

Microfinance Market Outlook 2015

Wachstum dank Milliardenpotenzial



November 2014

Wichtigste Ergebnisse

- Der globale Mikrofinanzmarkt dürfte 2015 erneut um 15-20% wachsen. Am dynamischsten entwickelt sich Asien. Besonders eindrücklich verläuft in dieser Weltregion der Wiederaufstieg des indischen Mikrofinanzmarkts. Zentralasien wird von der Wirtschaftskrise in Russland tangiert, womit sich die Entwicklung der Finanzsektoren gegenüber den Vorjahren etwas verlangsamt.
- Das Wirtschaftswachstum wird 2015 in den zwanzig wichtigsten Mikrofinanzmärkten nach Prognosen des IWF von 4,4% auf 4,8% anziehen. Damit werden die Mikrofinanzländer voraussichtlich doppelt so schnell wachsen wie die entwickelten Volkswirtschaften.
- Die 32 von responsAbility befragten Experten machen in ihren Ländern keinen Reformstau aus. Sie stellen im Gegenteil eine Verbesserung der institutionellen Rahmenbedingungen für Mikrofinanzinstitutionen (MFI) fest. Dies gilt sowohl für die Regulierungen seitens der Behörden als auch für die Marktinfrastrukturen.
- Kritisch bewerten die Experten die verminderte Portfolioqualität der Mikrofinanzinstitutionen. Sie stellt erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement der MFI und der investierenden Vermögensverwalter.
- Auf der Finanzierungsseite kommt den lokalen Finanzierungsquellen zusehends Bedeutung zu. Internationale Investoren bleiben ein gewichtiger Faktor, doch wollen sich die MFI auf weniger, dafür aber auf leistungsfähigere Partner konzentrieren.

Liebe Leserin, lieber Leser

Es hat schon beinahe Tradition, dass responsAbility im Spätherbst den Microfinance Market Outlook vorlegt. Damit möchten wir Ihnen einen fundierten und gleichzeitig kompakten Ausblick auf die Mikrofinanzmärkte bieten. Als einer der grössten privaten Investoren auf diesem Gebiet können wir einerseits unser Netzwerk von Experten aus den jeweiligen Märkten nutzen. Andererseits fliessen unsere hochwertigen, bei rund 300 Mikrofinanzinstitutionen (MFI) monatlich erhobenen Kennzahlen in diese Publikation ein.

Die fünfte Ausgabe des Microfinance Market Outlook ist uns ein willkommener Anlass, um fünf Jahre zurück – aber gleichzeitig auch fünf Jahre nach vorne zu blicken. Der Rückblick auf die vergangenen fünf Jahre offenbart mit aller Deutlichkeit, welches Entwicklungspotenzial die Mikrofinanzmärkte bergen: Während die Finanzmärkte eine wilde Achterbahn durchliefen und die Anleger mehrmals auf dem falschen Fuss erwischt wurden, wuchsen die Mikrofinanzmärkte mit grosser Konstanz und Verlässlichkeit.

«Der globale Mikrofinanzmarkt dürfte 2015 erneut um 15-20% wachsen.»

In den 77 Mikrofinanzmärkten, in denen responsAbility investiert ist, verlief der Fortschritt trotz hohem Expansionsstempo graduell und war in den einzelnen Etappen gut nachvollziehbar. Es präsentiert sich hier ein ermutigendes Bild, das sich aus dem seriösen Schaffen hunderter von MFI zusammensetzt.

Verständlicherweise interessiert sich der Investor dafür, ob und wie sich der Trend fortsetzt. Um zu evaluieren, wie sich die Mikrofinanzwelt weiter entwickelt, haben wir 32 Experten aus allen wichtigen Märkten detailliert zu ihren Erwartungen be-

fragt. Bei den Experten handelt es sich um Entscheidungsträger von MFI und von Ratingagenturen sowie um Investoren und Berater. Wir möchten an dieser Stelle den folgenden Experten für ihre wertvollen Beiträge danken:

Roberto Andrade (Banco Solidario), Pedro Arriola (Consultant), Carlos Avalos (Vision Banco), Patricio Diez de Bonilla (Banco Compartamos), Nikolas Drude (EBRD), Malkhaz Dzadzua (Crystal), Thomas Engelhardt (LFS Financial Systems), David Ferrand (FSD Kenya), Jeff Flowers (Finca), Tony Fosu (Sinapi Aba), Ralph Guerra (Compartamos Financiera), Jhale Hajiyeva (Azerbaijan Microfinance Association), María Clara Hoyos (Asomicrofinanzas), Hout leng Tong (HKL), Emmanuelle Javoy (Consultant), Mejra Juzbasic (Finance in Motion), Mona Kachhwaha (Caspian), Michaël Knaute (Oxus), Kurt Koenigsfest (BancoSol), Anne-Lucie Lafourcade (IFC), Aldo Moauro (MicroFinanza Rating), Clive Moody (dfe Partners), Zaza Pirtskhelava (Credo), Felipe Portocarrero (IFC), Karlygash Raikhanova (KMF), Eric Savage (Unitus Capital), Sanavbar Sharipova (IMON), Alex Silva (Omtrix), Senacheert Sim (PRASAC), Gagik Vardanyan (Kamurj), Arnaud Ventura (MicroCred), Styopa Zakinyan (ACBA).

Um das Nachfragepotenzial über die nächsten fünf Jahre abschätzen zu können, haben wir zudem die Mikrofinanzmärkte auf der Grundlage einer modellgestützten Simulation bis 2019 durchleuchtet. Die Ergebnisse unserer Analyse finden Sie auf Seite 5. Ausserdem verschafft dieser Microfinance Market Outlook einen aktuellen Überblick über das Anlageuniversum und gewährt einen konjunkturellen Ausblick auf die Entwicklung der Zielmärkte im kommenden Jahr. Darüber hinaus wagen wir einen anlegerorientierten Zinsausblick und gehen vertiefter auf die Resultate der diesjährigen Expertenbefragung ein. Nicht zuletzt konzentrieren wir uns in dieser Publikation erneut auf Indien und schaffen damit für den Leser Kontinuität in der Analyse dieses boomenden Markts. Die stark aufkommenden Private-Equity-Anlagen in der Mikrofinanzwelt bilden ein weiteres interessantes Thema.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Christian Etzensperger
Senior Research Analyst, responsAbility Investments AG

Der Mikrofinanzsektor: Zahlen und Fakten

Mikrofinanz hat zum Ziel, eng mit der lokalen Wirtschaft verflochtene Finanzsektoren aufzubauen. Auf diesem Weg werden Kleinst- und Kleinunternehmer mit Krediten versorgt, Zahlungssysteme aufgebaut und nicht zuletzt werden für die privaten Haushalte neue Sparmöglichkeiten geschaffen. Auf diesem in vielfacher Hinsicht effizienten Weg lässt sich Kapital in der lokalen Wirtschaft einem produktiven Einsatz zuführen. Das Mikrofinanzbusiness trägt mit anderen Worten dazu bei, dass andere Wirtschaftssektoren wie die Kleinindustrie, die Bauwirtschaft und der Handel quantitativ wachsen. Hinzu kommt ein Prozess der stetigen Formalisierung: Angesprochen sind die vielen Schritte eines Anbieters aus der Schattenwirtschaft hin zu einem vertragsgebundenen, steuerzahlenden Unternehmertum, wie es in entwickelten Ländern eine Selbstverständlichkeit ist. Die Finanzsektor-Entwicklung fördert demnach den Marktzugang für Kleinunternehmen und Haushalte und damit deren Einbindung in die regionale und letztlich gar globale Wirtschaft.¹

Das Wachstum des Finanzsektors wird von Unternehmen getragen, die diverse Finanzdienstleistungen anbieten. Vergegenwärtigt man sich die Zahl der Endverbraucher, so wird klar, dass das Wachstumspotenzial im unteren Einkommenssegment, dem Mikrofinanzsegment, am grössten ist. Die hier aktiven Anbieter sind als Mikrofinanzinstitutionen (MFI) bekannt. Hinter dieser generellen Bezeichnung verbergen sich indes tausende von Anbietern mit unterschiedlichem rechtlichen Status und einem betriebswirtschaftlichen Entwicklungsniveau, das mehr oder weniger ausgeprägt ist.

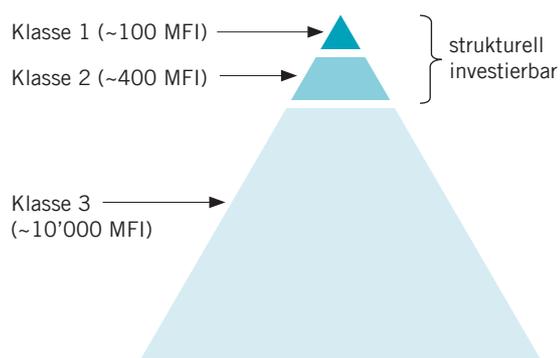
Für den Anleger sind nur Finanzdienstleister interessant, die profitabel wirtschaften und bestmöglich den regulatorischen Ansprüchen entsprechen. Sie müssen über professionelle Strukturen und Abläufe verfügen, damit sie in Schlüsselbereichen wie Rechnungswesen oder Risikomanagement hohen Ansprüchen genügen. Von diesen Anbietern gibt es weltweit rund 500, verteilt über rund achtzig Länder. In jedem Markt fällt unser Fokus auf diejenigen Anbieter, welche die einkommensschwachen Haushalte am erfolgreichsten bedienen.

Selbstverständlich führt der Wettbewerb auch im Mikrofinanzgeschäft zu Wachablösungen. Dabei baut sich Konkurrenz um die Kunden- und Anlegergunst auf, und die aufstrebenden Anbieter besetzen Marktpositionen von stagnierenden Mikrofinanzinstitutionen.

Diese Publikation konzentriert sich auf die rund 500 gut strukturierten Finanzdienstleister, in denen sich Investitionen unter den erwähnten Aspekten verantworten lassen. Diese können grob in zwei Gruppen eingeteilt werden:

- **Klasse-1-Institutionen (mindestens 100):** Es handelt sich dabei um renditebeständige MFI mit grosser, gut diversifizierter Kundenbasis, einem erfahrenen Management und einem weitgehend realisiertem regulatorischen Potenzial.
- **Klasse-2-Institutionen (mindestens 400):** Angesprochen sind in dieser zweiten Gruppe kleinere und jüngere MFI, die indes ein tragfähiges Geschäftsmodell gefunden haben, es auch weitgehend umsetzen und eine weiterführende regulatorische Entwicklung zu einer offiziell anerkannten Finanzinstitution anstreben.

Abbildung 1: Anlageuniversum Mikrofinanz



Quelle: responsAbility Research

¹ Vgl. responsAbility, Perspektiven 2014, S. 10-13, und Webcast «Microfinance is financial sector development», www.responsAbility.com.

Mittelfristiger Ausblick: Beständig steigende Nachfrage bis mindestens 2019

Die Mikrofinanzmärkte sind in den vergangenen Jahren weltweit markant gewachsen. Doch dürfen die Investoren davon ausgehen, dass die günstigen Rahmenbedingungen Bestand haben werden? Für alle Märkte, die über Jahre hinweg mit zweistelligen Zuwachsraten glänzen, stellt sich periodisch die Frage nach der Nachhaltigkeit solchen Wachstums. Wieviel kann der Markt absorbieren?

Solche Fragen sind auch mit Blick auf die Mikrofinanzmärkte gerechtfertigt. In dieser Perspektive hat das Research-Team von responsAbility im Jahr 2014 Pionierarbeit geleistet: Mit einer systematischen Untersuchung hat es erstmals auf weltweiter Ebene die Anlagekapazität der Mikrofinanzmärkte analysiert. Diese Untersuchung, die länder- und marktspezifische Faktoren berücksichtigte, führte zu ermutigenden Resultaten: Danach wird der Mikrofinanzmarkt voraussichtlich auf mindestens fünf Jahre hinaus im bisherigen Rhythmus weiterwachsen, gemäss unserer Modellrechnung um 19,3% pro Jahr.

Das mittelfristige Wachstumspotenzial in der Mikrofinanz kann mit einem Regressionsmodell abgeschätzt werden. Unsere Fragestellung lautete: «In welche Grössenordnung wird das für einen spezialisierten Vermögensverwalter investierbare Anlagevolumen in den untersuchten Märkten bis 2019 hineinwachsen?» Wir haben die Fragestellung ökonomisch modelliert. Dabei wurden Faktoren identifiziert, die das Wachstum in der Vergangenheit entscheidend prägten. Anschliessend haben wir unabhängig prognostizierte Werte des IWF und der Weltbank als Modell-Input verwendet, um über den mathematisch festgestellten Zusammen-

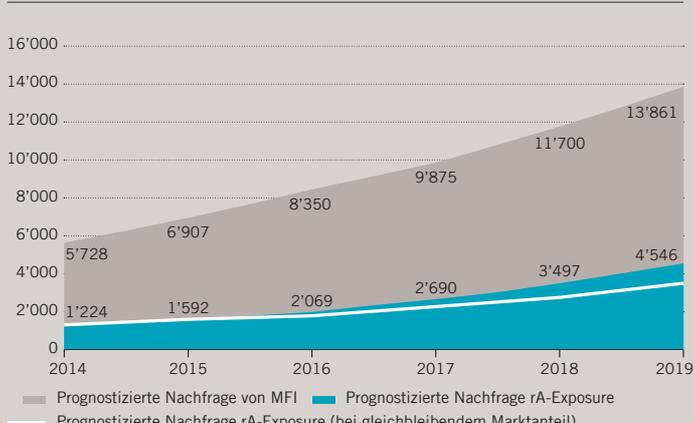
hang einen Modell-Output zu prognostizieren. Das lineare Paneldaten-Modell schätzt die Tiefe des Finanzsektors für jedes Land mittels der statistischen Methode der Regression. Ermittelt wird dabei das zu erwartende Kreditvolumen im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt. In einem weiteren Schritt wurde der Mikrofinanzmarkt mit Angaben der Datenplattform Mixmarket.org simuliert; diese verfügte im Stichtag 2012 über Datensätze von 1'270 MFI. Zum Abschluss haben wir Korrekturen vorgenommen, damit das resultierende Anlageuniversum den Investitionskriterien von responsAbility genügt. Damit ist sichergestellt, dass die Resultate dem real investierbaren Mikrofinanzmarkt entsprechen.

Für die dreissig wichtigsten Mikrofinanzmärkte schätzen wir die gegenwärtige Marktkapazität auf USD 5'728 Mio. Von diesem Niveau ausgehend berücksichtigt unser Modell wachstumstreibende und -hemmende Faktoren. Zu den Treibern gehören das BIP-Wachstum, die Grösse der Volkswirtschaft und günstige institutionelle Rahmenbedingungen. Als Wachstumshemmer berücksichtigen wir unter anderem die Ausdehnung der Sparvolumen als rivalisierende Finanzierungsquellen sowie die Konzentration unter den Anbietern. Gemäss unserem Modell wird die Marktkapazität substanziell und in regelmässigen Schritten weiterwachsen: Sie soll bereits 2015 die Marke von knapp USD 7 Mrd. erreichen. Bis 2019 wird das Marktvolumen voraussichtlich auf fast USD 14 Mrd. steigen (vgl. Abbildung 2).

In diesem Gesamtrahmen könnte responsAbility jährlich um 23% wachsen – entsprechend dem modellierten Mikrofinanzmarkt-Wachstum und bei gleichbleibenden Anteilen an den unterliegenden Märkten (Linie in der Abbildung 2).² Angesichts der immer noch hohen absoluten Marktkapazität sind wir indes zuversichtlich, dass wir unseren Marktanteil bei anhaltend starkem Anlegerinteresse auch darüber hinaus ausbauen könnten, ohne dass dies signifikante Auswirkungen auf die Mitbewerber hätte. Gemäss diesem Szenario werden wir in den dreissig wichtigsten Mikrofinanzmärkten bis zum Jahr 2019 rund USD 4,5 Mrd. anlegen, was einer jährlichen Steigerung von 30% entspräche. responsAbility setzt sich keine derartigen Wachstumsziele, wird indes alles Notwendige tun, um die Nachfrage in Entwicklungs- und Schwellenländern wirkungsvoll und nachhaltig zu befriedigen.

Das kalibrierte Modell kommt im aktiven Portfolio-Management von responsAbility zum Einsatz. Aufgrund der Erkenntnisse zur Sättigung einzelner Märkte können die Anlagevolumina vorausschauend reduziert werden. Auf diesem Weg beugt responsAbility indirekt auch der Überschuldung von Kreditnehmern vor und orientiert sich dabei an den Prinzipien für verantwortliches Investieren der Vereinigten Nationen (UNPRI).³

Abbildung 2: Modellgestützte Projektion der mittelfristigen Nachfrage Mio. USD



Quelle: responsAbility Research

² Die Portfolioallokation von responsAbility auf die jeweiligen Märkte ist naturgemäss nicht proportional zur Marktgrösse. Deshalb weichen die jeweiligen Wachstumsraten voneinander ab.

³ In dieser Perspektive beteiligt sich responsAbility als einer der grössten Geldgeber an der Finanzierung des MIMOSA-Projekts, eine von unabhängiger Stelle durchgeführte, global angelegte Feldstudie, die Überschuldungsrisiken in nie dagewesener Präzision analysiert. Erste Resultate wollen die Forscher im Sommer 2015 vorstellen.

Konjunkturaufschwung in den Zielmärkten

Angesichts der gegenwärtigen Hektik an den Aktienmärkten werden fundamentale Entwicklungen zu wenig wahrgenommen: Vor allem setzt sich die Erholung der Weltwirtschaft fort. Der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet gemäss seinen aktuellen Prognosen für 2015 in sämtlichen Regionen ein stärkeres Wachstum als noch 2014.

Für die regionalen Mikrofinanzmärkte sind die Voraussetzungen jedenfalls günstig. Ein Blick auf die einzelnen Weltregionen zeigt, dass die USA auf einen forschenden Wachstumskurs zurückgekehrt sind. Der Aufschwung wird durch zunehmende Exporte begünstigt. Durch die Geldüberweisungen von Migranten in ihre Herkunftsländer sind die USA zudem ein wichtiger Impulsgeber für Zentralamerika und die Karibikanrainer. Die zaghafte Erholung des Euroraumes sorgt für eine gewisse Entspannung in Osteuropa. Schliesslich sorgt die weiche Landung der chinesischen Volkswirtschaft für solide Verhältnisse in Asien und für günstige Rahmenbedingungen in den südamerikanischen Pazifikanrainern. Festzuhalten ist, dass einige schwächelnde Schwellenländer, die in Emerging-Market- oder Frontier-Market-Indizes stark gewichtet sind, für das Mikrofinanzgeschäft praktisch ohne Bedeutung sind. Beispiele dafür sind Venezuela, Argentinien, Brasilien, Südafrika, Thailand sowie diverse Länder des Nahen Ostens. Nicht entziehen können sich die Mikrofinanzmärkte der Wirtschaftskrise in Russland. Wir gehen im Abschnitt «Erfreuliche Aussichten, regionale Verschiebungen» näher darauf ein.

Die zwanzig bedeutendsten Mikrofinanzmärkte sind in Abbildung 3 mit der jeweiligen IWF-Prognose aufgelistet. Wird das reale BIP-Wachstum dieser Länder in einem einfachen Durchschnitt ermittelt, so ergibt sich für das kommende Jahr ein Zuwachs von 4,8% – im Vergleich zu 4,4% für das Jahr 2014. Die Wachstumsperspektiven der einzelnen Märkte werden im Kapitel «Erfreuliche Aussichten, regionale Verschiebungen» genauer analysiert.

Abbildung 3: Prognosen für das reale BIP-Wachstum in den 20 wichtigsten Mikrofinanzmärkten von responsAbility

Reales BIP-Wachstum (%)	2014	2015
Peru	3,6%	5,1%
Aserbaidzhan	4,5%	4,3%
Kambodscha	7,2%	7,3%
Indien	5,6%	6,4%
Georgien	5,0%	5,0%
Ecuador	4,0%	4,0%
Costa Rica	3,6%	3,6%
Armenien	3,2%	3,5%
Kenia	5,3%	6,2%
Kirgisien	4,1%	4,9%
Tadschikistan	6,0%	6,0%
Mongolei	9,1%	8,4%
Paraguay	4,0%	4,5%
Kasachstan	4,6%	4,7%
Russland	0,2%	0,5%
Bolivien	5,2%	5,0%
Türkei	3,0%	3,0%
Bosnien und Herzegowina	0,7%	3,5%
Ghana	4,5%	4,7%
Kolumbien	4,8%	4,5%
Durchschnitt	4,4%	4,8%

Quelle: IWF World Economic Outlook Database Oktober 2014

Ein genauerer Blick auf diese Länder offenbart, dass sie sich in ihrer grossen Mehrheit durch eine disziplinierte Fiskalpolitik und eine relativ unabhängige Geldpolitik auszeichnen. Diese finanzpolitischen Tugenden spiegeln sich in vergleichsweise tiefen Teuerungsraten. Die Zentralbanken sind weiterhin mit stattlichen Fremdwährungsreserven dotiert und können die Entwicklung ihrer Währungen entsprechend flexibler steuern. Aufgrund ihrer Stabilität ziehen Entwicklungs- und Schwellenländer gemäss der Konferenz der Vereinten Nationen für Handel und Entwicklung (UNCTAD) Rekordvolumen an ausländischen Direktinvestitionen an: Das jährliche Wachstum der vergangenen vier Jahre betrug 10%. Die ausländischen Direktinvestitionen haben wiederum positive Auswirkungen auf lokale Entwicklungen bei Infrastrukturen, Lohnwachstum, Steuereinkommen und in anderen Bereichen des Wirtschaftslebens. Insgesamt sind damit gute Rahmenbedingungen geschaffen, dass sich die Erfolgsspirale in diesen Schwellenländern weiter drehen kann.

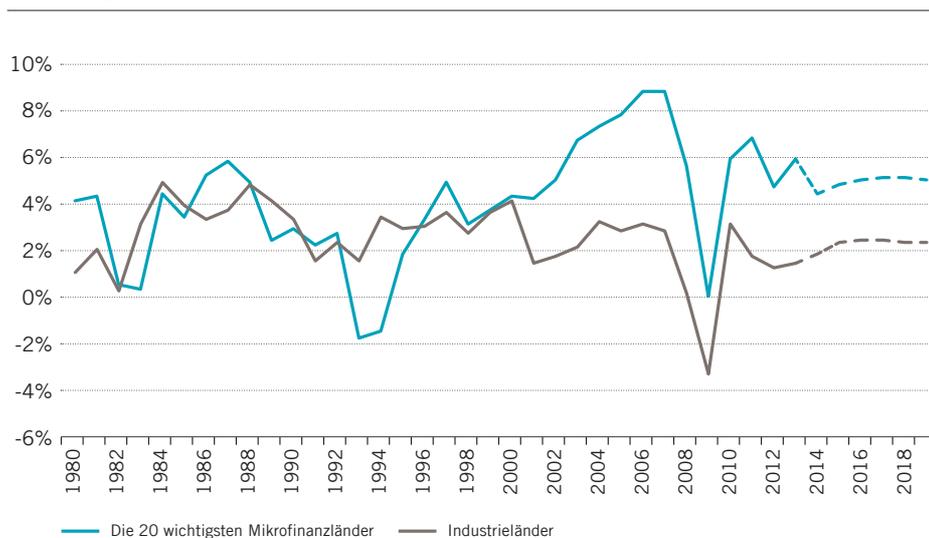
In dieser Gesamtbetrachtung bleiben die wirtschaftlichen Aussichten günstig: Gemäss den aktuellen Prognosen des IWF werden sich die reichen Länder 2015 mit einem realen BIP-

Wachstum von 2,3% bereits wieder auf dem mittelfristig zu erwartenden Durchschnittsniveau bewegen. Die wichtigsten Mikrofinanzländer dürften gemäss dem IWF im Prognosezeitraum bis 2019 noch leicht an Tempo zulegen, nämlich auf 5% realen BIP-Wachstums. Damit wird sich die Wachstumsdifferenz zwischen diesen beiden Welten eher noch vergrössern (siehe Abbildung 4). Gemäss den Datenreihen des IWF werden Süd- und Ostasien sowie Afrika südlich der Sahara mittelfristig die Wachstumslokomotiven sein.

«Natürlich kann man die Entwicklungs- und Schwellenländer nicht über einen Kamm scheren. Bezüglich Reformorientierung bestehen gewaltige Unterschiede, die sich auf den Privatsektor unmittelbar auswirken.»

Nouriel Roubini, Ökonom,
in Zürich, 16. Oktober 2014

Abbildung 4: Reales BIP-Wachstum



Quelle: IWF World Economic Outlook Database Oktober 2014

Mikrofinanz bleibt auch in einem steigenden Zinsumfeld attraktiv

Sechs Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise sind die Leitzinsen in den meisten entwickelten Volkswirtschaften noch immer nahe bei null. Die Zentralbanken versuchen mit ihrer Zinspolitik, deflationären Tendenzen und Stagnationserscheinungen entgegenzuwirken. Dies könnte sich jedoch bald ändern: Die US-Notenbank hat bereits im Frühjahr 2013 die Rückkehr zu einer normaleren Geldpolitik angekündigt. Anfangs 2014 hat sie dann damit begonnen, die Anleihekäufe graduell zu reduzieren.⁴ Trotz schwachem Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr 2014 wird ein erster Zinsanstieg für 2015 erwartet. Im Gegensatz zur US-Notenbank ist die Europäische Zentralbank weiterhin expansiv ausgerichtet.

Anders als handelsübliche Obligationen oder Obligationenfonds sind Mikrofinanzanlageinstrumente, wie jene von responsAbility, nicht negativ von einer etwaigen Zinserhöhung betroffen. Die festverzinslichen responsAbility-Fonds werden nicht am Markt, sondern zu Kosten bewertet, was die Volatilität der Fondsperformance aufgrund von Zinsänderungen minimiert. Die Zinshöhe der grösstenteils in USD getätigten Anlagen ergibt sich aus der laufzeitgleichen US-Swap-Rate plus einer Kreditrisikoprämie. Sollten die US-Zinsen bei gleichzeitig unveränderter Kreditrisikoprämie ansteigen, wird sich auch der Refinanzierungssatz der Anlagen erhöhen, was sich positiv auf die Fondsperformance auswirkt. Ausserdem ist die durchschnittliche Laufzeit der responsAbility-Fondsanlagen mit zwanzig Monaten vergleichsweise kurz. Daher erfolgt die Anpassung an das jeweilige Zinsumfeld mit geringer zeitlicher Verzögerung und ohne langfristig unterdurchschnittliche Wertentwicklung gegenüber anderen Anlagen. Verringern kann sich allenfalls die Kreditrisikoprämie als Folge einer (eigentlich nicht sachgerechten) sinkenden Nachfrage nach nominal teurerer Refinanzierung. In der Vergangenheit ist es uns jedoch gelungen, diese relativ konstant zu halten. Es ist daher anzunehmen, dass sich eine vermutete leichte Reduktion der Risikoprämie durch den Anstieg der US-Swap-Rate mehr als kompensieren lässt. Dank der Bewertung der Anlagen zum Nennwert und der kurzen Laufzeiten bleibt die Attraktivität von Mikrofinanzanlagen somit gerade in einem allfällig steigenden Zinsumfeld bestehen, da sie einen gewissen Schutz vor Kursverlusten bei stark ansteigenden Zinsen bieten.

Die langsame Normalisierung der Geldpolitik lässt allerdings die Märkte der entwickelten Ökonomien wieder attraktiver erscheinen. Erwartungsgemäss führt ein klares Signal in Richtung höherer Zinsen

zu einer Umschichtung von Investorengeldern. Von den Rückflüssen werden auch die Schwellenländer betroffen sein, die Investoren durch ihre vergleichsweise hohen Zinsen und zunehmend stabileren Rahmenbedingungen angezogen haben. Am stärksten von dem Geld-Abfluss dürften – wie bereits im Sommer 2013⁵ – diejenigen Schwellenländer betroffen sein, die von internationaler Finanzierung abhängig sind. In vergleichsweise gut in die internationalen Finanzmärkte integrierten Ländern wie der Türkei, Brasilien oder Südafrika muss daher erneut mit Kapitalabflüssen gerechnet werden, vor allem im Bereich von Portfolio-Investitionen. Diese Entwicklung, und das absehbare Erstarren des US-Dollars dürften auch die Währungen dieser Länder nachteilig beeinflussen. Wie jedoch weiter oben dargelegt wird, sind mittlerweile viele Schwellenländer verhältnismässig gut gerüstet, um eine gewisse Marktvolatilität zu absorbieren. Ausserdem wird der absehbare Zinserhöhung eine weitere Erholung der US-Wirtschaft vorausgehen. Diese wird sich positiv auf die Schwellenländer auswirken, da viele stark von den USA als Exportpartner abhängig sind.

Während börsennotierte Unternehmen und Indizes erfahrungsgemäss als erste verändernde Marktbedingungen spiegeln, sollte der eng an die Realwirtschaft eines Landes gekoppelte Mikrofinanzsektor nur bedingt von makroökonomischen Schwankungen betroffen sein. Zwar haben die MFIs bei einem höheren US-Referenzzinssatz mit einem Anstieg ihrer Refinanzierungskosten zu rechnen. Die Finanzierungskosten haben aber nach den Betriebskosten nur einen zweitrangigen Einfluss auf die Gesamtkostenstruktur. Daher werden die MFIs einen leichten Anstieg der Refinanzierungskosten vergleichsweise gut verkraften. Durch strikte Anlagekriterien wird ausserdem das Risiko minimiert, dass die MFIs im responsAbility-Portfolio bilanztechnisch ins Ungleichgewicht geraten, wenn sich die Landeswährung gegenüber dem US-Dollar abwertet.

Während also die steigenden Zinsen durch eine vorteilhafte Fondsstruktur sich erwartungsgemäss positiv auf die festverzinslichen Mikrofinanzanlagen auswirken dürften, kann auch angenommen werden, dass die klassischen Mikrofinanzländer nicht stark von der Volatilität auf den internationalen Finanzmärkten betroffen sein werden. Ein höheres Zinsumfeld tangiert daher zwar den Mikrofinanzsektor durch leicht höhere Refinanzierungskosten, dennoch erwarten wir ein ungebrochen starkes Marktwachstum, wie im nächsten Abschnitt dargelegt.

⁴ Seit dem 1. Oktober 2014 investiert die US-Zentralbank monatlich noch USD 5 Mrd. in Anleihekäufe. In der intensivsten Phase der Quantitativen Lockerung erreichte der Wert der monatlichen Käufe USD 85 Mrd.

⁵ Der damalige US-Notenbank-Chef Ben Bernanke hat im Mai 2013 in einer Ansprache die Möglichkeit einer Reduktion der Anleihekäufe angesprochen. Die darauf folgende Nervosität unter Investoren hat zu einem signifikanten Geldabfluss aus Schwellenländern geführt und war letztlich der Hauptgrund dafür, dass sich gewisse Währungen stark abwerteten.

Erfreuliche Aussichten, regionale Verschiebungen

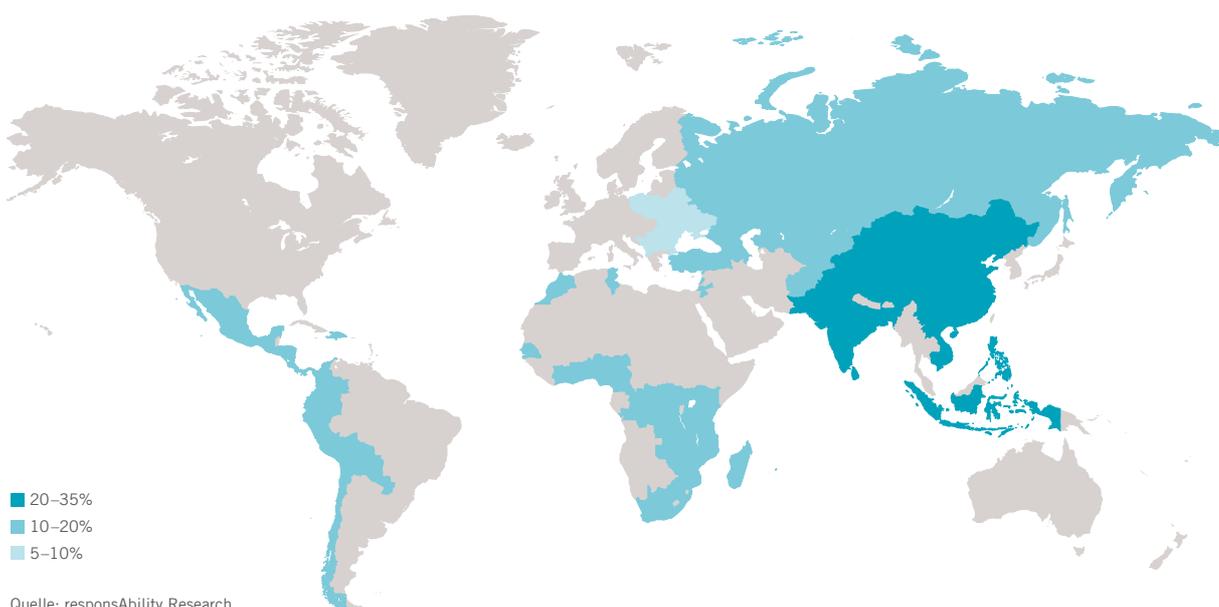
Auch die aufstrebenden Volkswirtschaften unterliegen Konjunkturzyklen – Zyklen, denen wir in diesem Outlook gebührende Aufmerksamkeit schenken. Interessanterweise aus Investorensicht sind jedoch diese Märkte in erster Linie durch Aufholwachstum geprägt, das sich über Jahrzehnte hinweg aufstaut. Anders ausgedrückt ist dieses Wachstum wesentlich der chronischen Unterversorgung mit Gütern und Dienstleistungen zuzuschreiben, unter der Millionen von privaten Haushalten zu leiden haben. Kritisch zu würdigen ist insbesondere der Finanzsektor, der die finanziellen Ressourcen zwischen Haushalten und Unternehmen vermitteln soll und daher treffend als Getriebe der Volkswirtschaft bezeichnet wird.

Der Finanzsektor ist in Entwicklungs- und Schwellenländern in der Regel unterentwickelt. Oft ist seine Leistungskraft in Relation zur Gesamtgröße der Volkswirtschaft zu wenig ausgebildet: Das an andere Wirtschaftssektoren vergebene Kreditvolumen beträgt in diesen Ländern typischerweise 20-30% des Bruttoinlandsprodukts (BIP); in entwickelten Volkswirtschaften sind es erfahrungsgemäss 100-200%. Im Zuge des

gesamtwirtschaftlichen Wachstums von Entwicklungsländern dürfte sich daher der Finanzsektor im Minimum dreimal so schnell entwickeln wie die Gesamtwirtschaft.

Die Finanzsektorentwicklung führt aber mit sich, dass sich die Finanzdienstleister stetig in die Gesamtwirtschaft integrieren. Die Konsequenz für Anleger besteht darin, dass sie dem gesamtwirtschaftlichen Umfeld mit fortschreitender Entwicklung ein stärkeres Augenmerk schenken müssen. Eigenkapitalgeber haben an positiven wie negativen Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds unmittelbar Anteil. Fremdkapitalgeber sind gegen Konjunkturschwankungen erfahrungsgemäss gut geschützt, da nur extreme Ereignisse dazu beitragen, die Rückzahlungsfähigkeit sorgfältig ausgewählter Unternehmen entscheidend zu beeinträchtigen. In Mikrofinanzmärkten ist auch die Performance von Fremdkapitalanlagen mittelfristig besser, da wachsende Kreditportfolios der MFI in einem prosperierenden Umfeld zu einem zusätzlichen Refinanzierungsbedarf führen. In dieser Perspektive ist es verständlich, dass auch Fremdkapitalgeber über Veränderungen des Marktumfeldes detailliert informiert sein wollen.

Abbildung 5: Wachstumsprognosen für den Mikrofinanzsektor nach Regionen (reale jährliche Zunahme des Bruttokreditportfolios)



Diesem Bedarf kommt responsAbility mit dem aktuellen Microfinance Market Outlook entgegen: Um das Mikrofinanzumfeld in den wichtigsten Märkten genauer auszuleuchten, haben wir nicht weniger als 32 Interviews mit verschiedensten Experten geführt. Hinzu kommen die aktuellen, monatlich erhobenen Portfoliodaten von rund 300 MFI, aus denen wir 100 in ein konstant gehaltenes, repräsentatives Musterportfolio überführen. Unser Gesamtbild stützt sich ausserdem auf die makroökonomischen Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) ab. Auf der Grundlage dieses breiten Datenmaterials erwarten wir für 2015 ein Wachstum von 15 bis 20% (siehe Abbildungen 5 und 6) in der globalen Mikrofinanzbranche.

Abbildung 6: Prognosen 2014 für die regionalen Mikrofinanzmärkte

Region	Prognostiziertes Portfoliowachstum 2015
Südamerika	10-15%
Zentralamerika	10-15%
Subsahara-Afrika	10-20%
MENA	15%
Zentralasien	10-15%
Osteuropa	5-10%
Asien-Pazifik	30-35%
Insgesamt	15-20%

Quelle: responsAbility Research

Die einzelnen Regionen dürften sich wie folgt entwickeln:

Abbildung 7: Südamerika, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



An Negativschlagzeilen zur Wachstumsschwäche in **Südamerika** hat es in den vergangenen Monaten nicht gemangelt. Allerdings waren solche Schlagzeilen stets auf das stagnierende Brasilien oder die deutlich schrumpfenden Volkswirtschaften Argentiniens und Venezuelas gemünzt. In scharfem Kontrast dazu wachsen die grossen Mikrofinanzländer entlang der Pazifikküste und des Andenbogens stetig weiter. Für Peru und Bolivien erwartet der IWF 2015 ein Wachstum von knapp

über 5%, für Kolumbien und Paraguay 4,5%. Peru hat eine durch gesunkene Metallexporte hervorgerufene Konjunkturschwäche überwunden und dürfte bis Ende 2015 zum Potenzialwachstum zurückkehren. Bolivien hat im Oktober Wahlen durchgeführt, welche die seit 2006 regierende Führung des Landes wie erwartet bestätigt haben. Kolumbien bleibt eine Zugkraft in dieser Weltregion: Die intakten Aussichten auf eine «Friedensdividende» aus den Verhandlungen mit den FARC-Rebellen haben das Investoreninteresse weiter erhöht.

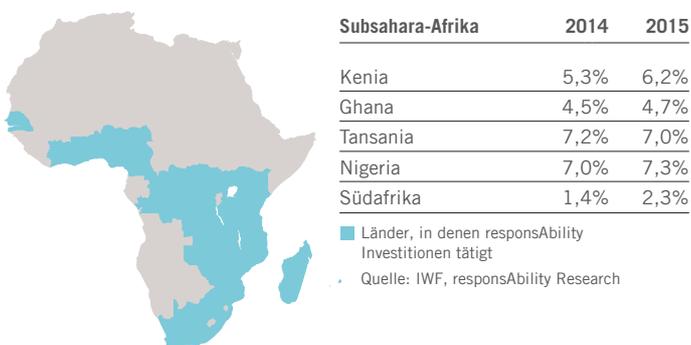
Aufgrund der Expertenumfrage rechnen wir für diese Länder mit einem Wachstum der Mikrofinanzportfolios von 10 bis 15%. Der weit fortgeschrittene peruanische Mikrofinanzmarkt geht durch eine Phase der Konsolidierung und wird nach einem verhaltenen 2014 auch 2015 nur langsam expandieren. In Bolivien und Ecuador liegt das Wachstumstempo zwar noch höher. In diesen Ländern lastet aber die regulatorische Unsicherheit auf dem Mikrofinanzsektor – eine Unsicherheit, die sich aus neu erlassenen Regelwerken herleitet. In Kolumbien und Paraguay sind die Aussichten ungetrübt, es sei denn, es käme zu schweren Unruhen in den Nachbarländern Venezuela bzw. Argentinien.

Abbildung 8: Zentralamerika, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



In den stark auf die USA ausgerichteten Volkswirtschaften **Zentralamerikas** setzt sich die Erholung im Windschatten der weltgrössten Volkswirtschaft moderat aber stetig fort. Mexiko und Costa Rica werden gemäss IWF um 3,5% wachsen, Nicaragua um 4%, Honduras um 3% und El Salvador um knapp 2%. Nicaragua steht wegen der starken Abhängigkeit von Energielieferungen im Rahmen des zweifelhaften venezolanischen Petrocaribe-Programms unter besonderer Beobachtung. Aufgrund des ansprechenden Konjunkturbildes – und weil das Kreditwachstum in den vergangenen Jahren moderat war – dürften die zentralamerikanischen Mikrofinanzmärkte 2015 in einer ähnlichen Grössenordnung zulegen wie diejenigen in Südamerika.

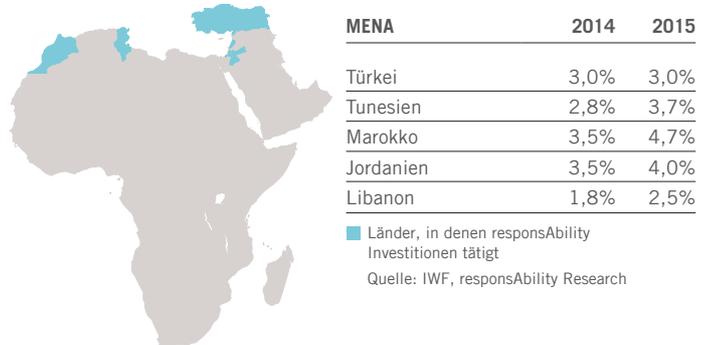
Abbildung 9: Subsahara-Afrika, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



Die Länder **Afrikas südlich der Sahara** schreiben ihre Erfolgsgeschichte fort. In Kenia, Nigeria, Ghana und mit Abstrichen auch in Tansania hat sich die Privatwirtschaft quantitativ und

qualitativ enorm entwickelt. Diese Länder zeichnen sich heute durch eine starke Binnennachfrage aus, die sich wesentlich aus dem privaten Konsum nährt. Mit Ausnahme Ghanas vermochten alle grösseren Volkswirtschaften ihre Inflationsraten auf einstelligem Niveau zu halten, was sich in einer Stabilisierung der Währungen niedergeschlagen hat. Ebenfalls verbessert haben sich die Finanzierungsbedingungen: Bemerkenswerterweise waren Kenia und die Elfenbeinküste im Jahr 2014 in der Lage, die internationalen Kapitalmärkte anzuzapfen, indem sie Eurodollar-Anleihen emittierten. Gemäss IWF dürfte Kenia 2015 über 6% wachsen, Tansania sowie Nigeria gar um 7%. In Ghana bleibt das Wachstum mit 4,7% vergleichsweise verhalten und damit deutlich unter dem afrikanischen Durchschnitt. Die wirtschaftlichen Auswirkungen der Infektionskrankheit Ebola auf Westafrika sind nach wie vor schwierig abzuschätzen. responsAbility hält in den grossflächig betroffenen Ländern derzeit keine direkten Anlagen, wird aufgrund der vordringlichen Nachfrage aber Investitionen prüfen, sobald eine normale Geschäftstätigkeit wieder möglich ist. Hinsichtlich der Portfolioentwicklung von Mikrofinanzinstitutionen zeigen sich die befragten Experten zurückhaltender: Sie gehen für die grossen afrikanischen Mikrofinanzmärkte 2015 von Zuwachsraten zwischen 10 und 20% aus; dieser Rhythmus liegt rund 10 Prozentpunkte unter dem für 2014 festgestellten Niveau.

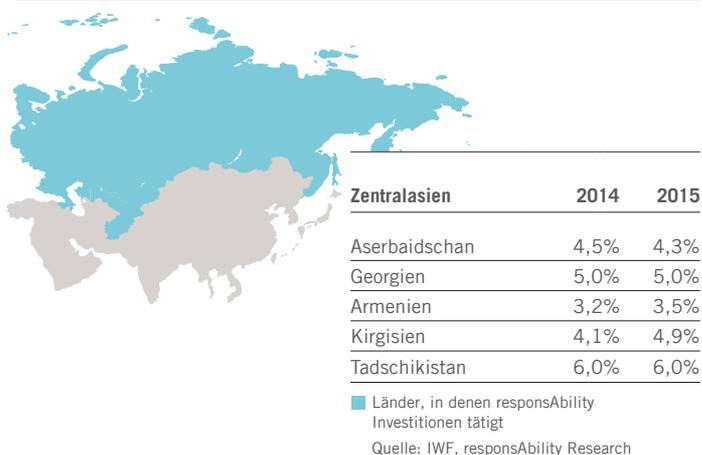
Abbildung 10: Naher Osten und Nordafrika (MENA) BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



Die Länder des **Nahen Ostens und Nordafrikas (MENA)** setzen trotz politischer Unwägbarkeiten insgesamt ihre wirtschaftliche Erholung fort. In der Türkei erwartet der IWF ein durch die

lockere Geldpolitik induziertes Wachstum von 3%, für Tunesien und Marokko eine deutliche Beschleunigung um mehr als einen Prozentpunkt. Im Fall von Jordanien hat der Syrien-Konflikt noch keine grossen politischen und sicherheitsrelevanten Auswirkungen, doch stellt der kontinuierliche Zustrom von Flüchtlingen eine zunehmende Belastung dar. Die Mikrofinanzmärkte Tunesiens, Marokkos und Jordaniens dürften gemäss der Expertenbefragung um rund 15% wachsen. Dieser ermutigende Wachstumsrhythmus ist vor allem der sich verbessernden Marktinfrastruktur, einer adäquaten Regulierung und den Kreditbüros zuzuschreiben. Erfreuliches ist insbesondere für den tunesischen Markt zu berichten, der sich vier Jahre nach der Jasmin-Revolution im Aufwind befindet. Begünstigt wird dieser Prozess durch eine Welle von MFI-Gründungen.

Abbildung 11: Zentralasien, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder

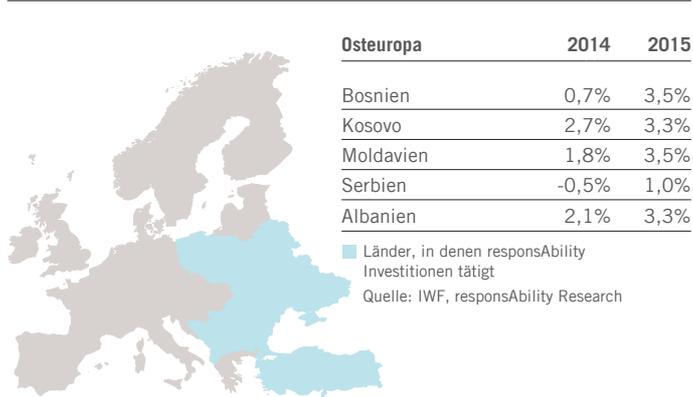


Der Wachstumskurs der Volkswirtschaften **Zentralasiens** und des **Kaukasus** ist von der russischen Wirtschaftskrise bedroht. Russland hat bereits vor dem Konflikt in der Ukraine und den

damit verbundenen Sanktionen unter verschiedenen Problemen und Fehlentwicklungen gelitten. Angesprochen sind damit unter anderem die schrumpfende Bevölkerung, eine willfährige Justiz, geringes Anlegervertrauen, eine ungenügende Investitionstätigkeit sowie die Abhängigkeit von zuletzt stark gefallenem Rohstoff-Exporterlösen. Die russische Volkswirtschaft wird gemäss IWF im kommenden Jahr stagnieren. Georgien hat keine nennenswerten Wirtschaftsbeziehungen zu Russland und dürfte um 5% weiterwachsen. In Armenien und Aserbaidshān hat sich dagegen das BIP-Wachstum auf 3,5% bzw. 4,3% abgeschwächt. Tadschikistan wächst gemäss den IWF-Ökonomen um 6% und Kirgisien um knapp 5%.

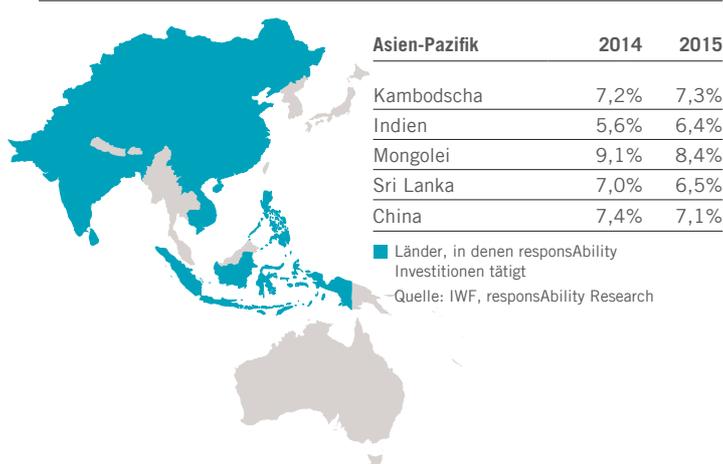
Die volle Wirkung der Sanktionen hat sich im russischen Finanzsektor noch nicht entfaltet. Entsprechend ist Vorsicht geboten, auch wenn sich das Geschäftsmodell Mikrofinanz weltweit in verschiedenen Krisen als bemerkenswert resistent erwiesen hat; so haben die Länder der ehemaligen Sowjetunion die scharfe Rezession Russlands von 2009 vergleichsweise gut verkraftet. Die ersten negativen Auswirkungen sind heute auch nicht bei klassischen Mikrokrediten, sondern in der Konsumfinanzierung zutage getreten. Das KMU-Kreditgeschäft und das Mikrokreditgeschäft in Russland dürften aber 2015 ebenfalls beeinträchtigt werden und bestenfalls stagnieren. Auswirkungen auf die bisher gesunden Mikrofinanzmärkte im Kaukasus und in Zentralasien erwarten die Experten in Form einer moderaten Nachfrageabschwächung. Am deutlichsten dürfte diese in Armenien, in Kirgisien und in Tadschikistan ausfallen. Ein Experte hebt das harsche Klima im kriselnden russischen Arbeitsmarkt und die in grosser Zahl nach Zentralasien zurückkehrenden Migranten hervor. Die letztere Entwicklung dürfte einen starken Fall der monatlichen Geldüberweisungen nach sich ziehen. Ein anderer Experte unterstreicht indes den sich abzeichnenden Rückzug russischer Banken aus den umliegenden Märkten und den sich daraus ergebenden Handlungsspielraum für lokale Mikrofinanzbanken.

Abbildung 12: Osteuropa, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



Osteuropa nimmt aufgrund der starken wirtschaftlichen Verflechtung an der zögerlichen Erholung Westeuropas teil. Die Auswirkungen der Krise in der Ukraine sind bislang eng begrenzt. Für Bosnien prognostiziert der IWF mit einem Plus von 3,5% das kräftigste Wachstum seit Beginn der Eurokrise. Mit ein Grund dafür sind Impulse aus den Wiederaufbau-Massnahmen nach der verheerenden Flutkatastrophe im Frühjahr 2014. Für den Kosovo und Serbien zeichnet sich eine Erholung ab, während Rumänien und insbesondere die gegenüber der Ukraine exponierte Moldau nur schleppend vorankommen. Die von responsAbility befragten Experten rechnen aufgrund der bescheidenen Portfolioqualität auch für 2015 mit einem einstelligen Wachstum der Mikrofinanzportfolios.

Abbildung 13: Asien-Pazifik, BIP-Prognosen für ausgewählte Länder



Die Weltregion **Asien-Pazifik** zeichnet sich durch eine beeindruckende Dynamik aus. Die Binnenmärkte boomen, ohne dass dabei die Preisstabilität gefährdet erscheint. Die Arbeitsmärkte sind gesund, die demographische Altersstruktur günstig und die finanziellen Rahmenbedingungen dank Geldzuflüssen äusserst robust. So erreichten die Direktinvestitionen und die Portfolioinvestitionen in jüngster Zeit neue Rekorde. In Kambodscha haben sich die Spannungen zwischen der Regierung und der Opposition wieder abgebaut. Die Volkswirtschaft wird gemäss IWF im fünften aufeinander folgenden Jahr über 7% wachsen. Die Entwicklung aller asiatischen Märkte wird durch die sanfte Landung der chinesischen Volkswirtschaft begünstigt, die auf einen moderateren Wachstumspfad um 7% eingeschwenkt ist. Ein fahrlässiger Umgang mit ausländischen Anlegern führte hingegen in der Mongolei zu einer Erhöhung der Risiken, wobei der stark gewachsene Bankensektor unter Beobachtung steht. Indien verfügt erstmals seit dreissig Jahren über eine stabile Regierung, die auf keine Koalitionspartner angewiesen ist. In der indischen Volkswirtschaft sind besonders die kraftvolle Investitionstätigkeit und die Erholung der Ausfuhren zu unterstreichen. Das insgesamt erfreuliche Bild hat den IWF dazu bewogen, die BIP-Wachstumsprognose für Indien auf 6,4% anzuheben. Sowohl für Indien als auch für Kambodscha – die beiden mit Abstand wichtigsten Mikrofinanzmärkte für Anleger – erwarten die befragten Experten ein Portfoliowachstum von über 30% im Jahr 2015.

Wiederaufstieg des indischen Mikrofinanzmarkts

Marktkommentatoren haben im Jahr 2011 das Ende für den indischen Mikrofinanzmarkt vorausgesagt. Damals versuchte die Regierung des Bundesstaats Andhra Pradesh das Geschäft mit Kleinkreditnehmern zu unterbinden. Seither haben wir Indien in jeder Ausgabe des Market Outlooks einen speziellen Beitrag gewidmet. Heute lässt sich feststellen, dass der Mikrofinanzsektor auf dem Subkontinent gestärkt aus der Krise hervorgegangen ist. Unsere Zuversicht für den indischen Markt lässt sich daran ablesen, dass wir unser Anlagevolumen in Indien seither von USD 30 Mio. auf 120 Mio. vervierfacht haben.

Der Optimismus begründet sich insbesondere damit, dass dem indischen Finanzsektor eine drastische Neuausrichtung verschrieben wurde: Die Zentralbank – seit September 2013 steht sie unter der Führung des Star-Ökonomen Raghuram Rajan – nahm die Banken in die Pflicht, endlich eine Grundversorgung mit Finanzdienstleistungen für die 800 Mio. erwachsenen Inder sicher zu stellen. Die Initiative der Zentralbank begründete sich mit einer unbefriedigenden Bestandsaufnahme: Die trägen Staatsbanken und der überschaubare private Finanzsektor waren mit ihren Anstrengungen um eine Grundversorgung immer sträflicher ins Hintertreffen geraten.

Bemerkenswerterweise setzt die Zentralbank mit ihrer Politik auf eine Erweiterung des Angebots und damit auf zunehmenden Wettbewerb unter den Finanzinstituten. In dieser Perspektive öffnete sie den Finanzsektor für neue Kräfte. Das äussert sich unter anderem darin, dass sie bereits in der allerersten Lizenzierungsrunde eine Banklizenz an eine Mikrofinanzinstitution vergeben hat.

Damit waren die Segel im indischen Mikrofinanzsektor neu gesetzt. Was noch fehlte war der Rückenwind. Dieser folgte in den Parlamentswahlen von April/Mai 2014 seitens der indischen Wähler: Die grösste Demokratie der Welt wählte erstmals seit dreissig Jahren eine stabile Einparteienregierung, die nicht auf Koalitionspartner angewiesen und damit politisch weniger erpressbar ist. Die neue Regierung unter Narendra Modi gewann die Wahlen mit einem Programmfokus auf Privatsektor-Förderung und Entwicklung. Gleich nach ihrem Antritt machte sie klar, dass sie die Förderung von Finanzdienstleistungen als Kernelement ihrer Agenda betrachten würde. Kursierende Befürchtungen, Regierung und Zentralbank würden sich in ihren Bemühungen in die Quere kommen, zerstreuten sich im September 2014 weitgehend, als Arvind Subramanian, ein enger Studienfreund von Zentralbank-Chef Rajan, Chefökonom der indischen Regierung wurde.

Auch mit Blick auf die makroökonomische Entwicklung haben Regierung und Zentralbank Rückenwind: Gemäss den Prognosen des IWF dürfte Indien 2015 nach drei schwächeren Jahren wieder auf den Wachstumspfad über 6% einschwenken. Das Interesse ausländischer Investoren ist denn auch seit Sommer 2014 sprunghaft zurückgekehrt. responsAbility-Fonds investieren seit 2008 in Indien. Seit 2011 bearbeitet ein lokales Team den indischen Markt von unserem Büro in Mumbai aus.

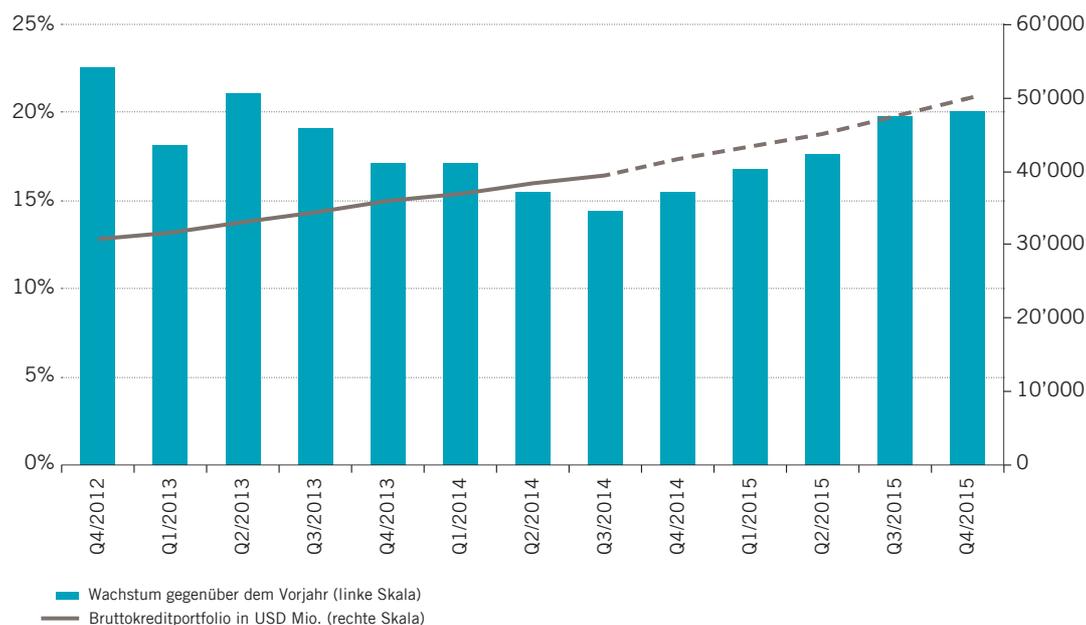
Eine detaillierte Analyse lesen Sie in unserem aktuellen Research Insight «Aufstieg, Niedergang und Wiederauferstehung des Indischen Mikrofinanzmarktes», zu finden auf www.responsAbility.com.

Expertenumfrage: MFI suchen starke Finanzierungspartner

responsAbility verwendet ein repräsentatives und über die Zeit unverändertes Portfolio von 100 wichtigen Institutionen, um den investierbaren Mikrofinanzmarkt – wie er in den einleitenden Seiten dieses Outlooks definiert wird – zu beobachten. Diese 100 MFI sind anerkannte Anbieter in ihrem jeweiligen Markt und verteilen sich geographisch repräsentativ auf 38 Schlüsselmärkte. Unter dem Dach dieser 100 MFI vereinen sich derzeit verwaltete Vermögen von rund USD 52 Mrd. und 25,5 Mio. Kreditnehmer. Sie binden USD 1,2 Mrd. Anlagevolumen von responsAbility.

Entsprechend diesem repräsentativen Portfolio ist der Mikrofinanzmarkt im ersten Halbjahr 2014 um 15% gewachsen (vgl. Abbildung 14). Derzeit stellen wir eine Beschleunigung fest, weshalb wir die von den Experten prognostizierten 15 bis 20% Portfoliowachstum für 2015 als eine vorsichtige Schätzung betrachten.

Abbildung 14: Portfoliowachstum der 100 MFI

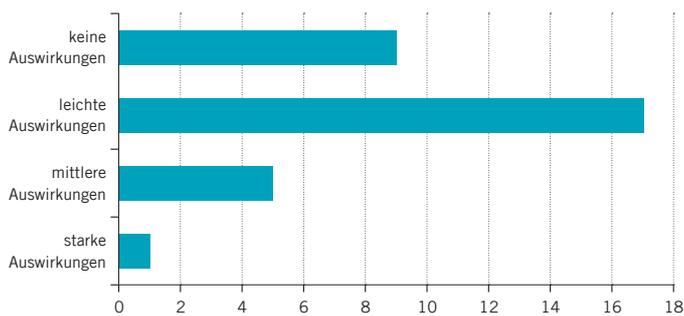


Quelle: responsAbility Research. Zahlen ab Q4 2014 sind Projektionen

Geringe Konsequenzen der FED-Entscheide

Die befragten Experten erwarten, dass die Normalisierung der Zinspolitik – wie sie weitherum ab 2015 erwartet wird – nur begrenzte Auswirkungen auf die Mikrofinanzmärkte haben wird (vgl. Abbildung 15). Mehr als die Hälfte der befragten Experten, nämlich siebzehn, sprechen von leichten Auswirkungen. Weitere neun dieser Mikrofinanzspezialisten erwarten keinerlei Auswirkungen. Fünf der Teilnehmer unserer Umfrage erwarten dagegen mittelgrosse Veränderungen; ein Befragter sieht gar starke Konsequenzen als direkte Folge des sich verändernden Zinsumfelds. Erfreulich ist, dass die meisten Befragten, die nur geringe Auswirkungen erwarten, ihre Einschätzungen auch im Detail begründen können. Ihre geringe Besorgnis ist demnach nicht dahingehend zu werten, dass sie über zu wenige verlässliche Indikatoren verfügen. Auffallend in ihren Antworten ist beispielsweise, dass sie gerne auf die aktuell ausreichende Liquidität in den von ihnen beobachteten Märkten verweisen und der Gefahr generell steigender Finanzierungskosten im Zuge von Leitzinserhöhungen nur wenig Beachtung schenken.

Abbildung 15: Erwartete Konsequenzen amerikanischer Leitzinserhöhungen (Expertenumfrage)



Quelle: responsAbility Research

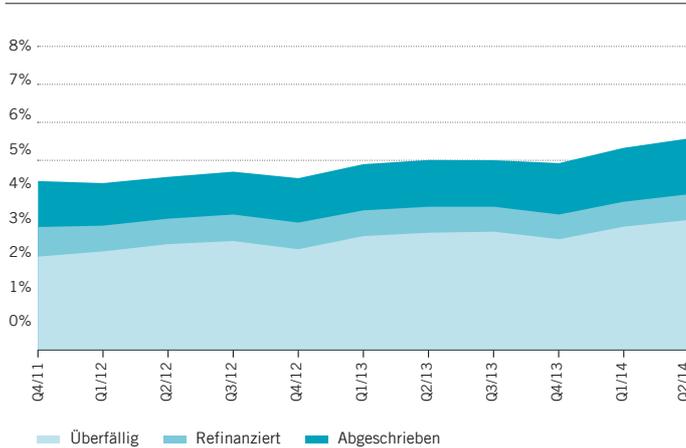
Scharf beobachtete Portfolioqualität

Die Portfolioqualität wird in der Mikrofinanzwelt an einem strengen Massstab abgelesen. Dieser teilt die von Millionen Endkunden fristgerecht zurückbezahlten Kredite von den säumigen Krediten. Während in den Bankenstatistiken reicher Länder erst die nach neunzig Tagen fälligen Kredite als in Verzug erfasst werden, kommen im Mikrofinanzbereich mit einem Ansatz von dreissig Tagen weit strengere Regeln zur Anwendung. Hinzu addieren sich die refinanzierten Kredite und die Abschreibungen, womit dann sämtliche potenziell problembehafteten Kredite erfasst sind. Mitte 2014 wurden 94,4% der Kredite fristgerecht zurückbezahlt. Die Tendenz war allerdings negativ: Gegenüber dem Vorjahr stieg der Anteil der Kredite in Verzug von 3,1% auf 3,4%. Während die Refinanzierungen auf einem Niveau von 0,7% verharrten, stiegen die Abschreibungen von annualisierten 1,24 auf 1,48%.

Ursache für die beeinträchtigte Portfolioqualität war unter anderem die temporäre Wachstumsverlangsamung in Peru, die sich aufgrund des scharfen Wettbewerbs im peruanischen Mikrofinanzmarkt spürbar auswirkte. Mit ein Grund war auch die Wachstumsdelle in Indien, welche sich namentlich beim Segment der Mikrokredite für Transportunternehmer manifestierte; die hier gestiegenen Kreditrisiken sind eine direkte Folge der fallenden Preise für Gebrauchtwagen. In beiden Märkten ist gemäss unserer Expertenumfrage im kommenden Jahr mit einer deutlichen Verbesserung zu rechnen. Vermindern dürfte sich die Portfolioqualität in den von der russischen Wirtschaftskrise tangierten Märkten: Diese Einschätzung gilt vor allem für die Ukraine, für Weissrussland, Armenien, Tadschikistan und für Kirgisien. Insgesamt wird die Portfolioqualität in diesen Ländern aber weiterhin über dem weltweiten Durchschnitt liegen.

Für ihre Märkte erwarten 17 der 32 befragten Experten eine gleichbleibende Portfolioqualität, elf sehen eine Verschlechterung und nur vier eine Verbesserung. Die Verschlechterung wird in keinem einzigen Fall als alarmierend bezeichnet. Vielmehr handle es sich um eine langsame Entwicklung, oft eine Folge zunehmender Konkurrenz unter den Mikrofinanzinstitutionen, und dieser Entwicklung sei mit erhöhter Aufmerksamkeit und einem strafferen Risikomanagement zu begegnen.

Abbildung 16: Portfolioqualität der 100 MFI

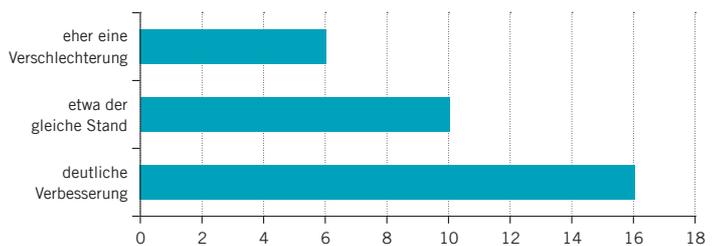


Quelle: responsAbility Research

Institutionelle Rahmenbedingungen verbessern sich weiter

Die Rahmenbedingungen für Mikrofinanzinstitutionen verbessern sich laut den befragten Experten weiter. Die Hälfte der Experten macht eine deutliche Verbesserung aus und widerspricht damit dem oft kolportierten Reformstau in Entwicklungs- und Schwellenländern. Für ein knappes Drittel der befragten Spezialisten halten sich Verbesserungen und Verschlechterungen im jeweiligen Markt die Waage; nur ein knappes Fünftel stellt eine Netto-Verschlechterung fest. Dreh- und Angelpunkt ist für alle Experten die Regulierung. Der Tenor lautet, dass sich bei den Zentralbanken und der Bankenaufsicht zusehends Verständnis für den Mikrofinanzbereich durchsetzt. Geringer ist das Vertrauen in Politiker, deren Neigung zu kurzfristigem Populismus die entwicklungspolitischen Einsichten allzu oft überschattet. Verschlechterungen werden in einzelnen Märkten Südamerikas und Zentralasiens festgestellt. Sie äussern sich namentlich in Form regulatorischer und staatlicher Eingriffe wie Zinsobergrenzen, staatlich diktiert Kreditvergabe an bestimmte Sektoren oder in Kapitalvorschriften.

Abbildung 17: Einschätzung der institutionellen Rahmenbedingungen (Expertenumfrage)



Quelle: responsAbility Research

Kreditinformationsstellen: jetzt noch die Kosten senken

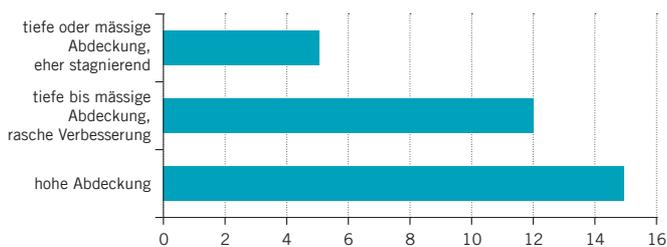
Die Kreditinformationsstelle ist in den meisten Ländern als wichtiges Marktinfrastruktur-Element fest etabliert. Kreditinformationsstellen mindern die mit einer Kreditvergabe verbundenen Risiken. Sie ermitteln die Bonität eines Kreditnehmers, indem sie Informationen bei anderen Kreditgebern einholen. Dadurch benötigen die Haushalte weniger physische Sicherheiten, und Haushalte ohne Bankbeziehung können eine Bonität vorweisen. Ausserdem vermindert die Ausweisung aller Kredite das Risiko einer Überschuldung des Kreditnehmers. In unseren Zielmärkten sind heute rund hundert Kreditbüros operativ. In der Umfrage bezeichnete knapp die Hälfte der Experten die Marktabdeckung durch Kreditinformationsstellen in ihrem jeweiligen Markt als hoch. Weitere zwölf beurteilen die Abdeckung als tief bis mittelhoch, aber rasch steigend. Fünf Experten bewerteten die Abdeckung als tief und machen auch wenige Fortschritte aus. Mehrmals genannt wird der Umstand, dass einzelne grosse Mitbewerber ausscheren, typischerweise traditionelle Banken.

«Die Kreditinformationsstellen funktionieren ausgezeichnet. Zwei private Firmen und der Regulator sammeln Daten, um das Überschuldungsrisiko zu senken. Nach schmerzhaften Erfahrungen in der Vergangenheit ist die Akzeptanz des Informationsaustauschs in der Branche heute sehr hoch.»

Kurt Koenigsfest, BancoSol

Als grösstes Hindernis hin zu einer besseren Abdeckung werden die mit den Kredit-Informationdienstleistungen verbundenen Kosten angemahnt. Diese könnten aber mit dem Einsatz geeigneter Technologien und durch den Wettbewerb zwischen mehreren Anbietern gesenkt werden. Zudem seien zwar die Kosten klar ersichtlich. Doch bleibe der Nutzen in Form erheblich verringerter Ausfallraten seitens der MFI verborgen, was die Kostenproblematik überzeichne.

Abbildung 18: Marktabdeckung durch Kreditinformationsstellen (Expertenumfrage)



Quelle: responsAbility Research

Spezialisierte Finanzierungspartner auch in Zukunft gefragt

Das Gewicht lokaler Finanzierung nimmt in Schwellen- und Entwicklungsländern weiterhin zu: Knapp zwei Drittel der Experten geben an, dass die Bedeutung von Ersparnissen, Anleihen und Bankkrediten in den Mikrofinanzmärkten weiter steigen wird. Rund die Hälfte der Experten glaubt, dass die Bedeutung internationaler Fremdkapital-Finanzierung weiterhin steigt. Ein knappes Drittel erwähnt Eigenkapital aus internationalen wie lokalen Quellen (siehe S. 19 «Direkt partizipieren: Private Equity im Mikrofinanzgeschäft»). Kein einziger der 32 Experten sieht indes die Bedeutung von Spenden und nicht rückzahlbaren Darlehen steigen.

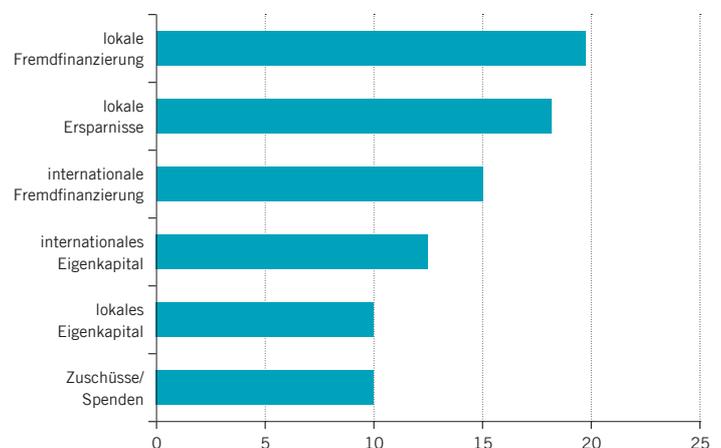
Der Trend zu wachsenden Ersparnissen in den Bilanzen der MFI ist gut dokumentiert. Die 100 MFI in unserem konstanten Portfolio haben über die vergangenen zwei Jahre hinweg das Depositenvolumen um knapp 30% auf heute USD 29,2 Mrd. gesteigert. Dies ist ein Beweis dafür, dass die Entwicklung des Finanzsektors in verschiedenen Schwellenmärkten Früchte trägt. Sichere Sparmöglichkeiten sind für Haushalte mit geringem Einkommen von hohem Wert.

«Langfristig wird das Depositengeschäft eine wichtige Rolle spielen. Die lokalen Sparaufkommen sind allerdings noch viel zu klein und unstetig. Für die nächsten Jahre bleiben verlässliche internationale Partner deshalb unverzichtbar.»

Senacheert Sim, CEO, PRASAC

Allerdings müssen die Betreiber eines Depositengeschäfts strenge regulatorische Auflagen erfüllen. Die hohen Hürden sind indes für leistungsstarke MFI überwindbar. Was in Indien vor kurzem noch illusorisch klang, wird nun bereits 2015 Tatsache: Die erste indische MFI wird Sparmöglichkeiten anbieten können. In dieser Sicht der Dinge überrascht es nicht, wenn die andere Hälfte unserer Experten davon ausgeht, dass die Bedeutung internationaler Refinanzierung von MFI eher abnimmt. Allerdings glauben nur 15% der Befragten, dass diese internationalen Kapitalflüsse auch in absoluten Zahlen zurückgehen werden. Vieles deutet zusammenfassend darauf hin, dass Mikrofinanzinstitutionen zwar sinnvollerweise vermehrt lokale Quellen anzapfen; zur Diversifizierung ihrer Bilanzen werden sie aber weiterhin auf bewährte internationale Partner setzen.

Abbildung 19: Bedeutungszunahme der Finanzierungsquellen (Expertenumfrage)



Quelle: responsAbility Research

Direkt partizipieren: Private Equity in Mikrofinanzinstitutionen

Die Eigenkapital-Investitionen werden im Mikrofinanzgeschäft weltweit auch 2015 stärker wachsen als die Fremdkapital-Anlagen. Unser Equity-Team erwartet einen Anstieg der Equity-Transaktionen um 30%, was dem Durchschnitt der letzten drei Jahre entspricht. Eigentliche Wachstumslokomotive wird absehbar die Weltregion Asien-Pazifik sein.

Im Primärmarkt nehmen einige grosse überregionale Beteiligungsgesellschaften und etablierte Mikrofinanzbanken in grossem Umfang neues Kapital auf. Mit zunehmender Entwicklung des Mikrofinanzmarkts beobachten wir auch eine steigende Anzahl von Sekundärtransaktionen mit reiferen MFI und auch mit KMU-Banken. Diese Tendenz wird sich in den nächsten Jahren noch weiter ausprägen, da eine Reihe noch vor der Finanzkrise lancierter geschlossener Fonds dem Ende ihrer Laufzeit entgegenblickt. Gemäss Erhebungen der Marktbeobachter Luminis und Microrate werden zwischen 2014 und 2016 mindestens acht Eigenkapital- oder Hybridfonds mit Eigenkapital-Anlagen von beinahe USD 600 Mio. das Ende ihrer Laufzeit erreichen und daher Käufer für ihre Positionen benötigen. Die geografische Neuorientierung transregionaler Beteiligungsgesellschaften führt zu weiteren Übernahmemöglichkeiten.

Die Kapitalaufnahmen grösserer Beteiligungsgesellschaften und die vermehrten Sekundärtransaktionen in reiferen Institutionen führen zu erhöhten Transaktionsgrössen. Die Mehrheit der Mikrofinanzinvestoren dürfen aber Investitionen von mehr als USD 10 Mio. in einer einzelnen Institution nicht tätigen, was zu einer erhöhten Anzahl von Gemeinschaftstransaktionen (sog. Club Deals) führt. Dieser Trend eröffnet attraktive Anlagemöglichkeiten für kürzlich etablierte Fonds, welche sich spezifisch auf reifere MFI spezialisieren und daher auch den Anforderungen dieser Institutionen besser gerecht werden können.

Die Informationen zu den Bewertungen solcher Eigenkapital-Transaktionen sind verständlicherweise vertraulich und werden nur selten publik. Neuere Studien bieten allerdings eine Reihe von regionalen Benchmarking-Multiplikatoren. Die höchsten Bewertungen, mit Multiplikatoren von über 1,5-mal dem Buchwert, verzeichnen wir

nach wie vor für die Weltregion Lateinamerika und Asien-Pazifik, vermehrt aber auch für Afrika (siehe Abbildung 20). Besonders im Mikrofinanzmarkt Indien, der sich in bemerkenswerter Weise aus der Krise erholt hat, sind in letzter Zeit wachsende Transaktionsvolumen und steigende Multiplikatoren zu beobachten. Deutlich tiefer bewertet werden Transaktionen in den Ländern Zentralasiens und des Kaukasus, in der Regel zum Buchwert. In Osteuropa sind Eigenkapital-Transaktionen nur spärlich zu beobachten und werden nur zum Buchwert oder tiefer durchgeführt.

Abbildung 20: Bewertungen von Eigenkapital-Transaktionen

Lateinamerika	1,5x Buchwert und höher
Süd- und Südostasien	1,5x Buchwert und höher
Afrika	1,5x Buchwert und höher
Zentralasien und Kaukasus	Zu Buchwert oder etwas höher mit einigen Ausreissern nach oben
Osteuropa	Zu Buchwert oder tiefer

responsAbility will am zunehmend dynamischen Eigenkapitalmarkt des Mikrofinanzsektors partizipieren und hat daher das Equity-Team signifikant ausgebaut: Operierend aus Zürich, Lima und Bangkok ist das verstärkte Team bestens positioniert, um attraktive Anlagemöglichkeiten in reiferen Märkten wie Kolumbien, Bolivien, Kambodscha oder Kenia zu analysieren und zu begleiten. Gerade in diesen Märkten eröffnen sich Wachstums- und Übernahmefinanzierungen für grössere Marktteilnehmer, welche die Kapazität vieler herkömmlicher Eigenkapitalfonds im Mikrofinanzbereich übersteigen. Auch verzeichnen wir ein zunehmendes Interesse seitens lokaler KMU-Banken. Neben den bereits etablierten Marktteilnehmern bieten auch weniger reife MFI weiterhin interessante Anlagemöglichkeiten, besonders in Afrika und im südasiatischen Raum. Interessant bleiben nicht zuletzt Anlagen in MFI, die sich im Umwandlungsprozess zu einer regulierten Geschäftsbank befinden.

Über responsAbility

responsAbility Investments AG ist ein weltweit führender, unabhängiger Vermögensverwalter mit Spezialisierung auf entwicklungsrelevanten Sektoren in aufstrebenden Volkswirtschaften. Darunter fallen die Bereiche Finanz, Landwirtschaft, Energie, Gesundheit und Bildung. responsAbility bietet Fremd- und Eigenkapitalfinanzierungen für nicht börsennotierte Unternehmen mit Geschäftsmodellen, die auf die Bevölkerung am unteren Ende der Einkommensskala ausgerichtet sind und damit sowohl das wirtschaftliche Wachstum als auch den gesellschaftlichen Fortschritt voranbringen. Institutionellen wie privaten Anlegern bietet responsAbility professionell verwaltete Anlagelösungen.

Das 2003 gegründete Unternehmen verwaltet ein Vermögen von USD 2,4 Mrd., das in über 500 Unternehmen in mehr als 90 Ländern investiert ist. Neben dem Sitz in Zürich verfügt responsAbility über lokale Büros in Paris, Lima, Mumbai und Nairobi. Zu den Aktionären zählen namhafte Vertreter des Schweizer Finanzplatzes und die eigenen Mitarbeitenden. responsAbility untersteht der Aufsicht der FINMA.

Als einer der weltweit grössten Mikrofinanzinvestoren hat responsAbility in den vergangenen zwölf Monaten⁶ USD 882 Mio. an neuen sowie erneuerten Investitionen in Mikrofinanzunternehmen getätigt, was einer Zunahme von 26,8% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die in den Mikrofinanzmärkten investierten Vermögenswerte belaufen sich mittlerweile auf USD 1,85 Mrd., verteilt auf 77 Länder. Ermöglicht wird das markante Wachstum durch eine starke und nochmals leicht ausgebaute Präsenz auf den verschiedenen Kontinenten. Erfolgsfaktoren der Expansion sind unter anderem das aktive Portfoliomanagement und die Effizienz im arbeitsteiligen Investitionsprozess.

⁶ Drittes Quartal 2013 bis drittes Quartal 2014.

Dieses Dokument wurde von der responsAbility Investments AG erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen (nachfolgend «Informationen») basieren auf Quellen, die als verlässlich betrachtet werden, jedoch besteht keine Garantie hinsichtlich Richtigkeit und Vollständigkeit derselben. Die Informationen könnten jederzeit geändert werden, ohne dass eine Verpflichtung besteht, den Empfänger darüber zu informieren. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft und nicht garantiert. Sämtliche Handlungen aufgrund der Informationen erfolgen auf eigene Haftung und Gefahr des Empfängers. Das Dokument dient ausschliesslich Informationszwecken. Die Informationen entbinden den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung.

Dieses Dokument darf unter Quellenangabe zitiert werden.

Bildnachweis: HKL Cambodia für responsAbility, 2014 (Titelseite)

© 2014 responsAbility Investments AG. Alle Rechte vorbehalten.

responsAbility Investments AG
Josefstrasse 59, 8005 Zürich, Schweiz
Tel. +41 44 250 99 30
www.responsAbility.com

Der Autor:



Christian Etzensperger ist Senior Research Analyst bei responsAbility Investments. Er hält einen Master of Arts in Volkswirtschaftslehre und einen Master of Science (mit Auszeichnung) in Entwicklungsökonomie der Adam Smith Business School der Universität Glasgow. Ausserdem ist er Chartered Alternative Investment Analyst.

Vor seinem Wechsel zu responsAbility Investments im Jahr 2010 arbeitete er als quantitativer Analyst bei Bank Vontobel und als Makroökonom und Branchenanalyst bei Credit Suisse.

Christian Etzensperger, Senior Research Analyst
c.etzensperger@responsAbility.com, +41 44 254 32 79



Der Autor nimmt auch in einem Interview Stellung zum «Microfinance Market Outlook 2015». Dieses wie auch sämtliche Research-Studien, Publikationen und Webcasts von responsAbility finden Sie unter www.responsAbility.com/multimedia/de.