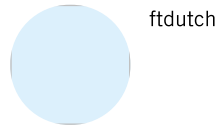




# Focus op frontiermarkten: 2016 en daarna

Januari 27, 2016



ftdutch

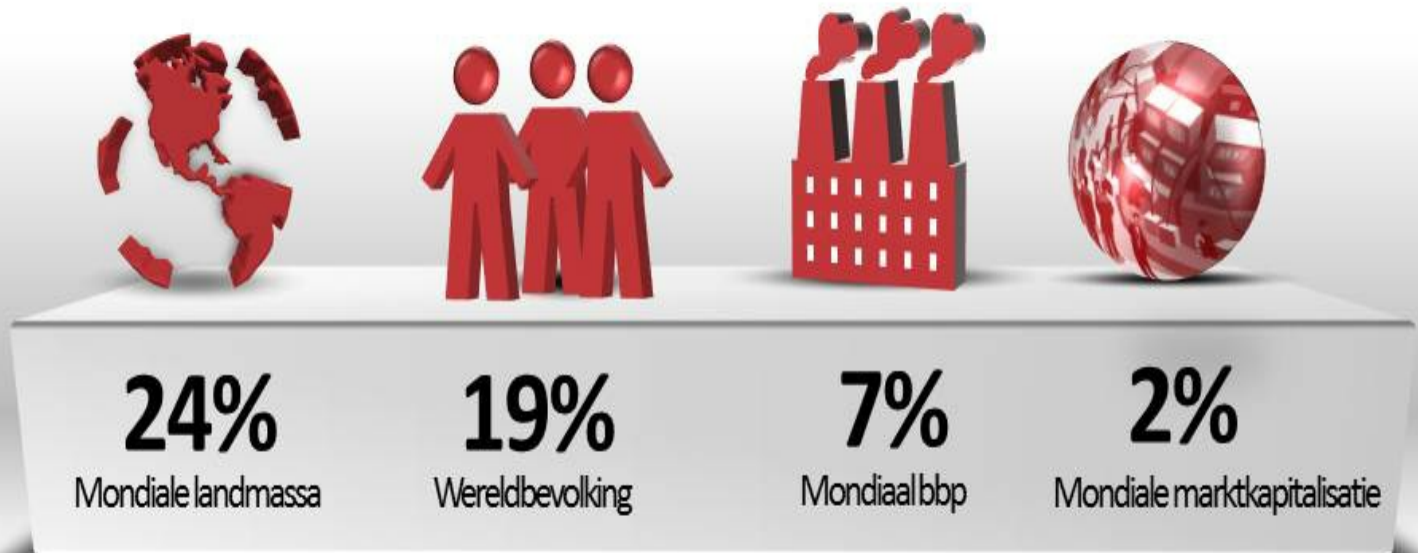
Wereldwijd moesten aandelenbeleggers in 2015 het hoofd bieden aan een aantal onzekerheden: de verwachte Amerikaanse renteverhoging, de grondstoffenprijzen en een vertraging van de groei in China wogen immers op het sentiment. Opkomende markten in het algemeen hadden aantoonbaar meer last van deze tegenvallers, die weliswaar meer schade aanrichtten aan bepaalde markten dan aan andere. In dit artikel verkent Carlos Hardenberg, Senior Vice President en Director of Frontier Markets Strategies, de beleggingskansen die wij zien in frontiermarkten (het minder ontwikkelde onderdeel van het universum van de opkomende markten), en meer specifiek enkele landen die volgens ons in het komende beleggingsklimaat het best zullen kunnen standhouden.



Carlos  
Hardenberg

**Carlos Hardenberg**  
**Senior Vice President**  
**Director of Frontier Markets Strategies**  
**Templeton Emerging Markets Group**

De eerste vraag die veel mensen zich over frontiermarkten stellen, is hoe ze moeten worden geclassificeerd. Een van de interessantste methoden die ik ooit heb gelezen om een frontiermarkt te omschrijven, was 'een land zonder Starbucks' de populaire coffeeshopketen, hoewel ik het daar niet per se mee eens ben! Benchmarks zoals de MSCI Frontier Markets Index<sup>[1]</sup> kunnen een richtlijn bieden. Welke specifieke landen in de index worden opgenomen en welke weging ze krijgen, wordt bepaald op basis van economische ontwikkeling, grootte, liquiditeit en markttoegang. Bij Templeton Emerging Markets Group volgen we niet strikt de beperkingen van welke referentie-index dan ook. Wij hebben een bredere visie op frontiermarkten: nieuwere of jongere markten in een vroegere fase van economische ontwikkeling dan grotere opkomende markten, doorgaans met een hogere groei en minder buitenlandse investeringen, en waarnaar vaak ook minder beleggingsonderzoek wordt gedaan. Frontiermarkten zijn er in heel Azië, Afrika, Europa en Zuid-Amerika.



Bronnen: Verenigde Naties, Wereldbank, FactSet; EIU, op basis van de berekening van een staal van 124 landen dat >80% van de totale landmassa bestrijkt (2010), >95% van de totale bevolking (verwacht voor 2015) en het bbp (verwacht voor 2015). Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden. Marktkap. is eind augustus 2015.

## Behoedzaamheid bij beleggers het overheersende thema van 2015

Wanneer beleggers extra behoedzaam of onzeker zijn, worden opkomende markten als algemene beleggingscategorie — en frontiermarkten als onderdeel daarvan in het bijzonder — als een risico beschouwd, waardoor er perioden kunnen ontstaan waarin opkomende markten minder goed presteren dan ontwikkelde markten. Dat is wat we in 2015 hebben gezien. Maar uit het marktklimaat van 2015 blijkt ook duidelijk hoe belangrijk een bottom-upbenadering is, waarbij afzonderlijke landen en bedrijven aan een kritische blik worden onderworpen. Niet alle opkomende markten - of bedrijven die er zijn gevestigd - kunnen over dezelfde kam worden geschoren. Sommige mensen zullen verbaasd zijn geweest over enkele van 's werelds best presterende markten in 2015. Venezuela bijvoorbeeld, dat in 2015 ruim 200% won<sup>[2]</sup>, en Argentinië, dat een rendement van ruim 50% liet optekenen.<sup>[3]</sup> Beide landen hebben te kampen met een moeilijk economisch en politiek klimaat, maar toch zijn er bedrijven die konden floreren. Er zijn over de wereld verschillende andere frontiermarkten die in 2015 ondanks de moeilijke omgeving voor opkomende markten als beleggingscategorie in het algemeen, goede resultaten hebben behaald.

Wij beschouwen een moeilijke marktomgeving als een kans. We profiteren van crisissen om aandelen te kopen die naar onze mening aantrekkelijk zijn, maar onterecht zijn afgestraft. Hoewel veel beleggers niet in frontiermarkten beleggen, zou dat volgens ons in de loop van de tijd wel eens kunnen veranderen. Als internationale beleggers meer vertrouwd raken met bedrijven in deze markten, zou dat volgens ons immers tot hogere waarderingen kunnen leiden.

## Frontiermarkten: koers/winst (K/W)

31 december 2007 – 31 december 2015



Bron: MSCI, FactSet. De MSCI Frontier Markets Index is een aan de free-float aangepaste marktkapitalisatiegewogen index die is samengesteld uit 24 indices van frontiermarkten. De MSCI Emerging Markets Index is een aan de free-float aangepaste marktkapitalisatiegewogen index die is samengesteld uit 23 indices van opkomende markten. Indexen worden niet beheerd en er kan niet direct in een index worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. De koers-winstverhouding (K/W of P/E) is de huidige marktprijs van het aandeel van een onderneming, gedeeld door de winst per aandeel van de onderneming. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Ga naar [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Frontiermarkten vertegenwoordigen voor ons team boeiende beleggingskansen op lange termijn. Wij zien er gunstige fundamentals, zoals een sterke economische groei, overvloedige natuurlijke en menselijke rijkdommen, een gunstig demografisch profiel, het potentieel van snelle technologische vooruitgang, en mogelijke voordelen van een steeds betere infrastructuur en steeds betere normen voor bedrijfsbestuur. De kansen zijn er des te interessanter omdat bedrijven uit frontiermarkten vaak minder duur gewaardeerd zijn dan hun gelijke in meer ontwikkelde markten. We moeten in dit opzicht wel opmerken dat de waarderingskloof tussen frontiermarkten enerzijds en opkomende en ontwikkelde markten anderzijds, zoals gemeten door de betreffende MSCI-indices, door de recente marktschommelingen wel groter is geworden. Bovendien zijn er in veel frontiermarkten belangrijke binnenlandse factoren waardoor hun correlatie met hun opkomende en ontwikkelde tegenhangers wordt beperkt, en die voor beleggers diversificatiepotentieel bieden. We bespreken een aantal frontiermarkten waarover we op dit moment erg enthousiast zijn.

## **Vietnam**

We beleggen al jaren in Vietnam, maar veel beleggers hebben deze markt pas onlangs ontdekt. Bijna 10 jaar geleden kwamen we tot de conclusie dat Vietnam als frontiermarkt een unieke beleggingskans vertegenwoordigde, omdat nauwelijks iemand er belegde of er zelfs onderzoek naar deed. Op dat moment was er bijna geen onderzoek naar Vietnamese bedrijven in het Engels beschikbaar. In vergelijking met de buurlanden leek het erop dat Vietnam in grote mate genegeerd werd, en er waren ook nauwelijks bedrijven in buitenlandse handen. We hebben veel tijd besteed aan reizen door het hele land, ontmoetten er lokale beheerders en probeerden vertrouwd te raken met het bedrijfsklimaat en de politiek alvorens we besloten er een kantoor te openen. De Vietnamese politiek wordt gekenmerkt door een eenpartijstelsel, waar de staat een enorme controle uitoefent en vergelijkbare belangen heeft als in China. Toch merkten we op dat mensen die we ontmoetten in overweldigende mate bedrijfs- en kapitaalgericht dachten.

Toen we in 2008 voor het eerst in Vietnam belegden, worstelde de economie met een aantal moeilijkheden, zoals een chronisch tekort op de lopende rekening. Hoewel Vietnam over olie en aardgas beschikte, kon het die niet in het binnenland raffineren, en was de overheid dus genoodzaakt om het te exporteren en de eindproducten terug te kopen (de laatste jaren heeft het land inspanningen geleverd om dit via de bouw van binnenlandse raffinaderijen te veranderen). Naarmate we een beter inzicht vergaarden in het Vietnamese beleggingsklimaat, merkten we ook een snelle stijging in het niveau van de directe buitenlandse investeringen en de bijzonder hoge kwaliteit daarvan: wereldberoemde merken vestigden productieactiviteiten in Vietnam en wierven er tienduizenden mensen aan. Vandaag is er een lange lijst van internationale bedrijven die in Vietnam goederen vervaardigen, waaronder elektronica, textiel en meubels. We verwachten dat meer multinationals in een aantal sectoren zich in Vietnam zullen vestigen, om er te profiteren van de voordelige, doch goed opgeleide arbeidskrachten.

Daarnaast hebben de bedrijfsleiders waarmee we in de loop van de jaren hebben gesproken, laten blijken dat het relatief eenvoudig was om in het land zaken te doen, in vergelijking met bepaalde andere landen in de regio. In het verslag van de Wereldbank over het ondernemingsklimaat staat Vietnam op de 90e plaats van de 189 landen die in 2016 zijn ondervraagd, een verbetering ten opzichte van de 99e plaats in 2013 en hoger dan bijvoorbeeld India, dat de 130e plaats bekleedt.[\[4\]](#)

Vietnam beschikt volgens ons over een aantal troeven. Een sterke bbp-groei van naar verwachting 6,5% in 2015. [\[5\]](#) Vietnam heeft talrijke zeehavens en een van de belangrijkste handelsroutes van de planeet, met toegang tot de bijzonder grote consumentenmarkt van het naburige China. Vietnam heeft zijn exportmarkt gestaag uitgebreid, en beschikt tevens over een grote binnenlandse consumentenmarkt. De binnenlandse consumentenmarkt goed benutten is een thema dat wij voor potentiële beleggingskansen verkennen. Een voorbeeld is de zuivelindustrie, in Vietnam aanvankelijk een rurale, ongeorganiseerde markt. Mensen kochten doorgaans melk bij een buurman of een boer met een koe in de buurt, en niet in de supermarkt. In een korte periode hebben we gezien hoe er een reglementair kader ontstond, en hebben industriële producenten zich op de markt gevestigd die merken hebben gecreëerd met formelere distributiekkanalen.

Naast een [handelsovereenkomst](#) die onlangs met de Europese Unie is gesloten, zou Vietnam volgens ons ook aanzienlijk baat hebben bij het voorgestelde Trans-Pacific Partnership (TPP), aangezien lagere of geen invoerrechten gunstig zouden kunnen zijn voor zijn exportmarkt, vooral naar grote afzetmarkten die deel willen uitmaken van het TPP, namelijk de Verenigde Staten en Japan. Vietnam heeft een dynamische, maar onderbenutte visindustrie, en er zouden meer Vietnamese zeevruchten in al dan niet binnenlandse restaurants kunnen worden opgediend.

Hoewel het aantal buitenlandse participaties toeneemt, wil de Vietnamese regering de controle over haar vermogen niet verliezen. We verwachten dan ook dat beperkingen op buitenlandse eigendom een onderwerp van discussie zullen blijven. Niettemin denken wij dat Vietnam als markt in de komende jaren bij beleggers belangstelling zou kunnen blijven wekken.

## **Bangladesh**

Elders in Azië heeft Bangladesh een belangrijke binnenlandse markt, met een bevolking van ruim 169 miljoen inwoners.<sup>[6]</sup> Veel mensen herinneren zich misschien de dag waarop de formidabele textielindustrie van Bangladesh in 2013 de krantenkoppen haalde, toen een gebouw van acht verdiepingen in het Rana Plaza-complex in vlammen opging. Vrijwel alle grote wereldwijde textielbedrijven vervaardigden hun producten in Bangladesh, overigens nog steeds. De brand was bijzonder tragisch, maar vestigde ook de aandacht op de behoefte aan betere reglementering en controle, inclusief veiligheidsregels voor producenten. Er is nog veel werk aan de winkel, maar er wordt vooruitgang geboekt en de toestand verbetert. Bangladesh heeft een robuuste niche van wereldklasse ontwikkeld. In de textielproductie is Bangladesh extreem efficiënt, en heeft het de kennis en vaardigheden om te worden opgenomen in het wereldwijde handelsnetwerk. Ook is het een sector met relatief hoge toetredingsdrempels, en we verwachten dan ook dat Bangladesh zijn leiderschapspositie behoudt. We beleggen al in het land en blijven er uitkijken naar interessante kansen, niet alleen in de textielindustrie, maar ook in andere sectoren die van de groei van het land kunnen profiteren.

## **Nigeria (en verschillende delen van Afrika)**

Met uitzondering van Zuid-Afrika worden alle landen van het Afrikaanse continent als frontiermarkten beschouwd. Qua bevolking is Nigeria de grootste markt, die voor ons erg belangrijk is vanwege de ruime hoeveelheid aan potentiële kansen. Nigeria heeft vast en zeker een aantal moeilijkheden gekend: vrijwel geen elektriciteitsnet en een zwakke infrastructuur. De stroomproductie van het hele land is waarschijnlijk vergelijkbaar met één straat in New York City. Maar het Nigeriaanse volk beschikt over het verbluffende vermogen om onder de moeilijkste omstandigheden te werken. Wat mij er in mijn reizen vooral heeft verbaasd, is hoe mensen zich op mobiele telecommunicatie en het internet hebben gestort, en niet alleen in Nigeria, maar in heel Afrika. Veel mensen die nauwelijks te eten hebben of een dak boven hun hoofd, hebben wel een smartphone en betalen mobiel voor verschillende goederen en diensten.

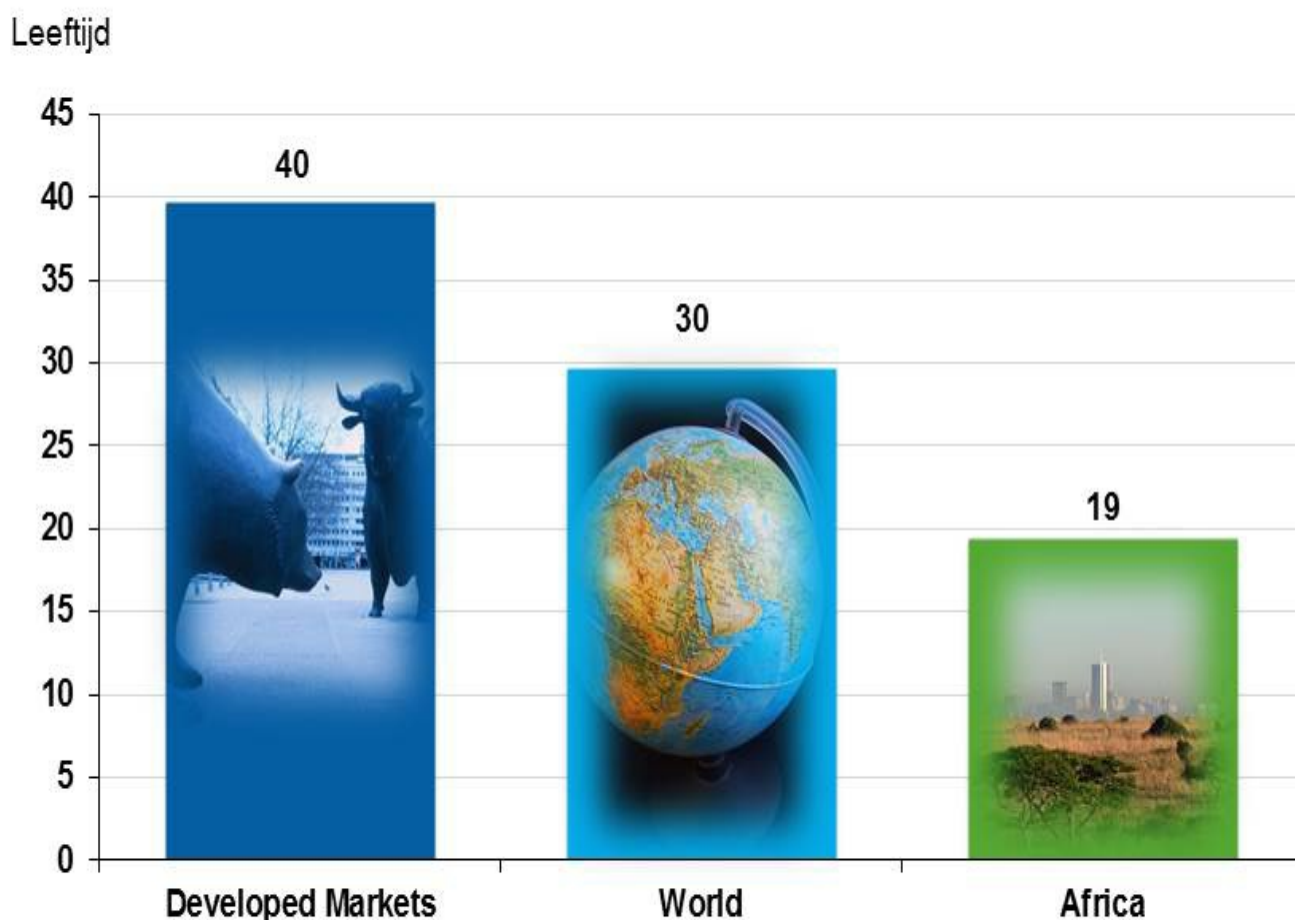
Mobiel bankieren is in Afrika vrij geavanceerd, omdat een groot deel van de bevolking geen toegang heeft tot banken of geldautomaten. Wie door Afrika reist (of het nu Nigeria, Ivoorkust, Senegal, Ethiopië of Kenia betreft) merkt zeker de Chinese invloed op het continent. China bouwt er wegen, havens, luchthavens en tunnels en is voor talrijke Afrikaanse bedrijven een lokale partner. Hoewel China belangstelling heeft voor de grondstoffen van Afrika, blijven veel Chinezen in Afrika om er hun eigen retailactiviteiten op te starten. Het is een symbiotische relatie.

De daling van de grondstoffeprijzen in de laatste paar jaar is voor Afrikaanse landen moeilijk geweest, vooral voor die landen die afhankelijk zijn van olie-inkomsten. Het zou voor deze landen echter ook kunnen worden beschouwd als een kans om hun economie te hervormen en te diversifiëren. Het dwingt regeringen tot meer discipline, tot een betere inning van inkomsten en tot oplossingen te komen om de economie en de schatkist uit te breiden door activiteiten te diversifiëren, en niet alleen door de verkoop van één grondstof. We stellen vast dat een aantal grote multinationals voor het eerst in Afrika voet aan de grond zet om een graantje mee te pikken van de grote, dynamische en jonge bevolking, vooral in landen waar de infrastructuur verbetert en het ondernemingsklimaat gunstiger wordt.



Afrika is volgens ons waarschijnlijk het spannendste toekomstverhaal als we het over frontiermarkten hebben, maar beleggers moeten geduld uitoefenen, en enkele unieke aspecten – en de risico's – van het zakenleven begrijpen.

## Mediane leeftijd Afrika t.o.v. ontwikkelde markten en de wereld



Leeftijd die de bevolking in twee even grote delen verdeelt, zodat er even veel mensen zijn met een leeftijd boven de mediaan als mensen met een leeftijd onder de mediaan.

Bron: Verenigde Naties.

### Onderlinge verschillen en schuld

Dit zijn slechts enkele van de landen die wij in het begin van 2016 onder de loep nemen. Wij verwachten dat ook 2016 wellicht zal worden gekenmerkt door uiteenlopende marktverschillen, en heel waarschijnlijk door sterke verschillen in wereldwijd monetair beleid. Hoewel beleggers in het begin van 2016 misschien nog steeds wat risicoavers zijn vanwege mogelijke renteverhogingen in de Verenigde Staten, blijven andere centrale banken, waaronder die in China, Japan en Europa, een soepel beleid voeren en verschaffen ze liquiditeit op de markt. Bepaalde opkomende en frontiermarkten zullen een potentiële Amerikaanse renteverhoging beter doorstaan dan andere, maar we verwachten niet dat dat een reden zal zijn om er niet te beleggen. Eén troef van talrijke frontiermarkten is hun geringe schuldniveau, zowel in de privé- als in de overheidssector, en dat zou moeten helpen om in het komende jaar potentiële schokken op te vangen.

*De verklaringen, meningen en analyses in dit document zijn enkel bedoeld ter informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling om in enig effect te beleggen of om enige beleggingsstrategie te volgen. Omdat de markt en de economie snel kunnen evolueren, gelden verklaringen, meningen en analyses op de datum van de publicatie en kunnen ze zonder kennisgeving worden gewijzigd. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.*

## **Belangrijke juridische informatie**

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een onderdeel van zijn, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden.

[1] Bron: MSCI. De MSCI Frontier Markets Index is een aan de free-float aangepaste marktkapitalisatiegewogen index ontworpen om de prestaties van de aandelenmarkten van frontiermarkten te meten. Hij is samengesteld uit representatieve largecaps en midcaps uit 24 landen: Argentinië, Bahrein, Bangladesh, Bulgarije, Kroatië, Estland, Jordanië, Kenia, Koeweit, Libanon, Litouwen, Kazachstan, Mauritius, Marokko, Nigeria, Oman, Pakistan, Roemenië, Servië, Slovenië, Sri Lanka, Tunesië Oekraïne en Vietnam.

[2] Bron: Bloomberg LP, 2015. De IBC-index van de effectenbeurs van Caracas (Venezuela), ook bekend als de General Index, is een kapitalisatiegewogen index van de 15 meest liquide aandelen met de grootste kapitalisatie die op de effectenbeurs van Caracas worden verhandeld (Bolsa de Valores de Caracas). Per 30 december 2015 bedroeg het rendement van de index sinds het begin van het jaar 281%. Indexen worden niet beheerd en er kan niet direct in een index worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. In het verleden behaalde rendementen zijn geen garantie voor de toekomst.

[3] Bron: Bloomberg LP. De Argentina Merval Index, een prijsgewogen index van een korf aandelen, is de marktwaarde van een portefeuille van aandelen die zijn geselecteerd op basis van hun participatie in de effectenbeurs van Buenos Aires, het aantal transacties in de afgelopen zes maanden en hun handelswaarde. Per 30 december 2015 bedroeg het rendement van de Merval-index sinds het begin van het jaar 60%. Indexen worden niet beheerd en er kan niet direct in een index worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. In het verleden behaalde rendementen zijn geen garantie voor de toekomst.

[4] Bron: Wereldbank, 'Doing Business 2016'.

[5] Bron: IMF World Economic Outlook Database, oktober 2015. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden.

[6] Bron: CIA The World Factbook, schatting van juli 2015. Er kan niet worden gegarandeerd dat schattingen of prognoses werkelijkheid zullen worden.