

Aktuelle Überlegungen des Frontier Markets Teams

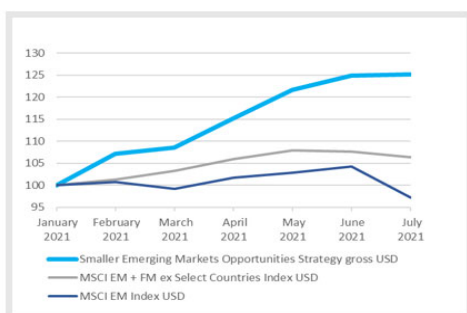
Vielfältige Chancen in den kleineren Schwellenmärkten

– August 2021

Die Smaller Emerging Markets Strategy („SEMS“) wurde am 6. Januar 2021 aufgelegt. Ziel der Strategie ist die Generierung von Alpha durch Anlagen in Aktien aus Schwellenländern und Frontier Markets weltweit unter Ausklammerung der sieben größten Schwellenländer laut MSCI-Definition. Die Seeding- Gelder kamen von den Portfoliomanagern und externen Investoren, und somit sollte Interessengleichheit den zukünftigen Erfolg sichern.

In den ersten sieben Monaten ihres Bestehens konnte die Strategie von einer Konstellation von Umständen profitieren, die noch einige Zeit fortbestehen dürfte. Voraussichtlich werden die Bedingungen für die Strategie und den Investmentprozess sogar noch günstiger werden.

Die nachstehende Abbildung zeigt die Wertentwicklung seit der Auflegung im Vergleich zur Entwicklung der speziell konstruierten Benchmark der Strategie (sie umfasst alle Schwellenländer und Frontier Markets im MSCI Emerging Markets Index ohne die sieben größten Schwellenländer).



Quelle: Fiera Capital, 31. Juli 2021

Was spricht für die kleineren Schwellenländer? Warum ist jetzt ein günstiger Zeitpunkt zum Einstieg?

Lassen Sie uns die Gründe für die Auflegung der Strategie und die Wahl des Auflegungszeitpunkts kurz rekapitulieren.

Wir erleben seit einigen Jahren, wie sich das Umfeld für Schwellenländeraktien deutlich verändert. Im Zuge dieser Entwicklung eröffnen sich immer mehr Gelegenheiten für aktive, nicht auf eine Benchmark fixierte Anleger.

In den zurückliegenden zehn Jahren waren in der Börsenlandschaft der Schwellenländer bedeutende Veränderungen zu verzeichnen. Sie betrafen sowohl geografische Präferenzen als auch die Typen von Anlegern, die das Gros der Aktionäre vieler Unternehmen in diesen Ländern bilden.

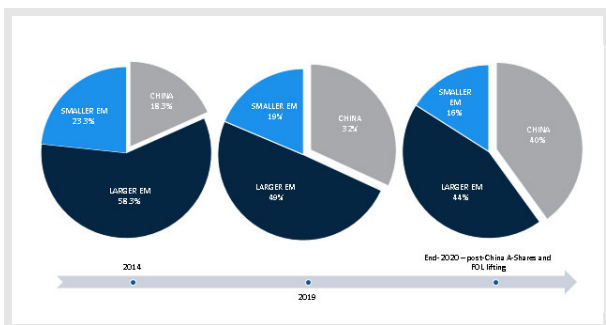
Der **erste Paradigmenwechsel**, der sich auf das Aktienuniversum weltweit ausgewirkt hat, **war der Umstieg vieler internationaler Anleger in passiv verwaltete Fonds**. Im Jahr 2000 hatten passive Produkte nur einen Anteil von 1% am ausländischen Kapital in den Schwellenländern (bezogen auf allgemein zugängliche Fonds). Bis 2006 stieg dieser Anteil auf rund 10%, und heute sind es fast 37% – die Rede ist hier von einer Summe von über 800 Mrd. USD.¹ Das Volumen und die Gewichtung passiver Gelder spielen eine entscheidende Rolle für die Schwellenländer-Indizes, da diese Gelder jegliche Änderungen und Umstrukturierungen automatisch nachvollziehen müssen. **Daraus ergibt sich eine Fülle von Möglichkeiten für aktive, nicht auf eine Benchmark fixierte Investoren.** Die Meidung der Verlierer ist genauso wichtig wie das Aufspüren der Gewinner von morgen – im Universum der kleineren Schwellenländer gilt dies ganz besonders.

Zweitens haben wir in den letzten Jahren einen **dramatischen Wandel in den Schwellenländer-Indizes** im

¹Rencap, Stand 29. Januar 2021

Hinblick auf die Gewichtung der verschiedenen Regionen erlebt. Besonders **bei der Gewichtung einzelner Länder hat es sehr große Veränderungen gegeben**. Maßgeblich dazu beigetragen haben zum einen Streubesitzfaktoren sowie die Aufnahme von Ländern in bestimmte Indizes und zum anderen die relative Entwicklung der Volkswirtschaften und Aktienmärkte.

Beispielsweise erhöhte MSCI 2019 die Quote für chinesische A-Aktien im MSCI Emerging Markets Index von 5% auf 20%. Diese Veränderungen haben dazu geführt, dass die Korrelation zwischen dem chinesischen Aktienmarkt und dem MSCI Emerging Markets Index von rund 0,65 im Jahr 2003 auf heute 0,9 gestiegen ist – und es ist anzunehmen, dass sie sich infolge des wachsenden Gewichts Chinas auf 1,0 zubewegen wird. Das bedeutet im Grunde, dass sich China und andere Schwellenmärkte im Gleichschritt bewegen dürften. Auf Grund der wachsenden Dominanz Chinas im Index gewinnen Anleger nur sehr geringe Diversifikationsvorteile, und das gilt selbst bei aktiver Anlage in Fonds mit unverhältnismäßig hohem Anteil von China-Aktien.



Quelle: Fiera Capital, MSCI Database, 30. Juni 2021

Zurzeit dominiert im Schwellenländer-Universum eine kleine Zahl großer Länder. Über 86% des MSCI Emerging Markets Index entfallen auf die sieben größten Staaten dieser Gruppe.

Blick über den MSCI Emerging Markets Index hinaus



Quelle: Fiera Capital und Bloomberg, 31. Juni 2021 (investierbare Marktkapitalisierung der Werte im Index). Alle Angaben in US-Dollar

Spezialisierte Schwellenländer-Investoren müssen sich auf diese sieben größten Märkte konzentrieren, wenn sie eine Chance haben wollen, eine ordentliche relative Performance zu erzielen. Zwangsläufig stehen dadurch die anderen 20 Länder, die im MSCI Emerging Markets Index zusammen nur auf ein Gewicht von 14% kommen, weniger im Fokus. MiFID II hat diesen Effekt um ein Mehrfaches verstärkt, da die globalen Investmentbanken (als Repräsentanten der Käuferseite) nun unter Druck stehen, Unternehmen an diesen Märkten weniger zu beachten. **Dadurch verstärken sich die Ineffizienzen bei den Aktienkursen an den kleineren Märkten.**

Unser Investmentteam hat in den vergangenen zehn Jahren die Möglichkeiten der Alpha-Generierung auf der Basis ineffizienter Kursbildung in den Frontier Markets klar demonstriert. Seit einigen Jahren ähneln sich viele dieser 20 kleineren Schwellenländer zunehmend darin, dass sie vom Gros der Analysten nicht beachtet werden und in den Anlageportfolios der meisten Investoren kaum vertreten sind.

Die neu aufgelegte Smaller Emerging Markets Strategy richtet den Blick über die sieben großen Märkte hinaus auf die kleineren Länder im MSCI Emerging Markets-Universum sowie auf sämtliche Frontier Markets. Auf Grund der genannten Faktoren sehen wir dort weiterhin große (und **Strategie ist sehr aktiv und setzt vornehmlich auf die**

Bottom-Up-Titelselektion. Daneben dienen uns Top-Down-Analysen dazu, ein negatives Länderraster zu gewinnen. Die Strategie ist nicht auf eine Benchmark fixiert und fahndet in erster Linie nach chancenreichen Titeln, die auf binnenwirtschaftliches Wachstum ausgerichtet sind. Investiert wird vornehmlich in Ländern mit hohen Wachstumsraten infolge von Reformprozessen, die von lokalen Regierungen angestoßen werden.

Wo unterscheiden wir uns vom Index?

	Gewichtung im Portfolio (Ende des Zeitraums)	Gewichtung in der Benchmark (Ende des Zeitraums)	Differenz
Thailand	1,34	10,47	-9,13
Mexiko	4,12	12,5	-8,38
Saudi-Arabien	12,49	20,19	-7,70
Malaysia	0,91	8,29	-7,37
Kasachstan	5,66	0,53	+5,13
Griechenland	10,26	1,16	+9,10
Vietnam	17,31	2,14	+15,17

Quelle: Fiera Capital, MSCI, 16. August 2021

Griechenland – eine Fallstudie

Hintergrund

Als die derzeitigen Co-Portfoliomanager Anfang der 1990er Jahre ihre Berufslaufbahn in den Schwellenländern begannen, war Griechenland nach offizieller Einstufung noch ein Schwellenland. Nach der Euro-Einführung änderte sich dies und Griechenland erhielt 2001 den Status eines Industrielandes. Allerdings war die griechische Volkswirtschaft weitgehend auf Subventionen angewiesen, die dem Land durch seine Mitgliedschaft in der Währungsunion zuteil wurden (direkt in Form von Fördergeldern und indirekt durch billigere Kredite). Nach einer weiteren schuldenbedingten Finanzkrise im Jahr 2012 wurde Griechenland 2013 erneut auf den Status eines Schwellenlandes zurückgestuft. Nach Jahren der Austeritätspolitik, die eine Konsolidierung der Staatsfinanzen bewirken sollte, stand Griechenland unter den weltweiten Schwellenländern jedoch im Abseits. Internationale Anleger ebenso wie die globalen Investmentbanken hatten sich von dem Land abgewandt.

Auslöser für einen Wandel

Im zweiten Halbjahr 2019 wurden konzertierte Pläne für eine Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems

geschmiedet, die dann vom Beginn der Coronakrise Ende 2019 überholt wurden. Griechenlands Wirtschaft litt erheblich unter dem Einbruch des äußerst wichtigen Tourismussektors, und 2020 ging das Wachstum stark zurück. Auf der anderen Seite erhielten die griechischen Banken beträchtliche finanzielle Hilfen aus dem Wiederaufbaufonds der EU, dessen größter relativer Nutznießer Griechenland war. Die Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors ging unvermindert weiter, und man könnte sogar sagen, dass sie durch die Corona-Krise beflügelt wurde.

Im November 2020, als das Team erstmals seit vielen Jahren am griechischen Aktienmarkt investierte, betrug dessen Anteil am MSCI Emerging Markets Index nur ganze 12 Basispunkte. Ausländische Anleger und globale Investmentbanken hatten sich rar gemacht, doch wir erkannten einen klaren Wendepunkt für die griechische Wirtschaft und begannen mit dem Einstieg in griechische Aktien. Bei Auflegung der Strategie wurden auch mehrere Positionen in Griechenland aufgebaut.

Beispiele für Unternehmen, in die wir investiert haben

(einzelne Positionen wurden im Laufe des Jahres abgestoßen, aufgestockt oder reduziert):

Erstes Investment der Strategie war **National Bank of Greece**, bei der kürzlich fundamentale Veränderungen stattgefunden haben, die der Markt weitgehend ignoriert hat. Die notleidenden Kredite des Unternehmens werden durch Verbriefungen im zweiten oder dritten Quartal 2021 erstmals seit der globalen Finanzkrise wieder in den einstelligen Bereich sinken. Aktuell liefern 50% der Bilanzsumme von National Bank of Greece entsprechend den Vorgaben der EZB einen positiven „Carry“ von 100 Basispunkten (die Bank wird also effektiv dafür bezahlt, dass sie ihre Bilanz aufbläht). Sie wird somit, durch Ausweitung ihrer Nettozinsspanne und damit ihrer Rentabilität, bis Ende des Jahres eine saubere Bilanz präsentieren können. Über die nächsten zwei Jahre sollte die Bank eine Eigenkapitalrendite von rund 9% erzielen. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) betrug nur 0,35. Bei Eigenkapitalkosten von etwa 6% sollte ein KBV von 1 im Bereich des Möglichen liegen.

OPAP, der griechische Lotterie- und Online-Wettveranstalter, ist ein weiterer Titel, den der Markt unseres Erachtens weitgehend übersehen hat. Kürzlich in Kraft gesetzte, für das Unternehmen vorteilhafte Steueränderungen wurden kaum beachtet, da die Pandemie fast alle Aufmerksamkeit in Anspruch genommen hat. Sowohl auf der Länder- als auch auf der Titelebene sehen wir jedoch einen der spannendsten Wiederöffnungs-Trades in unserem gesamten Anlageuniversum. Die Free-Cashflow-

Rendite des Titels beträgt 16%, verglichen mit einem langfristigen Wert von unter 8%.² Das Unternehmen schütet seine freien Barmittel traditionell als Dividende aus, und bei einer Rendite 10-jähriger griechischer Anleihen von 70 Basispunkten ist das Potenzial für eine Höherbewertung enorm groß.

Wo stehen wir heute?

Die erfolgreiche Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems dauert an, und bei einem für 2021 erwarteten BIP-Wachstum von über 5% sollte der Sektor in der Lage sein, von neuen Wachstumsmöglichkeiten zu profitieren. Griechenlands Anteil am Emerging Market Index liegt mittlerweile bei 18 Basispunkten, was einem relativen Anstieg von 50% in den letzten neun Monaten entspricht. Dennoch wird das Land von den globalen Schwellenländerfonds großenteils links liegen gelassen.³ In unserer Strategie ist Griechenland aktuell mit 10,3% gewichtet, und wir sehen weiterhin gute Chancen für erfolgreiche Investments.

² Fiera Capital, Stand 30. Juli 2021

³ Factset, Stand 30. Juli 2021

Fazit

Weniger gut analysierte, in Anlageportfolios meist nur schwach vertretene kleinere Schwellenländer befinden sich normalerweise aus gutem Grund in dieser Kategorie. Oft hat es dort in jüngerer Vergangenheit politische oder ökonomische Ereignisse gegeben, die einer freien wirtschaftlichen Entfaltung im Wege stehen. Infolgedessen sind die Volkswirtschaften und Aktienmärkte dieser Länder weniger entwickelt, als sie es sonst vermutlich sein könnten.

Das Investmentteam legt den Schwerpunkt seit langem auf Länder, die positive Reformprozesse durchlaufen (und negative Entwicklungen vermeiden), sowie auf die Auswahl von Titeln, die davon profitieren können. Der Prozess der Aktienselektion basiert auf Finanzmodellen und der strikten Orientierung an Bewertungskriterien. Wir investieren nicht auf Top-Down-Basis. Allerdings haben positive gesamtwirtschaftliche Entwicklungen maßgeblichen Einfluss auf den Fokus unserer Bottom-Up-Aktivitäten.

Die 11-jährige Erfolgsgeschichte des Teams in Frontier Markets

Annualisierte Rendite	Frontier Markets Strategy	MSCI Frontier Markets Index
3 Jahre	13,5%	8,9%
5 Jahre	15,6%	9,4%
7 Jahre	10,5%	2,4%
10 Jahre	10,0%	5,3%
Seit Auflegung*	12,0%	6,3%

Quelle: Fiera Capital, MSCI mit Stand vom 30. Juni 2021. Die Werte für die Frontier Markets Strategy basieren auf den kombinierten Renditen sämtlicher Anteilklassen. Alle Angaben basieren auf Bruttorenditen in US-Dollar. * Auflegungsdatum der Frontier Markets Strategy war der 30. Juni 2010

Momentan scheinen die Umstände, die zur Auflegung der Strategie geführt haben, zwangsläufig zu einer weiteren Zunahme der Anlagemöglichkeiten zu führen. Wie es aussieht, stehen wir am Beginn einer der interessantesten

und chancenreichsten Phasen, die wir in unserer Zeit als professionelle Anleger an den Schwellenländern je erlebt haben.

Betrachtet man das breite Anlageuniversum der Schwellenländer-Aktienmärkte, so wird deutlich, dass viele Länder, einige davon mit bedeutendem Gewicht im MSCI Emerging Market Index, zurzeit mit größeren Problemen und potenziellen Risiken konfrontiert sind. Von den erheblichen regulatorischen Veränderungen in China, die in den letzten Wochen zur Vernichtung von Kapital geführt haben, über die geopolitischen Risiken in der Taiwan-Frage bis hin zur politischen Instabilität in Brasilien, der Überlastung des indischen Gesundheitswesens, der möglichen Verschärfung der Russland-Sanktionen und der wirtschaftlichen Probleme Südafrikas – es gibt zweifellos etliche Faktoren, deren negativer Effekt die Chancen, die ein Aufschwung nach der Pandemie eröffnet, zunichte machen könnte.

Mit der Smaller Emerging Markets Strategy wird Anlegern ein sehr differenzierter Ansatz zur Nutzung von Chancen in den Schwellenländern angeboten. Die Strategie konzentriert sich auf die vielen positiven Reformstorys in weniger gut analysierten, in Anlageportfolios meist nur schwach vertretenen Schwellenmärkten und größeren Frontier Markets, in denen ein höchst dynamisches lokales Umfeld das Wachstum gut geführter Unternehmen begünstigt. Der sehr benchmarkunabhängige Investmentansatz ermöglicht eine Konzentration auf die Auswirkungen positiver Reformen. Beispiele sind die wirtschaftlichen Erfolge, die mit dem Omnibus-Gesetzespaket in Indonesien erzielt wurden, die bedeutenden Wirtschaftsreformen und deren Ergebnisse in Vietnam, die Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors sowie die anhaltenden Reformen im Nahen Osten, wo sich etwa im Versicherungssektor in Katar, in der Immobilienbranche in den Vereinigten Arabischen Emiraten und bei der Vergabe von Hypothekendarlehen in Saudi-Arabien interessante neue Chancen eröffnen, um nur einige Beispiele zu nennen.

Dominic Bokor-Ingram

Senior Portfolio Manager, Frontier Markets
Fiera Capital

WICHTIGE INFORMATIONEN

Das vorliegende Dokument ist nur zur Verwendung durch beabsichtigte Empfänger bestimmt und darf weder ganz noch in Teilen in irgendeiner Form oder auf irgendeine Weise vervielfältigt werden. Ohne die vorherige Zustimmung von Fiera Capital (UK) Limited oder Fiera Capital (Germany) GmbH (zusammen "Fiera Capital") darf kein Teil dieses Dokuments an Dritte weitergegeben oder für Dritte einsehbar gemacht werden. Das Dokument wurde von Fiera Capital ausschließlich zu Informationszwecken herausgegeben, und es soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf beziehungsweise Verkauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten verstanden werden. Sofern Fiera Capital in dem Dokument Informationen bereitstellt, sind diese ausschließlich zu Informationszwecken bestimmt. Solche Informationen stellen keine Empfehlung bezogen auf die persönliche Situation eines Anlegers noch eine besondere oder allgemeine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und begründen somit auch keinerlei Beziehung zwischen Fiera Capital und einem Anleger. Das Dokument enthält eventuell nicht alle neuesten Informationen, die für Anlageentscheidungen erforderlich sind. Möglicherweise gibt es andere Informationsquellen, die zutreffender und relevanter sind. Anleger sollten sich deshalb vor Anlageentscheidungen sorgfältig über die Chancen und Risiken informieren. Neben den finanziellen Aspekten sollten sie auch insbesondere die rechtlichen und steuerlichen Gesichtspunkte von Anlagen bedenken. Potenziellen Anlegern wird dringend empfohlen, einen Finanzberater und, sofern erforderlich, einen Rechtsanwalt oder Steuerberater zu kontaktieren. Der Erwerb von Finanzinstrumenten stellt eine risikoreiche Anlage dar, und Anleger können einen erheblichen Teil des eingesetzten Geldes oder sogar das gesamte investierte Kapital verlieren. Der Wert einer Anlage und eventueller Erträge daraus kann schwanken und wird nicht garantiert. Anleger sollten beachten, dass Wertentwicklungen der Vergangenheit nicht als Indikator für zukünftige Erträge dienen können. Obwohl das Material in diesem Dokument auf Informationen basiert, die Fiera Capital als zuverlässig erachtet, übernimmt Fiera Capital keine Gewährleistung und gibt keine Zusicherung (weder ausdrücklich noch stillschweigend) hinsichtlich der Richtigkeit, Vollständigkeit oder Zuverlässigkeit der hierin enthaltenen Informationen. Alle geäußerten Ansichten sind Ausdruck einer Einschätzung, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung aktuell war, und können sich ändern. Fiera Capital übernimmt keinerlei Haftung für direkte, indirekte oder Folgeschäden beziehungsweise Schäden jeglicher Art auf Grund der Verwendung dieses Materials oder eines Teils davon. Weder Fiera Capital noch Dritte, die Inhalte zur Verfügung stellen, haften für Fehler, Ungenauigkeiten, Verzögerungen oder eine Aktualisierung der veröffentlichten Inhalte des bereitgestellten Dokuments. Fiera Capital übernimmt ausdrücklich keinerlei Gewähr für die Richtigkeit der bereitgestellten Inhalte beziehungsweise hinsichtlich der Verwendung der Informationen für irgendeinen Zweck, soweit dies rechtlich möglich ist. Das vorliegende Dokument enthält möglicherweise „zukunftsbezogene Aussagen“ oder Aussagen, die als solche angesehen werden könnten. Solche zukunftsbezogenen Aussagen sind an der Verwendung zukunftsbezogener Begriffe zu erkennen. Dazu zählen etwa die Begriffe „glaubt“, „schätzt“, „antizipiert“, „erwartet“, „beabsichtigt“, „kann“, „wird“ oder „sollte“ oder deren jeweilige Negativformen oder sonstige Varianten beziehungsweise vergleichbare Ausdrücke. Zukunftsbezogene Aussagen umfassen alle Aussagen, bei denen es sich nicht um historische Fakten handelt. Sie können an verschiedenen Stellen des vorliegenden Dokuments stehen und Aussagen über Absichten, Einschätzungen oder aktuelle Erwartungen von Fiera enthalten, unter anderem in Bezug auf Anlageziele und Anlagepolitik, Finanzierungsstrategien, Anlageperformance, Geschäftsergebnisse, Finanzlage, Perspektiven und die Dividendenpolitik des Unternehmens und über die Märkte, an denen es – und sein Portfolio von Investments – investiert und/oder sich betätigt. Zukunftsbezogene Aussagen sind naturgemäß mit Risiken und Unsicherheiten behaftet, da sie sich auf Ereignisse beziehen und von Umständen abhängig sind, die in Zukunft eintreten oder auch nicht eintreten können. Zukunftsbezogene Aussagen sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die tatsächliche Anlageperformance, die Geschäftsergebnisse, die Finanzlage, die Dividendenpolitik und die Entwicklung der Finanzierungsstrategien des Unternehmens können von dem Eindruck, der durch die zukunftsbezogenen Aussagen in diesem Dokument vermittelt wird, erheblich abweichen.

Großbritannien: Dieses Dokument wird von Fiera Capital (UK) Limited herausgegeben. Fiera Capital (UK) Limited ist von der britischen Finanzaufsicht FCA zugelassen und wird von dieser beaufsichtigt.

Fiera Capital (UK) Limited
Queensberry House, 3 Old Burlington Street,
London W1S 3AE

Tel.: + 44 (0) 20 751 821 00
Fax: + 44 (0) 20 751 822 00
Website: www.Fiera.com

Europäischer Wirtschaftsraum (EWR): Die Fiera Capital (Germany) GmbH („Fiera Germany“) bietet als gebundene Vertreterin für Rechnung und unter dem Haftungsdach der Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS) die Anlagevermittlung von Finanzinstrumenten an. NFS ist ein Wertpapierinstitut gemäß § 2 (1) WpIG mit den erforderlichen Genehmigungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Fiera Germany ist als gebundene Vertreterin der NFS Netfonds Financial Service GmbH in das von der BaFin auf www.bafin.de geführte öffentliche Register eingetragen.

Fiera Capital (Germany) GmbH
Walther-von-Cronberg-Platz 13, 60594 Frankfurt, Deutschland

Tel.: +49 (69) 920 20 75-0