

Vietnam tritt in Chinas Fusstapfen

Asiatische Tech-Konzerne verlagern ihre Produktion nach Vietnam. Der dortige Wirtschaftsboom weckt auch das Interesse ausländischer Aktienanleger.

PETER ROHNER

Zehn Jahre nach dem Platzen der Spekulationsblase stehen die Zeichen in Vietnam wieder auf Boom. Die Wirtschaft wächst jährlich zwischen 6 und 7%, und die Börse notiert auf einem Neunjahreshoch. Ausländische Investoren geben sich die Klinke in die Hand. Zwischen 2011 und 2016 sind die Direktinvestitionen von 15 auf 27 Mrd. \$ pro Jahr gestiegen (vgl. Grafik 1). Dieses Jahr könnten es mehr als 30 Mrd. werden. Das sind gewaltige Summen für eine Volkswirtschaft von der Größe Portugals mit einem Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 200 Mrd. \$.

Es sind vor allem Tech-Konzerne aus Taiwan, Südkorea und Japan, die in Vietnam Fabriken bauen. Fast die Hälfte aller Samsung-Geräte werden unterdessen in Vietnam produziert. Der Wandel vom Agrar- und Rohstoffland zur Produktionsstätte der Elektronikindustrie hängt eng mit der Entwicklung in China zusammen. Dort sind die Löhne in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. «Die Textilindustrie wandert nach Bangladesch und Kambodscha, die Elektronikindustrie nach Vietnam ab», sagt Thomas Hugger, CEO der Fondsgesellschaft Asia Frontier Capital (AFC) mit Sitz in Hongkong. Die Verlagerung nach Vietnam sei kein kurzfristiges Phänomen, sondern werde die Entwicklung des Landes noch über Jahrzehnte prägen, ist Hugger überzeugt.

Blühende Exportwirtschaft

Vietnams Standortvorteil beschränkt sich nicht nur auf die Lohnkosten. Im Norden grenzt der langgezogene Küstenstaat an China. Bis zur Provinz Guangdong, dem Herz der chinesischen Exportindustrie, sind es knapp 200 km. Auch der Süden mit Ho-Chi-Minh-Stadt ist per Schiff gut erreichbar (vgl. Karte). Und in Sachen Qualität stehen die Vietnamesen der Konkurrenz in Südchina in nichts nach. «Die vietnamesischen Arbeiter gelten als sehr fleissig und präzise», sagt Mario Timpanaro, Leiter Investor Relations bei CBR



Aus Ho Chi Minh City, dem früheren Saigon, ist in wenigen Jahren eine pulsierende Achtmillionenmetropole geworden.

in den Schwellenländerindex von MSCI aufgenommen wird», sagt Timpanaro. Das zunehmende Interesse an Vietnam zeige, dass viele Investoren ein solches Szenario im Kopf hätten. Als zuletzt Pakistan und 2013 die Golfstaaten zu den Emerging Markets heraufgestuft wurden, kam es davor zu einem kräftigen Kursanstieg an den lokalen Börsen.

Keine Parallelen zu 2007

Ob all der vielversprechenden Trends und Entwicklungen dürfen aber auch die Risiken nicht ausgeblendet werden. Die Achillesferse ist die hohe Staatsverschuldung von 65% des BIP. «Man darf auch nicht vergessen, dass Vietnam nach wie vor keine freie Marktwirtschaft ist, wie wir sie im Westen kennen», gibt Carlos von Hardenberg zu bedenken. Er verantwortet bei Franklin Templeton grosse Schwellenländerportfolios. Die kommunistische Partei kontrolliere immer noch viele Wirtschaftsbereiche, sagt von Hardenberg. Die Privatisierung der Staatskonzerne schreite nur langsam voran.

Timpanaro von CBR sieht in der starken Hand des Staats jedoch auch Vorteile, etwa bei der Bankenregulierung. Dort werde sofort gehandelt, wenn das Kreditwachstum zu hoch oder ein Institut zu knapp kapitalisiert ist. «Die Regierung ist sehr darauf bedacht, die Fehler der Vergangenheit nicht zu wiederholen.» Damit spricht Timpanaro die Phase 2005 bis 2007 an, als die Dinge aus dem Ruder liefen. «Selbst Staatsunternehmen zockten damals an der Börse», erinnert sich Hugger. Solche Anzeichen einer Spekulationsblase gebe es heute nicht.

Auch sonst hat sich gegenüber 2007 einiges verändert. Vor zehn Jahren war Vietnam noch mausarm, und der Marktwert der kotierten Unternehmen betrug weniger als 5 Mrd. \$. Heute zählen die drei Börsen über 1000 Titel mit einem Gesamtwert von über 90 Mrd. \$ (vgl. Grafik 2). Auch die chronische Teuerung hat die Zentralbank im Griff. Die Inflation, die 2008 über 20% betrug, liegt seit Jahren unter 5%.

Investment, dem liechtensteinischen Vermögensverwalter und Asset Manager des Lumen Vietnam Fund.

Für ein Entwicklungsland mit einem Pro-Kopf-Jahreseinkommen von 2200 \$ ist das Bildungsniveau enorm hoch: In der letzten Pisa-Studie schnitten vietnamesische Schüler gleich gut ab wie ihre Altersgenossen in den Industrieländern. In Naturwissenschaften waren sie sogar besser.

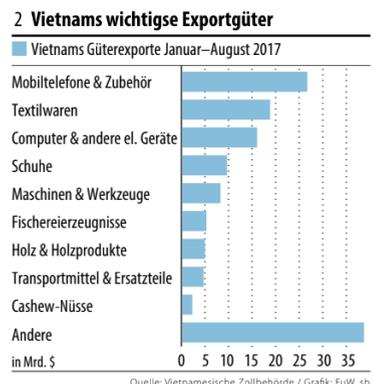
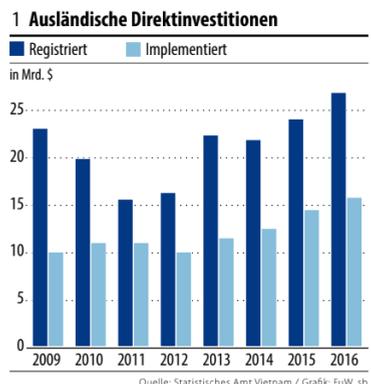
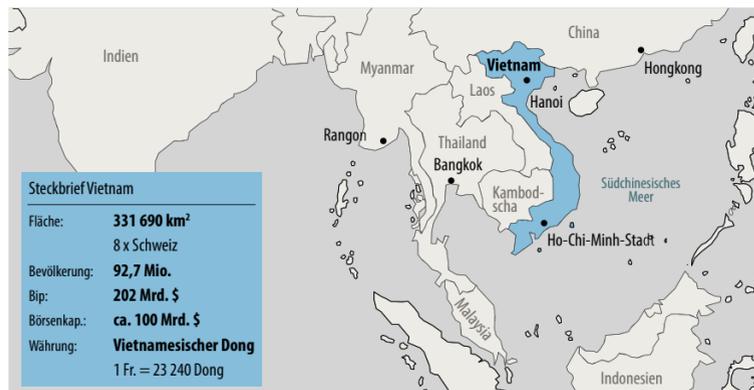
Die geografische Nähe zu China hat noch einen weiteren Vorteil: Immer mehr chinesische Touristen entdecken das Nachbarland, das ihnen auch kulturell nahe steht. 2017 sind bis und mit August 8,5 Mio. Touristen in Vietnam eingereist, 2,6 Mio. waren Gäste aus China. Ihre Zahl

hat sich zur Vorjahresperiode mehr als verdoppelt. Der Tourismus ist unterdessen zu einem wichtigen Pfeiler der Wirtschaft geworden. Bis 2020 soll er gemäss den Plänen der Regierung mehr als 10% zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) beitragen.

Die Bedeutung der Elektronikindustrie wird der Fremdenverkehr aber noch länger nicht erreichen. Die Ausfuhr von Smartphones, Computern und Zubehör machen fast die Hälfte der Güterexporte aus (vgl. Grafik 2). Auch die Bekleidungsindustrie bleibt ein wichtiger Wirtschaftszweig. Vietnam ist zudem grösster Produzent von Cashew-Nüssen und Schwarzpfeffer und einer der bedeutendsten Exporteure von Reis und Kaffee.

Die vietnamesische Erfolgsgeschichte hat auch das Interesse der Anleger weltweit geweckt. Doch im Vergleich zu den Direktinvestitionen ist der Zufluss an die Börsen noch sehr überschaubar. Wegen verschiedener Hürden für ausländische Anleger ist Vietnam vom Indexanbieter MSCI immer noch als Frontier Market klassifiziert. Das schreckt risikoscheue Investoren ab. Die Zurückhaltung könnte auch mit der enttäuschenden Performance der passiven Instrumente zu tun haben (vgl. Text unten).

Laut Experten stehen die Chancen gut, dass Vietnam nächstes Jahr auf die Shortlist zur Heraufstufung von MSCI kommt. «Es ist gut vorstellbar, dass Vietnam 2019



Weshalb Vietnam-ETF Anleger enttäuscht haben

Die Börsenbarometer, die von den kotierten Indexfonds abgebildet werden, spiegeln nur einen kleinen Teil des vietnamesischen Markts.

Vietnam-Aktien notieren auf dem höchsten Stand seit 2008. Die ETF von DB-Xtrackers und VanEck dümpeln aber seit Jahren vor sich hin. Wie passt das zusammen?

Eine Erfolgsgeschichte sind Vietnam-Aktien nur, wenn man sich am Ho Chi Minh Index (VN-Index) oder am HNX Hanoi orientiert. In den vergangenen fünf Jahren sind sie in Dollar 80% gestiegen, inklusive reinvestierter Dividende sogar weit über 100%. Ganz anders sieht es auf Basis der Indizes von MSCI, FTSE oder Market Vectors (MVIS) aus. Selbst mit den Dividenden resultiert seit Anfang 2012 nur ein bescheidenes Ertragsplus (vgl. Grafik).

Zwei verschiedene Märkte

«Die Gewichtung der Aktien in den Indizes unterscheidet sich deutlich», erklärt Thomas Hugger von Asia Frontier Capital. Während der VN-Index und der HNX sämtliche an den Börsen Ho-Chi-Minh-Stadt und Hanoi kotierten Titel marktgewichtet reflektiert, sind in den Indizes der internationalen Anbieter nur die Titel ver-

treten, in die ausländische Anleger auch investieren können. Denn in Vietnam bestimmt der Staat, wer sich an welchen Firmen beteiligen darf. Für jedes Unternehmen gibt es eine Quote für Ausländer. Wenn diese erreicht ist, können ausländische Investoren diese Aktien nur noch von anderen Ausländern erwerben, in der Regel mit einer saftigen Prämie.

In Branchen von strategischer Bedeutung sind die Bedingungen besonders restriktiv. Im Transportsektor etwa dürfen höchstens 50% der Aktien im Besitz von ausländischen Investoren sein.

Auch im Bankensektor schränkt der Staat die Beteiligung von Ausländern stark ein. Deshalb seien Bankaktien in den internationalen Indizes untervertreten, sagt Hugger. Da sie in den vergangenen zwei Jahren besonders gut gelaufen seien, hätten die ETF schlecht abgeschnitten.

Die Regierung lockert die Beschränkungen für Ausländer Schritt für Schritt. Paradebeispiel ist der ehemals staatliche Milchverarbeiter Vietnam Dairy Prods, genannt Vinamilk. Für seine Aktien wurde

die Ausländerlimite letztes Jahr ganz aufgehoben. Dadurch hat das Gewicht der Vinamilk-Aktien in den Indizes markant zugenommen. Im MSCI-Index beträgt es ein Vielfaches von jenem im VN-Index. Auch die Aktien des auf Immobilien spezialisierten Konglomerats Vingroup sind recht gut zugänglich. Ihr Gewicht ist in den internationalen Indizes viel höher als in den lokalen.

Lokal ist billiger

Auch die Titellzahl variiert: Die lokalen Barometer umfassen mehr als 300 Namen. Der MSCI Vietnam hat nur 14 Mitglieder,

der MVIS-Index 25. Letzterer hat noch eine weitere Eigenart: Es werden auch ausländische Unternehmen dazugezählt, die mindestens 50% des Umsatzes in Vietnam erzielen. Das führt dazu, dass bis zu 20% der Aktien im MVIS Vietnam nicht an den lokalen Börsen gehandelt werden.

Die Frage, ob vietnamesische Aktien teuer oder günstig sind, hängt ebenfalls vom Index ab. Gemessen am MSCI sind die Aktien mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 21 stolz bewertet. Dass es aber auch günstige Titel gibt, verdeutlicht das niedrige KGV der lokalen Indizes. An der Börse Hanoi etwa beträgt das durchschnittliche KGV weniger als 13. PR

Performance vietnamesischer Aktien



Im vietnamesischen Index-Jungle

Index	Marktkap. in Mrd. \$	Anzahl Titel	Aktien mit dem höchsten Gewicht	Gesamtertrag über 5 Jahre, in %	KGV	Kotierte Indexfonds (ETF)
MSCI Vietnam	11,5	14	Vinamilk 41%, Vingroup 14,3%, Masan Group 10%	26	21	keine
FTSE Vietnam	9	21	Vingroup 15,2%, Vinamilk 15,1%, Hoa Phat 12%	38	16,6	DB X-trackers FTSE Vietnam
MVIS Vietnam	13	25	Vingroup 8,1%, Vinamilk 7,8%, Faros 6,8%	15	21,7	VanEck Vectors Vietnam
VN-Index Ho Chi Minh	90,3	332	Vinamilk 10,6%, Sabeco 8,1%, Bank for Foreign Trade 6,8%	129	16	keine
HNX Hanoi	8,5	382	Asia Comm. Bank 25%, Saigon Hanoi C. J. S. Bank 7,3%, Vicostone 4,2%	120w	12,5	keine
VNX All Shares	83	472	Vinamilk 9,4%, Vingroup 7,6%, Hoa Phat 5,4%	k.A.	14	keine
Hanoi UPCoM	20,7	639	Airports Corp 29%, Vietnam Airlines 6,8%, Masan Consumer 5,7%	k.A.	18,4	keine

1) Inklusive reinvestierter Dividenden, in \$

Quelle: Bloomberg, MSCI, FTSE, MVIS