

«Bangladesch ist Favorit für die Industrialisierung»

MITTWOCHSINTERVIEW Thomas Hugger, CEO und Fondsmanager von Asia Frontier Capital, beobachtet tiefe Bewertungen bei Aktien von wenig entwickelten Volkswirtschaften.

Herr Hugger, was spricht heute für Aktien der asiatischen Entwicklungsländer, der Frontier Markets bzw. Grenzmärkte?

Die Aktien sind günstig bewertet, und sie zeigen eine nur geringe Korrelation zu den globalen Börsen auf. Ausserdem spricht das gegenüber Nordamerika oder Europa relative hohe Wirtschaftswachstum für ein Engagement in die Grenzmärkte. Gemäss dem Internationalen Währungsfonds wird das Bruttoinlandsprodukt bis 2024 im Durchschnitt jährlich 5,2% expandieren. Im Falle von Vietnam sollten es sogar 7% sein. Zudem haben sich die Probleme, mit denen Länder wie etwa Pakistan oder Bangladesch noch vor einem Jahr zu kämpfen hatten, verbessert. In Sri Lanka beispielsweise wurde eine neue Regierung gewählt, die als wirtschaftsfreundlich gilt und darüber hinaus im Parlament über eine Mehrheit verfügt.

Die Börsen der Grenzmärkte performten in den vergangenen zwei Jahren eher enttäuschend. Warum konnten sie nicht mit China, Indien oder Thailand mithalten?

Dafür gibt es keine generelle Erklärung. Wichtige Frontier Markets wie Bangladesch, Pakistan und Sri Lanka hatten mit spezifischen, hausgemachten Problemen zu kämpfen. Im Falle von Pakistan waren es beispielsweise überraschende Investitionen in von China vorangetriebene Infrastrukturprojekte. Wegen des Baus des sogenannten China Pakistan Economic Corridor ist das Land zeitweise gefährlich nahe an den Rand einer Zahlungsbilanzkrise gerückt. Doch die Regierung des ehemaligen Cricketstars Imran Khan hat dank Struktur Anpassungen bereits beachtliche Erfolge bei der Bekämpfung des Handelsdefizits und bei der Steigerung der Steuereinnahmen erzielen können.

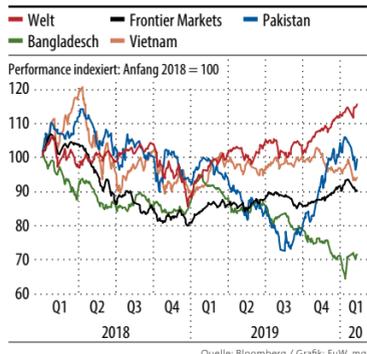
«Die derzeit sehr tiefe Bewertung ist nicht gerechtfertigt – das langfristige Entwicklungspotenzial ist gewaltig.»

Warum haben sich solche länderspezifische Probleme auch auf gesündere Märkte wie Vietnam oder Bangladesch ausgewirkt?

Solche Probleme haben den Abgabedruck auf die ganze Anlageklasse erhöht. Das nicht zuletzt auch deshalb, weil in diesen Märkten – vielleicht mit Ausnahme Vietnams – mangelnde Liquidität ein wichtiges Thema bleibt. Internationale Investoren haben in den vergangenen zwei Jahren in grösserem Umfang Kapital aus den grossen globalen Fonds für Anlagen in Frontier Markets abgezogen. In manchen Fällen waren es bis zu 80% der von ihnen investierten Gelder. Das hatte aber ungewollte Nebenwirkungen. Gerade weil Vietnam mit einem täglichen Umsatz von über 120 Mio.\$ die mit Abstand liquideste Börse der Frontier Markets besitzt, haben globale Fonds vor allem vietnamesische Aktien verkauft.

Wie günstig bewertet ist diese Anlageklasse nach dem Ausverkauf der vergangenen zwei Jahre?

1 Enttäuschende Frontier Markets



«In Vietnam bleiben Impulse für die Börse momentan weitgehend aus.»

Die Bewertungen der meisten Grenzmärkte bewegen sich auf einem Mehrjahrestief. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis etwa von Usbekistan beläuft sich auf 4,2 und das von Bangladesch auf 9,8. Ganz anders in Indien: Dort sind die Gewinne der Aktien mehr als 24-mal im Kurs enthalten.

Reflektieren die tiefen Bewertungen nicht auch die grösseren Risiken in diesen noch wenig reifen Volkswirtschaften?

Ja, die Risikokomponente ist sicherlich ein Grund dafür, dass diese Titel mit einem Abschlag zu den reiferen Schwellenmärkten gehandelt werden. Aber die derzeit sehr tiefe Bewertung, gerade im historischen Vergleich, ist unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt. Das gilt vor allem im Hinblick auf das langfristig gewaltige Entwicklungspotenzial dieser Märkte.

Südkorea oder Taiwan standen vor sechzig Jahren entwicklungsähnlich dort, wo Myanmar oder Pakistan heute sind. Lassen sich solche Aufholjagden wiederholen?

Gewiss, und dank heute verfügbarer neuer Technologien gar in weniger als sechzig Jahren. Allerdings ist fairerweise zu sagen, dass das nicht auf alle heutigen Frontier Markets zutrifft. Einige werden wohl im Mittelfeld stecken bleiben. Meiner Meinung nach sind die klaren Favoriten für den Aufschluss zu den reichen Industriestaaten Vietnam, Kasachstan, Usbekistan und – was vielleicht für einige überraschend klingen mag – gerade Bangladesch.

Das neuartige Coronavirus belastet die asiatischen Volkswirtschaften. Was bedeutet das für die Frontier Markets?

Viele dieser Länder sind schon einmal wegen ihrer geografischen Nähe zu China einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Bereits jetzt spüren vor allem stark vom Tourismus abhängige Volkswirtschaften das Wegbleiben der chinesischen Gäste. Das trifft insbesondere auf Kambodscha zu, wo im Vorjahr 37% aller ausländischen Besucher aus China kamen. Wir glauben aber nicht, dass das von Dauer sein wird. Das trifft insbesondere auf Direktinvestitionen in Ländern wie Sri Lanka, Pakistan, Vietnam

2 Bewertungsabschlag für Frontier Markets



oder Usbekistan werden in den kommenden Monaten kaum zurückgehen. Das Gleiche dürfte auf die Kapitalflüsse sowie die In- und Exporte zutreffen.

Vietnam gilt wegen der Produktionsverlagerung aus China als Gewinner des Handelskriegs. Warum reagiert die Börse nicht?

Ein Grund dafür ist, dass bis heute ausländische Investoren nicht mehr als 49% der Aktien von vielen der besonders attraktiven Unternehmen halten dürfen. Allein schon wegen dieser Beschränkung fallen viele passive Anlagefonds automatisch als Käufer weg. Auch findet 2021 mit dem Kongress der Regierungspartei ein politisch sehr wichtiges Ereignis statt, in dessen Vorfeld der wirtschaftliche Reformprozess etwas ins Stocken geraten ist. Damit bleiben Impulse für die Börse momentan weitgehend aus.

Die Aktien von Grenzmärkten werden von Analysten kaum abgedeckt. Was bedeutet das für ausländische Investoren?

Das hält viele ausländische Investoren von diesen Märkten fern. Der Vorteil hingegen ist, dass aktive Fondsmanager wie wir diese Lücke mit eigenen Analysen füllen und daraus Nutzen ziehen können. Wir bei AFC besuchen pro Jahr in mehreren Ländern rund 200 Unternehmen und lernen so nicht nur das Management persönlich kennen, sondern vor allem das Firmenumfeld.

«Favoriten für den Aufschluss zu den Industrieländern sind Vietnam, Kasachstan, Usbekistan und Bangladesch.»

Wie anfällig sind die Grenzmärkte in den kommenden Monaten für Schwankungen des globalen Zinsumfelds?

Die heute so tiefen Zinsen in den Industrieländern und die dadurch stabilere Währung der Frontier Markets sind für diese exportorientierten Länder positiv. Gerade für die asiatischen Volkswirtschaften fallen allerdings lokale Faktoren wie etwa die Zahlungsbilanz, das Haushaltsdefizit und die Geldüberweisungen von Auswanderern nach Hause mehr ins Gewicht als das internationale Zinsumfeld. Das trifft insbesondere auf Sri Lanka, Bangladesch und Pakistan zu. Und für den Irak fällt vor allem der Erdölpreis ins Gewicht, für Usbekistan sind es die ausländischen Direktinvestitionen.

Frontier-Märkte sind oft anfälliger für politische Instabilität oder Korruption. Wie können Anleger solche Risiken umschiffen?

Absicherungsinstrumente, wie sie in reiferen Märkten zu Verfügung stehen, gibt es kaum, und sie wären wohl auch zu teuer. Zur Absicherung von Risiken ist ein aktiv verwaltetes und breit diversifiziertes Aktienportfolio zu empfehlen, wie Fonds es anbieten. Ein erfahrener Fondsmanager sollte fähig sein, neue Entwicklungen oder auch Wechsel im Management von Unternehmen rechtzeitig zu erkennen, und wenn nötig entsprechende Umschichtungen im Portfolio vorzunehmen.

Sie reisen für Ihre Arbeit in Länder mit besonderen Gefahren, wie etwa den Irak. Wie schützen Sie sich dort?

Für gewöhnlich vermeiden wir grössere Menschenansammlungen, wie zum Beispiel religiöse Anlässe oder Sportveranstaltungen. Vor allem aber haben wir gute Kontakte zu unseren Partnern, die die lokalen Gegebenheiten gut kennen und auf deren Ratschläge wir hören. Ich war beispielsweise im Dezember 2019 in Pakistan und habe deshalb die prächtigste Moschee des Landes nur aus der Ferne betrachten können.

INTERVIEW: ERNST HERB, Hongkong

Markttechnik

Sika und U-Blox

Während jeder Phase eines Trends sind verschiedene Marktteilnehmergruppen auf der Käuferseite dominant. Dabei ist wichtig, dass es zu jeder Zeit sowohl Käufer als auch Verkäufer geben muss, weil sonst kein Abschluss zustande käme. Zudem können nur die Investoren zum Verkäufer werden, die die Aktie schon besitzen. Es liegt also auf der Hand, dass die Investoren, die nach einem Preisanstieg kaufen, sich hinsichtlich ihres Verhaltens von den Frühkäufern deutlich abheben.

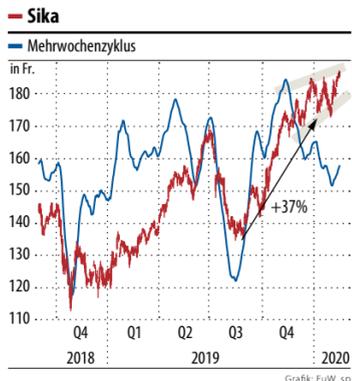
Spätkäufer sind sich ihrer Sache unsicherer. Deshalb wird der Kursverlauf instabiler, und die mittelfristigen Schwankungen werden grösser, wenn die disponiblen Aktien mehrheitlich im Besitz dieser Anlegergruppe sind.

Sie werden bereits festgestellt haben, dass genau dies im Verlauf der vergangenen zwei Monate geschehen ist. Deswegen ist die allgemeine Stimmung gegenüber Aktien besser geworden und rücken auch Aktien in den Fokus, an die sich das breite Publikum vor einem halben Jahr noch nicht heranwagte.

Unschöne Seiten

Die gute Botschaft ist, dass die Kurse von Sika noch steigen. Soeben wurde ein neues Hoch erreicht. Das gibt allen Käufern recht, die die Aktie irgendwann seit Anfang November erworben haben. Mit der Aktie gibt es zurzeit auch keinen Stress, sie verhält sich relativ handzahn. Erst ein Blick hinter die Kulissen zeigt die unschönen Seiten dieser Entwicklung.

Lieblisch ist die Kursentwicklung nämlich deshalb geworden, weil der Aufwärtstrend seinem Sättigungspunkt näher gerückt ist. Deshalb gibt es im Mehrmonatsbereich keine extremen Entwicklungen mehr. Dazu fehlt offensichtlich das Kapital, das einen solchen



Nachfrageüberhang erzeugen könnte. Dafür gibt es eben die übersichtlichen Schwankungen im Mehrwochenbereich. Meine Prognose lautet, dass das aus den Angstverkäufen des Augusts hervorgegangene Trendsegment vor dem Kippen steht. Es geht also mindestens um eine Ausgleichsbewegung zu einem 37-prozentigen Aufwärtstrend.

Noch zu früh für Bewertung

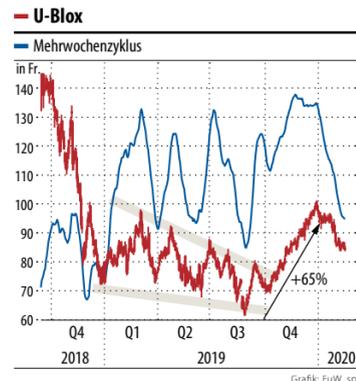
Der Kursanstieg von U-Blox seit Anfang September 2019 bis Januar 2020 wirkt gewaltig. Allerdings ist dieser auch aus einem mächtigen Abwärtstrend entstanden. Marktbewegungen stehen stets in Relation zueinander. Kann eine Aktie innerhalb von fünf Quartalen 70% an Wert verlieren, dann wird sie ab der tieferen Kursbasis im Verlauf von zwei Quartalen auch wieder um 50% zulegen können. Ein solcher Kursanstieg ist deshalb noch kein Beleg dafür, dass die Aktie wieder in einen neuen primären Aufwärtstrend zurückgefunden hätte.

U-Blox hat die Kursreaktion vollzogen, die man schon im Herbst als Reaktion auf die markierte Trendterminierungs-Struktur erwarten durfte. Mehr liegt auf direktem Weg und so kurzfristig nach oben nicht drin.

Aktuell ist es noch zu früh, um die seit Anfang Januar laufende Abwärtsbewegung schon abschliessend zu bewerten. Handelt es sich dabei tatsächlich um eine intermediäre Korrektur, wäre das natürlich sehr kurspositiv. Aber noch sehe ich keinen Anlass, um schon einen neuen Handelsbeschluss zu fassen. Man darf sich aber freuen, dass dieser jedenfalls wieder bei tieferen Kursen getroffen werden kann.

ROLAND VOGT [Linkedin.com/in/rovogt](https://www.linkedin.com/in/rovogt)

Die Meinung des Autors muss nicht mit der der Redaktion übereinstimmen.



Meinungen zur Börsenlage

Geldmarkt

Noch immer ist die Volatilität auf dem Aktienmarkt niedrig. Der letzte grössere Ausschlag des Vix-Index geht auf Ende 2018 zurück. Die Aktienbewertungen sind entsprechend hoch, jedoch bei weitem tiefer als diejenigen von Anleihen. Aussichten auf attraktive Rendite sind im Geldmarkt zwar ebenfalls fehl am Platz, aber Bargeld bietet die Möglichkeit, aus der wieder zunehmenden Volatilität Kapital zu schlagen. Denn die nominalen Kapitalwerte sind nicht nur stabil, sondern auch geschützt vom Marktrisiko, das bei teuren Anleihen besteht.

ROTHSCHILD & CO BANK

Auf Asien achten

Firmen mit hohem Umsatzanteil in Asien dürften aufgrund des Coronavirus deutliche Brems Spuren in der Erfolgsrechnung ausweisen. Zudem steigt die Wahrscheinlichkeit, dass in der zweiten Jahreshälfte eine Rezession beginnt. Es empfiehlt sich, auf Firmen mit tiefer Verschuldung und geringer Abhängigkeit von Asien zu achten. Ebenfalls bleibt eine adäquate Bewertung wichtig. Wir bevorzugen deshalb Bayer, Wacker Chemie, Fresenius sowie Cap Gemini. Risikofähigere Anleger können Securitas und Swedish Match in Betracht ziehen.

NÜNLIST INVESTMENT

Defensive Titel

Das Coronavirus lässt die Anleger offenbar weiterhin kalt, befinden sich doch diverse Aktienindizes auf oder nahe von Allzeithochst. Die Sorglosigkeit ist besonders erstaunlich, weil sich die Auswirkungen auf die globale Konjunktur bereits deutlich abzeichnen. Wir rechnen deshalb in den nächsten Wochen mit Gewinnwarnungen, wobei vor allem zyklische Unternehmen mit hohem China-Exposure betroffen sein werden. In diesem Umfeld bevorzugen wir defensive Aktien mit wenig Umsatzanteil im Ausland, wie etwa Orior, Sunrise oder Valora.

RAIFFEISEN SCHWEIZ

Makroumfeld

Die wichtigsten Makrodaten kommen diese Woche von den Notenbanken. Am Mittwoch veröffentlicht die US-Notenbank Fed das Protokoll ihrer Januarsitzung, einen Tag später folgt die EZB. Aus den Mitschriften dürfte sich kaum eine Umstellung der geldpolitischen Richtung ableiten lassen. In den USA könnte aber die Sicht bestätigt werden, der zufolge das Fed auch bei anziehender Inflation die Zinsen nicht erhöhen wird. In Europa könnte das Protokoll Aufschluss darüber geben, wie die strategische Überprüfung der EZB-Geldpolitik gestartet ist.

BLACKROCK