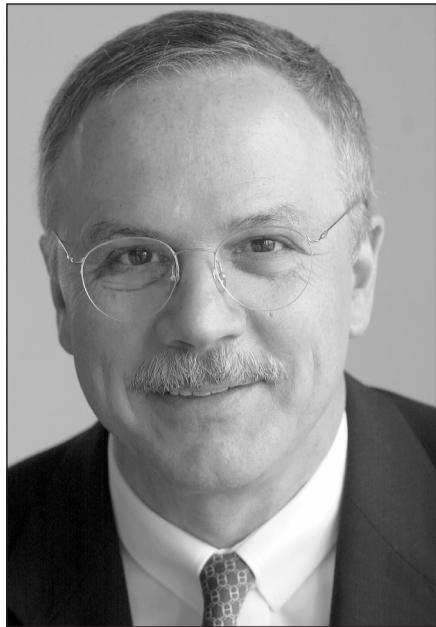


Fondsmanager-Interview

Michael Keppler, Geschäftsführer Keppler Asset Management, New York

«Das Bric-Konzept halte ich für fragwürdig»



Michael Keppler: «Emerging markets werden weiterhin bessere Ergebnisse liefern als Börsen in Industrieländern.» BILD: IRIS RITTER

Herr Keppler, Sie sind bekannt als Value-Investor und Protagonist für Emerging markets. In den Neunzigerjahren schrieben Sie ein Buch, in dem Sie die These vertraten, 2010 werde jeder zweite Anlagefranken in Schwellenländern investiert sein. Halten Sie an dieser Behauptung fest?

Jetzt wollen Sie mich aber festnageln. Dass ich das so deutlich gesagt haben soll, kann ich mich nicht mehr erinnern. Wichtiger als das Ausmass ist der Trend, und der wird noch viele Jahre anhalten. Die Emerging markets sind die Nutzniesser der Globalisierung. War der Vorteil von Ricardos Theorem der komparativen Kosten über Jahrhunderte auf die Produktion und den Austausch von Gütern beschränkt, gilt das dank des Internets jetzt auch für Dienstleistungen. Auf die Emerging markets entfallen 81% der Weltbevölkerung, 63% der Landmasse, 20% des Welt-Brutto-Produktums, aber nur etwa 7% der Weltbörsenkaptalisierung. Dieser Anteil wird weiter wachsen, aber nicht auf 50%. Denn einige Länder, wie in den letzten zehn Jahren Griechenland oder Portugal, werden zu Industriestaaten aufsteigen.

Steht nach dem steilen Kursanstieg keine Ruhepause oder Korrektur bevor?

2005 war bereits das fünfte Jahr, in dem die Emerging markets ein besseres Anlageergebnis lieferten als die Industrieländer. Auch in den ersten zehn Monaten 2006 liegen die Schwellenbörsen mit +17,7% 2,9 Prozentpunkte über dem MSCI-Weltaktienindex. Da die Unternehmensgewinne in den Emerging markets jedoch genauso kräftig gestiegen sind wie die Kurse, droht unter Bewertungsgesichtspunkten vorerst keine Gefahr.

Hat die Wachstumsverlangsamung in den USA und anderen Weltregionen nicht zur Folge, dass Anleger gegenüber Schwellenbörsen vorsichtiger werden?

Man muss differenzieren zwischen der Veränderung der Wachstumsraten und der Veränderung des Brutto-Produktums insgesamt. Seit 2003 höre ich jedes Jahr, dass sich das Wirtschaftswachstum in China angeblich halbieren soll. Das klingt dann so, als ob China nur noch die Hälfte des Vorjahresvolumens an Eisenerz oder Sojabohnen importieren würde. Diese Interpretation löste in den letzten drei Jahren völlig unbegründet jedesmal eine scharfe Kurskorrektur in Brasilien aus, dem Hauptlieferanten Chinas. Das Problem ist, dass hier die zweite Ableitung mit der ersten

verwechselt wurde. Die Gesamtnachfrage wird immer noch steigen, möglicherweise aber nicht so kräftig wie erwartet. Genauso ist es in den USA. Die Gesamtbevölkerung hat eben 300 Mio. überschritten. Das sind eine Menge Konsumenten, die Lebensmittel, Kleidung, ein Dach über dem Kopf und so weiter brauchen – egal, ob die Wirtschaft boomt oder schwächelt.

Welchen Anteil haben die Carry trades am Rally der Schwellenbörsen, und was passiert, wenn diese von Hedge funds in tiefverzinslichen Währungen aufgenommen und in Emerging markets angelegte Gelder die Richtung ändern?

Das ist schwierig zu beantworten, weil es kein verlässliches Datenmaterial über das Ausmass dieser Carry trades gibt. Falls die Kurse zu stark nach oben getrieben werden, sorgen in unserem Fall die Verkaufsmechanismen dafür, dass wir uns von den betroffenen Märkten verabschieden, und umgekehrt. Langfristig spielt das Problem mit den Carry trades keine Rolle, da die Risk takers im Zeitablauf verschwinden, weil sie entweder mit Motorschaden auf der Strecke bleiben oder wegen überhöhter Geschwindigkeit aus dem Rennen fliegen. An den Kapitalmärkten sind langfristig die vorsichtigen, risikoscheuen Anleger die grossen Gewinner. Das gilt umso mehr für Emerging markets.

EmMa für Vorsichtige?

Absolut. Wir erzielen unsere überdurchschnittlichen Renditen – an Industrieländerbörsen und Emerging markets – vorwiegend durch Risikokontrolle. Die manchen Kapitalmarkttheorien zu Grunde liegende Annahme, dass ein überdurchschnittlich hoher Ertrag nur durch überhöhte Risiken erzielt werden kann, hat sich in der Praxis nicht bewahrt.

Welche Schwellenmärkte sind in Ihren Augen überbewertet?

Argentinien, Ägypten, Indien, Indonesien, Jordanien, Mexiko, Marokko, Pakistan, Peru und Südafrika.

Was halten Sie von Russland?

Russland ist nach unseren Analysen neutral bewertet. Da wir in unseren Portfolios nur attraktiv bewertete Märkte halten, haben wir unsere Aktien in Russland im Sommer verkauft. Wir waren dort seit Februar 2003 investiert. In diesem Zeitraum stieg der Index durchschnittlich 55% jährlich. In Russland dominieren die Rohstofftitel. Wir sind nicht pessimistisch für den Rohstoffsektor. Angesichts einer Unternehmensbewertung mit mehr als dem elffachen Cash-flow finden wir jedoch in anderen Ländern preiswertere Aktien.

Warum raten Sie von Indien ab?

Indien ist der teuerste der 27 Aktienmärkte aus dem MSCI-Universum. Das Gewinnwachstum konnte in den letzten drei Jahren mit den steigenden Kursen nicht mithalten, sodass der Markt für wertorientierte Anleger immer unattraktiver wurde.

Und China?

China ist ebenfalls zu teuer geworden. Dort haben wir uns erst im vergangenen Monat mit Kursgewinnen von knapp 50% seit November 2005 verabschiedet. Für uns ist eine Halteperiode von nur zehn Monaten ungewöhnlich kurz. In der Regel sind wir über mehrere Jahre investiert.

Wie beurteilen Sie Brasilien? Es ist ein wichtiger Lieferant von Agrargütern und ebenfalls ein Boommarkt.

Wir sind seit fast dreizehn Jahren in Bra-

silien investiert. Seitdem ist der Index von 17 auf 306 \$ gestiegen. Damit schlug unser Brasilienengagement den MSCI Emerging Markets Index um 4,8 Prozentpunkte jährlich. Interessanterweise sind die Unternehmensgewinne in diesem Zeitraum – anders als in Indien und China – fast im Gleichschritt mitgewachsen. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis beträgt auf Basis der ausgewiesenen Gewinne nur 10,4. Das heisst, Brasilien ist auf Basis der Gewinnbewertung um 25% preiswerter als der MSCI Emerging Markets Index mit 13,8. Die Voraussetzungen sind gut, dass man sich auch in den kommenden Jahren an Brasilienengagements freuen kann.

Brasilien und Russland bilden zusammen mit Indien und China die Bric – ein Konzept, lanciert von verschiedenen Finanzhäusern, das zumindest auf den ersten Blick plausibel erscheint. Sie favorisieren nur Brasilien. Zweifeln Sie an der Idee?

Das wäre ein Understatement. Ich halte diese Konstrukte für einen Marketinggag, der mit rationalem Investieren wenig zu tun hat. Interessant ist, dass die Idee auf

Bereits drei der Bric-Länder sind im internationalen Vergleich zu teuer, und die Fonds haben keine Möglichkeit, auf andere Länder auszuweichen.

eine Studie von Goldman Sachs zurückgeht, wonach die Volkswirtschaften Brasiliens, Russlands, Indiens und Chinas in fünfzig Jahren das Brutto-Produkt der sechs grössten Industrieländer überholen könnten – wenn alles gut geht! Ich halte das Bric-Konzept aus einer Reihe von Gründen für äusserst fragwürdig.

Weshalb?

Weil volkswirtschaftliche Prognosen wie alle Vorhersagen mit grossen Unsicherheiten behaftet sind, besonders wenn es sich um Langfristprognosen handelt. Die Voraussetzung, dass alles gut geht, schliesst auch die politische Entwicklung dieser Länder ein, die ebenfalls nicht prognostizierbare Risiken birgt. Ausserdem ist es ein weit verbreiteter Irrtum, dass zwischen Wirtschaftswachstum und Aktienreturn immer ein enger Zusammenhang besteht. Nehmen wir beispielsweise die siebzehn Jahre von 1965 bis 1981: Der Dow-Jones-Aktienindex für Industrierwerte war Ende 1981 mit 875 genauso hoch wie siebzehn Jahre zuvor. Das US-Brutto-Produkt hatte sich im selben Zeitraum fast verfünffacht. In der folgenden 17-Jahre-Periode von 1982 bis 1999 war der Zusammenhang dann genau umgekehrt: Das US-Sozialprodukt stieg nur etwa halb so viel. Der Dow Jones explodierte jedoch bis Ende 1999 auf 11 497 oder das Dreizehnfache von 1981. Warren Buffett, der diesen Sachverhalt 1999 aufzeigte, sprach von einer «nahezu biblischen Symmetrie magerer und fetter Jahre».

Lassen Sie Makrodaten ausser Acht und schauen nur auf Unternehmenszahlen?

Das Wirtschaftswachstum spielt in unserer Markt- und Aktienauswahl keine Rolle. Die Goldman-Sachs-Ökonomen hatten in ihrer Studie auch gar nicht die Aktienmärkte dieser Länder im Visier, sondern nur die Volkswirtschaften. Ich kann dazu nur sagen: Finger weg von den Bric-Fonds, denn nun sind bereits drei der Bric-Länder im internationalen Vergleich zu teuer, und die Fonds haben keine Möglichkeit, auf andere Länder auszuweichen. Deshalb erwarte ich, dass sie sich im besten Fall unterdurchschnittlich entwickeln werden. Im schlechtesten Fall könnte es ein böses Erwachen für die Anleger geben. Zwar sind die wirtschaftlichen Aussichten in allen vier Ländern weiterhin hervorragend, nur nützt das den Investoren wenig, wenn die Kurse bereits zu markant gestiegen sind.

Wie viele Länder sollten in einem Emerging-markets-Portfolio vertreten sein? Wir hatten in der Vergangenheit in den

von uns betreuten Emerging-markets-Portfolios nie weniger als sieben Aktienmärkte. Im Extremfall kämen wir auch mit weniger aus. Wir schätzen für jeden Aktienmarkt den erwarteten Performance- und den Diversifizierungsbeitrag. Diese Faktoren bestimmen die ideale Mischung. Wenn das Gesamtportfolio bereits adäquat diversifiziert ist, schrauben sich die Performanceerwartungen nach oben. Das Gleiche gilt umgekehrt: Ist das Portfolio nicht optimal diversifiziert, sind wir bereit, Abstriche an der Performanceerwartung zu machen, um einen neuen Markt aufzunehmen.

Wie viel EmMa gehört ins Portfeuille?

Eine für Aktieninvestments ausreichend lange Anlagedauer vorausgesetzt, halte ich einen Mindestanteil von Emerging-markets-Aktien von etwa 7% eines globalen Aktienportfolios für sinnvoll. Das entspricht dem derzeitigen Anteil der EmMa an der Weltkapitalisierung. Verfügt ein Investor über Spezialkenntnisse und ist die Zielsetzung, ein Aktienvermögen auf einen Anlagehorizont von zwanzig Jahren auszurichten, ist selbst ein Anteil von 20 oder 30% denkbar, wobei auch Titel von Weltkonzernen wie Coca-Cola, Nestlé oder Procter & Gamble in Frage kommen.

Welche Märkte, ausser Brasilien, favorisieren Sie?

In Europa sind wir neu in Polen und seit dem Frühjahr 2005 in der Türkei engagiert. Im Fernen Osten sind wir in Korea, Malaysia, Taiwan und Thailand vertreten. Alle diese Aktienmärkte erfüllen strenge Bewertungsanforderungen. Als Gruppe sind sie gemäss unseren Analysen rund 20% preiswerter als ein Investment in den MSCI Emerging Markets Index bei fast gleich hoher Eigenkapitalrendite von zurzeit 16,2%. Wenn sich die Bewertungen an den langfristigen Durchschnitt annähern, ist das in der Regel mit überdurchschnittlich steigenden Aktienkursen verbunden.

Über welchen Zeitraum?

Das Warten auf diese Annäherung an die Durchschnittswerte dauert erfahrungsgemäss drei bis fünf Jahre, wird aber unseren Anlegern durch eine Dividendenrendite von derzeit 3,4% versüsst. Das ist im heutigen Niedrigzinsumfeld ein nicht zu unterschätzender Faktor. Überhaupt werden Dividendenrenditen in Zukunft wieder eine wichtigere Rolle für Aktieninvestments spielen. Anleger sollten auf keinen Fall darauf verzichten und auch bei Zertifikaten darauf achten, dass die Bank nicht die Dividenden einstreicht – oft mit der makabren Begründung, dass Dividenden nicht wichtig seien.

Interview: Hanspeter Frey

FuW-Seminar

Der Fondsmanager und Value-Investor Michael Keppler ist einer von sieben Referenten am Seminar für Kapitalanlage der «Finanz und Wirtschaft» vom Mittwoch, 22. November, in Zürich. Namhafte Finanzfachleute, Ökonomen und Anlagespezialisten aus dem In- und Ausland liefern privaten und institutionellen Investoren wertvolle Fakten, Entscheidungshilfen und Strategien für eine erfolgreiche Kapitalanlage. Details vgl. Inserat auf Seite 36 oder im Internet (www.finanzinfo.ch).

