

VOORZITTER:

Ruud Hendriks, *Altis Investment Management*

DEELNEMERS:

John Bates, *PineBridge Investments*

Richard House, *Allianz Global Investors*

Yong Lin, *Achmea Investment Management*

Mathias Neidert, *bfinance*

Ruben Smit, *ACTIAM*

Maxim Vydrine, *Amundi*

Jaap Willems, *Franklin Templeton*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management, ACTIAM, Allianz Global Investors, Amundi, Franklin Templeton en PineBridge Investments.

Foto's: Cor Salverius Fotografie



ESG-ANALYSE BIJ EMD HELPT RISICO'S VERMIJDEN

Door Harry Geels

ESG begint ook bij Emerging Market Debt (EMD) steeds meer vaste voet aan de grond te krijgen. Maar hoe integreer je ESG in EMD? Wat zijn de uitdagingen bij het gebruik van ESG-data? Verdient EMD überhaupt een plaats in de beleggingsportefeuille? En maakt de coronacrisis de beleggingscategorie nu interessanter, of juist niet?



Verdient EMD, met een schuin oog kijkend naar ESG, een separate allocatie in de beleggingsportefeuille?

Ruben Smit: 'EMD verdient zeker de aandacht, zowel uit ethische als uit praktische overwegingen. Ethisch gezien kunnen we moeilijk een groot deel van de wereld negeren. Praktisch gezien is beleggen in EMD echter moeilijk, mede ook vanwege ESG. Het is bijvoorbeeld lastig dat diverse landen geen rating hebben en niet in de benchmark zitten. Het kan verleidelijk zijn deze landen niet op te nemen in de beleggingsportefeuille.'

Jaap Willems: 'Als het zou lukken om EMD in een vakje te stoppen, dan hebben we het over een beleggingscategorie met een dubbelcijferige volatiliteit en hoge enkelcijferige rendementen. Na de aanzienlijke volatiliteit veroorzaakt door

de coronapandemie zitten de lokale EMD-markten sinds de vorige crisis maar op 3% geannualiseerd rendement; niet bepaald een gunstige risico-rendementsverhouding. EMD heeft wel een lagere correlatie met andere beleggingscategorieën, dus het kan diversifiërend werken. Maar uiteindelijk draait het bij EMD om maatwerk. In de eerste plaats om de juiste landenselectie en vervolgens om de vraag of je in hard of local currency, bedrijven of staatsobligaties belegt. Maar ook selecties per land op het gebied van duration en hedges helpen ons om een hoger rendement tegen een lager risico te realiseren.'

Yong Lin: 'EMD verdient vanwege de specifieke risico-rendementsverhouding een separate allocatie. Binnen EMD hebben hard currency-obligaties andere risico-rendementsverhoudingen dan lokaal uitgegeven obligaties. Extern schuld papier wordt sterk gedreven door de ontwikkelingen van de Amerikaanse rente, local currency EMD juist door lokale

> **Ruud Hendriks** is Senior Portfolio Manager bij Altis Investment Management. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vastrentende vermogensbeheerders, waaronder EMD. Eerder werkte hij bij verschillende financiële instellingen als Externe Managerselectie- en Monitoringsspecialist. Hendriks is CFA- en CAIA-charterholder.





> **John Bates** is Senior Vice President en Hoofd Corporate Research voor Emerging Markets Fixed Income bij PineBridge Investments. Hij houdt toezicht op het team van bedrijfsanalisten, maar is ook verantwoordelijk voor het verstrekken van analyses en handelseenbevelingen over de bedrijven en financiële sectoren in de regio's Centraal- en Oost-Europa, het Midden-Oosten en Afrika. Eerder was Bates Senior Portfolio Manager bij Silk Invest, waar hij aan de wieg stond en leiding gaf aan het bekroonde Silk Road Income Fund, dat investeert in Afrika, het Midden-Oosten en Centraal-Azië.

renteontwikkelingen. EMD draagt vanwege de lage correlaties ook bij aan diversificatie.'

Moeten we opkomende markten classificeren op basis van de kwaliteit van governance, of op basis van de gemiddelde lokale inkomens?

Smit: 'Op geen van beide, maar wel op basis van iets dat gerelateerd is aan governance, namelijk de mogelijkheden van overheden om belastingen daadwerkelijk te innen (en niet alleen door het hebben van een belastingwet). Hoe ontwikkeld een land, hoe beter burgers luisteren en hoe gemakkelijker een overheid belastingen kan innen. Sommige ontwikkelde landen die op deze manier zijn gecategoriseerd, scoren hier overigens ook niet bepaald hoog op.'

John Bates: 'Een van de eerste screeningsprocessen bij beleggen, is het kijken naar hoe goed de governance binnen een bedrijf is geregeld. Dit verdient eerder de aandacht dan het gemiddelde inkomen. Maar eigenlijk zijn alle genoemde factoren belangrijk.'

Smit: 'JPMorgan heeft er twee jaar over gedaan om de Golfstaten qua criteria te wegen, waardoor de Golfstaten een plek in de indices kregen. Zo lastig is de materie. Beoordeeld vanuit de potentie om belastingen te innen, verdienen Golfstaten geen plek in de EMD-indices. De overheden zijn er zwak. Kijken we echter naar inkomen, dan zijn ze gelijkwaardig aan Taiwan, Singapore en Zuid-Korea. Maar zijn ze een allocatie waard voor een ESG-belegger? Nee.'

Het is dus een uitdaging om ESG en EMD te combineren. Scoren de rijkste landen vaak het best en de armste het slechtst?

Lin: 'Er zit inderdaad een hoge correlatie tussen ESG-scores en de rijkdom van een land. Veel ESG-scores zijn echter

retrospectief, gebaseerd op historische data. De belegger moet kijken naar waar een land vandaan komt, waar het nu staat en waar het naartoe gaat. De inspanningen en het transformatieproces kunnen beloofd worden. Je kunt dan ook in landen beleggen die minder hoog op ESG scoren en zo potentieel een hogere spread incasseren. ESG is dus minder een uitdaging dan het lijkt.'

Mathias Neidert: 'Er zijn twee manieren om naar ESG te kijken en die beperken zich niet tot EMD. Aan de ene kant koopt de belegger vooral bedrijven die goed scoren op ESG, aan de andere kant vindt de landenpositionering plaats op basis van verbeteringen in ESG-scores. Zelfs landen die van lage niveaus komen, kunnen dan in de portefeuille komen. Zo wordt verbetering aangemoedigd en komen we dicht bij positieve engagement en impactbeleggen. De nadruk ligt dan minder op portefeuilles die blinken vanwege de hoge ESG-scores.'

Willems: 'Er is een virtueuze en vicieuze cirkel tussen ESG-scores en inkomensniveaus. Bedrijven en landen die goed scoren op ESG, zijn vaak rijker en hebben goedkopere toegang tot de kapitaalmarkten, waardoor ze meer mogelijkheden hebben om ESG-scores te verbeteren. Dit geldt omgekeerd voor arme landen. Die cirkel kunnen we doorbreken door inderdaad naar ESG-verbeteringen te kijken, in plaats van naar de huidige scores. De laatste jaren hebben we zelfs gezien dat ESG-momentum op basis van fundamentele inzichten een goede voorspeller is voor toekomstige rendementen. Aan de andere kant, bij een 'sell-off' van de markt, is ESG weer een proxy voor kwaliteit. Dan zakken landen met hoge ESG-scores minder terug. Er moet dus ruimte zijn voor beide: absolute ESG-scores en ESG-momentum.'

Smit: 'Bij scoren gaat het er ook om welke sub-factoren we meenemen en welke gewichten we eraan toekennen. We focussen vooral op klimaatgerelateerde aspecten. De rest wordt echter zeker niet vergeten. Rijkere landen scoren meestal niet het best. De vraag is eigenlijk welke biases er in de beleggingsportefeuille ontstaan als we rijke landen bovenaan en arme landen onderaan zetten. Als we naar het klimaat kijken, dan zijn de structurele verbeteringen in een land inderdaad ook belangrijk.'

ESG geeft een betere risico-rendementsverhouding.

Is er een relatie tussen de mate van ESG-integratie en de voor risico gecorrigeerde rendementen van EMD?

Maxim Vydrine: 'Ja, er is een zekere correlatie. Uiteindelijk leidt ESG-integratie tot outperformance. Het is mogelijk, afhankelijk van het gebruikte ESG-framework, dat landen met lagere ESG-scores het in goede beurstijden beter doen dan landen met hogere scores. En andersom tijdens beurscrises. Dit gaat overigens niet op voor iedere periode. Daarnaast zien we de nadruk op de E, S en G door de tijd heen wat wijzigen. De G kent de langste historie, maar tegenwoordig ligt de nadruk meer op de E. Wat betreft klimaatrisico kunnen we weer naar drie pilaren kijken: mitigatie, transitie en contributie. Met welk framework gaan we bedrijven vanuit deze perspectieven analyseren? De vervolgvraag is of we alleen in bedrijven beleggen die hier hoog op scoren, of die zich juist op de drie facetten verbeteren. Dit is een uitdaging, zeker voor opkomende markten, bijvoorbeeld door gebrek aan data. We kunnen op verschillende manieren invulling geven aan de uitdaging, bijvoorbeeld door mainstream ESG-providers aan te vullen met nicheproviders of engagement.'

Richard House: 'JPMorgan heeft vorig jaar ESG-indices gecreëerd. Ook zijn er backtests gedaan waarbij de traditionele EMD-indices werden vergeleken met traditionele indices met bepaalde uitsluiting. De ESG-indices hebben een outperformance laten zien tegenover de traditionele indices, zowel in opgaande als neergaande markten: over de laatste zeven jaar maar liefst 3 procentpunt meer rendement, inclusief vorig jaar zelfs, dat bullish was voor EMD. Ook dit jaar doen ESG-indices het beter dan de traditionele. Dus ESG geeft een betere risico-rendementsverhouding.'

Vydrine: 'Hoewel er enig bewijs is gebaseerd op backtests, denk ik niet dat er genoeg significant live trackrecord is. Maar logisch gezien zouden ESG-indices op de lange termijn moeten outperformen. In ieder geval zal ESG-analyse er bij credits voor zorgen dat de risico's vermeden worden, bijvoorbeeld door uitsluiting van bedrijven met controversiële activiteiten.'

Neidert: 'Het hangt af van de uiteindelijke benadering die een belegger kiest. De uitsluitingsbenadering kan schadelijk zijn

Uiteindelijk draait het bij EMD om maatwerk. In de eerste plaats om de juiste landenselectie en vervolgens om de vraag of je in hard of local currency, bedrijven of staatsobligaties belegt.

voor de voor risico gecorrigeerde rendementen. Een goed voorbeeld is Saoedi-Arabië. Sommige beleggers sluiten deze Golfstaat uit vanwege de gebrekkige democratie en het gebrek aan gelijke rechten voor vrouwen. Vanwege de goede kwaliteit van veel van de leningen uit dit land vermindert dit wel het risico-rendementsprofiel van een EMD-creditportefeuille. Als dan ook nog Brazilië en Rusland vanwege de bekende redenen worden uitgesloten, blijft er al snel een portefeuille over van kleinere landen met minder liquiditeit en dus meer risico.'

Bates: 'Veel grote bedrijven en landen in opkomende markten hebben inderdaad vaak veel schuld uitstaan; dus hoge wegingen in de indices, maar lage ESG-ratings. Als een belegger deze bedrijven uitsluit, kan er flinke underperformance ontstaan als ze het in een bepaald beursklimaat goed doen. Onze backtests laten schonere portefeuilles, een lagere volatiliteit en doorgaans een lager rendement zien voor uitsluitingsstrategieën.'

Maar hoe kunnen we dan aantrekkelijke risico-rendementsverhoudingen behouden met strenge duurzaamheidscriteria?

Lin: 'Er moet onderscheid gemaakt worden tussen normatieve uitgangspunten en financiële ESG. Een belegger moet beginnen met het formuleren van de minimale eisen. We doen dat ook, en wel op drie vlakken: mensenrechten, arbeidsomstandigheden en corruptie. Dit leidt inderdaad tot uitsluitingen, maar bij de portefeuilleconstructie zorgen we toch voor een bepaald risico-rendementsprofiel. Het is uiteindelijk een afweging tussen ambitie en haalbaarheid. Hoe strikt wil de belegger zijn?'

> **Richard House** is Portfolio Manager en CIO Emerging Markets Debt bij Allianz Global Investors en beheert sinds 2018 de Emerging Markets Debt-fondsen. Van 2012 tot 2017 was hij Head of Emerging Market Debt bij Standard Life Investments. Daarvoor had hij gedurende vijf jaar dezelfde rol bij Threadneedle Asset Management. Eerder in zijn carrière werkte House als Portfolio Manager van Emerging Markets Debt voor HSBC in Genève, als Emerging Market Debt Trader bij Wadhvani Asset Management en als Emerging Markets Economist bij Lombard Odier Asset Management. House heeft een BSc in Economie van de Universiteit van Sunderland in Londen en een MSc in Financiën en Economie van de Universiteit van York in Toronto.



Foto: Archief Allianz GI



> **Yong Lin** is sinds 2015 werkzaam bij Achmea Investment Management als Portfolio Manager in het Externe Managers Team. In deze rol is hij verantwoordelijk voor het selecteren en het monitoren van vermogensbeheerders van de aandelen en Emerging Market Debt-portefeuilles. Hiervoor werkte Lin meer dan vijf jaar bij FactSet, waar hij gespecialiseerd en verantwoordelijk was voor de analytische en kwantitatieve producten in de Benelux-regio. Lin heeft een Master in Finance and Investments behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

Smit: 'Bij het opzetten van ons ESG-fonds hebben we de normen ook dusdanig vastgesteld dat er een belegbaar universum ontstond. Zo hebben we de corruptie-index als criterium los moeten laten. Niet omdat we denken dat corruptie niet belangrijk is, maar omdat het uiteindelijk ook in de ratings van bedrijven en overheden versleuteld zit en omdat wij vinden dat mensenrechten duidelijk moeten worden meegewogen. Financieel en sociaal rendement gaan hand in hand. Optimale diversificatie is de sleutel.'

Willems: 'Er is zeker spanning tussen duurzaamheidsnormen en het risico-rendementsprofiel, vooral bij bedrijven. In essentie wordt het universum gefilterd en wat overblijft, ondergaat een portefeuille-optimalisatie. Dat kan werken, afhankelijk van hoeveel er wordt weggefilterd. ESG speelt een rol, maar we moeten ook pragmatisch blijven, in de zin dat niet iedere ESG-hoed door iedere belegger opgezet kan worden. Als we normatief kijken naar mensenrechten, naar gelijkheid tussen mannen en vrouwen en naar klimaatverandering, wordt het lastig bepaalde normen te prioriteren. Ieder land heeft zijn issues, maar met betrekking tot landen die zich verbeteren op ESG-gebied, denken wij dat beleggingsrendement en duurzaamheid elkaar niet uitsluiten.'

Hoe wordt ESG geïntegreerd? En hoe kan de stap naar de algemeen geaccepteerde ESG-integratie worden gezet?

Bates: 'ESG-integratie is inmiddels voor de meeste vermogensbeheerders al onderdeel van het fundamentele kredietanalyseproces. Er is een sterke correlatie tussen bedrijven en overheden met goede kredietwaardigheid en ESG-scores. Landen met hoge ESG-scores investeren veel in het verbeteren van de diverse ESG-elementen. Er zijn gemiddeld

De laatste jaren hebben we gezien dat ESG-momentum op basis van fundamentele inzichten een goede voorspeller is voor toekomstige rendementen.

genomen vooral positieve ontwikkelingen voor de S. Bedrijven met een hoge S-score doen het vooral in crises beter.'

House: 'Een goede start is de creatie van ESG-indices voor EMD, waardoor ESG meer kan worden geïnstitutionaliseerd. We moeten echter de taxonomy nog beter analyseren. Er moet meer standaardisatie in definities komen, om duurzaam beleggen in EMD algemeen geaccepteerd te krijgen.'

Willems: 'ESG heeft ons in goede tijden geholpen de winnaars te selecteren en in de slechte tijden de verliezers te vermijden. Maar er zijn onder vermogensbeheerders nog veel verschillende benaderingen van ESG-integratie. De vraag is wellicht hoe het ESG-beleid bij de verschillende vermogensbeheerders nu tijdens de coronacrisis uitpakt. Er zullen 'best practices' en standaardisaties komen. De details zullen natuurlijk bij verschillende beheerders anders ingevuld blijven worden.'

Lin: 'Ik denk niet dat we snel naar een standaardisatie zullen bewegen. Benaderingswijzen zullen verschillen en zelfs binnen een organisatie zullen er weer verfijningen zijn. Het is belangrijk dat de 'beliefs' van de klant overeenkomen met de benaderingswijze. Er zullen zelfs meer nichespelers met hun eigen specifieke ESG-frameworks komen. Bepaalde klanten zullen ook hun eigen specifieke ESG-overtuiging in een mandaat tot uitdrukking willen laten komen.'

Wat is de beste manier om ESG-risico's voor staatsleningen toe te passen?

Smit: 'Wij gebruiken hiervoor zelf ontwikkelde ESG-scores. De traditionele rating is een startpunt, maar je moet jezelf ook vragen stellen: Welke opkomende landen investeren in voorzieningen zoals schoner water? Welke landen blijven leunen op vervuilende mijnbouw? Et cetera. Voor de beantwoording van dit soort vragen heb je vaak andere databronnen nodig om goede vergelijkingen te kunnen maken. Er wordt bovendien veel kwalitatief beoordelingsvermogen gevraagd voor het selecteren van de juiste landen.'

House: 'Wij hebben een eigen model ontwikkeld, waarbij er minder gewicht komt op de E-pijler en meer op de S- en

G-pijlers. Sommige data van ESG-dataproviders zijn vaag en daarom leunen we ook op eigen indicatoren. Landen kunnen veranderen en dat vraagt om menselijk inzicht. Denk aan Venezuela, dat twintig jaar geleden een van de rijkste opkomende markten was, met een groot gewicht in de index. Onze recente beslissing om Turkije te vermijden, is een gevolg van slechte ESG-signalen, afkomstig van ons eigen model.'

Smit: 'Eens, wees niet te afhankelijk van externe datavendors. En gebruik zoveel mogelijk databronnen, om data voor eigen modellen te verkrijgen en te optimaliseren.'

Neidert: 'Als wij EMD-managers beoordelen, hechten we veel waarde aan hun eigen beoordelingsvermogen. Zoals eerder gezegd, gaat het minder om de absolute hoogte van de ESG-score maar meer om de richting van de scores in de tijd. Dat haal je lastig uit databases van providers. Daar heeft een beheerder een team met kritische oordelen en ervaring voor nodig. Het is verontrustend dat er de facto een oligopolie in de markt van datavendors bestaat, waarbij enkele grote spelers de hele industrie van data voorzien, waardoor er een convergentie in duurzaamheidsvisie kan ontstaan.'

Wat zijn de uitdagingen voor ESG-integratie bij de analyse van credits?

House: 'Bij de analyse van bedrijfsobligaties gebruiken wij het framework dat we ook voor staatsleningen inzetten. Dit framework fungeert als een filter. Als we een land vanuit ESG-perspectief niet interessant vinden, kopen we daar ook geen credits. Voor de credits zelf hebben we een separaat screeningsysteem.'

Bates: 'Het draait bij credits vooral om de bottom-up fundamentele kredietanalyse, waarbij ESG-factoren naast de fundamentele factoren worden gezet. We hebben een heel eigen scoringsysteem. Voor EMD kan niet volledig op de data van externe datavendors worden gevaren. Er moet wat betreft ESG-beleid eigenlijk tegen de banden van ieder bedrijf worden aangetrapt.'

> **Mathias Neidert** is Managing Director en Head Public Markets bij bfinance. Hij is tevens lid van het Senior Management Team van het bedrijf. In maart 2008 trad hij er in dienst als Senior Associate voor de selectie van managers op het gebied van Fixed Income. In 2014 werd hij benoemd tot Head of Public Markets, waar hij een team van Asset Class Specialists leidt. Eerder werkte hij voor RBC Dexia in Luxemburg, laatstelijk als Product-manager voor de diensten van Investment Analytics. Neidert is CFA-charterholder en heeft een master Bedrijfskunde van de Universiteit van St. Gallen in Zwitserland.

Het is verontrustend dat er de facto een oligopolie in de markt van datavendors bestaat, waarbij enkele grote spelers de hele industrie van data voorzien, waardoor er een convergentie in duurzaamheidsvisie kan ontstaan.

Zijn ESG-factoren verschillend voor beleggen in opkomende markten en voor beleggen in ontwikkelde markten?

Bates: 'Voor de G zijn er niet zoveel verschillen. Ontwikkelde markten weten hun gebrek aan governance beter te verbergen dan ontwikkelingslanden en voor ieder groot bedrijfsschandaal in opkomende landen vinden we er wel een in ontwikkelde landen. Het grote verschil is het gebrek aan goede data voor opkomende markten. De hogere beweeglijkheid in de koersen van ontwikkelingslanden komt waarschijnlijk grotendeels door meer onzekerheid over de data. Tot slot worden ESG-factoren in opkomende markten niet goed geprijsd, terwijl dat in ontwikkelde landen doorgaans wel gebeurt.'

House: 'Zoals gezegd geven wij bij staatsleningen in opkomende markten meer gewicht aan de S en de G dan bij staatsleningen in ontwikkelde markten. De E is natuurlijk relevant, maar we menen dat de S en G belangrijkere drijfveren zijn.'

Vydrine: 'Klimaatrisico is de laatste jaren actueler geworden en is een belangrijk onderdeel van ESG. De criteria voor ontwikkelde en opkomende markten zijn op dit punt duidelijk en vergelijkbaar. Het is ook niet zo controversieel als bijvoorbeeld governance. Het vinden van de juiste data is wel weer een uitdaging voor opkomende markten, maar ook hier is verbetering zichtbaar. Bedrijven nemen mensen in dienst die zich bezighouden met milieudoelstellingen in de informatieverstrekking. De green bonds-markt groeit ook sterk in opkomende markten, wat de transparantie vergroot.'





> Ruben Smit is Senior Portefuillemanager Fixed Income bij ACTIAM, waar hij in 2006 in dienst trad als Analist en in 2008 de stap maakte naar het Fixed Income Team als Senior Portefuillemanager. Daarnaast verzorgt hij analyses voor het Impact Investing Team. Smit begon zijn carrière als Econoom bij de ING Groep, waar hij in 2000 toetrad tot het Duurzaam Beleggen Team. Smit is afgestudeerd in Internationale Financiële Economie aan de Universiteit van Amsterdam en heeft Economie en Informatica gestudeerd aan het Knox College. Hij is CFA-charterholder sinds 2005.

Hoe kunnen vermogensbeheerders de inspanningen van opkomende landen om de SDGs van de VN te bevorderen, goed meten?

House: 'Ja, dat is relevant. Een van de doelstellingen van ons ESG-framework voor staatsleningen is om meetbare factoren te verbinden met de 17 SDGs. Factoren als de kwaliteit van onderwijs, inkomensongelijkheid en gelijkheid tussen mannen en vrouwen, zitten in ons framework. Een subset van deze factoren draagt vervolgens weer bij aan elk van de SDGs. Het is opvallend dat de Mexicaanse overheid recent een SDG-obligatie heeft uitgegeven, waarbij het Ministerie van Financiën aangeeft waaraan de opbrengsten worden besteed. Hopelijk gaan er meer emissies volgen.'

Willems: 'SDG-1 over minder armoede of SDG-4 over de kwaliteit van het onderwijs zijn gemakkelijk te volgen, bijvoorbeeld met maatstaven als de armoedegrens, analfabetisme, et cetera. De uitdaging is hoe je de ontwikkeling van deze maatstaven in de toekomst kunt beoordelen. Dat is een stuk moeilijker, omdat historische of actuele data dan minder zeggen. Er moeten fundamentele 'calls' worden gemaakt met betrekking tot overheidsbeleid. Dat is het kritieke deel van ons ESG-model. Het is opvallend dat de VS en bepaalde Europese landen hier de minder goede kant op gaan, terwijl diverse opkomende markten wel de juiste weg zijn ingeslagen. Het zijn deze landen die wij interessant vinden.'

Hoe effectief kunnen beheerders de politieke risico's van EMD mitigeren, bijvoorbeeld door ESG in te zetten?

Smit: 'ESG-databronnen geven hier enig inzicht, maar in het publieke domein is veel meer relevante informatie over politieke ontwikkelingen te vinden. De Failed States Index en het werk dat de EU heeft gedaan om zeer gewelddadige

conflicten te voorspellen, zijn zeer bruikbaar. We overwegen ook de Gallop Happiness Index. De wetenschap zegt namelijk dat afnemend geluk een goede voorspeller is van electorale verschuivingen, of zelfs van regimewijzigingen.'

House: 'We zien dat verslechterende omstandigheden vaak tot sociale onrust of mogelijke regimeveranderingen leiden, dus stoppen we veel werk in het verzamelen en analyseren van data over factoren die dat goed kunnen meten, zoals inkomensongelijkheid en corruptie. We moeten inderdaad wel altijd goed nadenken. Neem Ecuador, dat veel investeerde in ESG, maar waar de inkomensongelijkheid niet snel genoeg werd rechtgetrokken. Ondanks de goede overheidsintenties kreeg het land toch met sociale onrust te maken.'

Hoe kunnen of moeten beheerders met EMD-strategieën waarde halen uit ESG?

House: 'Ons eerdergenoemde ESG-framework is eigenlijk geboren uit de wens om politieke risico's in opkomende markten goed te kwantificeren. Door aanzienlijke verslechtingen in de ontwikkeling van bepaalde factoren hebben we door dit framework op tijd flinke 'drawdowns' in landen als Venezuela, Libanon en Turkije kunnen vermijden. In landen waar de scores juist verbeteren, zoals Oekraïne en Indonesië, hebben we positieve alpha kunnen behalen. Dus ESG leent zich perfect om landenrisico's te meten en zelfs alpha toe te voegen.'

Bates: 'ESG leent zich ook goed voor sector- of peergroup-analyses. De Turkse banken zijn hier een goed voorbeeld van. De financiële ratio's en bedrijfsdoelstellingen van de top 3 of 4 banken zien er allemaal ongeveer hetzelfde uit. Met ESG kunnen we echter veel fijnmaziger kijken. Door de banken te selecteren met een beter ESG-profiel, verbeteren we het totale ESG-profiel van de portefeuille, zonder concessies te doen aan de financiële ratio's. Zo wordt ESG niet alleen een tool om vooruit te kijken of om creditrends te ontdekken, maar wordt het ook een selectie-instrument.'

Vydrine: 'ESG helpt op twee manieren om alpha te genereren: door de outperformers te selecteren en door de underperformers en te grote risico's te vermijden. ESG is meer zichtbaar bij die

ESG leent zich perfect om landenrisico's te meten en zelfs alpha toe te voegen.

tweede bron van alpha. Verder vraag ik me af wanneer beleggers klimaatrisico's serieus gaan inprijzen. Wellicht hebben we een grote catastrofe nodig. Ik denk dat dit risico steeds meer in de analyse geïncorporeerd gaat worden, hetgeen tot echte waardegeneratie zal leiden.'

Is engagement met overheden mogelijk en eventueel effectief?

Smit: 'Als buitenlandse belegger moet je bescheiden zijn. De Wereldbank, het IMF, de EU, de Verenigde Staten; iedereen uit zijn wensen naar regeringen in ontwikkelingslanden en die lijken toch vooral hun eigen koers te volgen. En dan is er natuurlijk nog het publiek: de kiezer. Het is heel moeilijk om een regering haar beleid te laten wijzigen. Als belegger moet je zorgen voor bewustwording bij overheden, maar moet je je ook realiseren dat je een van de vele stakeholders bent.'

Willems: 'We doen al jaren aan engagement. Engagement werkt anders voor overheden dan voor bedrijven. We moeten overheden niet vertellen hoe ze een staat moeten runnen. We zien engagement als een forum om ideeën uit te wisselen, bijvoorbeeld door te bespreken welke economische principes goed uit kunnen pakken. Ons team heeft leden die gewerkt hebben voor overheidsinstanties of bij centrale banken. Die praten op hetzelfde niveau, wat ideeënuitswisseling bevordert.'

House: 'Overheden staan steeds meer open voor engagement. Bij roadshows hebben ze tegenwoordig ook vaak een sheet over bepaalde ESG-successen. Die worden zelfs in het prospectus gezet. Recent kregen we vragen van een Afrikaanse overheid, die was uitgesloten van de JP Morgan-index, over hoe ze weer een plek in de index konden veroveren. Dus ja, engagement kan werken. Maar het ene land is het andere niet. Indices zouden weleens een norm kunnen worden. Landen vinden indexuitsluitingen erg, want dat maakt de toegang tot kapitaal lastig.'

Welke specifieke kwalificaties moet een goede EMD-manager eigenlijk hebben?

Lin: 'Naast de bekende standaardvereisten is het belangrijk dat een manager kan aantonen wat hij met ESG heeft gedaan

Op de lange termijn moeten beleggers met name focussen op landen waar de economie vooral intern gedreven wordt.

en heeft bereikt en welke impact de portefeuille heeft. Klanten gaan hier straks ook minimumvereisten hanteren.'

Neidert: 'Een team moet de capaciteiten hebben om een goede kwalitatieve analyse te maken, vooral van de toekomstige ontwikkelingen. De wijze van rapporteren over bijvoorbeeld de manieren waarop wordt bijgedragen aan de SDGs, wordt ook steeds belangrijker.'

Wat zijn jullie vooruitzichten voor de toekomst?

Willems: 'Door de coronacrisis is het lastig een prognose te maken. Landen die er nu goed voor staan, zullen waarschijnlijk wel beter uit de crisis komen. Wij focussen momenteel vooral op landen die lokaal-georiënteerde economieën hebben, zoals Indonesië, India en Brazilië. Die komen er wel doorheen. Meer extern-afhankelijke economieën gaan het lastiger krijgen. Landselectie is dus van kritiek belang.'

House: 'Na de coronacrash is er veel waarde te vinden. Ook opkomende landen die er goed voor staan, zijn hard gedaald. Er ontstaat echter een aantal lastige beleggingen, bijvoorbeeld daar waar het IMF een reddende hand moet bieden, met mogelijk ook bail-ins van obligatiehouders. Wees goed gespreid en probeer zo liquide mogelijk te blijven. De vooruitzichten voor EMD local currency zijn minder zeker. Ik zie uitdagingen voor bepaalde valuta in het bijzonder.'

Bates: 'We zitten overduidelijk in een periode van economische neergang en mogelijk zien we niet eens een herstel in de komende twaalf maanden, hoewel ongekende ondersteuningsprogramma's de risico's iets mitigeren. Voor corporates gaan we een crisis in met lage 'default rates', die dit jaar waarschijnlijk onder de 5% blijven. Dat is vooral

> **Maxim Vydrine** is sinds 2010 Emerging Market Bond Portfolio Manager en Co-Head van het EM Corporate en High Yield team bij Amundi. Hij trad in 2007 in dienst bij het bedrijf als Emerging Markets Corporate Analyst. Eerder was hij Associate bij Cedrus Capital LLP in Londen en werkte hij als Analyst in het General Insurance Risk Team van HSBC. Vydrine begon zijn loopbaan op het gebied van Emerging Markets in 2003 met een stage bij Troika in Rusland. Hij heeft een Master in International Finance van Middlesex University Business School (VK) en een BA in Economie van Nizhny Novgorod State University (Rusland). Vydrine is CFA-charterholder.



Foto: Archief Amundi



> **Jaap Willems** werkt sinds 2015 als Quantitative Research Analyst bij het Templeton Global Macro Team van Franklin Templeton in Singapore. Hij is onder meer verantwoordelijk voor de samenstelling van de Templeton Global Macro ESG Index, een index die landen rangschikt op basis van 13 ESG-factoren. In Nederland werkte Willems in verschillende actuariële en ALM-rollen bij ING en PGGM. Hij heeft een B.S. in International Economics en een M.S. in Business Administration van de Rijksuniversiteit Groningen.

vanwege de vele gunstige herfinancieringen van het afgelopen jaar. Sommige sectoren zullen meer geraakt worden dan andere. Zorgen zijn er vooral met betrekking tot transport, olie en gas, metalen en mijnbouw.'

Vydrine: 'Er is nu op selectieve basis waarde te vinden, zowel bij staatsleningen als bij corporates. Worden sommige interessante leningen nog goedkoper? Het is lastig te zeggen. Dit hangt voornamelijk af van de vraag of er snel een vaccin of effectieve behandeling komt. Er zijn de laatste weken massale uittredingen geweest. Dit lijkt wat te stagneren. Of het zo blijft, valt echter moeilijk te voorspellen.'

Lin: 'Het is inderdaad onzeker, maar ik zie wel enige ingrediënten voor een herstel; een zwakkere dollar door het sterk verruimende monetaire beleid van de Fed en een herstel van de olieprijs kunnen positief uitwerken voor bepaalde opkomende markten.'

Smit: 'Het is interessant om te zien dat sommige obligaties nu ver onder de waarschijnlijke 'haircut' handelen. Dat suggereert dat er waarde te vinden is in EMD. Maar wie durft? Op de lange termijn moeten beleggers met name focussen op landen waar de economie vooral intern gedreven wordt. Ik denk ook dat de wereldeconomie opnieuw moet worden uitgedacht, bijvoorbeeld door de toeleveringsketens meer te regionaliseren, zodat landen minder afhankelijk worden van productie in andere delen van de wereld.' «

ESG helpt op twee manieren om alpha te genereren: door de outperformers te selecteren en door de underperformers en te grote risico's te mijden.

CONCLUSIE

De integratie van ESG in EMD is een interessante uitdaging. Ten eerste zijn goede data over opkomende markten nog onvoldoende beschikbaar. Daarnaast kunnen de E, de S en de G anders uitwerken in opkomende markten dan in ontwikkelde markten. Vermogensbeheerders hebben zo hun eigen benaderingswijzen. Sommige deelnemers van de Ronde Tafel denken dat er meer standaardisaties en 'best practices' komen, andere denken juist dat er grote verschillen blijven bestaan, temeer ook daar beleggers nog steeds verschillende eisen stellen. Wat betreft de risico-rendementsverhoudingen is de algemene opinie dat die door het gebruik van ESG zullen verbeteren, hoewel dit vooral zal afhangen van de gebruikte benaderingen. Als er veel uitsluitingen plaatsvinden, wordt het lastiger. Er moeten voor EMD compromissen worden gesloten, anders resteert een te klein universum met onder

andere liquiditeitsissues. Verder is het belangrijk om niet te veel te focussen op absolute ESG-scores, omdat die vaak een historische weergave zijn, terwijl het voor EMD juist ook gaat om de ontwikkelingen, de veranderingen of het momentum in ESG. Zo kan er ook in landen en bedrijven worden belegd die nog lage ESG-scores hebben, maar juist in de goede duurzaamheidsrichting opschuiven. Zo kan er nog een goede spread geïncasseerd worden. De toekomst voor EMD is door de coronacrisis ongewisser worden. Sommige deelnemers wagen zich niet aan een voorspelling. Andere denken dat de landen en bedrijven die op de goede weg waren, te veel zijn afgestraft en dat er ook waarde kan worden gevonden in landen waarvan de economie door interne ontwikkelingen wordt bepaald en die minder afhankelijk zijn van export en buitenlandse kapitaalstromen.