel sein wird. Interessant sind hier die Umstände, die zu einer Abweichung von dieser Regel führen können.

„Es ist nicht zu bezweifeln, dass die Bedeutung der USA für die globale Wirtschaft schwindet.“

Meiner Meinung nach gibt es zwei wesentliche Gefahren, nämlich dass das Kursniveau nach weiteren hohen Kurssteigerungen zu hoch liegen wird, oder dass die wesentlichste Ursache für den Fortschritt nicht mehr in gleichem Umfang besteht. Dabei denke ich an den Liberalisierungsprozess, der ja eine Voraussetzung für die Globalisierung ist, der eigentliche Brennstoff in diesem Geschehen.

Sollte ein Protektionismus aus irgendeinem Grund Gehör finden, so würde das ohne jeden Zweifel ein harter Schlag für die Emerging Markets sein. Ich meine, dass die

Wahrscheinlichkeit dafür gering ist; aber man sollte dies bei der Beurteilung der zugrunde liegenden Ursache eines Rückgangs der Emerging Markets nicht vergessen.

Honorarberater: Welche Rolle spielen die Wechselkurse in den Beziehungen der Industrieländer zu den Emerging Markets?

Niels Skovvart: Die Wechselkurse spielen eine wichtige Rolle zwischen den Industrieländern und den Emerging Markets. Sie fungieren als ein Regulierungsmechanismus, der sichert, dass die Industrieländer sich noch eine Zeit lang „Industrieländer“ nennen dürfen.

Wir erleben im Moment eine Transformation der Industrieländer zu Dienstleistungswirtschaften, je mehr die Produktion in die Länder der Emerging Markets verlegt wird. Die erwartete laufende Aufwertung der Währungen der Emerging Markets aufgrund höherer Produktionserträge wird bewirken, dass der Verlust an Konkurrenzfähigkeit in den Industrieländern nivelliert wird.

Das gibt den Industrieländern mehr Zeit, so dass sie die zu erwartende Transformation in mehr dienstleistungsorientierte Wirtschaften vornehmen können.

Honorarberater: Steuern wir nicht langfristig auf eine Weltwährung zu, die nicht zwingend der Dollar sein muss?

Niels Skovvart: Es ist kein Naturgesetz, dass der Dollar eine Ersatzwährung sein soll, und das ist er ja auch nicht immer gewesen. Es gibt nur zwei andere Währungen, die anstatt des Dollars als Ersatzwährung dienen könnten: der Euro und der chinesische Renminbi. Dabei scheint der Renminbi die besten Chancen zu haben, die Rolle des Dollars zu übernehmen. Das steht meiner Meinung nach natürlich nicht unmittelbar bevor, könnte allerdings bei einem Zeithorizont von 20–30 Jahren zur Wirklichkeit werden.

Honorarberater: Die Summe der Retail-Kunden engagiert sich in den Schwellenländern mittels Aktienfonds. Was spricht für ein Engagement in den Bond-Märkten?

Niels Skovvart: Es gibt mehrere Gründe – sowohl portfoliotechnische als auch fundamentale – sich für die Anleihenmärkte in den Emerging Markets zu interessieren.

„Es gibt nur zwei andere Währungen, die anstatt des Dollars als Ersatzwährung dienen könnten: der Euro und der chinesische Renminbi.“

Im Hinblick auf das Portfolio bedeutet die Einbeziehung von Anleihegruppen der Emerging Markets, dass man – richtig dosiert – das Risiko seines gesamten Portfolios begrenzen kann, ohne dass dies in wesentli-

chem Umfang den erwarteten Ertrag beeinträchtigt.

Das lässt sich durch eine niedrige Kovarianz zwischen Anleihegruppen der Emerging Markets und anderen Anlagewerten erreichen. Die Anlageklasse hat also gute Eigenschaften im Hinblick auf eine Risikostreuung. Grundsätzlich entwickeln sich viele Länder der Emerging Markets in die richtige Richtung. Das gilt sowohl für marktfreundliche Reformen als auch für die wichtigeren Schlüsselzahlen, die sich aufgrund der rasanten Steigerung der Rohstoffpreise in vielen Ländern verbessern.

Honorarberater: Welche konkrete Empfehlung hinsichtlich einer länderspezifischen Bond-Allocation können Sie aktuell geben?

Niels Skovvart: Ich kann einem Kleinanleger nicht empfehlen, in Einzelanleihen der Emerging Markets zu investieren.

Die Risikostreuung ist auch hier wichtig und Bestandteil einer professionellen Portfoliopflege. Deshalb geschieht der beste Zugang zu dieser Anlageklasse über einen Fonds. Es gibt sowohl Fonds, wo das Währungsrisiko gegenüber dem Euro abgesichert ist, z. B. ISI Emerging Market Bonds, als auch Lokalwährungsfonds, die außer der erhaltenen Zinsen die Möglichkeit haben, Erträge durch eine Stärkung der Währung der Emerging Markets zu erzielen, z. B. ISI Emerging Market Local Currency Bonds.

Im Moment habe ich die größten Erwartungen an die Lokalwährungsfonds, da ich von einer laufenden Stärkung der Währungen in den Emerging Markets ausgehe.

Honorarberater: Die Expertise und der große Erfolg Ihres Hauses in den Emerging Markets beruht nicht auf diversen Büros vor Ort und regelmäßigen Unternehmensbesuchen, sondern ausschließlich auf täglicher Analyse der Markt-Daten. Werden Sie an diesem Modell etwas ändern?

Niels Skovvart: Nein, dazu besteht zurzeit kein Grund. Wie man in den USA sagt: „If it ain't broke don't fix it“. Wir haben überhaupt keinen Grund, unsere Arbeitsmethode zu ändern, die sich seit Jahren bewährt hat.

Das ist natürlich nicht so zu verstehen, dass wir einen statischen Zugang zu Investitionen haben. Wir versuchen laufend, unsere Anlagephilosophie und unsere Anlageprozesse zu optimieren, so dass wir auch in Zukunft unseren Investoren wettbewerbsfähige Erträge anbieten können. Sollte es sich zeigen, dass eine lokale Vertretung und Firmenbesuche mehr bringen als nur Marketingvorteile, also den Ertrag des Portfolios verbessern, sind wir natürlich bereit, unsere Methoden zu überdenken.

Aber dieser Beweis ist meiner Meinung nach noch nicht erbracht worden.

Wetten auf den Renminbi



Die chinesische Währung ist seit 1994 erst inoffiziell und später offiziell mit einer Bandbreite von 0,3 Prozent an den US-Dollar gekoppelt. Seit dem 21. Juli 2005 beträgt der Mittelkurs der Bindung 8,11 Yuan je Dollar. Davor hatte der Mittelkurs 8,2770 Yuan pro Dollar betragen. Die chinesische Zentralbank sorgt durch gezielte Devisenmarktinterventionen für ein Einhalten des vorgegebenen Wechselkurses.

In den letzten Jahren nahm der internationale Druck auf China zu, die Dollarbindung aufzuheben und seine Währung frei fließen zu lassen. Vor allem die USA, die EU sowie die südostasiatischen Nachbarn Chinas fordern das Land auf, den ihrer Meinung nach inzwischen stark unterbewerteten Renminbi freizugeben.

In der Tat zeigen die meisten Studien eine erhebliche Unterbewertung der chinesischen Währung, die dem Land gegenüber seinen wirtschaftlichen Wettbewerbern einen erheblichen Kostenvorteil gibt. Im Juli 2005 reagierte die Zentralbank auf den Druck der Märkte und ließ den Renminbi leicht um 2,1 Prozent aufwerten. Seit der Lösung der vollkommen festen Bindung hat der Renminbi insgesamt um ca. neun Prozent aufgewertet, Stand Juli 2007.

In jüngster Zeit gibt es Anzeichen dafür, dass der Renminbi deutlich stärker als bisher gegenüber dem US-Dollar aufwerten könnte. So zeigt die chinesische Führung erhebliches Interesse an einem anziehenden Inlandskonsum und es liegt ihr weniger daran, den Export mit einer unterbewerteten Währung, Steuervergünstigungen oder anderen Exportsubventionen zu stimulieren.

Eine Investition in den Renminbi könnte möglicherweise zu Aufwertungsgewinnen in den nächsten Jahren führen. ABN AMRO macht es möglich mit einer Capital Protected Note (CNYEU) in den Renminbi zu investieren. Diese Kapitalschutz-Anleihe bietet neben einem 100% Kapitalschutz zur Fälligkeit, die Möglichkeit an 120% der Kurssteigerungen des Renminbi gegenüber dem US-Dollar zu partizipieren.