

SIGLO Timeout Nr. - 43 Frontier Markets

Einleitung

Für uns ist eine ökonomisch sinnvolle Diversifikation nicht nur im Gesamtportfoliokontext sehr wichtig sondern auch innerhalb einzelner Anlagekategorien. Wir widmen dieses Timeout den Aktienanlagen in Frontier Markets, weil diese in unseren Augen bisher kaum Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben. Dies, obwohl sie über die letzten zwei Jahre ausgezeichnete Renditen erzielten und trotzdem unseres Erachtens immer noch attraktiv bewertet sind.

Definition

Als Frontier Markets (FM) werden grundsätzlich Länder bezeichnet, die gemäss grosser Index-Anbieter weder zu Emerging Markets (EM) noch zu Developed (D) Ländern zählen. Sie sind in der Regel weit weniger entwickelt und industrialisiert als EM oder D verfügen aber oft über ein beeindruckendes demographisches und wirtschaftliches Potenzial. Ihre Finanzmärkte stecken sprichwörtlich noch in den Kinderschuhen, die Anzahl der handelbaren Titel ist begrenzt und deren Liquidität bestenfalls gering bzw. in Krisen praktisch inexistent. Trotz der ausgeprägten Heterogenität in Bezug auf die politische Situation in den FM Ländern kann nicht gelehrt werden, dass zentrale Faktoren wie Demokratie, Schutz von Eigentumsrechten, freier Personen- und Kapitalverkehr sowie unabhängige Judikative noch nicht etabliert bzw. teilweise noch gar nicht geplant sind.

Weshalb sollte man als Anleger nun in diese FM Länder investieren? Mit Blick auf das Karriererisiko und die Reputation ist es doch angenehmer, das Vermögen mit Large Caps in der Schweiz und den USA zu riskieren als nur einen Bruchteil davon in Ländern, die in der Tagesschau meist nur negativ erwähnt werden und kaum in den Portfolios anderer institutioneller Investoren auftauchen.

Aus unserer Sicht gibt es eine Reihe von Gründen, welche das obgenannte Karriere- und Reputationsrisiko sowie auch das rein rationale Anlagerisiko im Erwartungswert ausreichend entschädigen. Daher empfehlen wir Anlagen in aktive FM Aktienfonds sowohl aus Rendite- als auch aus Diversifikationsüberlegungen. Zuerst aber ein Blick auf die uns bekannte Faktenbasis für FM Länder.

Demographie

FM Länder zählen heute über eine Milliarde Menschen und das (im Normalszenario) erwartete Bevölkerungswachstum dürfte in den nächsten Dekaden nirgends so hoch sein wie dort. Die Population zahlreicher FM wird von Jugendlichen dominiert, weshalb der Anteil arbeitsfähiger Leute wachsen wird (im Gegensatz zu den OECD Ländern oder China). Das Bildungsniveau ist zwar noch weit von OECD Standards entfernt, steigt aber kontinuierlich an, nicht zuletzt aufgrund verbesserter Infrastruktur und neuer Kommunikationsmöglichkeiten (Smartphone).

15% der Weltbevölkerung lebt in FM Ländern aber der Anteil der FM Aktien an der globalen Marktkapitalisierung liegt aktuell immer noch unter 5%.

Bewertung und Märkte

FM Länder tragen rund 15% zum globalen GDP bei, aber ihre Marktkapitalisierung liegt unter 5%, weshalb die Bewertung als tief bezeichnet werden kann. Die Allokation von institutionellen Anlegern in FM Aktien ist immer noch äusserst gering, was sich z.B. auch daran erkennen lässt, dass kaum eine Allokations-Umfrage je FM Aktien als eigene Anlagekategorie erfasst oder ausweist.

Die P/E Ratios der Firmen in einigen aktiven Portfolios liegen heute zwischen 5-15, was im Vergleich mit den aktuellen Zahlen für die Schweiz oder USA mit durchschnittlich rund 20 erstaunlich tief ist. Price-Book-Ratios liegen oft unter 2. Zugleich wachsen einige FM Firmen mit über 30% p.a.! Dividenden werden auch ausgeschüttet und mit 4% p.a. im Schnitt je nach Index sogar grosszügig.

Die Infrastruktur und die Bedingungen auf den lokalen Finanzmärkten verbessern sich zusehends. Gehandelte Volumina an Titeln steigen und die operationelle Abwicklung scheint gemäss den aktiven Managern, mit denen wir sprechen, Fortschritte zu machen. Zudem raten wir zu einer sehr langfristigen Anlage-Strategie mit einem überschaubaren Turnover, womit das Argument fehlender Liquidität weitgehend entschärft wird.

Es gibt FM Aktien mit P/Es unter 8, Wachstumsraten von über 30% p.a., soliden Bilanzen und 4% Dividende.

Hinzu kommen die Vorräte an natürlichen Ressourcen, wobei diese in der Vergangenheit mindestens in gleichem Masse Fluch wie Segen darstellten, insbesondere wenn Politiker damit nur ihre eigenen Interessen verfolgten und die Medien deshalb nur negative Berichte über ein Land erstatteten. Allerdings scheint die Abhängigkeit der FM Länder von Rohstoffen weit geringer als oft angenommen. Zudem tragen die Sektoren Energie, Material und Industrie zusammen nur rund 20% zur Kapitalisierung in den FM Indizes bei, was die limitierte Bedeutung der Rohstoffe für die FM Länder widerspiegelt.

Aktiv; so oder so

Bevor wir uns der Umsetzung mit aktiven Fonds widmen noch ein kurzer Exkurs über die FM Indizes, die allenfalls als potenzielle Benchmarks in Frage kommen könnten. Wie wir bereits in unserem Timeout Nr. 6 über die aktive Wahl passiver Indizes diskutiert haben, spielt die Wahl des Benchmark Index oft eine zentrale Rolle. FM Aktienanlagen sind ein Paradebeispiel dafür, wie wir im nächsten Abschnitt anhand einiger einfacher Kennzahlen kurz demonstrieren möchten.

Das negative FM Ausschlusskriterium alleine lässt Anlegern immer noch die Wahl aus über 100 Ländern und mehr als 1'000 Titeln. Um es den Anlegern ein wenig einfacher zu machen, haben populäre Indexanbieter wie MSCI, S&P und Russell bereits FM Aktienindizes definiert, welche die FM Märkte abbilden sollen. Offenbar sind sich die Anbieter nicht einig, wie man das genau machen soll.

- Aktuell berücksichtigen die zwei FM Indizes von MSCI 127 bzw. 100 Titel. Beim S&P Index sind es satte 627.
- MSCI zählt 24 Länder, S&P 36.
- Qatar und die VAE sind im MSCI FM Index nicht mehr vertreten (Upgrade in den EM Index), im MSCI FM 100 Index aber schon (mit 13% bzw. 12%). Dafür konzentriert sich der MSCI FM nun auf Kuwait (25%) und Nigeria (20%).
- Das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Ratio (P/E) von Russell beträgt fast 14, dasjenige von MSCI nur gut 12.
- Finanztitel dominieren alle Indizes aber ihr Index-Gewicht variiert von unter 50% bis über 60% je nach Index.
- Die Rendite des MSCI FM 100 im Juni 2014 lag bei -6.8% (vor allem wegen Verlusten in VAE und Qatar), während der MSCI FM rund -0.5% erzielte.
- Über die letzten 12 Monate rentierte der "beste" Index (MSCI FM: 29.3%) mehr als doppelt so gut wie der "schlechteste" Index (Russell: 14.4%).
- Dies aber mit deutlich mehr Volatilität.
- Gemeinsam ist allen Indizes nur die Portfoliokonstruktion; marktgewichtet

Da bereits die Wahl des Benchmarks einen aktiven Entscheid erfordert und die Marktkapitalisierung zu sehr hoher Konzentration führt, empfehlen wir stets aktive Fonds. Ein Blick auf das von uns verfolgte Universum globaler FM Aktienprodukte untermauert die These weiter, denn die Strategien und Stile zwischen den über 25 Anbietern könnten unterschiedlicher nicht sein. Darin nicht enthalten sind die weit über 200 Spezialisten, die nur bestimmte Regionen wie Afrika, Südamerika, Osteuropa oder Mittlerer Osten aktiv abdecken und sich daher nur im Paket für einen globalen Ansatz einsetzen lassen.

So beobachten wir Portfolios mit knapp 400 Titeln gegenüber konzentrierten Managern mit weniger als 25 Titeln. Wir sprechen mit Managern, die sich fast ausschliesslich (top down) auf die Wahl der Länder und Sektoren konzentrieren, während andere praktisch nur (bottom up) auf die Selektion einzelner Titel achten. Gewisse setzen auf etablierte Multinationals (wie Nestle Tochtergesellschaften), andere nur auf die lokalen Leader. Einige

orientieren sich an (wohl arbiträr gewählten) FM Indizes, andere sind BM agnostisch. Und schliesslich unterscheiden sich auch erzielte Renditen und dafür eingegangene Risiken höchst signifikant, weshalb sich eine bewusste und fundierte Auswahl aufdrängt.

Bisherige Renditen und Diversifikation

Ein weit verbreitetes Vorurteil gegenüber FM Anlagen lautet, dass sie eigentlich nur eine schlechte, weil riskantere und illiquide Form von EM Anlagen darstellen. Betrachtet man historische Rendite-Zeitreihen der FM Aktien gegenüber EM wird jedoch ersichtlich, dass die Volatilität tiefer und die Korrelationen mit EM und D im Schnitt weit unter 1 lagen (je nach Fund oder Index um rund 0.5 bis 0.75). Zentral hierbei ist der starke Diversifikationseffekt innerhalb der FM Länder selbst. In der Krise '08 litten aber auch die FM und ihre Indizes bössten über 50% ein, womit die Diversifikation im dümmsten Moment fehlschlug. Allerdings trifft das auch auf andere Aktien-Diversifikatoren (z.B. EM und Small Caps) zu, weshalb wir es im Rahmen einer Diskussion über sinnvolle Ergänzungen zu reinen Aktienportfolios nicht überbewerten.

Relevanter erscheint uns die Tatsache, dass sich Aktien zahlreicher FM Länder in den Nachkrisenjahren weniger gut erholten als in EM und D. Nach Hochs in '09 und '10 und Tiefs in '11 lagen die Index-Bewertungen Mitte '12 wieder fast auf Krisen-Niveau. Erst ab Sommer '12 begann ein breiter Aufstieg von FM Aktien, der bis heute anhält und von dem wir denken, dass er noch Potenzial hat.

Neue Grenzen, neue Chancen

Ein Hauptgrund für die zaghaft und spät einsetzende Erholung sowie die nach wie vor günstige Bewertung dürfte in politischen Risiken diverser FM Länder liegen. Natürlich haben Staaten wie Nigeria, Kenya, Kuwait, Pakistan, Sri Lanka oder Argentinien grosse Probleme sowohl politisch als auch sozial und ökonomisch. Natürlich läuft in diesen Ländern nicht alles so geordnet ab wie in der Schweiz und leider wird sicher auch das eine oder andere Land wieder negativ in den Medien erwähnt. Entsprechend einfach fällt es Sceptikern, gegen Anlagen in FM Aktien zu argumentieren und sich nachträglich als weitsichtige Warner feiern zu lassen. Aber genau darin liegt auch die Chance, zu immer noch "relativ" günstigen Preisen in diversifizierte Portfolios von Unternehmen zu investieren, die mit ihrer lokalen Situation umgehen und vom Wachstum der Mittelschicht in vielen FM Ländern profitieren können.

Mit Blick auf aktuelle Bewertungen und die vielen geopolitische Spannungen sind kurzfristige Rückschläge kaum auszuschliessen. Langfristig denken wir aber, dass intelligent konstruierte FM Portfolios mit Titeln aus verschiedenen Ländern und Sektoren beste Chancen bieten, hohe netto Renditen zu erzielen und zugleich bestehende EM oder D Aktienportfolios sinnvoll zu diversifizieren. Zu unserer Freude teilen andere etablierte Anleger wie z.B. Norwegens Staatsfond, renommierte Sammelstiftungen und ein paar Family Offices diese Sicht und halten bzw. planen Investitionen in den FM Ländern.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfolio-konstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

