



# Grenzmärkte im Fokus: 2016 und danach

Januar 19, 2016

sabinekrause

Anleger weltweit waren im Jahr 2015 mit einer Reihe von Unsicherheitsfaktoren konfrontiert, und die Erwartung höherer US-Zinsen, schwache Rohstoffpreise sowie langsames Wachstum in China drückten auf die Stimmung. Besonders gravierend waren diese Belastungen offenbar für die Schwellenmärkte, von denen einige stärker unter Druck gerieten als andere. In diesem Beitrag erkundet Carlos Hardenberg, Senior Vice President und Direktor der Frontier-Markets-Strategien, Anlagechancen an den Grenzmärkten (d. h. dem weniger weit entwickelten Teil des Schwellenmarktuniversums) und berichtet von einigen Ländern, die mit dem derzeitigen Anlageklima unserer Ansicht nach am besten zurechtkommen dürften.



Carlos  
Hardenberg

**Carlos Hardenberg**  
**Senior Vice President**  
**Direktor der Frontier-Markets-Strategien**  
**Templeton Emerging Markets Group**

Wenn es um Grenzmärkte geht, stellt sich häufig die Frage, wie sie sich überhaupt definieren lassen. Ein Beobachter hat einmal folgendes Kriterium vorgeschlagen: Grenzmärkte seien alle Länder, in denen es noch keine Filiale der beliebten Kaffeehauskette Starbucks gibt – ich weiß allerdings nicht, ob ich mich dem anschließen würde. Orientierung können Benchmarks wie der MSCI Frontier Markets Index<sup>[1]</sup> bieten, bei denen sich Aufnahme und Gewichtung der einzelnen Länder nach Wirtschaftsentwicklung, Größe, Liquidität und Zugänglichkeit des Marktes richten. Wir bei der Templeton Emerging Markets Group lassen uns jedoch nicht durch irgendwelche Benchmarks einengen. Wir verstehen Grenzmärkte allgemeiner als neuere oder jüngere Schwellenmärkte, die sich in einer frühen Phase der wirtschaftlichen Entwicklung befinden, in der Regel höhere Wachstumsraten aufweisen, weniger ausländisches Kapital anziehen und von Analysten relativ wenig beachtet werden. Grenzmärkte finden sich in Asien, Afrika, Europa und Südamerika.



Quellen: Vereinte Nationen, Weltbank, FactSet, EIU, auf der Grundlage der Berechnungen aus einem Stichprobenumfang von 124 Ländern, die mehr als 80% der gesamten Fläche (2010), mehr als 95% der globalen Bevölkerung (Prognose für 2015) und des BIP (Prognose für 2015). Es kann nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen oder Prognosen als richtig erweisen. Marktkapitalisierung Ende August 2015.

## 2015 - ein Jahr mit hoher Risikoaversion

In Zeiten erhöhter Vorsicht oder Unsicherheit bei den Anlegern werden Schwellen- und vor allem Grenzmärkte mitunter als besonders risikoreich betrachtet, was gegenüber den Industrieländern zu Phasen unterdurchschnittlicher Performance führen kann. So war es auch 2015. Das Marktumfeld dieses Jahres zeigt für uns jedoch deutlich, wie wichtig ein Bottom-up-Ansatz ist, bei dem wir den Blick auf einzelne Länder und Unternehmen richten und sie kritisch unter die Lupe nehmen. Man kann nicht einfach alle Schwellenländer – und auch nicht alle Unternehmen dort – über einen Kamm scheren. So werden Sie vielleicht überrascht sein, welche Märkte sich weltweit 2015 am besten entwickelt haben: [\[2\]](#)Venezuela (+200%) und Argentinien (+50%).[\[3\]](#) Obwohl beide Länder mit schwierigen wirtschaftlichen und politischen Bedingungen kämpfen, gibt es dort florierende Unternehmen. Wir könnten noch mehrere andere Grenzmärkte rund um die Welt nennen, die sich 2015 überdurchschnittlich entwickelt haben, obwohl das Umfeld für Schwellenländer als Anlageklasse insgesamt schwierig war.

Für uns bedeutet ein schwieriges Marktumfeld die Chance, in Baissephasen ungerechtfertigt abgestrafte Aktien aufzuspüren. Derzeit investieren zudem nicht viele Anleger an den Grenzmärkten, doch wir sind der Meinung, dass sich das mit der Zeit ändern könnte. Unserer Ansicht nach könnte die zunehmende Vertrautheit internationaler Anleger mit Unternehmen, die in diesen Märkten ihren Sitz haben, zu höheren Bewertungen führen.

## Grenzmärkte: Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

31. Dezember 2007 bis 31. Dezember 2015



Quelle: MSCI, FactSet. Der MSCI Frontier Markets Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der 24 Grenzmarktindizes umfasst. Der MSCI Emerging Markets Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex, der 23 Schwellenmarktindizes umfasst. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) stellt den aktuellen Marktpreis einer Aktie dar, geteilt durch den Gewinn je Aktie des Unternehmens. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft. Weitere Informationen zum Datenanbieter finden Sie unter [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com).

Die Grenzmärkte bieten spannende langfristige Anlagechancen. Wir sehen dort günstige Fundamentaldaten wie starkes Wirtschaftswachstum, erhebliche natürliche und menschliche Ressourcen, günstige demografische Merkmale, das Potenzial für raschen technologischen Fortschritt und potenzielle Vorteile durch verbesserte Infrastrukturen und Governance-Standards. Zusätzlich vergrößert werden die Chancen unserer Ansicht nach dadurch, dass Grenzmarktunternehmen häufig niedriger bewertet sind als ihre Pendanten in den Industrieländern. In diesem Zusammenhang möchten wir anmerken, dass die jüngsten Schwankungen am Markt die Lücke zwischen den Bewertungen von Grenzmärkten einerseits und Schwellen- und Industrieländern andererseits vergrößert haben, wie sich an den entsprechenden MSCI-Indizes ablesen lässt. Zudem profitieren viele Grenzmärkte von internen Wachstumstreibern, weshalb sie eine geringere Korrelation mit den Schwellen- und Industrieländern aufweisen und Diversifizierungspotenzial bieten. Im Folgenden stellen wir einige Grenzmärkte vor, die wir derzeit besonders interessant finden.

## **Vietnam**

Wir investieren schon seit vielen Jahren in Vietnam, während sich andere Anleger jetzt erst allmählich mit diesem Markt beschäftigen. Bereits vor fast einem Jahrzehnt sind wir zu dem Schluss gekommen, dass Vietnam eine einzigartige Anlagechance unter den Grenzmärkten darstellt. Denn dort besaß oder analysierte kaum jemand die Aktien – englischsprachiges Research über vietnamesische Unternehmen gab es so gut wie gar nicht. Im Vergleich zu den Nachbarländern schien Vietnam weitgehend ignoriert zu werden, und ausländische Investoren waren in den dortigen Unternehmen so gut wie nicht beteiligt. Wir haben viel Zeit damit verbracht, durch das Land zu reisen, uns vor Ort mit den Geschäftsführern zu treffen und das wirtschaftliche und politische Umfeld kennenzulernen, bevor wir uns entschieden, dort eine Niederlassung zu eröffnen. In Vietnam gibt es ein Ein-Parteien-System mit enormen staatlichen Kontrollen und Beteiligungen ähnlich wie in China. Allerdings haben wir festgestellt, dass die Mentalität der Menschen dort in den allermeisten Fällen sehr wirtschafts- und investitionsfreundlich ist.

Als wir 2008 mit Kapitalanlagen in Vietnam begannen, stand die Wirtschaft des Landes vor einigen Herausforderungen, darunter einem chronischen Leistungsbilanzdefizit. Zwar verfügte es über Öl- und Erdgasvorkommen, doch es hatte keine eigenen Raffineriekapazitäten, sodass die Regierung die Rohstoffe exportieren und die Endprodukte wieder zurückkaufen musste (mit dem Bau von Raffinerien wurde in den letzten Jahren versucht, dies zu ändern). Während wir mehr über das Anlageumfeld in Vietnam erfuhren, registrierten wir eine rasche Zunahme bei den ausländischen Direktinvestitionen, die von sehr hoher Qualität waren – bekannte globale Konzerne schufen Fertigungsstätten in Vietnam und stellten dort Zehntausende von Menschen ein. Heute gibt es eine lange Liste von internationalen Unternehmen, die in Vietnam Waren wie Elektronikgeräte, Kleidung oder Möbel produzieren. Wir denken, dass noch weitere multinationale Unternehmen aus einer Reihe von Branchen in Vietnam aktiv werden könnten, um von den preiswerten und gut ausgebildeten Arbeitskräften vor Ort zu profitieren.

Zusätzlich haben uns die Unternehmenseigentümer und Geschäftsführer, mit denen wir über die Jahre gesprochen haben, das Gefühl vermittelt, dass es im Vergleich zu manchen anderen Ländern in der Region in Vietnam relativ einfach ist, ein Geschäft zu betreiben. Im „Ease of Doing Business“-Bericht der Weltbank steht das Land auf dem 90. Platz unter 189 im Jahr 2016 untersuchten Ländern, eine Verbesserung gegenüber dem 99. Rang in 2013 und höher als zum Beispiel Indien auf Rang 130.[\[4\]](#)

Für Vietnam sprechen in unseren Augen eine Reihe von positiven Faktoren. Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ist hoch – für 2015 werden 6,5% prognostiziert.[\[5\]](#) Das Land besitzt viele Häfen und verfügt über eine der wichtigsten Handelsrouten der Welt mit Zugang zum sehr großen benachbarten Konsummarkt China. Es baut seinen Exportmarkt ebenso aus wie seinen großen inländischen Konsummarkt. Chancen am inländischen Konsummarkt ist eines der Themen, das wir auf mögliche Anlagechancen hin analysieren. Ein Beispiel dafür ist Milchwirtschaft, bei der es sich in Vietnam bislang um einen ländlichen und unorganisierten Markt handelte. Typischerweise kauften Kunden ihre Milch statt im Supermarkt von Nachbarn oder Bauern in der Nähe mit einer Kuh. Innerhalb kurzer Zeit war dann aber die Entwicklung eines regulatorischen Rahmens zu beobachten, und industrielle Produzenten kamen an den Markt, um ihre Marken über stärker geregelte Vertriebskanäle zu vertreiben.

Außer von einem vor kurzem abgeschlossenen [Handelsabkommen](#) mit der Europäischen Union könnte Vietnam unserer Meinung nach auch von der vorgeschlagenen Transpazifischen Partnerschaft (TPP) profitieren. Denn die Verringerung oder Abschaffung von Zöllen könnte einen Schub für seinen Exportmarkt bringen, insbesondere bei großen Zielländern wie den USA und Japan, die sich der TPP anschließen wollen. Vietnam hat eine lebhaft, aber nicht ausgelastete Fischereibranche, und in Zukunft könnten mehr Meeresfrüchte von dort auf die Teller von Menschen in diesen und anderen Ländern kommen.

Die Beteiligungen ausländischer Investoren nehmen zwar zu, doch Vietnam möchte nicht die Kontrolle über seine Vermögenswerte verlieren, sodass wir davon ausgehen, dass Grenzen für den Auslandsbesitz weiter in der Diskussion bleiben werden. Trotzdem halten wir Vietnam für einen Markt, der auch in den kommenden Jahren das Interesse der Anleger auf sich ziehen dürfte.

## **Bangladesch**

Des Weiteren gibt es in Asien mit Bangladesch ein Land mit einem bedeutenden Inlandsmarkt und einer Bevölkerungszahl von mehr als 169 Millionen.<sup>[6]</sup> Viele erinnern sich vielleicht noch daran, dass die beachtliche Textilindustrie des Landes im Jahr 2013 in die Schlagzeilen geriet, als der achtstöckige Gebäudekomplex Rana Plaza bei einem Brand einstürzte. So gut wie alle großen globalen Textilunternehmen produzierten damals in Bangladesch – und so ist es auch heute noch. Der Brand war eine furchtbare Tragödie. Doch dadurch erkannte man, dass mehr Vorschriften und Kontrollen erforderlich sind, zum Beispiel Sicherheitsregeln für Produktionsfirmen. Diese Arbeit ist noch nicht vollendet, doch wir sehen gewisse Fortschritte und Verbesserungen. Bangladesch hat eine lukrative Nische erschlossen, in der das Land zur Weltklasse zählt. In der Textilproduktion ist das Land extrem effizient, und es verfügt über das Wissen und die Kompetenz, um sich in das globale Handelsnetz zu integrieren. Zudem zeichnet sich diese Branche durch relativ hohe Markteintrittshürden aus, weshalb wir erwarten, dass Bangladesch seine Führungsposition behaupten kann. Wir haben dort bereits investiert und suchen weiter nach überzeugenden Gelegenheiten, nicht nur in der Textilbranche, sondern auch in anderen Sektoren, die vom Wachstum im Land profitieren könnten.

## **Nigeria (und ganz Afrika)**

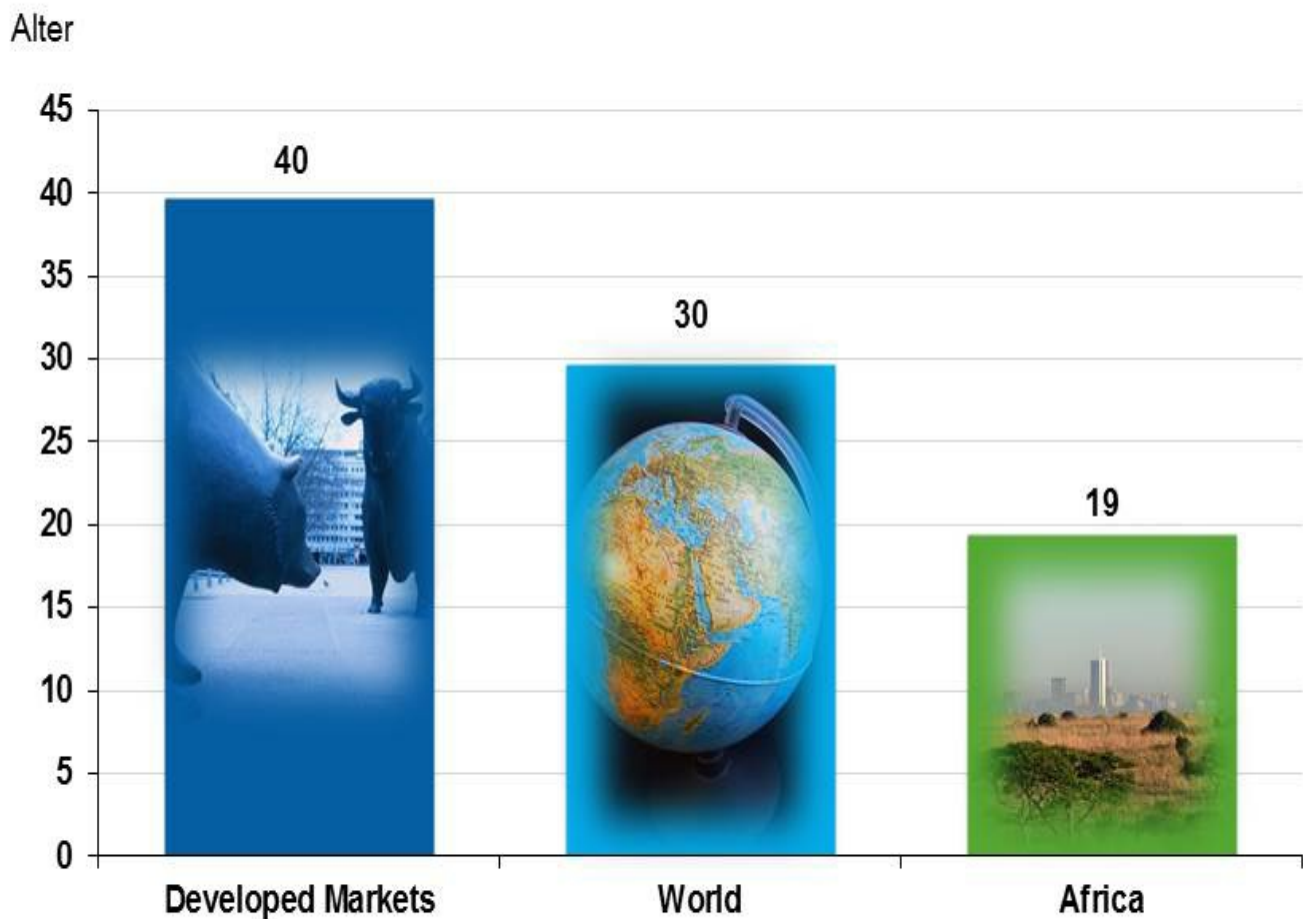
Mit Ausnahme von Südafrika gelten alle Länder des afrikanischen Kontinents noch als Grenzmärkte. Von der Bevölkerungszahl her am größten ist Nigeria, für uns ein wichtiger Markt wegen der Bandbreite der potenziellen Anlagechancen. Ohne Frage steht Nigeria vor einer Reihe von Herausforderungen. Beispielsweise gibt es dort so gut wie kein Stromnetz und eine schlechte Infrastruktur. Die Stromproduktion des gesamten Landes würde wahrscheinlich für nur eine Straße in New York City ausreichen. Jedoch ist die Fähigkeit der nigerianischen Bevölkerung beeindruckend, selbst unter den widrigsten Bedingungen zurechtzukommen. Was mich auf meinen Reisen wirklich überrascht hat, ist, wie intensiv die Menschen nicht nur in Nigeria, sondern in ganz Afrika mobile Telekommunikation und das Internet nutzen. Viele haben kaum genug zu essen und kein Dach über dem Kopf, besitzen aber ein Smartphone und bezahlen verschiedene Güter und Dienstleistungen mobil.

Mobiles Banking ist in Afrika recht weit entwickelt, da große Teile der Bevölkerung keinen Zugang zu physischen Filialen oder Geldautomaten haben. Reist man durch Afrika (ob Nigeria, die Elfenbeinküste, Senegal, Äthiopien oder Kenia), fällt einem unweigerlich der Einfluss chinesischer Unternehmen auf dem Kontinent auf. Sie bauen dort Straßen, Häfen, Flughäfen und Tunnel oder schließen Partnerschaften mit lokalen afrikanischen Unternehmen. Zwar sind die Chinesen vor allem an den afrikanischen Rohstoffen interessiert, doch viele bleiben dort und starten eigene Einzelhandelsunternehmen. Es ist eine symbiotische Beziehung.

Der Verfall der Rohstoffpreise in den letzten Jahren hat die afrikanischen Länder vor große Herausforderungen gestellt, vor allem diejenigen, die von den Einnahmen aus dem Ölgeschäft abhängen. Jedoch sollte der Preiseinbruch auch als Chance für sie verstanden werden, ihre Volkswirtschaften zu reformieren und zu diversifizieren. Er zwingt Regierungen zu mehr Disziplin, zu verbesserter Steuererhebung und dazu, Möglichkeiten auszuloten, um Wirtschaft und Staatshaushalt durch vielfältigere Aktivitäten als nur durch den Verkauf eines einzelnen Rohstoffs zu stützen. Erstmals ist zu beobachten, dass eine Reihe von großen multinationalen Unternehmen in Afrika eine Präsenz aufbauen, um sich Zugang zu den dortigen großen, dynamischen und jungen Bevölkerungen zu verschaffen. Das gilt insbesondere für die Länder, in denen Verbesserungen bei Infrastruktur und Wirtschaftsbedingungen zu beobachten sind.

Afrika dürfte unserer Ansicht nach die spannendste Zukunftsstory unter den Grenzmärkten sein. Allerdings müssen Anleger geduldig sein und verstehen, dass die dortige Wirtschaft einige sehr spezifische Merkmale und auch Risiken aufweist.

## Medianalter: Afrika im Vergleich zu den Industrieländern und weltweit



Alter, das die Bevölkerung nach dem Alter in zwei gleichgroße Gruppen teilt: 50% sind jünger und 50% sind älter als das Medianalter.

Quelle: Vereinte Nationen.

### Divergenzen - und Schulden

Dies sind nur einige der Länder, mit denen wir uns mit Blick auf das vor uns liegende Jahr beschäftigen. Wir gehen davon aus, dass auch 2016 wieder von Marktdivergenzen geprägt sein wird – und wahrscheinlich auch von Unterschieden in der weltweiten Geldpolitik. Wir möchten anmerken, dass Anleger zu Beginn des Jahres 2016 möglicherweise etwas risikoscheu bleiben, weil die Zinsen in den USA potenziell steigen, während andere Zentralbanken – etwa in China, Japan und Europa – weiter im Lockerungsmodus bleiben und dem Markt Liquidität zur Verfügung stellen. Manche Schwellen- und Grenzmärkte werden mögliche US-Zinserhöhungen besser überstehen als andere. Insgesamt denken wir aber nicht, dass dies unsere Investitionsargumente in diesen Ländern schwächt. Denn ein Faktor, der für viele Grenzmärkte spricht, ist die Tatsache, dass die Verschuldung sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor niedrig ist. Das dürfte diesen Ländern dabei helfen, mit möglichen Turbulenzen im vor uns liegenden Jahr zurechtzukommen.

---

[1] Quelle: MSCI. Der MSCI Frontier Markets Index ist ein um den Streubesitz bereinigter Marktkapitalisierungsindex zur Messung der Aktienmarktperformance der Grenzmärkte. Er setzt sich aus repräsentativen groß- und mittelkapitalisierten Unternehmen aus 24 Ländern zusammen: Argentinien, Bahrain, Bangladesch, Bulgarien, Estland, Jordanien, Kasachstan, Kenia, Kroatien, Kuwait, Libanon, Litauen, Mauritius, Marokko, Nigeria, Oman, Pakistan, Rumänien, Serbien, Slowenien, Sri Lanka, Tunesien, Ukraine und Vietnam.

[2] Quelle: Bloomberg LP, 2015. Der IBC ist ein nach Marktkapitalisierung gewichteter Index der 15 liquidesten Aktien mit der höchsten Marktkapitalisierung an der Börse Caracas (Bolsa de Valores de Caracas). Zum 30. Dezember 2015 war der Index seit Jahresbeginn um 281% gestiegen. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

[3] Quelle: Bloomberg LP. Der argentinische Merval Index bildet ein Portfolio aus Aktien ab, die nach ihrem Anteil an der Börse von Buenos Aires, der Zahl der Transaktionen in den letzten sechs Monaten sowie ihrem Handelswert ausgewählt und gewichtet werden. Zum 30. Dezember 2015 war der Merval Index seit Jahresbeginn um 60% gestiegen. Indizes werden nicht gemanagt. Es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für die Zukunft.

[4] Quelle: Weltbank-Bericht „Doing Business 2016“.

[5] Quelle: Weltwirtschaftsausblick des IWF, Oktober 2015. Es kann nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen oder Prognosen als richtig erweisen.

[6] Quelle: CIA – The World Factbook, Schätzung Juli 2015. Es kann nicht zugesichert werden, dass sich Schätzungen oder Prognosen als richtig erweisen.