

# Quarterly Manager Views

## FSSA Global Emerging Markets Equities Focus

June 2025

### Der größte Wettbewerbsvorteil, den ein Anleger haben kann, ist Zeit

In 'War and Peace' reflektiert Leo Tolstoi über das Wesen von Ausdauer und Kampf – nicht nur in der Schlacht, sondern auch im Leben. Der epische Roman, der vor mehr als 150 Jahren geschrieben wurde, gilt aufgrund seiner psychologischen Tiefe, seines philosophischen Umfangs und seines Realismus als seiner Zeit voraus. Tolstoi, der vor dem Hintergrund der napoleonischen Kriege schrieb, konzentrierte sich weniger auf militärische Heldentaten als vielmehr auf die stillen Kräfte, die letztlich den Ausschlag geben: Geduld und Zeit. Beim Investieren, wie auch im Leben, werden die dauerhaftesten Siege selten schnell errungen. Doch paradoxerweise ist im Zeitalter des algorithmischen Handels und der Besessenheit von wöchentlichen Datenpunkten die Zeit zu einem der knappsten Güter geworden.

In den letzten Jahrzehnten ist die durchschnittliche Haltedauer von Aktien von über acht Jahren in den 1960er Jahren auf heute weniger als sechs Monate gesunken.<sup>1</sup> Diese Verschiebung hat jedoch ihren Preis: Sie verringert die Fähigkeit der Anleger, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, die sich wesentlich vom breiten Markt unterscheiden. Der Grund dafür ist einfach: Je kürzer der Anlagehorizont, desto größer ist die Streuung der Renditen zwischen den Unternehmen mit der besten und den mit der schlechtesten Performance. Je kürzer die Zeit am Markt ist, desto mehr folgen die Anleger dem Index, anstatt ihn zu schlagen.

Bei diesem Material handelt es sich um eine Finanzwerbung für die FSSA Global Emerging Markets Focus Strategie, die nur für professionelle Kunden in Großbritannien, der Schweiz, dem EWR und anderen Ländern, in denen dies gesetzlich zulässig ist, bestimmt ist.

Investitionen sind mit bestimmten Risiken verbunden:

- **Der Wert der Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Die Anleger können deutlich weniger als den ursprünglich investierten Betrag zurückerhalten.**
- **Risiko der Schwellenländer:** Schwellenmärkte reagieren in der Regel empfindlicher auf wirtschaftliche und politische Bedingungen als entwickelte Märkte. Weitere Faktoren sind ein höheres Liquiditätsrisiko, Beschränkungen bei der Anlage oder Übertragung von Vermögenswerten, eine fehlgeschlagene/verzögerte Abwicklung und Schwierigkeiten bei der Bewertung von Wertpapieren.
- **Währungsrisiko:** Der Fonds investiert in Vermögenswerte, die auf andere Währungen lauten; Wechselkursschwankungen wirken sich auf den Wert des Fonds aus und können zu Verlusten führen.

Einzelheiten zu den Unternehmen, die diese Informationen nutzen, und zu den genannten Strategien finden Sie in den [Allgemeinen Geschäftsbedingungen](#) und den [Wichtigen Informationen](#).

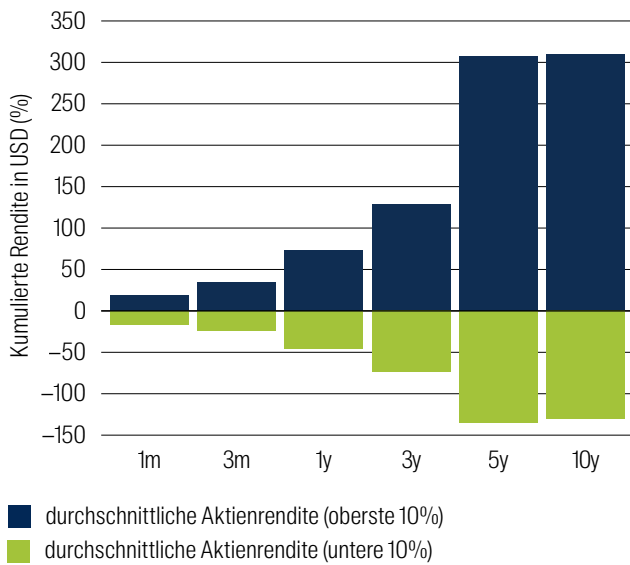
Eine vollständige Beschreibung der Anlagebedingungen und Risiken finden Sie im Prospekt und im Basisinformationsblatt(KID) für jeden Fonds.

**Wenn Sie Zweifel hinsichtlich der Eignung unserer Fonds für Ihre Anlagebedürfnisse haben, wenden Sie sich bitte an einen Anlageberater.**

<sup>1</sup> Quelle: NYSE, Stand: Juni 2020

**Schwellenländer: Zeithorizonte sind wichtig**

MSCI EM Index - Streuung um den Mittelwert der Rendite für die besten/schlechtesten 10% der Aktienperformance



Quelle: MSCI Emerging Markets Index, Stand: 31. Mai 2025

In einer Welt, in der die Märkte beständig steigen, könnte dies ein akzeptables Ergebnis sein. Doch die Märkte bewegen sich nicht geradlinig, und abgesehen von den höheren Kosten und Transaktionsgebühren, die mit hektischen Handelsaktivitäten einhergehen, besteht das größere Problem darin, dass den Anlegern etwas weitaus Wichtigeres entgeht: die künftige Wertschöpfung, die die besten Unternehmen in der Regel generieren. Dies wird vom Markt oft nur unzureichend verstanden, da sich viele Anleger nur auf das nächste Quartal oder Jahr konzentrieren. Die wahren Renditetreiber liegen jedoch in den Cashflows, die weit über diesen Zeitrahmen hinausgehen.

Deshalb konzentriert sich unsere Anlagephilosophie darauf, qualitativ hochwertige Unternehmen zu finden, die viel länger als vom Markt erwartet attraktive Renditen liefern können – und unseren Anlagehorizont zu erweitern, um diesen Vorteil zu nutzen. Wenn man Qualitätsunternehmen besitzt, ist Zeit kein Risiko, sondern ein Vorteil.

Obwohl wir bestrebt sind, Investitionen für immer zu halten, liefert unser tatsächlicher Umsatz einen nützlichen Hinweis auf unseren typischen Zeithorizont. In den letzten drei Jahren lag der Portfolioumschlag für die FSSA GEM Focus-Strategie bei durchschnittlich 23 % (der Umschlag

bei Namen war mit 17 % niedriger), was auf eine typische Haltedauer von vier bis fünf Jahren schließen lässt. Allerdings ist der Umsatz in den letzten Quartalen leicht angestiegen und lag Ende des ersten Quartals bei fast 30 %, was auf eine bewusste Umschichtung von Kapital in die unserer Meinung nach attraktiveren langfristigen Chancen zurückzuführen ist. Dies spiegelt einen gesunden Wettbewerb um Kapital innerhalb des Portfolios wider, nicht eine Änderung der Philosophie. Wir konzentrieren uns nach wie vor auf qualitativ hochwertige Unternehmen, die im Laufe der Zeit Renditen erwirtschaften können, und sind bereit, uns von soliden Unternehmen zu trennen, wenn sich anderswo bessere Risikoprämien ergeben. So haben wir die jüngste Kursschwäche genutzt, um neue Positionen in NuBank und Trip.com zu eröffnen, während wir uns von Despegar, Commercial International Bank und Yum China getrennt haben.

NuBank ist eine digitale Finanzdienstleistungsplattform, die in großem Umfang in Brasilien, Mexiko und Kolumbien tätig ist – in Märkten, in denen das traditionelle Bankgeschäft nach wie vor teuer, wenig durchdrungen und ineffizient ist. Das Unternehmen profitiert von einer hohen Wirtschaftlichkeit, die durch eine niedrige Kostenstruktur, ein intuitives Produktdesign und eine hohe Kundenbindung erreicht wird. Dadurch konnte das Unternehmen seinen Kundenstamm in den letzten Jahren schnell vergrößern. Seit seiner Gründung im Jahr 2013 ist es dem Unternehmen gelungen, seinen Kundenstamm bis Ende 2024 auf 114 Millionen zu erweitern und ist heute mit einem Marktanteil von 13 % am Transaktionsvolumen der zweitgrößte Kreditkartenausgeber in Brasilien. Wir sind der Ansicht, dass das Unternehmen gut positioniert ist, um vom anhaltenden strukturellen Rückenwind der zunehmenden finanziellen Inklusion in Lateinamerika zu profitieren, und über eine lange Wachstumsperspektive verfügt, da Millionen von Menschen vom Bargeld zum digitalen Banking wechseln. Wir haben das Unternehmen in den letzten Jahren mehrmals getroffen und uns intensiv damit beschäftigt. Obwohl wir das Unternehmen sehr schätzten, blieben wir diszipliniert und warteten auf einen attraktiveren Einstiegspunkt – einen, der eine bessere Sicherheitsspanne bot. Diese Gelegenheit ergab sich Anfang dieses Jahres. In diesem Sinne spiegelt NuBank die Art von Investitionen wider, die wir anstreben: Wir haben uns frühzeitig mit der Materie befasst und geduldig auf eine Investitionsmöglichkeit gewartet; und als sich diese ergab, haben wir sie genutzt.

In ähnlicher Weise haben wir Trip.com in unser Portfolio aufgenommen, ein weiteres Unternehmen, das gut zu unserer Vorliebe für dominante lokale Plattformen in wenig penetrierten Märkten passt. Das Unternehmen betreibt mit seiner Marke Ctrip Chinas führendes Online-Reisebüro, das nach Jahren des intensiven Preisdrucks nun von einem rationaleren Wettbewerbsumfeld profitiert. Die Konsolidierung der Branche hat die Wirtschaftlichkeit des inländischen Reisemarktes verbessert und die Position des Unternehmens gestärkt. In der Zwischenzeit hat die internationale Plattform Trip.com – die sich noch in der frühen Wachstumsphase befindet – eine starke Präsenz in ganz Asien aufgebaut und ist gut positioniert, um von der langfristigen Erholung des chinesischen Auslandstourismus zu profitieren, einem strukturellen und unserer Meinung nach unterschätzten Trend. Obwohl wir das Unternehmen viele Jahre lang verfolgt haben, blieben wir an der Seitenlinie – zunächst aufgrund von Bedenken hinsichtlich des Wettbewerbs, aber auch aufgrund von Fragen zur Corporate Governance des Unternehmens. Beide Aspekte haben sich inzwischen gebessert. Die Wettbewerbsdynamik hat sich stabilisiert, und obwohl die Unternehmensführung noch nicht zu den besten ihrer Art gehört, haben wir in den letzten Jahren mit der Unternehmensleitung direkt über verschiedene Themen gesprochen (u. a. Offenlegungspraktiken, Zusammensetzung des Vorstands und Ausrichtung der Anreize). Wir haben greifbare Anzeichen von Fortschritten gesehen, die uns davon überzeugt haben, dass die Richtung positiv ist. Vor diesem Hintergrund nutzten wir den Ausverkauf Anfang des Jahres, um eine Position zu eröffnen, die wir im Verhältnis zum langfristigen Potenzial des Unternehmens für attraktiv halten.

Um diese neuen Käufe zu finanzieren, haben wir uns von einigen Beteiligungen getrennt, bei denen das Renditepotenzial gesunken war oder die makroökonomischen Risiken schwerer zu verkraften waren. Den Anfang machte Despegar, ein lateinamerikanisches Online-Reisebüro, an dem wir bis zum Ende der Pandemie festgehalten hatten. Damals sah sich das Unternehmen mit einem fast vollständigen Einbruch der Reisetätigkeit und einer allgemeinen makroökonomischen und politischen Unsicherheit in der Region konfrontiert. Trotz der Herausforderungen waren wir in der Lage, unsere Position zu halten – und sogar auszubauen –, da wir Vertrauen in das kapitalschonende Modell des Unternehmens, eine disziplinierte Kostenkontrolle und ein Managementteam hatten, das die Krise mit Umsicht und Klarheit meisterte. Mit der Zeit erholte sich die Nachfrage nach Reisen, der Marktanteil konsolidierte sich und das Unternehmen kehrte in die Gewinnzone zurück. Mit der kürzlichen Übernahme durch einen strategischen Investor (Prosus, ein weiteres

Portfoliounternehmen) ist unsere Reise mit Despegar zu Ende gegangen, aber wir sehen das Ergebnis als positiv an – sowohl in Bezug auf die finanzielle Rendite als auch als Bestätigung unseres langfristigen Ansatzes in einer sehr unsicheren Zeit.

Im Gegensatz dazu haben wir uns zu Beginn dieses Jahres entschieden, die Commercial International Bank in Ägypten zu verlassen. Diese Entscheidung spiegelte nicht das Unternehmen selbst wider – es ist nach wie vor ein gut kapitalisiertes, konservativ geführtes Unternehmen mit einer starken Unternehmensführung und einer führenden Position auf dem lokalen Markt. Das allgemeine makroökonomische Umfeld hatte sich jedoch so weit verschlechtert, dass die Risiken unseres Erachtens nicht mehr angemessen eingepreist waren. Anhaltender Währungsdruck, ein zunehmend instabiles außenwirtschaftliches Gleichgewicht und eine begrenzte politische Transparenz machten es schwierig, die Abwärtsrisiken mit Zuversicht zu beurteilen. In einer solchen Situation kann es selbst für ein grundsätzlich solides Unternehmen schwierig werden, es zu besitzen. Wir betrachten den Ausstieg als eine Erinnerung daran, dass in den Schwellenländern die Beibehaltung der Disziplin in Bezug auf makroökonomische Risiken ebenso wichtig ist wie unser Investmentansatz, der sich auf die Analyse der Fundamentaldaten einzelner Unternehmen konzentriert; und dass es manchmal die richtige Entscheidung ist, auszusteigen, wenn der Weg nach vorn zu undurchsichtig wird.

Der Ausstieg aus Yum China war eine andere Art von Entscheidung. Das Unternehmen ist nach wie vor gut geführt, mit einer starken Umsetzung, einem robusten Betriebsmodell und einer langen Erfolgsbilanz bei der Erzielung von freiem Cashflow-Wachstum in einem wettbewerbsintensiven Markt. Operativ ist das Unternehmen weiterhin erfolgreich. Wir sahen jedoch Anzeichen dafür, dass sich das Wachstumstempo verlangsamt und dass eine reifere Filialbasis und steigender Kostendruck die Margen belasteten. Gleichzeitig hatte sich die Aktie gut entwickelt, und die Bewertung spiegelte ein gewisses Maß an Optimismus wider. Vor diesem Hintergrund waren wir der Ansicht, dass das Risiko-Ertrags-Verhältnis nicht mehr so überzeugend war, und entschieden uns, das Kapital in neue Ideen mit einem attraktiveren langfristigen Renditepotenzial umzuschichten. Dies steht im Einklang mit unserem Ansatz: Wir halten starke Unternehmen, solange sie gesunde Wachstumsraten aufweisen, sind aber auch bereit, weiterzuziehen, wenn sich die Aussichten ändern, selbst wenn die Umsetzung solide bleibt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Portfolioentscheidungen wie diese ein breiteres Prinzip widerspiegeln, das unseren Prozess leitet. Als Team denken wir immer darüber nach, wie wir verhindern können, dass das Portfolio veraltet oder rückwärtsgewandt wird. Als Qualitätsanleger besteht die Gefahr, sich in die Gewinner der Vergangenheit zu verlieben und selbstgefällig zu werden. Wir haben festgestellt, dass es wichtig ist, bei der Bewertung diszipliniert zu bleiben und eine starke Auswahl an hochwertigen, aber unterbewerteten Alternativen zu halten. Genau darum geht es bei den oben genannten Änderungen. Der Umsatz ist zwar vorübergehend gestiegen, dürfte aber in den kommenden Quartalen wieder zurückgehen, und wir haben bereits einen Rückgang seit dem Höchststand im ersten Quartal 2025 beobachtet.

## Zölle und “Tag der Befreiung”

Eines der auffälligeren Themen der letzten Monate war die erneute Fokussierung auf Zölle – vor allem die Ankündigung des Weißen Hauses Anfang April zum so genannten “Liberation Day” (Tag der Befreiung) sorgte zwar für viel Aufmerksamkeit, doch wir waren damals (und sind auch heute noch) der Ansicht, dass die Maßnahmen in erster Linie als Verhandlungsinstrument gedacht waren – ein Versuch, mehr Produktion in die USA zurückzuholen. Sie könnten auch darauf abzielen, zusätzliche Einnahmen zu erzielen, um die zunehmend angespannten öffentlichen Finanzen der US-Regierung aufzubessern, aber natürlich nicht in einem Ausmaß, das die Wirtschaft zum Entgleisen bringen könnte – insbesondere angesichts der bevorstehenden Zwischenwahlen im Jahr 2026.

Auch wenn die Situation noch im Fluss ist und es schwer ist, eine endgültige Aussage zu treffen, sind wir aus heutiger Sicht der Meinung, dass Lateinamerika und insbesondere Mexiko im Kontext der Schwellenländer relativ gut aufgestellt ist. Das Abkommen zwischen den USA, Mexiko und Kanada (USMCA) hat weiterhin Bestand, und gegenseitige Zölle wurden vermieden. Seit Anfang dieses Jahres gibt es weitere Anzeichen für eine verstärkte Nearshoring-Aktivität in Mexiko, insbesondere in der Automobil- und Elektronikindustrie, und die ausländischen Direktinvestitionen sind weiterhin stark. Eine Abkühlung in den USA bleibt angesichts der Handelsverflechtungen ein potenzieller Gegenwind, aber die jüngsten Daten deuten darauf hin, dass sich die Nachfrage besser gehalten hat als befürchtet. Insgesamt scheint die Region im derzeitigen Umfeld immer noch ein relativer Nutznießer zu sein.

## Auch China scheint widerstandsfähiger zu sein, als die Schlagzeilen vermuten lassen.

Der Anteil seiner Direktexporte in die USA am Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist weiter zurückgegangen, und viele der exponierteren Kategorien mit niedriger Gewinnspanne haben sich bereits nach Südostasien verlagert. Wichtig ist, dass China sich bisher mit groß angelegten inländischen Konjunkturmaßnahmen zurückgehalten hat – wahrscheinlich in Erwartung eskalierender Handelskonflikte. Das gibt den politischen Entscheidungsträgern Spielraum, um den Konsum in Zukunft stärker zu unterstützen, was unseren eher inlandsorientierten Beständen zugute kommen dürfte.

Indien bleibt von den Handelsspannungen weitgehend verschont, da das Land nur in begrenztem Umfang in die USA exportiert und sein Wachstumsmodell hauptsächlich von der Binnennachfrage getragen wird. Die wichtigste Ausnahme sind die IT-Dienstleistungen, die weiterhin unter strukturellem Druck durch KI-bedingte Störungen und schwächere globale Technologieausgaben stehen. Wir haben keine Gewichtung in indischen IT-Dienstleistungen in unserem Portfolio.

## Reiseberichte aus Indien und Mexiko

Was Indien im weiteren Sinne betrifft, so haben wir im ersten Quartal eine produktive zweiwöchige Reise in das Land unternommen und uns mit einer Vielzahl von Unternehmen und Managementteams getroffen. Wenn es eine Sache gibt, die bei jeder Reise nach Indien auffällt, dann ist es die Tatsache, dass dies ein echter Aktienmarkt für Picker ist. Nirgendwo sonst in den Schwellenländern sehen wir eine derartige Konzentration von qualitativ hochwertigen Unternehmen mit ehrgeizigen Managementteams und dominanten Franchises. Ob Verbraucherunternehmen über die Prämiengestaltung, Versicherer über die zunehmende Formalisierung oder Finanzdienstleister, die sich auf die finanzielle Eingliederung konzentrieren, der langfristige Optimismus war spürbar – und in vielen Fällen durch eine starke Umsetzung vor Ort untermauert.

Doch während Indien auf Unternehmensebene glänzt, ist das Makrobild etwas differenzierter. Das Wachstum war stark, aber die Vorteile sind ungleich verteilt, und die strukturellen Treiber, die hinter dem langfristigen Pro-Kopf-BIP-Wachstum des Landes stehen, sind noch in der Entwicklung begriffen. Wir sind der Ansicht, dass eine sinnvolle, breit angelegte Entwicklung eine klarere Industriestrategie erfordert – eine Strategie, die Indien in die Lage versetzt, über ein dienstleistungsorientiertes Wachstum hinauszugehen und in großem Umfang produktive Arbeitsplätze zu schaffen.

Es gibt Anzeichen für Fortschritte – zunehmende Formalisierung, bessere digitale Infrastruktur und starke Investitionsabsichten in bestimmten Sektoren – aber es gibt auch Gegenwind. In unseren Gesprächen erfuhren wir von den Herausforderungen, denen sich indische Hersteller stellen müssen, wenn sie ihre Kapazitäten erweitern und im Kostenwettbewerb bestehen wollen, selbst in Sektoren, in denen sich die globalen Lieferketten zu ihren Gunsten verschieben. Ein gutes Beispiel ist die Textilindustrie, die theoretisch Marktanteile gewinnen sollte, da Bangladesch mit anhaltenden Störungen konfrontiert ist. Indische Textilunternehmen haben sich jedoch schwer getan, davon in nennenswerter Weise zu profitieren, da ihre Produktionskosten wesentlich höher sind. Dies wirft eine umfassendere Frage auf: Wenn der Kostendruck die Wettbewerbsfähigkeit in einer Branche mit geringer Wertschöpfung wie der Textilindustrie einschränkt, vor welchen Herausforderungen könnten indische Unternehmen dann stehen, wenn sie in der Wertschöpfungskette des verarbeitenden Gewerbes aufsteigen wollen?

Bei der Beurteilung des weiteren Weges werden wir einige Indikatoren genau beobachten: Klarheit und Konsistenz der Vorschriften, Offenheit für ausländisches Know-how und Kapital (auch aus China) und die Frage, ob sich die wirtschaftlichen Möglichkeiten weiter ausweiten oder auf eine Handvoll Konglomerate konzentriert bleiben. Fortschritte in diesen Bereichen wären ein wichtiger Schritt auf dem Weg zu einem hochwertigeren und nachhaltigeren Wachstumsmodell.

Allerdings warten viele der besten Unternehmen in Indien nicht darauf, dass die Politik aufholt – sie passen sich an und wachsen, und in einigen Fällen setzen sie den Maßstab für den Rest der Region. Aus der Bottom-up-Perspektive – immer der Höhepunkt jeder Indienreise – haben wir uns ermutigt gefühlt. Wir betrachten Indien weiterhin als Kernbestandteil unseres Portfolios und sind der Meinung, dass geduldiges, unternehmensorientiertes Investieren im Laufe der Zeit weiterhin attraktive Gelegenheiten aufdecken sollte. Da die Bewertungen in den letzten Jahren jedoch deutlich gestiegen sind, haben wir diesen Optimismus diszipliniert in Portfolio-Maßnahmen umgesetzt. Zwar ist die Qualität vieler Unternehmen nach wie vor hoch, doch die Erwartungen in verschiedenen Marktbereichen bedeuten, dass es nur einen sehr begrenzten Spielraum für Fehler gibt. Infolgedessen waren wir bei der Aufnahme neuer Unternehmen selektiver – aber wir haben eine Handvoll neuer Ideen in unsere Beobachtungsliste aufgenommen.

Im März reisten wir auch nach Mexiko – eines unserer Lieblingsländer unter den Schwellenländern. Mexiko-Stadt sticht besonders hervor, nicht nur wegen seiner Energie und Größe, sondern auch wegen seines außergewöhnlichen kulturellen Erbes. Nur wenige Regionen der Welt können eine so vielfältige und vielschichtige Geschichte vorweisen, die von alten Zivilisationen wie den Teotihuacanos und Jahrhunderte später den Azteken bis hin zum heutigen Mexiko reicht – ein Land, das von Kontrasten und Widerstandsfähigkeit geprägt ist.

Diese Kontraste sind für das Verständnis dieser Chance von zentraler Bedeutung. Mexiko ist ein Land mit zwei Hälften. Der eine Teil – vor allem im Süden – ist nach wie vor informell, unterentwickelt und wird durch schlechte Regierungsführung und organisierte Kriminalität belastet. Auf der anderen Seite – rund um industrielle Zentren wie Monterrey und Mexiko-Stadt – befindet sich eine der erfolgreichsten Volkswirtschaften der Schwellenländer. Durch seine Nähe zu den USA, seine wettbewerbsfähigen Arbeitskräfte und sein wachsendes Ökosystem im verarbeitenden Gewerbe ist Mexiko in einer einzigartigen Position, um von Nearshoring und regionalen Lieferkettenverlagerungen zu profitieren. In diesem Zusammenhang ist das BIP-Wachstum ein schlechter Indikator für die zugrundeliegenden Chancen – die wahre Geschichte liegt in der formellen Wirtschaft, in der die besten Unternehmen weiterhin deutlich schneller wachsen als die Gesamtwirtschaft.

Dieser Punkt wurde in vielen unserer Sitzungen bekräftigt. Unsere Beteiligungen im Portfolio – Regional, Walmex, Alsea und Qualitas – zeigen alle eine gute Leistung mit stetigem Wachstum, einer starken Unternehmensführung und zunehmender Kapitaldisziplin.

Regional stach dabei besonders hervor. Wir haben die Bank an ihrem Hauptsitz in Monterrey besucht und sind ermutigt daraus hervorgegangen. Die Bank hat sich eine Nische bei der Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen geschaffen, indem sie enge lokale Beziehungen mit strengen Kreditkontrollen kombiniert. Ihr Ansatz ist durchdacht, maßvoll und konzentriert sich auf Sektoren, die die Bank gut kennt, darunter das verarbeitende Gewerbe, der Immobiliensektor, die Landwirtschaft und der Tourismus. Das digitale Angebot von Regional, Heybanco, wird schrittweise und profitabel ausgebaut. Es handelt sich hier nicht um eine Bank, die Wachstum um jeden Preis anstrebt, sondern um ein gut geführtes Unternehmen, das auf stetige und risikobewusste Weise Werte schafft.

Eine weitere Beteiligung, die uns weiterhin beeindruckt, ist Walmex. Wir haben den Eindruck, dass das Management eine klare Strategie zur Stärkung der Preisführerschaft bei gleichzeitiger Expansion in angrenzende Dienstleistungsbereiche mit höheren Gewinnspannen umsetzt. Es wird erwartet, dass sich die Bruttomargen leicht verbessern werden, aber die operativen Margen werden flach bleiben, da die Investitionen in E-Commerce, Finanzdienstleistungen (Cashi), Telekommunikation (Bait) und Werbung (Connect) zunehmen. Diese neueren Geschäftsbereiche leisten bereits einen bedeutenden Beitrag zur Häufigkeit der Käufe und zur durchschnittlichen Ticketgröße – insbesondere bei Bargeldkunden – und bieten langfristige Optionen. Der Plan, bis 2028 1.500 neue Bodega-Geschäfte zu eröffnen, ist neben einer höheren Eigenmarken-Penetration (von 16 % auf Mitte der 20er Jahre) eine weitere Möglichkeit, den adressierbaren Markt zu erweitern. Besonders ermutigt wurden wir durch die operative Disziplin des Managements, die geringe Toleranz gegenüber Preisunterschieden und die durchdachte Entwicklung des Ökosystems. Obwohl die Aktie optisch nicht billig ist, halten wir die Bewertung angesichts der langfristigen Reinvestitionsmöglichkeiten und des Ertragswachstumspotenzials des Unternehmens für attraktiv.

Qualitas bleibt unserer Ansicht nach ein qualitativ hochwertiges Unternehmen mit einem starken Versicherungsgeschäft, einem dominanten Marktanteil und wachsender Professionalität auf der Anlagenseite. Unser Treffen mit dem neuen Chief Investment Officer (CIO), der einen disziplinierten, langfristigen Ansatz für die Verwaltung der Bilanz mitbringt, hat uns beruhigt. Er konzentriert sich auf die Formalisierung des Investitionsrahmens, die Verbesserung der Risikokontrollen und den Aufbau eines dauerhafteren Renditeprofils – Schritte, die zwar nicht für Schlagzeilen sorgen, aber die Widerstandsfähigkeit im Laufe der Zeit deutlich verbessern dürften. Das Prämienwachstum wird sich nach einer starken Periode wahrscheinlich normalisieren, aber wir glauben, dass es angesichts der anhaltenden Trends in der Fahrzeugfinanzierung und der zunehmenden Akzeptanz von formellen Versicherungen gesund bleiben wird. Das Kerngeschäft ist nach wie vor solide, und die Bewertung – insbesondere im Hinblick auf die Kapitalerträge – erscheint weiterhin angemessen.

Politisch gesehen war die Stimmung unter den Unternehmen entspannter als erwartet. Mexikos neu gewählte Präsidentin Claudia Sheinbaum hat bisher einen pragmatischeren Ton angeschlagen als AMLO (Manuel Andrés López Obrador, der ehemalige mexikanische Präsident, der oft unter seinen Initialen bekannt ist),

und erste Anzeichen deuten auf einen konstruktiveren Umgang mit der Wirtschaft hin. Bedenken hinsichtlich der Justizreform bleiben bestehen, insbesondere für regulierte Sektoren, aber insgesamt war der Tonfall von vorsichtigem Optimismus geprägt – nicht von Panik.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Mexiko zwar in der einen Hälfte des Landes mit strukturellen Herausforderungen konfrontiert ist, wir uns jedoch auf die andere Hälfte konzentrieren und weiterhin starke Bottom-up-Chancen in einer Reihe von gut geführten Unternehmen sehen, die deutlich schneller wachsen als die Wirtschaft und Kapital zu attraktiven Bewertungen zurückgeben.

## Ausblick

Insgesamt sind wir der Meinung, dass das Bild für die Schwellenländer sowohl auf absoluter als auch auf relativer Basis positiv ist. Die Bewertungen sind attraktiv, die Währungen billig, und im Gegensatz zu den USA – denen einige schwächere Jahre bevorstehen, die den Dollar belasten und die globalen Anleger dazu veranlassen könnten, nach Alternativen zu suchen – scheinen die Schwellenländer nach einigen schwierigen Jahren für ein stärkeres Wachstum gerüstet zu sein. Darüber hinaus glauben wir, dass die Möglichkeit eines „Deals“ zwischen China und den USA zu einer Neubewertung der Vorstellung führen könnte, dass China in einigen Teilen der Welt „uninvestierbar“ sei, was das Interesse an den Schwellenländern wieder anregen könnte. Schließlich ist China nach wie vor der größte Markt in einem globalen Schwellenländerkontext.

Aus einer Bottom-up-Perspektive erwarten wir, dass die Gesamterträge und der freie Cashflow des Portfolios in den nächsten zwei Jahren um etwa 14 % jährlich wachsen werden. Für dieses Wachstum zahlen wir derzeit eine Free-Cashflow-Rendite von 6 % – das ist ein Abschlag gegenüber den langfristigen Durchschnittsbewertungen und beinhaltet keine Annahmen für eine Neubewertung. Dies stimmt uns optimistisch, was das Renditepotenzial von hier aus angeht. Wir sind der Meinung, dass die Kombination aus angemessenen Bewertungen, sich verbessernden Fundamentaldaten und starken Unternehmen eine solide Grundlage für attraktive langfristige Renditen bietet.

Wie immer sind wir Ihnen für Ihre anhaltende Unterstützung dankbar. Wenn Sie Fragen zur Strategie, zu unserem Ansatz oder zu bestimmten Beteiligungen haben, würden wir uns freuen, diese mit Ihnen zu besprechen.

### **Wichtige Informationen**

Dieses Dokument wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und soll lediglich eine Zusammenfassung des behandelten Themas bieten. Es erhebt nicht den Anspruch, umfassend zu sein oder Ratschläge zu erteilen. Die geäußerten Ansichten sind die Ansichten des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich im Laufe der Zeit ändern. Dies ist kein Angebotsdokument und stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Anlageempfehlung zum Vertrieb oder Kauf von Wertpapieren, Aktien, Anteilen oder sonstigen Beteiligungen oder zum Abschluss einer Anlagevereinbarung dar. Niemand sollte sich auf den Inhalt dieses Dokuments verlassen und/oder auf der Grundlage der in diesem Dokument enthaltenen Informationen handeln.

Dieses Dokument ist vertraulich und darf ohne unsere vorherige schriftliche Zustimmung weder ganz noch teilweise in irgendeiner Form oder mit irgendwelchen Mitteln kopiert, vervielfältigt, weitergegeben oder übertragen werden. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir zum Zeitpunkt der Herausgabe für zuverlässig und genau halten, doch wird keine ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Fairness, Genauigkeit oder Vollständigkeit der Informationen gegeben. Wir übernehmen keinerlei Haftung für Verluste, die sich direkt oder indirekt aus der Verwendung dieses Dokuments ergeben.

Verweise auf "wir" oder "uns" beziehen sich auf First Sentier Investors, ein Mitglied der Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG), einer globalen Finanzgruppe. Einige unserer Investmentteams sind unter den Handelsnamen FSSA Investment Managers, Stewart Investors, Igneo Infrastructure Partners tätig, die alle zur First Sentier Investors-Gruppe gehören. MUFG und ihre Tochtergesellschaften übernehmen keine Garantie für die Wertentwicklung der in diesem Dokument erwähnten Anlagen oder Unternehmen oder für die Rückzahlung des Kapitals. Alle genannten Anlagen sind keine Einlagen oder sonstigen Verbindlichkeiten der MUFG oder ihrer Tochtergesellschaften und unterliegen dem Anlagerisiko, einschließlich des Verlusts von Erträgen und investiertem Kapital.

Wenn sich dieses Dokument auf eine Anlagestrategie bezieht, die für Anlagen über einen britischen OGAW, aber nicht über einen EU-OGAW-Fonds zur Verfügung steht, dann ist diese Strategie für EU/EWR-Anleger nur über ein getrenntes Mandatskonto verfügbar.

Im Vereinigten Königreich ausgegeben von First Sentier Investors (UK) Funds Limited, die im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und reguliert wird (Registrierungsnummer 143359). Eingetragener Sitz Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, London, EC2M 7EB Nummer 2294743. Im EWR, ausgegeben von First Sentier Investors (Ireland) Limited, die in Irland von der Central Bank of Ireland zugelassen ist und beaufsichtigt wird (eingetragene Nummer C182306). Eingetragener Sitz: 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Irland Nummer 629188. Außerhalb des Vereinigten Königreichs und des EWR, ausgegeben von First Sentier Investors International IM Limited, die im Vereinigten Königreich von der Financial Conduct Authority zugelassen ist und beaufsichtigt wird (eingetragene Nummer 122512). Eingetragener Sitz: 23 St. Andrew Square, Edinburgh, EH2 1BB Nummer SC079063.