

# Vietnam startet fulminant ins neue Jahr

Hyperinflation ist kein Thema mehr – Faule Kredite im Bankensystem machen weiter Sorgen – Niedrige Bewertungen lassen Aktien weiter attraktiv erscheinen

ERNST HERB, Hongkong

Die Volatilität der vietnamesischen Börse hat in den vergangenen zehn Jahren alle anderen asiatischen Aktienmärkte in den Schatten gestellt. Angetrieben von einer katastrophalen Geldpolitik der Zentralbank, einer weit verbreiteten Korruption sowie einem ausser Rand und Band geratenen Herdentrieb stieg der Hauptindex der Börse Ho-Chi-Minh-Stadt zwischen 2004 und 2007 im Zuge einer atemlosen Rally von 300 auf 1100 Zähler, um dann innerhalb weniger Monate unter 250 Punkte zu stürzen.

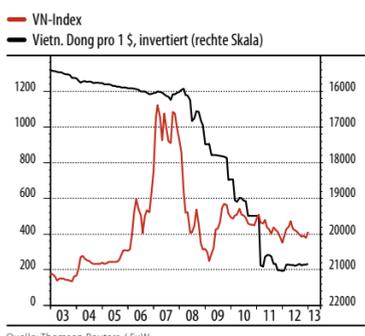
Mittlerweile hat sich das Marktumfeld aber deutlich verbessert. Nachdem der VN-Index seit Anfang Jahr um rund 12% gestiegen ist und damit in zwölf Monaten 35% gewonnen hat, kommt wieder Hoffnung auf einen nachhaltigen Kursanstieg auf. Das auch deshalb, weil vietnamesische Aktien nach Schätzungen des in der Wirtschaftsmetropole Ho Chi Minh angesiedelten Fondshauses TIM mit einem für 2013 projizierten Kurs-Gewinn-Verhältnis von 8,8 zu den günstigsten Titeln aller jungen Wachstumsmärkte gehören. Für Marco Martinelli, Chef von TIM, stehen die Chancen für die vietnamesische Börse gut. Es gibt wirtschaftliche und politische Anhaltspunkte, dass die Entwicklung diesmal – anders als in der von hoher Volatilität geprägten Vergangenheit – nachhaltiger ist.

## Inflation hat sich abgekühlt

Diese Einschätzung wird von den makroökonomischen Eckdaten untermauert, die sich im Verlauf der vergangenen achtzehn Monate zunehmend verbessert haben. Am meisten zählt dabei die deutlich gefallene Teuerung. Belief sich die Inflation 2011 noch auf 23%, so konnte sie im dritten Quartal 2012 auf 6,8% gesenkt werden. Begleitet war das allerdings von einer sich abkühlenden Konjunktur. Das Wachstum der viertgrössten südostasiatischen Volkswirtschaft, das vor 2007 angetrieben von einer Flut billigen Geldes sowie rasant steigenden ausländischen Direktinvestitionen noch über 8% betrug, belief sich im Vorjahr schätzungsweise auf 5%.

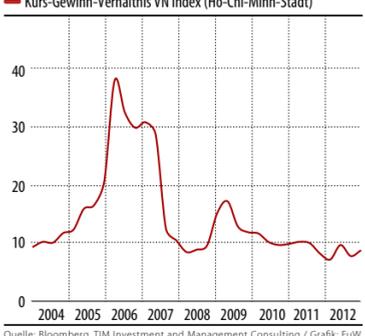
Dank der Beruhigung an der Inflationsfront konnte die Zentralbank die Geldschleuse schrittweise öffnen. Die Ökonomen der HSBC gehen davon aus, dass sich bereits im laufenden Jahr die Wachstumsdynamik deutlich beschleunigen und die Wirtschaft im ersten Quartal 2013 auf das Jahr hochgerechnet über 7% wachsen wird. Dazu tragen neben dem deutlichen Kreditwachstum und dem robusten Pri-

## Börse Ho Chi Minh City und vietn. Dong



Quelle: Thomson Reuters / FuW

## Attraktive Bewertungen in Vietnam



Quelle: Bloomberg, TIM Investment and Management Consulting / Grafik: FuW, si



Vietnams Wirtschaft profitiert vom Konsum: Motorräder in Hanois Stadtverkehr.

vatkonsum vor allem die Exporte bei, die 2012 rund 20% expandiert sind. Die starken Ausfuhren waren wesentlich dafür verantwortlich, dass sich das Risiko einer – noch vor zwei Jahren bestehenden – Zahlungsbilanzkrise weiter verflüchtigt hat. Ein Zeichen davon ist der stabile Wechselkurs der Landeswährung Dong.

Die Entwicklung ist umso bemerkenswerter, als der Wert des jüngsten Einkaufsmanagerindex weiterhin leicht unter 50 liegt, was auf ein etwas verlangsamtes Wachstum der Industrieproduktion hinweist. Auch machen die faulen Kredite Sorgen, die sich je nach Schätzungen auf über 8% aller ausstehenden Darlehen belaufen. Stark angezogen haben allerdings die ausländischen Direktinvestitionen, die nach Ausbruch der globalen Finanzkrise eingebrochen waren.

## Grosses Investitionsziel

Für Trinh Nguyen, Asienökonomin der HSBC, gehört Vietnam mit seiner jungen Bevölkerung und mit dem mit 90 Mio. Einwohnern relativ grossen Binnenmarkt neben Indien und Indonesien zu den Hauptnutznießern des anschwellenden Zuflusses ausländischer Direktinvestitionen in die Region. Ein Grund dafür sind deutlich gestiegene Produktionskosten in China. Kein anderes südostasiatisches Land ausser Singapur erhält gemäss der Asiatischen Entwicklungsbank (ADB) gemessen am Bruttoinlandsprodukt so viele Direktinvestitionen wie Vietnam.

Das Investitionsklima hat sich nach Meinung von Marco Martinelli vor allem auch dank einer besseren Markttransparenz verbessert. Auch scheint es Fortschritte in der Bekämpfung der Korruption zu geben. Nicht nur wurden 2012 dafür Gesetze verschärft, sondern es wurde auch eine ganze Reihe von prominenten – teilweise der Regierung nahestehenden – Geschäftsleuten unter Anklage gestellt.

All das hat wesentlich zur guten Stimmung der Portfolioinvestoren beigetragen. Davon profitieren vorderhand vor allem Konsumtitel, die von einem im Vorjahr 16% gewachsenen Einzelhandel Auftrieb erhalten haben, wie auch Pharmakaktien. Prominente Namen sind dabei Vinamilk oder auch Hua Gioan Pharma. Vietnams Börse erhält auch von der Erwartung einer Liberalisierung des Aktienrechts Auftrieb. All das ist vielversprechend. Allerdings wird erst die Zukunft zeigen, ob die Börse Vietnam dank einer besseren Disziplin von Konjunkturlenkern sowie Investoren die Zeiten extremer Übertreibungen hinter sich gelassen hat.

## Discountfonds

Vietnams Aktien mussten 2012 eine Achterbahnfahrt durchmachen. Nichtsdestotrotz zeigt sich Markus Winkler, Vietnam-Experte und Vermögensverwalter, optimistisch: «Vor einem Jahr hat es gut ausgesehen, jetzt sieht es gar extrem gut aus.» Zwar müsste die Börse einen Marschhalt einlegen, nachdem die Kurse seit Ende November rasant angestiegen sind. Aber Winkler weist auf die im Vergleich zu anderen asiatischen Märkten weiterhin günstigen Bewertungen und guten Wachstumsaussichten.

«Es gibt eine unglaubliche Diskrepanz in der Kursentwicklung zu den 2012 boomenden Börsen in Thailand und den Philippinen», sagt Winkler. Dagegen **fast deckungsgleich zu Vietnam entwickelten sich chinesische – Inländern vorbehalten – A-Aktien**. Grund seien die restriktive Geldpolitik und Kapitalverkehrskontrollen in beiden Ländern, die spekulatives Kapital abschrecken. **«Es ist gar nicht so schlecht, dass sich nun eher langfristige Investoren in Vietnam engagieren.»**

Das oft genannte politische Risiko sieht Winkler «bei Null». Es gebe eine konsensorientierte Politik in dem nominell kommunistischen Staat. Die Vietnamesen fühlten sich nicht unterdrückt und seien mehr am wirtschaftlichen Aufstieg als an Politik interessiert: **«Ich halte das Risiko politischer Krisen in Thailand oder den Philippinen für weit höher als in Vietnam.»**

Wie schon vor einem Jahr empfiehlt Winkler den Einstieg in geschlossene Fonds mit einem festen Fondsvermögen, etwa die von ihm beratenen Vietnam Holding Ltd. Die in Frankfurt/Xetra und London kotierten Fondsanteile werden – wie schon Anfang 2012 – **zu über 30% Abschlag zum Net Asset Value (NAV, Nettoinventarwert) gehandelt**. «Der NAV ist durch den Anstieg der Aktienkurse um 20% gewachsen, das ist im Preis am Sekundärmarkt aber noch nicht reflektiert», erklärt Winkler. Früher habe er sich über solche Abschlüsse geärgert, doch heute «tut mir jemand nur noch leid, der zu solchen Preisen seine Anteile verkauft.»

Der Vermögensverwalter hält geschlossene Fonds für die besseren Vehikel, um in volatile Schwellenländer wie Vietnam zu investieren: **«Offene Fonds müssen immer prozyklisch handeln, also kaufen, wenn die Bewertungen schon hoch sind und verkaufen, wenn die Kurse stark gefallen sind. Das ist genau verkehrt.»**

# Kleine Kredite der Mikrofinanz wecken grosse Erwartungen

Anlageklasse überzeugt mit stabiler Rendite und niedriger Korrelation immer mehr institutionelle Investoren – Soziale Gesichtspunkte häufig nicht im Vordergrund

ALEXANDER TRENTIN

Dass diese Anlageklasse oft noch als reines Wohlfahrtsprogramm gesehen wird, kommt bei vielen Mikrofinanzspezialisten nicht gut an. Der Markt für Kleinkredite in Ländern mit geringer Wirtschaftskraft sei nicht nur eine sozial, sondern auch eine ökonomisch sinnvolle Anlage, betont Christian Etzensperger, Senior Research Analyst beim Zürcher Vermögensverwalter ResponsAbility.

«In der Vergangenheit haben Marktteilnehmer unter dem Banner der Armutsbekämpfung übertriebene Erwartungen geschürt», meint Etzensperger. Zu viel Geld sei vor der Finanzkrise aus der öffentlichen Hand in Mikrofinanzprogramme geflossen, das Wachstum sei damals mit bis zu 80% jährlich überhastet gewesen. ResponsAbility erwartet für 2013 bis zu 20% Wachstum (vgl. Grafik) – eine Grösse, die Etzensperger für nachhaltig hält.

Es ist ein überschaubarer Markt – der Privatsektor ist nach Zahlen der Genfer Anlagegesellschaft Symbiotics über Investmentfonds nur mit etwa 10 Mrd. \$ in Microfinance engagiert. An Mikrofinanzinstitutionen (MFI) kann man sich durch Eigen- und Fremdkapitalanlagen beteiligen. Die Investitionen in Eigenkapital sind dabei noch deutlich kleiner, wachsen aber

schnell. Auch der Anteil von Anlagen in Lokalwährung ist rapide gewachsen, bei Symbiotics seit 2008 von 5 auf 30%.

Ein Argument für die Mikrofinanz ist die relativ hohe Rendite: «Nach Kosten konnten Anleger in Fremdkapitalfonds in den letzten Jahren um die 3% Verzinsung erzielen», sagt Roland Dominicé, der CEO von Symbiotics. «Viele sozial motivierte Investoren haben sogar höhere Renditeanforderungen als professionelle Anleger, die näher am Markt sind.»

## Kaum Monate im Minus

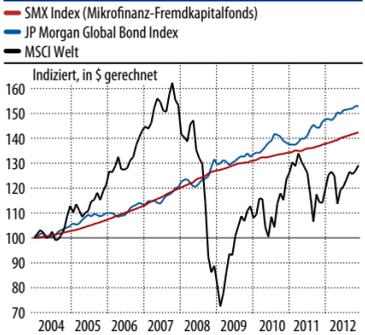
Auch Stabilität und eine geringe Abhängigkeit von der Weltwirtschaft sprechen für Mikrofinanz: «Die meisten Experten sehen nahezu keine Korrelation zu anderen Anlageklassen», zitiert Etzensperger eine Umfrage. Diese Sicherheit zeige sich auch in der bisherigen Performance: «In den 108 Monaten seit Bestehen des ResponsAbility Global Microfinance Fund verzeichneten nicht weniger als 100 eine positive Rendite. Die schlechteste Monatsrendite lag bei –0,33%».

Viele institutionelle Anleger wie etwa Pensionskassen würden die Vorteile der Mikrofinanz immer mehr erkennen, betont Dominicé: «2012 war das erste Jahr, in dem über die Hälfte der Neuanlagen in

der Anlageklasse von institutionellen Investoren stammte.»

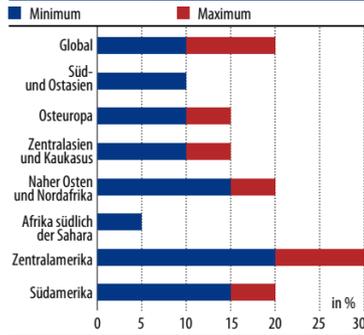
Etzensperger bestätigt das Interesse institutioneller Anleger. So habe eine Pensionskasse 120 Mio. Fr. bei ResponsAbility investiert: «Diese Investoren brauchen oft einen Track Record von zehn Jahren. Unser Fonds kann ihn nun bieten.» Soziale Kriterien seien dabei weniger ausschlaggebend, auch wenn Mitglieder der Anlageausschüsse oft Sympathie für die positiven Effekte der Mikrokredite zeigten. Der Markt sei nur begrenzt aufnahmefähig: «So wäre eine Anlage von 500 Mio. Fr. nur schwer umzusetzen.»

## Mikrofinanz, Anleihen und Aktien



Quelle: Symbiotics, Bloomberg / Grafik: FuW, si

## Wachstumsprognose Mikrofinanz 2013



Quelle: Responsibility Research / Grafik: FuW, si

lizenz bemühen. Damit können Sie sich über Spareinlagen finanzieren.»

## Teurer Kontrollaufwand

Für institutionelle Anleger sind Direktanlagen wie Bonds interessant, da sie nicht in teure Fonds investieren müssen. Die Gesamtkostenquote (Total Expense Ratio, Ter) der Fonds beträgt bis zu 4%. Dafür bieten Fonds einen wichtigen Vorteil: Diversifikation und Kontrolle. Die Management Fee des Global Microfinance Fund von bis zu 2,6% jährlich finanziert Experten auf vier Kontinenten, um die MFI eng zu begleiten: «Wir überprüfen alle 200 Institutionen, in denen der Fonds investiert, kontinuierlich», erklärt Etzensperger.

Während der Senior Research Analyst keinen grossen Effekt des wirtschaftlichen Zyklus auf die Mikrofinanzrendite sieht, könne in einigen Ländern die Politik zum Risiko werden. So sei 2010 im indischen Bundesstaat Andhra Pradesh das Wachstum der Mikrofinanz durch eine restriktive Verordnung abgewürgt worden. Doch auch eine Förderung durch die Politik wirke nicht immer positiv: «Es kommt oft zu einer exzessiven Kreditvergabe, wenn Mikrofinanz für politische Ziele missbraucht wird.» Dann bleibt der ökonomische Verstand auf der Strecke.