

Asien ist und bleibt stark

Attraktive Marktbewertungen und viel Raum für private Initiativen

Von Hans-Rudolf Schmid*

Die asiatischen Märkte haben sich mit Ausnahme von China den weltweiten Korrekturen nicht entziehen können. Fundamental ist die Reaktion des internationalen Kapitals kaum gerechtfertigt.

Um den 8. Mai erreichten die Aktienmärkte weltweit ihre diesjährigen Höchstmarken. Kaum fünf Wochen später notierten einige Märkte vorläufige Tiefstwerte. Wenn auch gleichförmig, so gaben die Kurse über diese kurze Periode von Markt zu Markt in unterschiedlichem Mass nach. Mit einer Einbusse von weniger als 8% kam der US-Aktienmarkt glimpflich davon. Härter traf es Europa, wo die Aktienkurse an den Hauptmärkten gemessen in Dollars um 9% bis 15% sanken. In Asien lagen die Verluste im Schnitt bei rund 20%, in Indien nahe bei 30%. Ebenso stark gebeutelt wurden Brasilien und Russland. Wie ist diese Entwicklung zu lesen, und was lässt sie erwarten?

Stärke des «Home-Bias» ist nicht konstant

Globale Inflationsängste wurden Anfang Mai im Zusammenhang mit der Interpretation der Aussagen von Ben Bernanke, dem neuen Chef der US-Notenbank, ergiebig diskutiert. Nach oben revidierte Zinserwartungen führen in der Regel zu Wertebussen, in erhöhtem Masse bei Aktien mit schnell wachsenden Erträgen. Dieser Zusammenhang vermag allerdings nur einen Bruchteil der Unterschiede in den beobachteten Kurskorrekturen zu erklären. Wird der Beginn der Beobachtungsperiode vom 8. Mai dieses Jahres auf Ende Oktober 2005 zurückverlegt, ergibt sich ein anderes Bild. Wie gewonnen, so zerronnen trifft insofern zu, als generell die Märkte mit kräftigem Anstieg die grössten Rückschläge erlitten. Betrachtet man den verbleibenden Zuwachs, zeigt sich, dass die Verlierer über die Monats- die Gewinner über die Halbjahresfrist sind. Nach dem Einbruch notieren die Märkte Russlands und Asiens (ausser Japan) in Dollars immer noch 32% bzw. 16% über dem Niveau vom letzten Herbst, wogegen in den USA und der Schweiz bescheidener 3% bzw. 6% verblieben. Im Mai und Juni wurden Übertreibungen korrigiert.

Zwei weitere Entwicklungen fallen auf. Einerseits neigten die meisten Währungen gegenüber dem Dollar seit geraumer Zeit zur Stärke, verloren aber in der Mai/Juni-Periode teilweise kräftig. Andererseits stellt China einen Sonderfall dar. Seine noch weitgehend vom internationalen Kapitalverkehr abgeschotteten Aktienmärkte in Schanghai und Shenzhen legten über beide Perioden kräftig zu. Demgegenüber konnten sich diejenigen chinesischen Unternehmen, welche an der Börse von Hongkong in Form von H-Aktien (Titel chinesischer Unternehmen) und als Red Chips (Titel von in Hongkong domizilierten Unternehmen mit Geschäftszentrum in China) in Hongkong-Dollars frei gehandelt werden, dem allgemeinen Trend nicht entziehen. Sie gewannen und verloren im Gleichschritt mit Asien (ausser Japan) insgesamt. All dies legt den Schluss nahe, dass nicht lokale Kräfte, sondern internationale Anlegerströme die Preise machten. Als sie sich in die Märkte ergossen, trieb dies sowohl die Ziel-

währungen als auch die lokalen Aktienindizes in die Höhe. Als sie, zumindest teilweise, repatriiert wurden, ergab sich das umgekehrte Bild. In China, wo der internationale Anleger vorerst nur sehr beschränkten Zugang hat, blieb alles beim Alten.

Man kann sich das internationale Kapital dort als Zuhause vorstellen, wo es kotiert ist und gehandelt wird. Einsam an der Spitze stehen nach wie vor die USA mit ihrer New York Stock Exchange (NYSE). Obwohl Börsenplätze wie Hongkong markant schneller wachsen und diese Stadt durchaus das Zeug dazu hat, New York irgendwann als Zentrum abzulösen, ist nicht zu übersehen, dass Hongkongs Börsenkapitalisierung zurzeit nicht einmal einem Zehntel der ungefähr 19 Bio. \$ entspricht, welche die NYSE auf die Waage bringt. Unter dem Titel «Home-Bias» befasst sich die Ökonomie mit der Neigung der Anleger, ihre Mittel zu Hause anzulegen, unabhängig von der Attraktivität ferner liegender Anlagemöglichkeiten und der Diversifikationsgewinne, welche die Horizonterweiterung verspricht. Die Beobachtung der internationalen Anlageströme legt den Schluss nahe, dass die Präferenz zugunsten des Heimmarktes keine Konstante ist. In Zeiten wachsenden Anlegervertrauens wagt sich der Anleger aus dem Haus. Verdüstert sich sein Horizont, zieht er sich zurück, und zwar unabhängig davon, ob sein Haus sicherer ist als fernere Territorien. Dieses Verhalten dämpft die Volatilität im dominanten Aktienmarkt und überhöht sie im kleineren.

Von Fragilität ist nichts zu spüren

Dieser Heimgang ist nur dann gerechtfertigt, wenn das Anlegervertrauen aus Gründen schwächelt, welche das Fundament der fernen Märkte stärker beeinträchtigen als das des Heimmarktes. Wenn das Anlegerkollektiv Probleme überschätzt oder aber das Fundament des eigenen Hauses bröckelt, ist eine Heimkehr wenig ratsam. Aus diesem Blickwinkel war der Abzug internationaler Anleger während der Asien-Krise 1997/98 und im Zusammenhang mit der Sars-Krise im Jahr 2003 verständlich. Hingegen erscheint er derzeit wenig sinnvoll.

Von Fragilität ist, zumindest in Asien, wenig zu spüren. Dank guten Leistungsbilanzen, gesunden Staatsfinanzen, steigenden Unternehmensgewinnen und einem kleinen Grad der Verschuldung von Unternehmen und Konsumenten sind Haushalte auf allen Ebenen solide finanziert. Dazu kommt, dass die chinesische Führung zur Lösung anstehender Probleme umsichtig auf Marktöffnung setzt. Die sukzessive Exponierung der Bank of China gegenüber den Marktkräften durch Einbezug ausländischer Grossinstitute wie der UBS (im letzten Jahr), des ausländischen Publikums über Hongkong (im Mai) und des lokalen Anlegers über Schanghai (demnächst) sind Beispiele unter vielen. Dass sich zunehmend auch gut finanzierte Private-Equity-Gesellschaften und Leveraged-Buyout-Häuser sowie industrielle Käufer auf dem öffentlichen Markt umsehen, verrät attraktive Bewertungsverhältnisse. Bester Garant für eine weiterhin positive Entwicklung in Asien generell bleibt die relativ geringe Staatsquote, welche der Privatinitiative viel Raum lässt. Einfachheit und Bescheidenheit der Hongkonger Steuerrechnung führen jedem Zuzüger vor Augen, wie weit die Verkrustung in den reichen Weltregionen fortgeschritten ist.

* Dr. Hans-Rudolf Schmid ist Präsident der HSZ Group, die in Hongkong und Zürich Niederlassungen hat.