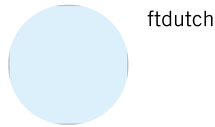




Emerging Markets Smallcaps: Een uitgelezen groeikans

September 23, 2016



ftdutch

Opkomende markten blijven de voortrekkers van de snelst groeiende en opwindende economieën, aangezien hun bruto binnenlands product (bbp) dit jaar over het algemeen een stuk sneller groeit dan dat van de ontwikkelde landen, ondanks de vaak besproken vertragingen in bepaalde landen. Het Templeton Emerging Markets team gelooft dat de uitdagingen die bepaalde landen, sectoren en landen hebben – zoals energiebedrijven en Chinese banken – interessante kansen binnen het emerging markets universum (EM) naar de achtergrond hebben verdrongen. Hier presenteren mijn collega Chetan Sehgal, executive vice president, managing director India, CIO, en directeur van de wereldwijde emerging markets/Smallcap strategieën bij Templeton Emerging Markets Group en ik de kijk van het team op de uitgelezen kansen die we zien binnen EM smallcap aandelen.

We denken immers dat EM smallcap aandelen een sterk potentieel blijven hebben, en dat aan aantrekkelijke waarderingen. We vinden ook dat de meeste beleggers deze activaklasse over het hoofd zien. Dat heeft gedeeltelijk te maken met de verkeerde opvattingen die ze hebben over volatiliteit, liquiditeit en omvang van het beleggingsuniversum. Er zijn verschillende belangrijke positieve eigenschappen van EM smallcaps, zowel structurele als tactische, die over het algemeen pleiten voor een opname van de activaklasse binnen een bepaalde blootstelling aan emerging markets.

Vanuit structureel oogpunt geven kleinere EM bedrijven beleggers toegang tot duizenden bedrijven die voldoende liquide zijn. Kleinere bedrijven worden doorgaans minder goed opgevolgd, en buitenlandse beleggers investeren er minder in, wat zorgt voor marktinefficiënties die mogelijk kunnen worden benut. Bovendien is het soort blootstelling dat kleinere EM bedrijven doorgaans vertegenwoordigt, een aanvulling op het grotere EM universum, zeker in domeinen zoals gezondheidszorg en consumptiegoederen, aangedreven door demografie en een opkomende middenklasse. Hierdoor denken we dat EM smallcaps over het algemeen een sterk groeipotentieel hebben.

Tactisch gezien beschouwen we de recente verkoopgolf in EM als een bijzonder aantrekkelijk gewaardeerde beleggingskans. Bovendien hebben kleinere bedrijven in EM over het algemeen een hogere blootstelling aan lokale markten. Hierdoor zijn ze historisch gezien minder gecorreleerd geweest (de mate waarin ze samen bewegen) met hun grotere tegenhangers. Net zoals alle EM aandelenbeleggingen (en aandelenbeleggingen in het algemeen) brengt het beleggen in kleinere bedrijven enkele intrinsieke en gepercipieerde risico's met zich mee, zoals kapitaalverlies; kleinere aandelen zijn doorgaans volatieler geweest dan grotere bedrijven, vooral dan op korte termijn. EM smallcaps dragen echter in steeds grotere mate de interesse weg van institutionele beleggers, en we denken dat ze aantrekkelijke risico/rendementseigenschappen hebben in het huidige economische klimaat.

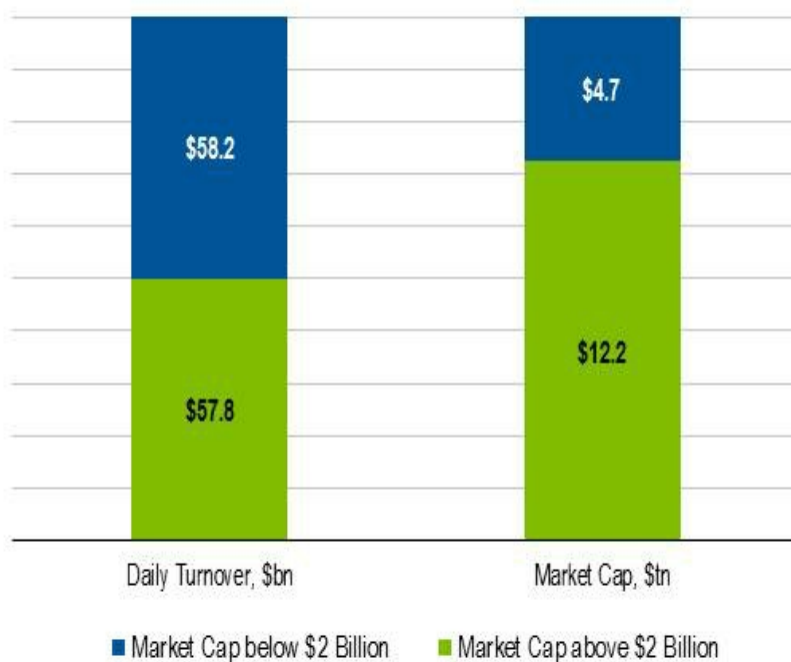
Een uitgebreid beleggingsuniversum met aanzienlijke liquiditeit

EM smallcaps zijn helemaal geen nichebelegging, ondanks wijd verspreide misvattingen. De activaklasse vertegenwoordigt immers meer dan 23.000 bedrijven met een gezamenlijke marktkapitalisatie van bijna 5 biljoen USD en een dagelijkse omzet van bijna 60 miljard dollar, wat goed is voor een aanzienlijk gedeelte van de algemene liquiditeit in emerging markets en ook van de marktkapitalisatie, zoals de grafiek hieronder aantoont. De omvang van het EM smallcap beleggingsuniversum biedt op die manier heel wat kansen om verkeerd geprijsde bedrijven te ontdekken. Een ander aspect van de activaklasse (tevens aangeduid op de grafiek) is dat de gezamenlijke liquiditeit grotendeels vergelijkbaar is met die van largecap aandelen. Dat gaat opnieuw in tegen de algemene perceptie. In feite zijn EM smallcaps doorgaans onevenredig in handen van binnenlandse privébeleggers, die vaak frequenter handelen dan buitenlandse institutionele beleggers, doordat die eerste doorgaans een veel kortere beleggingshorizon hebben, waardoor de liquiditeit een boost krijgt.

EM Smallcaps onevenredig vertegenwoordigd in dagelijkse handelsactiviteit



Per 31 maart 2016



Bronnen: Bloomberg, MSCI. Het beleggingsuniversum bestaat uit alle beursgenoteerde aandelen uit de groeielanden binnen de MSCI Emerging Markets Index en de MSCI Frontier Markets Index. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, kosten of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

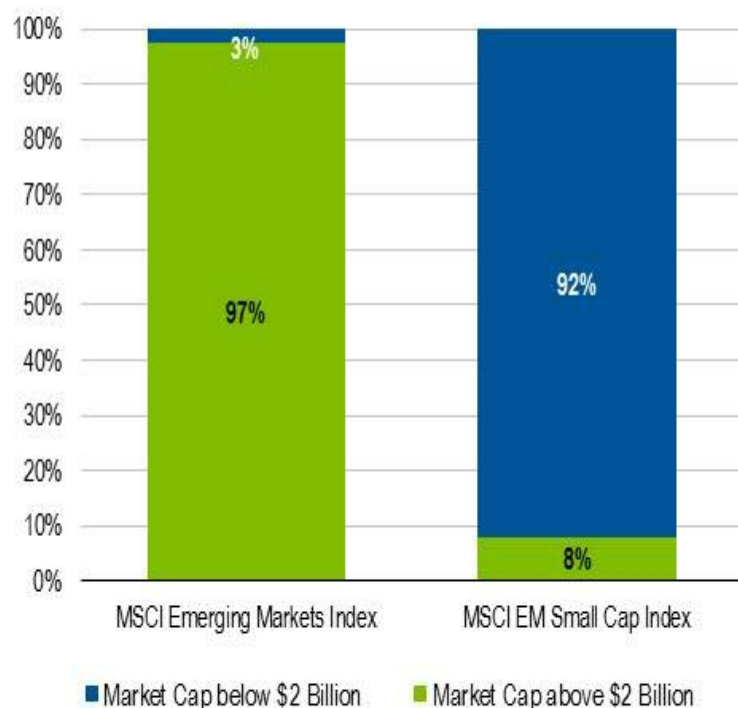
Genegeerd en weinig opgevolgd

Op de volgende grafiek bekijken we de EM smallcap blootstelling binnen de MSCI Emerging Markets Index, een benchmark die vaak gebruikt wordt om EM aandelen als activaklasse voor te stellen. Hier zien we dat de EM smallcap blootstelling neerkomt op slechts 3% van deze benchmark – tegenover 28% van de marktkapitalisatie van het volledige EM beleggingsuniversum. Dit verschil vertegenwoordigt een structurele onderweging in de portefeuilles van beleggers die een indexmatige strategie volgen.

EM Smallcaps vertegenwoordigd binnen EM benchmarks



Per 31 maart 2016



Bron: FactSet. De MSCI Emerging Markets Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. De MSCI Emerging Markets Small Cap Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

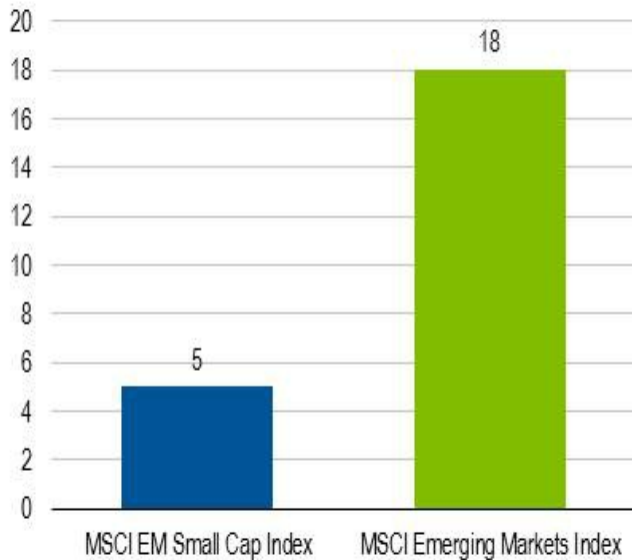
Kleinere EM bedrijven worden niet alleen genegeerd door heel wat beleggers, ze worden ook beduidend minder opgevolgd. Dit weerspiegelt niet alleen het enorme aantal bedrijven dat moet worden opgevolgd, maar ook het gebrek aan beschikbare informatie en een beperkte beleggersbasis waaraan zulke research kan worden verspreid. Het is geen verrassing dat de mediaan van het aantal beleggingsaanbevelingen voor EM smallcaps een stuk lager ligt dan voor grotere EM aandelen. Het veel grotere aantal aandelen die bijna niet, of zelfs helemaal niet, worden opgevolgd, is eveneens iets wat opvalt. Voor een groot aantal EM smallcap aandelen buiten de benchmarkindex is er zelfs nog minder research beschikbaar. Het is veel waarschijnlijker dat een relatief onbekend EM smallcapbedrijf dat niet in de index zit verkeerd geprijsd is dan een groot bedrijf dat goed opgevolgd wordt.

EM Small Caps worden weinig door analisten opgevolgd in vergelijking met het ruimere Emerging Markets universum.

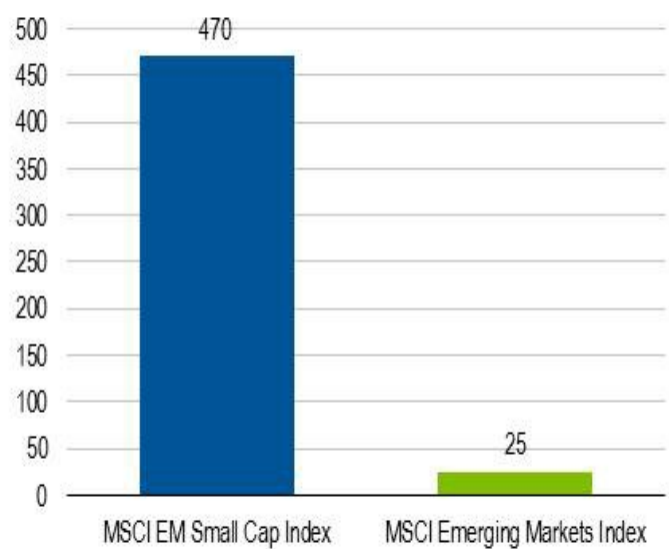


Per 31 maart 2016

Median Analyst Recommendations



Number of Stocks with Negligible Research Coverage



Louter ter illustratie.

Bron: FactSet. De MSCI Emerging Markets Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. De MSCI Emerging Markets Small Cap Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Lokale Emerging Markets blootstelling

Als we eens stilstaan bij het algemene economische succes dat EM's op lange termijn hebben behaald, en ook als aandelenactivaklasse, zijn veel van deze landen nog beter geïntegreerd geraakt in de wereldeconomie. Het gevolg hiervan is dat de grootste en meest succesvolle bedrijven vaak in het buitenland zijn gaan uitbreiden en wereldwijd zijn gaan exporteren en investeren. De aandelenkoersen van veel van deze aandelen worden als gevolg hiervan niet langer bepaald door binnenlandse factoren. Voorbeelden van zulke bedrijven zijn bedrijven binnen de elektronica-, automobiel- of consumptiesector, die een groot deel van hun omzet genereren op ontwikkelde markten, in plaats van op de markten waar ze gebaseerd zijn. Kleinere EM bedrijven daarentegen bieden net de blootstelling die beleggers in emerging markets willen. We denken dan aan binnenlandse vraag, gunstige demografie, lokale hervormingsinitiatieven en innovatieve nicheproducten die vaak de belangrijkste groeifactoren zijn. De sectoren waaraan EM smallcapbeleggers zijn blootgesteld, verschillen bijgevolg aanzienlijk van die van grotere aandelen, zoals de volgende grafiek aantoont.

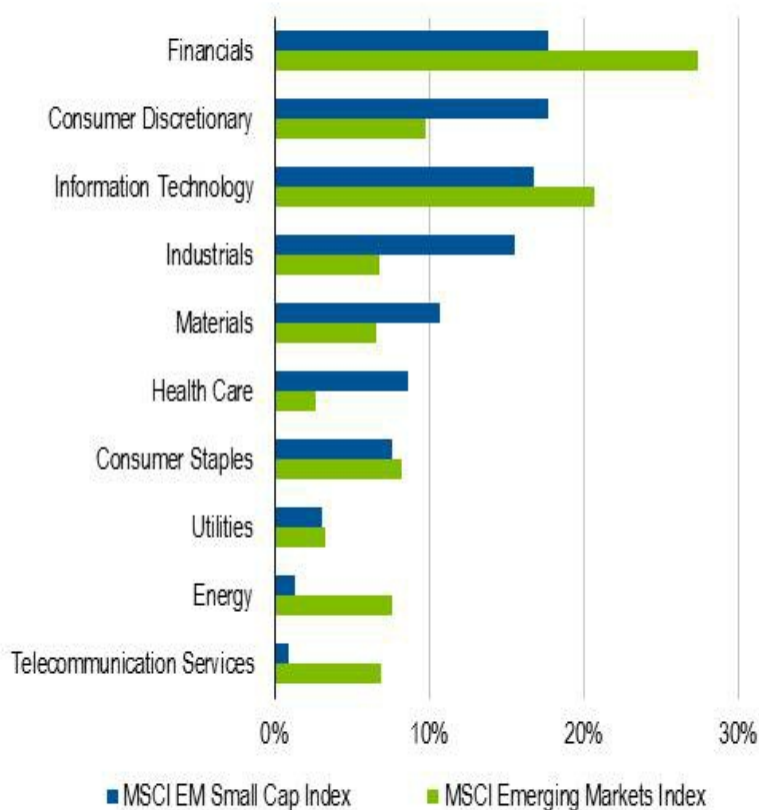
De MSCI Emerging Markets Index heeft in verhouding een onevenredige blootstelling aan financials, energie, informatietechnologie en telecoms/nutsbedrijven. Deze sectoren worden doorgaans meer beïnvloed door wereldwijde of landenspecifieke macro-economische trends, denken we maar aan de schuld die samenhangt met de vastgoedmarkt van een economie, de wereldwijde olieprijs of overheidsbeleid.

Bovendien zijn staatsbedrijven meer vertegenwoordigd bij de grotere aandelen, en hoewel we vaststellen dat veel staatsbedrijven goed beheerd worden, lopen de belangen van de uiteindelijke eigenaars ervan niet altijd gelijk met die van de minderheidsaandeelhouders.

EM smallcap blootstellingen zijn geconcentreerd in sneller groeiende sectoren zoals duurzame consumptiegoederen en gezondheidszorg. Zulke bedrijven richten zich doorgaans meer op de lokale markt en vele ervan zijn relatief dominante spelers in kleinere sectoren. De meest succesvolle kleinere EM bedrijven zullen gebruik maken van zo'n lokale sterkte om internationaal uit te breiden. Hierdoor kunnen ze op termijn gemakkelijker uitgroeien tot middelgrote of zelfs grote bedrijven. Zelfs binnen een bepaalde sector kan de economische blootstelling aanzienlijk verschillen. In de materials sector bijvoorbeeld zijn mijnbouwbedrijven van nature meestal grote bedrijven, en worden ze in grote mate beïnvloed door factoren die niet samenhangen met hun thuismarkt, zoals wereldwijde grondstoffenprijzen. Kleinere EM materials bedrijven zijn doorgaans ondernemingen met een grotere blootstelling aan lokale economische ontwikkeling en vraagfactoren, zoals cementproducenten.

Zijdelingse vergelijking van Small- en Largecap EM benchmarks

Per 31 maart 2016



Bron: FactSet. De MSCI Emerging Markets Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. De MSCI Emerging Markets Small Cap Index is samengesteld uit large- en midcaps uit 23 opkomende landen. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Marktinefficiënties

De overwegend binnenlandse economische blootstelling van kleinere EM bedrijven, in combinatie met het feit dat deze aandelen over het algemeen weinig worden opgevolgd, leidt soms niet alleen tot verkeerd geprijsde bedrijven, maar ook tot ruimere marktinefficiënties. India is een uitgesproken voorbeeld van een economie die bepaald wordt door zulke trends. Dit is het gevolg van het feit dat deze markt enorm veel kleinere bedrijven telt waarin belegd kan worden, en heel wat van deze aandelen in handen zijn van lokale beleggers. India is voor ons een voorbeeld van de manier waarop de dynamiek van een land en andere factoren voor beleggers hebben gezorgd voor niet-gecorrleerde rendementen.

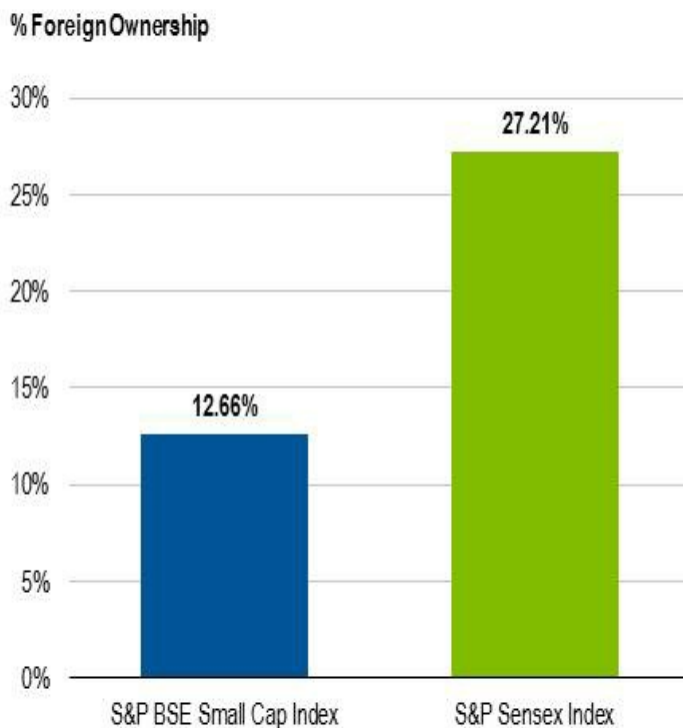
Na de wereldwijde financiële crisis van 2008-2009 tot het einde van het kalenderjaar 2014 kwam het leeuwendeel van de instroom in Indische aandelen van buitenlandse beleggers, aangezien binnenlandse beleggers zich eerder gingen richten op reële activa zoals vastgoed en goud. Alle buitenlandse instromen die afkomstig zijn van indexmatige beleggingen zullen per definitie geconcentreerd zijn in de grotere indexaandelen, wat bijdraagt tot het feit dat largecapbedrijven overwegend in handen zijn van buitenlandse beleggers. Dit wordt verder versterkt door de beperkte research die er beschikbaar is voor kleinere aandelen of aandelen die niet in de index zitten. Hierdoor gaan veel beleggers zich op grote en indexaandelen richten.

De volgende grafiek toont aan dat beleggingen die worden aangehouden door buitenlandse beleggers goed zijn voor ongeveer 27% van de waarde van de S&P BSE Sensex Index, die de bredere Indische aandelenmarkt vertegenwoordigt, maar slechts 13% van de S&P BSE Small Cap Index. [\[1\]](#) Hierdoor hebben Indische smallcap aandelen doorgaans niet alleen een grotere blootstelling aan de binnenlandse economie via hun zakelijke activiteiten, maar ook door het gedrag van lokale beleggers.

Indische aandelen: buitenlandse eigendom



Per 7 juni 2016



Bron: Bloomberg. De S&P BSE Sensex Index wil de prestaties opmeten van de 30 grootste, meest liquide en financieel gezonde bedrijven binnen belangrijke sectoren van de Indische economie. De S&P BSE Small Cap Index wil het smallcapsegment vertegenwoordigen van de Indische aandelenmarkt. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

Van 2009 tot 2013 droeg de negatieve lokale perceptie van aandelen eveneens toe tot een aanzienlijke waarderingsschuld van Indische smallcap aandelen ten opzichte van hun grotere tegenhangers, terwijl in veel landen kleinere aandelen met een premie noteerden dankzij hun superieure groeivoorzichten. In 2014 sloeg het sentiment echter om. Toen werd het immers duidelijk dat de Bharatiya Janata Party (BJP) onder de hervormingsgezinde en bedrijfsvriendelijke Narendra Modi de nationale verkiezingen zou winnen, wat zorgde voor grote binnenlandse instromen. Dit leidde op zijn beurt tot een snelle opwaardering van Indische smallcap aandelen, zowel tegenover hun grote tegenhangers, als op absoluut niveau.

Groeiopotentieel

Volgens ons zijn emerging markets een baken van hoop in een wereldwijd economisch klimaat dat soms onzeker is. De algemene groeipercentages zijn zonder uitzondering teleurstellend geweest sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008-2009. Het International Monetary Fund (IMF) verlaagde elk jaar de groeivoorzichten. Onlangs, in april 2016, verlaagde het IMF de geschatte wereldwijde bbp-groei voor 2016 naar 3,2%.^[2] **In de zes jaren voor 2008 zorgden emerging markets voor 70% van de toename van de jaarlijkse economische groei, ^[3] en hoewel het tempo sindsdien gematigder is geworden, blijft de gezamenlijke groei van hun bbp aanzienlijk hoger dan in ontwikkelde landen. In een dergelijk klimaat van lage groei kan een belegging in kleinere EM bedrijven blootstelling geven aan veel van de snelst groeiende bedrijven in de snelst groeiende landen ter wereld. Het loont ook de moeite om te onderstrepen dat deze groei meestal organisch is, en afkomstig is van lokale marktfactoren in plaats van wereldwijde macro-economische factoren of financiële spijttechnologie in de vorm van de inkoop van eigen aandelen. Deze techniek wordt agressief toegepast in de Verenigde Staten in het bijzonder, en in ontwikkelde landen in het algemeen. Naast de organische groei kunnen kleinere EM hun aandelenkoersen ook zien stijgen dankzij de opname in een index (waardoor passieve beleggers meer gaan investeren, en de sell-side analisten meer research gaan verrichten, waardoor ook actieve fondsen waarschijnlijk zullen beleggen). Dit zijn groeifactoren die in grote mate los staan van macro-economische invloeden.**

Nu we enkele misvattingen hebben besproken, en enkele positieve aspecten van het opnemen van kleinere bedrijven in een portefeuille hebben belicht, is het ook belangrijk om eens stil te staan bij de uitdagingen. Het belangrijkste om te onthouden is wellicht dat er heel wat kleine EM bedrijven zijn die klein zullen blijven. Dat kan het gevolg zijn van problemen met hun deugdelijk bestuur, een weinig kwalitatief management, een gebrek aan groei of andere factoren. Beleggers moeten de bedrijven kunnen identificeren die op lange termijn zullen slagen. Aangezien er een enorm aantal minder opgevolgde en genegeerde bedrijven bestaat waarin belegd kan worden, denken we dat we een lans kunnen breken voor een blootstelling aan kleine EM bedrijven, dankzij de focus op bottom-up fundamentals.

De verklaringen, meningen en analyses in dit document zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden beschouwd als individueel beleggingsadvies of als een aanbeveling om in enig effect te beleggen of om enige beleggingsstrategie te volgen. Aangezien de markt en de economie snel kunnen evolueren, gelden verklaringen, meningen en analyses op de datum van de publicatie en kunnen ze zonder kennisgeving worden gewijzigd. Dit document is niet bedoeld als een volledige analyse van elk belangrijk feit over een land, regio, markt, sector, belegging of strategie.

Belangrijke juridische informatie

Alle beleggingen gaan met risico's gepaard, waaronder een mogelijk verlies van het ingelegde kapitaal. Beleggingen in buitenlandse effecten houden speciale risico's in, zoals wisselkoersschommelingen, een onstabiel economisch klimaat en politieke ontwikkelingen. Beleggingen in landen met een opkomende markt, waar frontiermarkten een onderdeel van zijn, gaan gepaard met grotere risico's die verband houden met dezelfde factoren, boven op de risico's die verbonden zijn aan hun relatief geringe omvang, de lagere liquiditeit en het gebrek aan een gevestigd wettelijk, politiek, zakelijk en sociaal kader om effectenmarkten te ondersteunen. Omdat deze kaders doorgaans nog minder ontwikkeld zijn op de frontiermarkten, en gelet op diverse factoren zoals het hogere risico van extreme koersvolatiliteit, illiquiditeit, handelsbarrières en deviezencontroles, gelden de risico's van de opkomende markten nog sterker voor frontiermarkten. Aandelenkoersen vertonen soms snelle en scherpe schommelingen als gevolg van factoren die een invloed hebben op individuele bedrijven, specifieke sectoren of bedrijfstakken, of op de algemene marktomstandigheden. Kleinere aandelen zijn historisch gezien doorgaans volatieler geweest dan grotere bedrijven, vooral dan op korte termijn.

^[1] Bron: Bloomberg. De S&P BSE Sensex Index wil de prestaties opmeten van de 30 grootste, meest liquide en financieel gezonde bedrijven binnen belangrijke sectoren van de Indische economie. De S&P BSE Small Cap Index wil het smallcapsegment vertegenwoordigen van de Indische aandelenmarkt. Indexen worden niet beheerd en er kan niet rechtstreeks in worden belegd. Ze zijn exclusief vergoedingen, uitgaven of verkoopkosten. Ga naar www.franklintempletondatasources.com voor meer informatie over de gegevensverstrekker.

[2] Bron: Internationaal Monetair Fonds, World Economic Outlook, april 2016.

[3] Bron: De Wereldbank, World Development Indicators, per 2/5/2016.