

IM INTERVIEW: THOMAS RUTZ, MAINFIRST

Neue Chancen in Frontier Markets

Fondsmanager: Geringe Korrelation zu anderen Märkten – Vom Handelsstreit kaum betroffen

Die Frontier Markets rücken angesichts niedriger Renditen rund um den Globus immer stärker in den Fokus der Anleger. Thomas Rutz, auf diese Grenzmärkte spezialisierter Fondsmanager bei Mainfirst, erläutert, was Investoren in Anleihen aus diesen Ländern zu beachten haben.

Börsen-Zeitung, 4.7.2019

- Herr Rutz, hat der amerikanisch-chinesische Handelskrieg Auswirkungen auf die Frontier Markets und insbesondere auf die Anlagemöglichkeiten in Anleihen aus diesen Märkten?

Der Handelskrieg betrifft mit den USA und China vor allem zwei Länder, die keine Frontier Markets sind. Grundsätzlich besteht die Charakteristik von Frontier-Märkten darin, dass sie eine sehr niedrige Korrelation zu den meisten anderen Märkten aufweisen. Das macht sie so interessant. Die Korrelation beispielsweise zum MSCI World beträgt ungefähr 0,34. Zu den Emerging Markets beträgt sie etwa 0,4. Man muss sich aber natürlich die einzelnen Länder gesondert anschauen. So weist beispielsweise Vietnam schon eine deutliche Korrelation zur Entwicklung in China auf. Allerdings bevorzugen wir als Investoren in Frontier Markets eine Bottom-up-Betrachtungsweise, bei der es auf die Korrelation der einzelnen Märkte zueinander gar nicht so sehr ankommt.

- Wie definiert man eigentlich Frontier-Märkte und was grenzt diese etwa von den Emerging Markets ab?

Die Definition und Abgrenzung der Frontier Markets ist auf der Equity-Seite anders als im Bereich Fixed Income. Bei den Anleihen gibt es noch keinen eigenen Index für Corporates. Bei den Sovereigns gibt es den sogenannten Nexgem Index von J.P. Morgan, der 35 Länder beinhaltet, bei einer relativ breiten Streuung der Regionen mit 38 % Afrika, 20 % Asien, 11 % Europa, Lateinamerika mit 25 % und dem Nahen und Mittleren Osten mit 6 %. Auf der Bond-Seite ist die Gewichtung also sehr ausgeglichen. Demgegenüber ist die Region Naher und Mittlerer Osten

auf der Equity-Seite knapp mit 50 % gewichtet. Der Grund dafür ist, dass auf der Aktienseite auch das Handelsvolumen der einzelnen Märkte betrachtet wird. Dabei zeigt sich, dass die Aktienmärkte des Mittleren Ostens bereits relativ stark etabliert sind. Das sieht in Regionen wie Afrika, in Teilen Asiens und in Mittelamerika natürlich anders aus. Das bedeutet, dass im Anleihenbereich Länder hoch gewichtet sind, die im Aktienbereich eine weniger große Rolle spielen. Auch dies führt zu der niedrigen Korrelation von Anleihen aus den Frontier Markets mit anderen Assets.

- Reagieren Anleihen aus den Frontier-Märkten stark auf Schwankungen an den Devisenmärkten?

Hard Currency Bonds von Corporates weisen keine hohen impliziten Volatilitäten durch die Bewegungen und Verwerfungen auf dem Währungsmarkt auf. Der Währungsmarkt ist hingegen bei Aktien aus den Frontier-Märkten, die meist in Landeswährungen gehandelt werden, natürlich einer der Haupttreiber beziehungsweise ein bedeutender Disruptor von Performance. Dort bewegen sich in der Regel die Aktienkurse im Gleichschritt mit dem Außenwert der Landeswährungen. Das bedeutet, bei einer starken Währung sind die Aktienkurse hoch, während Anleger im Fall einer schwachen Währung auch noch durch niedrigere Aktienkurse getroffen werden.

- Wie sollten Investoren in den Frontier Markets mit den gegenwärtigen Risiken, die ja beispielsweise den Emerging Markets zugesetzt haben, umgehen?

Es gibt für Investoren einige Punkte zu beachten: Wie groß ist die Marktpräsenz der Unternehmen auf der Aktienseite? Wie sieht ihr Asset-Liability-Mix aus? Und wie groß ist ihr Exposure zu Local Currencies? Wie bei den Emerging Markets sind viele Frontier Markets Rohstoffexporteure, die ihre Exporte in Hartwährungen fakturieren, während die Kosten zu einem großen Teil in Lokalwährungen entstehen. Eine Abwertung der lokalen Währung bewirkt dann bei vielen Exporteuren eine Auswei-

zung der Gewinnmargen. Zu betrachten ist aber auch, wie groß die Verschuldung der Unternehmen in US-Dollar ist, damit es keinen negativen Mismatch auf der Währungsseite gibt.

- Wie würden Sie grundsätzlich die Governance der Unternehmen aus den Frontier Markets beurteilen, vor allem auch im Vergleich zu Konzernen aus den etablierten Emerging Markets?

Je kleiner und unbekannter die Unternehmen sind, desto besser müssen sie sich aufstellen, um Geld vom Kapitalmarkt zu bekommen. Wir investieren daher nicht in Unternehmen aus der ersten Reihe, sondern eher in die Nummer 5 oder 6. Das hat den Vorteil, dass man leichter an das Management herankommt. Diese Unternehmen sind auch daran interessiert, transparent zu sein, um sich neue Finanzierungsquellen in Gestalt internationaler Investoren zu erschließen. In vielen Ländern der Frontier Markets gibt es zudem mittlerweile deutlich weniger Unsicherheit und weniger kriegerische Konflikte. Die Zustände in der Politik haben sich vielerorts verbessert – mit Fokus auf einer besseren Wirtschafts- und Finanzpolitik auch besserem Management der Unternehmen. Das zieht natürlich Investments an.

- Was macht Frontier Markets grundsätzlich für Investoren interessant?

Frontier Markets können über lange Zeit ein höheres Wachstum generieren als andere Märkte. Bis 2020/21 wird für diese Länder ein Wirtschaftswachstum von durchschnittlich mehr als 4 % erwartet, gegenüber dem Wert für die Industrieländer mit rund 2 %. Dabei weisen Länder wie Äthiopien, in das man noch nicht investieren kann, das höchste Wachstum auf – aber auch Bangladesch, das bereits investierbar ist. Vietnam wird beispielsweise von 2018 bis 2022 auf ein annualisiertes durchschnittliches Wirtschaftswachstum von mehr als 6 % kommen. Zu erwähnen sind auch Kenia, Ghana und Panama mit mehr als 5 % sowie einige Länder mit rund 4 % wie Sri Lanka, Marokko, Kuwait,

Serbien und Sambia. Bei den Emerging Markets gibt es ein solches Wachstum noch in China, Indien und Indonesien – die anderen Länder weisen schon ein geringeres Wachstum auf. Viele Frontier-Märkte haben die Eigenschaft, dass sie stabil bleiben, wenn es an den entwickelten Märkten oder den Emerging Markets eine Korrektur gibt. Zudem ist es so, dass das Aufwärtspotenzial der Unternehmensgewinne für gut geführte Gesellschaften in den Grenzmärkten viel größer ist als in anderen Märkten, weil man dort von einem sehr niedrigen Niveau ausgeht. Derzeit notieren die Frontier Markets auch mit einem deutlichen Abschlag gegenüber den Emerging und den Developed Markets, wenn man sich die Kennzahlen ansieht. Das gilt besonders für Aktien, während der Fixed-Income-Bereich allerdings schon etwas besser entwickelt ist. In Ländern wie Georgien und Moldawien gibt es aber noch Corporate Bonds mit Kups von 11 bis 12 %. Die Nachfrage nach diesen Produkten ist relativ groß, wenn die Bottom-up-Story der Unternehmen stimmt. Wichtig ist auch, dass die Liquidität in den Frontier-Märkten besser geworden ist.

■ **Wenn sich Governance und Politik in den Ländern verbessern, müssten sich die Spreads zu Emerging und Developed Markets verkleinern. Ist das der Fall?**

Das entspricht der Realität. Die Spreads werden kleiner. Zu berücksichtigen ist, dass es sowohl bei den Emerging als auch bei den Frontier Markets keine homogene Situation rund um den Globus gibt. Daher ist es erforderlich, mit einem globalen Fokus zu investieren. Es gibt immer irgendwo Rauch am Horizont. Unser Job als Portfoliomanager ist es, diese Märkte zu umschiffen und die Positionen gegebenenfalls zu reduzieren.

■ **Was wäre dafür ein Beispiel?**

Im vergangenen Jahr kam Argentinien unter die Räder. Dieses Land zählt allerdings im Bond-Bereich nach der Einstufung von J.P. Morgan nicht mehr zu den Frontier Markets und dasselbe gilt seit Anfang Juni für den Aktienbereich. Dort gab es über die Jahre hinweg einige Herausforderungen wie fiskalische Defizite und hohe Inflation. Nun muss der Internationale Währungsfonds mit einem Programm über 60 Mrd. Dollar aushelfen und Frau Kirchner kandi-

diert für das Vizepräsidentenamt. Daher gibt es wieder mehr Volatilität am Markt für argentinische Anleihen. Im Corporate-Bereich haben sich die Spreads gegenüber den Staatsanleihen auf rund 800 Basispunkte ausgeweitet.

■ **Was wäre ein positives Beispiel?**

In Nigeria ist die Volkswirtschaft relativ breit aufgestellt und es sind inzwischen praktisch alle Sektoren vorhanden. Für Investoren bietet sich nicht nur die Möglichkeit, wie früher in Öl und Gas zu investieren. Es gibt mittlerweile auch Telekommunikationsunternehmen, Banken, den Konsumsektor, Hafengebiete und andere Unternehmen, in die man investieren kann. Es hat sich auch die Liquidität verbessert. In dem Land gibt es zudem mittlerweile 160 bis 190 Mill. Einwohner. Die Bevölkerungszahl soll in den kommenden 20 bis 30 Jahren bis auf 400 Mill. Einwohner steigen. Das zeigt, welches Potenzial es für Konsum und Infrastruktur in Nigeria gibt.

■ **Beim Investment in Frontier-Märkte spielt, wie Sie dargelegt haben, die Betrachtung der einzelnen Unternehmen eine große Rolle, aber ebenso die Top-down-Betrachtung. Wie würden Sie Ihren Investment-Prozess beschreiben?**

Wir verwenden einen zweistufigen Ansatz: Bottom-up und Top-down. Im Deep-Credit- und High-Yield-Bereich kommt man um eine Analyse der Einzelunternehmen natürlich nicht herum, um die Investment Story zu verstehen. In der Top-down-Betrachtungsweise haben wir drei Faktoren, die wir berücksichtigen. Dies ist erstens der ökonomische Ausblick für die einzelnen Länder. Staaten, bei denen wir gegenüber dem Konsens negativer eingestellt sind, meiden wir. Bei Ländern, die wir ähnlich wie der Marktkonsens einstufen, schauen wir uns die Wachstumsperspektiven der Volkswirtschaft an. Wir gehen aber insbesondere in Regionen, für die wir deutlich positiver eingestellt sind als die Mehrzahl der Investoren. Dann nehmen wir zweitens eine Einschätzung der politischen Lage vor. Hier kommt es uns vor allem auf besonders positive und besonders negative Situationen an, weil nur diese die Perspektiven für Investoren deutlich beeinflussen. Gerade in Ländern, die von der Mehrzahl der Investoren noch als besonders schwierig eingestuft werden, könn-

ten sich Gelegenheiten für Investments ergeben. Der dritte und wichtigste Faktor ist natürlich die Bewertung, wobei im Rahmen von politischen Krisen meist die Bewertungen sehr niedrig sind. Insofern bevorzugen wir einen Early-Mover- oder auch Contrarian-Ansatz, denn wir kaufen nur, wo es billig ist. Frontier Markets muss man immer dann kaufen, wenn alle glauben, die Welt geht unter. Dann – also im Prinzip nach jeder Krise – ist es sehr günstig. Nach der großen Finanzkrise von 2008 hat es Credit Spreads von im Schnitt 2 000 Basispunkten gegeben.

■ **Wie haben sich die Frontier Markets seit der Finanzkrise entwickelt und wie reagiert man als Investor darauf?**

Die Frontier-Märkte haben praktisch zwei Phasen durchlaufen. Von 2008 bis 2012 hat derjenige Investor überdurchschnittliche Rendite erzielt, der einen reinen Bottom-up-Ansatz gefahren ist, da sich der Markt von einer tiefen Krise erholt hat, was insbesondere für die Emerging Markets und die Frontier Markets gilt. Seit 2012 haben wir es mit volatilen Märkten zu tun. Wir hatten nämlich in zwei der vier größten Emerging Markets Rezessionen. Wir hatten zunächst in Russland das Problem mit den westlichen Sanktionen. Dann hatten wir in Brasilien den Korruptionsskandal und das Absetzen der gewählten Präsidentin Dilma Rousseff, was über die gesamte Region zu einem Vertrauensverlust und einer Ausweitung der Spreads geführt hat. In solchen Phasen ist es sinnvoll, mit einem Top-down-Ansatz zu operieren und in Märkte wie Lateinamerika zu gehen, die stark unterbewertet sind. Wenn man sich zum Vergleich China ansieht, das im Corporate-Bond-Index von J.P. Morgan mit 24 % gewichtet ist, so fällt auf, dass diese Anleihen mit Spreads von 180 bis 230 Basispunkten gehandelt werden, also einer Überrendite von gerade einmal rund 2 % gegenüber US-Treasuries. Warum soll ich das kaufen, wenn ich in Mexiko, Argentinien, Brasilien, Peru und Kolumbien Spreads von 300 bis 800 Basispunkten bekomme für sehr solide Unternehmen? Allerdings muss man dann natürlich mit einem Bottom-up-Ansatz noch die richtigen Unternehmen finden.

.....
Das Interview führte Dieter Kuckelkorn.