

EMD levert extra rendement op

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Emerging Market Debt verdient een plaats in bijna elke beleggingsportefeuille. Het voegt alpha-potentieel en diversificatie toe. Maar om ESG in emerging markets te kunnen integreren, is een bredere toolkit nodig. Dat waren de belangrijkste bevindingen van de Ronde Tafel over ESG in EMD.

Waarom is het voor elke belegger gerechtvaardigd om in EMD te beleggen?

Carola Jansen: ‘EMD levert nog altijd wat extra rendement op in vergelijking met de reguliere vastrentende sectoren. Daarnaast is in emerging markets sprake van veel groeipotentieel. Wij gebruiken EMD ook als een manier om te diversifiëren.’

Maura Neely: ‘EMD wordt door meer dan tachtig landen en honderden bedrijven uitgegeven. Het is een minder goed geanalyseerde markt met veel mogelijkheden om alpha te genereren. Bij een specifieke allocatie is de kans groter dat van deze markt-breedte wordt geprofiteerd dan bij een kleine allocatie in een specifiek mandaat.’

Jaap Willems: ‘EMD voegt alpha-potentieel en diversificatie toe aan elke beleggingsportefeuille. Maar je moet wel land-specifiek zijn, want de verschillen tussen opkomende markten zijn aanzienlijk. Zo zakte Mexico vorig jaar vijfentwintig procent, terwijl de Filipijnen ongeveer vlak bleven liggen.’

Onursal Kiliç: ‘Emerging markets zijn goed voor meer dan de helft van het wereldwijde bruto binnenlands product en EMD staat over het algemeen in de sweet spot als je kijkt naar volatiliteit versus rendement. Ik denk dat EMD een plaats verdient in bijna elke institutionele of particuliere portefeuille, bij voorkeur actief gemanaged.’

Anton Dombrovsky: ‘Wij geloven sterk in een actieve beleggingsbenadering in emerging markets, maar erkennen dat er groepen beleggers kunnen zijn die alleen beta-exposure nodig hebben, een meer passieve benadering.’

Liam Spillane: ‘EMD is meer dan het homogene beleggingsuniversum dat het soms geacht wordt te zijn. Alpha kan op verschillende manieren worden gegeneereerd, bijvoorbeeld door te alloceren tussen harde en lokale valuta, naast een gediversifieerde set van landen en bedrijven. Met een passende managementstijl is een strategische allocatie gerechtvaardigd.’

Jasper Sagoo: ‘De asset class is breed en groeit, met veel verschillende sub asset classes die staats-, bedrijfs- en semi-overheidsemissies omvatten, zowel in harde als in lokale valuta. Voor elke sub asset class is een rol weggelegd in de optimalisering van beleggingsportefeuilles.’

Jansen: ‘Wij krijgen verzoeken van klanten om een overstap van actief naar passief te onderzoeken. Zij vragen zich af of het risico van actief beheer echt beloond wordt met extra rendement. Langetermijnrendementen tonen dit niet altijd aan.’

Hoe definiëren we ESG-beleggen voor EMD? Als een best-in-class benadering, of zijn er andere benaderingen?

Dombrovsky: ‘Er is inmiddels een heel scala aan benaderingen. Dat kan van alles zijn: uitsluitingen van landen, sectoren, bedrijven. Het volgende niveau zou zijn om een of andere vorm van integratie van ESG-factoren in het totale beleggingsproces toe te passen, waaronder dan het beleggingsproces op basis van gegevens uit emerging markets. En helemaal tot volledige ESG-integratie, inclusief best-in-class actieve betrokkenheid.’

Willems: ‘We kijken naar een soort driehoeksverhoudingen in ESG-scores, met het inkomensniveau aan de ene en de kredietkwaliteit en obligatierendementen aan de andere kant. Als je puur op basis van ESG-scores een portefeuille samenstelt, beleg je in hoge inkomenslanden en krijg je vanzelfsprekend lagere volatiliteit, lager risico, lagere yields en hogere kredietkwaliteit. Als je een stapje verder gaat, moet je denken aan ESG-momentum, waarbij je een soort prognose maakt van wat bepaalde landen mogelijk gaan doen en dat vervolgens systematisch implementeert.’

Voorzitter:

Harry Geels, Auréus

Deelnemers:

Anton Dombrovsky, PIMCO
Carola Jansen, Altis Investment Management
Onursal Kiliç, NN Investment Partners
Maura Neely, Wellington Management
Jasper Sagoo, Goldman Sachs Asset Management
Liam Spillane, Aviva Investors
Jaap Willems, Franklin Templeton



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus. Eerder was hij Directeur en Chief Risk Manager bij Blauwtulp Wealth Management en Elite Fund Management, tot de fusie met Auréus in december 2019. Hij is daarnaast Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen, Adjunct Hoofdredacteur bij Financial Investigator en parttime Docent bij het Actuariële Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam.





Anton Dombrovsky

Anton Dombrovsky is Executive Vice President en Product Strategist bij PIMCO in München. Zijn focus ligt vooral bij opkomende markten. Voordat hij in 2007 bij PIMCO kwam, werkte hij voor Allianz Global Investors. Daarvoor werkte hij vijf jaar bij de centrale bank van Rusland. Dombrovsky behaalde een MBA aan de IESE Business School in Spanje.



Carola Jansen

Carola Jansen is werkzaam als Specialist LDI, Geldmarkt en Emerging Market Debt in het Fixed Income Team van Altis Investment Management. Zij heeft meer dan 20 jaar ervaring in Fixed Income en valutamarkten als Handelaar en Portfolio-manager Treasury. Jansen werkte eerder bij Kempen Capital Management en NN Investment Partners. Ze is afgestudeerd in Financiering aan de Universiteit van Amsterdam.



Onursal Kiliç

Onursal Kiliç is Co-Head EMD HC bij NN Investment Partners. Voorafgaand aan zijn huidige functie werkte hij voor MN in Den Haag, waar hij de EMD-desk leidde. Hij begon zijn carrière in 1995 en heeft verschillende handels-, treasury- en fondsbeheerposities bekleed bij onder andere ABN AMRO Asset Management en BNP Paribas / TEB. Kiliç heeft een BSc in Werktuigbouwkunde van de Bogazici Universiteit en een MBA in Financiën van de Universiteit van Texas in Austin.



Maura Neely

Maura Neely werkt als Investment Director in het Emerging Markets Debt Team van Wellington Management. Ze werkt daarbij nauw samen met Wellingtons vastrentende beleggers in opkomende markten. Neely spreekt regelmatig op congressen en seminars over de laatste ontwikkelingen op het gebied van EMD.



Jasper Sagoo

Jasper Sagoo is Portfolio Manager in het Global Fixed Income-team van Goldman Sachs Asset Management (GSAM). Sagoo kwam in 2010 bij GSAM. Daarvoor werkte hij twee jaar bij AON Consulting. Hij studeerde af aan het University College London met een first-class BEng (hons) in Mechanical Engineering & Business Finance.

‘Over het algemeen zijn de risico’s van de energietransitie in emerging markets groter dan in developed markets, zodat een langetermijnbenadering vereist is.’



Liam Spillane

Liam Spillane begon bij Aviva Investors als Senior Portfolio Manager voordat hij zijn huidige functie als Head of Emerging Market Debt and Portfolio Manager, EM Local Currency aanvaardde. Eerder werkte hij voor Overlay Asset Management, ABN AMRO Asset Management en Fortis Investments als Senior Currency Manager. Hij begon zijn carrière met een focus op aandelenmarkten bij James Capel Investment Management.



Jaap Willems

Jaap Willems werkt sinds 2015 als Quantitative Research Analyst bij het Templeton Global Macro Team van Franklin Templeton in Singapore. In Nederland werkte Willems in verschillende actuariële en ALM-rollen bij ING en PGGM. Hij heeft een BSc in International Economics en een MSc in Business Administration van de Rijksuniversiteit Groningen.

Spillane: ‘Wij zijn van mening dat integratie de optimale benadering is, die het mogelijk maakt de resultaten vorm te geven volgens je eigen overtuigingen en filosofieën. De resultaten zullen verschillen van manager tot manager, afhankelijk van die overtuigingen, de gebruikte gegevens en hoe specifiek je bent over sommige parameters.’

Kiliç: ‘Wij geloven in een benadering van ESG-integratie met inclusie en we willen graag samenwerken met overheden en bedrijven. Maar we hebben ook veel mandaten die gebaseerd zijn op uitsluiting. Volgens ons staat het vast dat je je proces verbetert door ESG-variabelen te integreren.’

Sagoo: ‘Het is belangrijk om een eigen interne ESG-visie en -score te hebben als onderdeel van het fundamentele beleggingsproces. Engagement is van cruciaal belang om de ESG-exposure van een emittent en zijn naar voren gerichte pad of ‘momentum’ te evalueren. Wij evalueren de scores van emittenten ten opzichte van een peer group van vergelijkbare landen. Er is niet één juiste aanpak en daarom hanteren wij een ‘bouwstenenbenadering’ voor het samenstellen van met ESG verrijkte portefeuilles, waarbij we elementen van interne scoring, opbrengstscreening en engagement combineren. We zijn ook van mening dat het stellen van doelen op portefeuilles, zoals CO₂-intensiteit, blijk geeft van intentie en kan dienen als een krachtig hulpmiddel voor ESG-beleggers.’

Blijven de universums waarin belegd kan worden voldoende groot als een zeer strikte ESG-benadering wordt toegepast?

Neely: ‘Het hangt ervan af hoe strikt de ESG-aanpak is. Als deze in hoge mate is gebaseerd op uitsluitingen of alleen gericht op best-in-class, bestaat het gevaar dat alleen naar de sterkste emittenten wordt gekeken en de zwakkere, maar verbeterende ESG-verhalen over het hoofd worden gezien. EM-obligatiemarkten bestrijken het volledige kredietkwaliteitspectrum en vertegenwoordigen een breed scala aan ESG-kenmerken. Daarom bieden ze aantrekkelijkere rendementen dan veel obligatiemogelijkheden in ontwikkelde markten.’

Spillane: ‘Er zal de komende jaren veel moeten gebeuren om de asset class EMD te

verdiepen en te verrijken in termen van duurzame financiering. Het lijkt me waarschijnlijk dat dit zal gebeuren, maar als belegger denk ik dat we ook moeten erkennen dat de emissie-instrumenten die tot nu toe zijn gebruikt, in dit stadium een aantal beperkingen hebben.’

Moeten ESG-integratiepraktijken verschillen voor EMD in vergelijking met ontwikkelde markten?

Neely: ‘Om ESG in EM te integreren, heb je een bredere toolkit nodig. Je kunt niet alleen uitsluitingen hanteren, of best-in-class, of integratie. In EM zal een sterke ESG-benadering een mix van die onderdelen vereisen. Bovendien mogen we niet vergeten dat in opkomende markten E-, S- en G-factoren met elkaar verweven zijn en dat een strenge beleggingsaanpak op het ene gebied onbedoelde negatieve gevolgen kan hebben op een ander gebied. Wij proberen een holistische benadering van ESG-integratie te hanteren als het om emerging markets gaat.’

Jansen: ‘Als je kijkt naar politiek beleid, vervuiling, ontbossing, klimaatverandering, mensenrechten, dan zijn dat factoren die in opkomende markten zwaarder wegen dan in ontwikkelde markten. Aan die factoren moet je dus een ander gewicht toekennen dan je in ontwikkelde markten zou doen.’

Dombrovsky: ‘Bij het bepalen van de ESG-scores voor staatsobligaties hebben wij ervoor gekozen om naar het hele universum voor staatsobligaties te kijken als één grote peer group, waarbij dus zowel emerging als developed markets worden vergeleken met dat volledige universum. Consistentie is belangrijk opdat je geen >

‘EMD levert nog steeds wat extra rendement op in vergelijking met de reguliere vastrentende sectoren.’

‘In opkomende markten zijn E-, S- en G-factoren met elkaar verweven. Een strenge beleggingsaanpak op één gebied kan onbedoelde negatieve gevolgen hebben op een ander gebied.’

verschillende standaarden in portefeuilles hebt die, laten we zeggen, gericht zijn op ontwikkelde markten, maar opkomende markten als tactische exposure hebben. Het doel is overheden en bedrijven in opkomende markten te vinden die hun ESG-beleid substantieel kunnen en willen verbeteren. Dan ontstaat een win-winsituatie: een land of een bedrijf krijgt meer kapitaal en aan de andere kant profiteren beleggers van lagere risicopremies naarmate dat land beter wordt op ESG-gebied en zijn kredietprofiel verbetert.’

Willems: ‘Alle ESG-factoren kunnen impact hebben en zijn van belang in zowel opkomende als ontwikkelde markten. Wat betreft governance kijk je in ontwikkelde markten wellicht meer naar het fiscale en monetaire beleid van landen. Een verslechterende milieusituatie in Duitsland of verminderde sociale cohesie in Frankrijk weegt potentieel minder zwaar op de obligatiekoersen dan in een land als Indonesië, waar elke ESG-factor impact kan hebben.’

Kiliç: ‘Er is geen pasklare oplossing. De factoren die voor de EM-ruimte van belang zijn, maken in de ontwikkelde markten wellicht geen verschil. De kwetsbaarheden en reactiemogelijkheden van landen zijn verschillend.’

Spillane: ‘Over het algemeen zijn de risico’s van de energietransitie in emerging markets groter dan in developed markets, zodat een langetermijnbenadering vereist is. Bovendien zijn de meeste ‘groene’ staatsobligaties in opkomende landen, althans buiten China, uitgegeven in harde valuta, wat, in tegenstelling tot ontwikkelde landen, wijst op de tot dusver vrij beperkte belangstelling van binnenlandse beleggers voor de zogenoemde groene obligatie-omgeving. Er is werk aan de winkel om de binnenlandse vraag in opkomende landen de komende jaren te ontwikkelen.’

Leiden de verschillende ESG-benaderingen van EMD tot aantoonbaar betere beleggingsresultaten voor de asset class?

Kiliç: ‘Wij maken gebruik van een efficiënt model en gespecialiseerde ESG-analisten. Ons model was vroeger gebaseerd op governance (G), maar we hebben het uitgebreid met veel meer E- en S-gegevens dan voorheen. Het is voor ons zichtbaar dat de integratie van ESG in ons proces krachten laat zien die in principe terugleiden naar het rendement en een beter risicobeheer.’

Willems: ‘Wij hebben nogal wat tijd besteed aan het kwantificeren van ons ESG-onderzoek. We kijken welke landen hoge scores hebben, welke landen lage en welke landen op een bepaald moment een positief of negatief geprojecteerd momentum hebben. We zien dat in principe positief ESG-momentum op de langere termijn beter presteert dan alle andere vormen van ESG-beleggen. Maar we zien ook dat tijdens meer volatiele periodes, dus wanneer de markt daalt, landen met hoge ESG-scores beter presteren en een lagere volatiliteit vertonen, wat ook nut heeft in portefeuillecontext.’

Neely: ‘ESG heeft ervoor gezorgd dat beleggers anders zijn gaan denken over waar kapitaal naartoe zou moeten gaan. Je moet erover nadenken hoe die trends het rendementspotentieel in EMD-landen en -markten in de loop van de tijd kunnen doen verschuiven.’

Jansen: ‘De aandacht voor ESG neemt toe, wat kan inhouden dat de focus van beleggers zich gaat richten op landen en emittenten die een hogere ESG-score hebben. De toegenomen vraag zou dan waarschijnlijk niet leiden tot hoge rendementen voor de beleggingscategorie. We verwachten wel dat de verhoogde aandacht van investeerders voor ESG kan leiden tot een beter investeringsklimaat en een verbeterde transparantie.’

Sagoo: ‘Het in beschouwing nemen van ESG-factoren heeft het potentieel om het rendement te verhogen, maar het hangt af van wat je met de informatie doet. Van de drie factoren is de G tot nu toe het belangrijkste geweest binnen EMD, maar de aandacht is snel verschoven naar S- en vooral E-factoren. Uit ons onderzoek is gebleken

dat G-factoren van cruciaal belang zijn voor zwakkere credits, vooral wanneer zij met een schok worden geconfronteerd, omdat een beter waargenomen institutionele kwaliteit een wezenlijke bijdrage kan leveren aan het beperken van de spreadruimte. S-factoren, zoals ongelijkheid en jeugdwerkloosheid, zijn belangrijk om de neiging tot sociale onrust te beoordelen en kunnen ons helpen staatrisico's in te schatten. E-factoren winnen snel aan belang door de klimaatverandering en zullen de toekomstige rendementen en kapitaalstromen tussen landen bepalen.'

Is engagement bij bedrijven en regeringen mogelijk en leidt dit tot betere resultaten?

Spillane: 'Engagement is zeker mogelijk, maar wij geloven dat het met zich meebrengt dat de belegger duidelijk en transparant is over de kwesties die voor hem het belangrijkste zijn. Het effect van engagement zal vooral op de langere termijn merkbaar zijn, met name voor staatsobligaties.'

Neely: 'Wij treden rechtstreeks in contact met overheden en bedrijven. Vooral voor staatsobligaties kan het echter nodig zijn dat wij, als vermogensbeheerders, ons engagement uitbreiden tot multilaterale instellingen zoals het IMF, de Wereldbank, ratingbureaus en andere organisaties, om op termijn tot een duurzamer resultaat te komen.'

Kiliç: 'Overheden zijn doorgaans ontvankelijker wanneer de financieringsbehoeften toenemen, maar engagement is een langdurig proces. In Argentinië bijvoorbeeld zijn betrouwbare gegevens pas aan het licht gekomen na de presidentswisseling. Engagement is doeltreffender als er sprake is van samenwerking tussen vermogensbeheerders. Wij hebben ook openbare gesprekken gevoerd met Brazilië en Indonesië over onder meer ontbossing.'

Dombrovsky: 'Engagement hoeft niet beperkt te blijven tot de ESG-agenda. Vermogensbeheerders kunnen met overheden samenwerken om de marktinfrastructuur en de liquiditeit te verbeteren. Dit kan ertoe leiden dat er meer geld naar de lokale markten vloeit in plaats van naar buitenlandse schuld, waardoor het schuldprofiel van het betreffende land duurzamer wordt.'

Kunnen we ESG-beleggen koppelen aan de SDG's in EMD?

Dombrovsky: 'Het antwoord is ja. Wij beoordelen alle groene, sociale, duurzame obligatie-emissies en koppelen ze aan specifieke SDG-doelstellingen, zoals 'Klimaatactie' en 'Betaalbare en schone energie.'

Sagoo: 'Het is heel goed mogelijk en eenvoudig om ESG-beleggen te koppelen aan SDG-concepten. De SDGs kunnen een nuttige leidraad vormen om mensen als het ware naar een consistent startpunt voor ESG te leiden. Beleggers zullen echter weloverwogen te werk moeten gaan om ervoor te zorgen dat kapitaal niet wegvloeit uit de landen met de zwakste rating, die het meest behoefte hebben aan kapitaal voor ontwikkelingsdoeleinden.'

Kiliç: 'Je kunt de SDGs natuurlijk aan elkaar koppelen, maar het definiëren en standaardiseren van de methodologie en het meetproces vormt de grootste uitdaging. Ik denk dat dat ook grote nadruk legt op het meetproces.'

Jansen: 'Wat ik regelmatig zie, is dat beleggers een soort scoresysteem hanteren. Ik denk dat het mogelijk is om de scores zo op te bouwen dat zowel de ESG- als de SDG-factoren worden meegenomen om vervolgens te zien hoe een land zich door de tijd heen ontwikkelt.'

Zijn de E-, S- en G-factoren in de opkomende markten even belangrijk als in de ontwikkelde?

Willems: 'In ons proces hebben we lange tijd de nadruk gelegd op sociale en governance-factoren, waardoor milieufactoren een lagere weging kregen. Zo'n twee jaar geleden zijn we van mening veranderd toen we zagen dat niet langer alleen in frontiermarkten als de Caraïben of de Hoorn van Afrika, maar ook in toenemende mate in grotere opkomende markten als Brazilië en India het milieu voor steeds grotere problemen kwam te staan. Nu wegen we de E, S en G in opkomende markten even zwaar en spelen ze allemaal een rol. In ontwikkelde markten doen ze er voor het opstellen van de ESG-score ook allemaal toe, maar realis->

'Wij zijn zeer selectief met betrekking tot de markten waarin we beleggen: als we geen positieve visie op een bepaald land hebben, mijden we dat land graag volledig.'

tisch gezien, denken we bijvoorbeeld niet dat een beetje beter milieu in een bepaald ontwikkeld land, zoals Noorwegen, een belangrijke aanjager van beleggingsrendement zal zijn.’

Spillane: ‘Onze ESG-scores zijn meer gericht op S en G, maar we hebben een speciaal team van ESG-analisten die alle factoren even zwaar laten meewegen in hun kwalitatieve beoordeling. Het evenwicht tussen de ESG-score en de kwalitatieve, toekomstgerichte beoordeling is voor ons echt belangrijk.’

Sagoo: ‘Bij de kredietanalyse van staatsobligaties hechten we het meeste belang aan de G. Voor bedrijven denken we dat de relevantie van E, S en G per sector verschilt, dus aan de bedrijfskant passen wij een sector-specifieke taxonomie toe die wij zelf hebben ontwikkeld. Wat de E betreft, hebben wij geconstateerd dat deze op historische basis weinig verklarend vermogen heeft, maar wij denken dat dit in de toekomst zal veranderen en daarom hebben we deze in onze score opgenomen.’

Neely: ‘De relatieve gewichten van E, S en G kunnen variëren en dus wil je weten waar E het meest relevant is, of S, of G. Je moet niet alleen naar de totale ESG-score kijken en hoe die wordt gewogen, maar ook naar de losse onderdelen en dit testen per land. Het gaat om een mix van kwantitatief en fundamenteel onderzoek om na te gaan welke factoren waarschijnlijk een grote impact zullen hebben op de afzonderlijke landen die we bestrijken.’

Dombrovsky: ‘Voor onze stand alone ESG-score wegen we de factoren E, S en G even zwaar. De reden daarvoor is dat we geloven dat ze alle drie belangrijk zijn voor ESG-bewuste beleggers, zodat we evenveel rekening houden met het milieu als met bestuur en sociale aspecten.’

Kiliç: ‘Het belangrijkste is differentiatie. Toegewijde analyse en kwalitatieve input van portefeuillemanagers zijn ook erg belangrijk. Bij het toekennen van een score heb je

te maken met veel gegevensgerelateerde valkuilen, waar je zorgvuldig naar moet kijken.’

Spillane: ‘Typische ESG-scores en de onderliggende gegevens zullen waarschijnlijk leiden tot een inkomens- of vermogensvoorkeur in je portefeuille. Om een meer afgerond beeld op te bouwen dat zowel het potentieel voor veranderingen als een historische score erkent, is een kwalitatieve beoordeling zeer belangrijk.’

Willems: ‘Lage ESG-scores voor landen kunnen zeer negatieve neveneffecten hebben. In feite zeg je: in landen met een lage ESG-score worden geen ESG-investeringen gedaan. Als je lage scores uitsluit, komt een land als Nigeria met 200 miljoen inwoners, dat 30 keer minder kan uitgeven aan zaken als gezondheidszorg, onderwijs en sociale voorzieningen dan Japan met 130 miljoen inwoners, niet in aanmerking voor wat voor soort ESG-investeringen dan ook. Dat kan een gevaarlijke trend zijn als die aanhoudt.’

Jansen: ‘Transparantie, samenwerking en intenties zijn belangrijk voor een land om te laten zien dat het op de goede weg is om te proberen zijn situatie te verbeteren. In die zin is het van belang om die kwalitatieve elementen toe te voegen aan de ESG-score.’

Zijn er problemen met data in de opkomende markten?

Kiliç: ‘Veel gegevens zijn achterwaarts gericht en worden erg laat verstrekt: in het beste geval heb je een tijdvertraging van een jaar, zo niet twee of zelfs drie jaar. De kwaliteit laat nogal eens te wensen over en ook de manier waarop de gegevens worden gemeten, is niet altijd correct. Een van de dingen die we proberen te doen om dit te verhelpen, vooral aan de kant van overheden, is het inzetten van speciale ESG-analisten. Ook de Wereldbank is zich bewust van de datakwestie in emerging markets en werkt aan verbeteringen. Er is de laatste twee, drie jaar veel verbeterd op dit gebied, maar er zijn nog steeds problemen met de kwaliteit en de tijdigheid. Daarom is het cruciaal om big data te gebruiken.’

Neely: ‘De ESG-gegevens die externe verkopers leveren, hebben een minder

‘Van de drie factoren is de G tot nu toe het belangrijkste geweest binnen EMD. Maar de aandacht is snel verschoven naar S- en vooral E-factoren.’

volledige EM-dekking dan wij zouden willen. Hun scoringsmethodologie kan ook complex zijn, waardoor het moeilijk is om de belangrijkste onderdelen van geaggregeerde scores te distilleren. Daardoor kan je op het verkeerde been worden gezet. Je moet dus ook je eigen fundamentele werk doen.'

Saago: 'Het is belangrijk om alle data grondig te beoordelen. Gebruikers van ESG-gegevens hebben te maken met de gebruikelijke problemen op het gebied van dekking, kwaliteit en actualiteit, die allemaal nog groter zijn voor emerging market corporates. Een belangrijke uitdaging bij ESG-gegevens is het groeiende volume van die gegevens. Het is echt belangrijk om signaal en ruis van elkaar te onderscheiden.'

Spillane: 'Naast de bekende problemen met gegevens ter ondersteuning van ESG-metriek ter ondersteuning van beleggingsbeslissingen en -processen, denk ik dat naarmate ESG-emissies in emerging markets blijven toenemen, ook de eisen die beleggers stellen aan de beschikbaarheid en tijdigheid van de gegevens van emittenten zullen toenemen.'

Willems: 'Het is inderdaad een probleem dat bijvoorbeeld de gegevens van de Wereldbank, die tot 2018 of 2019 gaan, worden gebruikt om de situatie na de pandemie in bepaalde opkomende markten te beoordelen. Wij hebben een ESG-index met 14 categorieën en als wij op basis van fundamentele inzichten denken dat het beter of slechter gaat, dan laten we dat in de score tot uiting komen. Of we het bij het rechte eind hebben of niet, zullen we dan over twee, drie jaar zien aan de hand van bijvoorbeeld de governance-indicatoren van de Wereldbank of overeenkomstige indices.'

Dombrovsky: 'De problemen met de gegevens tonen aan dat sprake is van een zeer uitdagend gebied en dat het om een inefficiënte markt gaat, met veel mogelijkheden voor actieve managers om ESG-gedreven alpha te genereren.'

Saago: 'Als sector moeten we ons richten op het in evenwicht brengen van het gebruik van ESG-gegevens van derden met onze eigen interne ESG-scores en -onderzoek. ESG-ratings van derden zijn in veel opzich-

ten vergelijkbaar met kredietratings: het is nuttig om een objectieve kijk te hebben, maar je zou niet willen beleggen bij een manager die geen eigen kijk heeft op een emittent.'

Spillane: 'Uiteindelijk zal er ook meer duidelijkheid komen over de manier waarop de ratingbureaus de ESG-gegevens interpreteren en gebruiken en natuurlijk ook over de manier waarop wij hun aanpak en rol bij ESG-analyses moeten interpreteren.'

Welke criteria zijn belangrijk bij de selectie van EMD-managers?

Jansen: 'In ons achterhoofd zit dat de toegevoegde waarde van een actieve manager niet altijd duidelijk is. Als je kijkt naar de geschiedenis van actief versus passief beheer in EMD, vooral op de langere termijn, zijn er niet zo veel actieve managers die voortdurend beter presteren dan de benchmark. We kijken natuurlijk naar de samenstelling van het team, de ideeëngeneratie en de macro-economische analysekracht, maar we beoordelen ook hoe de manager risicobeheer inzet om de volatiliteit van de relatieve performance te beperken. Tegenwoordig kijken we ook naar de manier waarop ESG wordt geïmplementeerd in het proces.'

Willems: 'De gemakkelijkste manier om beter te presteren, is denk ik door bepaalde landen te vermijden. Het is mogelijk, maar wel lastiger om beter te presteren door overwogen te zijn in specifieke opkomende markten/lokale valuta. Wij zijn zeer selectief met betrekking tot de markten waarin we beleggen: als we geen positieve visie op een bepaald land hebben, mijden we dat land graag volledig. We hebben historisch gezien over het algemeen een lagere volatiliteit en veel kleinere drawdowns laten zien.'

Dombrovsky: 'Wij denken dat het over het algemeen lonend is om actieve beslissingen te nemen, zowel in buitenlandse als in lokale schulden. Uiteindelijk gaat het erom wat het best bij de behoeften van een klant past. Het gaat niet alleen om outperformance. Andere factoren zoals ESG-integratie worden steeds belangrijker.'

Kiliç: 'Performance mag niet het enige criterium zijn, zoals in het geval van managers van lokale valuta waarbij het vanwege de aard van de index moeilijker is om de >

benchmark te verslaan. Maar als je passief bent in het EMD-universum, dan kun je er bijna zeker van zijn dat je onder de benchmark zult presteren. Ik geloof dat meedelen met de klant de sleutel is.’

Sagoo: ‘De beoordeling van actief beheer is zeer gevoelig voor het gekozen tijdsbestek. Ik denk dat dat suggereert dat het debat tussen actief en passief meer te maken heeft met de consistentie van excess returns door de tijd heen. De spreads van emerging markets zijn sinds begin dit jaar op hoofdniveau nauwelijks veranderd, maar op landsniveau is er onder de oppervlakte sprake van aanzienlijke differentiatie. Net zoals het effect van de crisis en de beleidsreacties van land tot land verschillen, zal het herstel waarschijnlijk ongelijk zijn. Landen die exporteren naar een herstellende ontwikkelde markt, met inbegrip van de grondstoffenproducenten, zullen in het huidige klimaat profiteren, terwijl landen die meer afhankelijk zijn van de binnenlandse vraag en het toerisme, waarschijnlijk gevoeliger zijn voor de ontwikkelingen van de conjunctuur. Voor mij, als voorstander van actief beheer, is dat een vruchtbare achtergrond voor het genereren van outperformance.’

Spillane: ‘Actief beheer blijft zeer belangrijk bij EMD gezien het brede en diverse beleggingsuniversum. Maar even belangrijk is de managementstijl, waarbij soms sprake kan zijn van een te grote afhankelijkheid van marktbeta en minder bewijs voor consistente en stabiele rendementen ter ondersteuning van een structurele allocatie naar de asset class op de lange termijn.’

Heeft de pandemie de ontwikkeling van ESG in EMD positief of negatief beïnvloed?

Jansen: ‘Ik denk dat de pandemie ESG geholpen heeft, want er wordt bijvoorbeeld aanzienlijk minder met de auto en het vliegtuig gereisd, wat invloed heeft op de ecologische voetafdruk. Ik ben benieuwd wat de andere deelnemers vinden.’

Kiliç: ‘Wat vaccinatie betreft, hebben de ontwikkelde landen een voorsprong op de opkomende landen en dat zal vermoedelijk de groeivoorzichten veranderen. Daarom kunnen sommige landen hun focus op structurele veranderingen verliezen omdat

ze met de pandemie bezig zijn. COVID-19 heeft ons laten zien hoe kwetsbaar onze wereld is en een uiteenlopend herstel kan arme landen nog meer onder druk zetten. Er is nog veel onbekend over hoe we uit deze pandemie zullen groeien, maar ik denk dat de ongelijkheid zal toenemen door een gebrek aan onderwijs in de kindertijd, werkloosheid en basistoegang tot publieke diensten. Er is wereldwijde coördinatie nodig bij het uitstippelen van een alomvattend beleid en ESG moet bovenaan de agenda staan nu het besef van urgentie toeneemt.’

Spillane: ‘Als gevolg van de pandemie zijn zowel emittent als belegger meer gefocust op ESG. ESG-beleggen is de laatste paar jaar door vrijwel iedereen omarmd. Aan de verdieping en rijpheid van het beleggingsuniversum is echter nog wel het een en ander te doen.’

Neely: ‘COVID-19 heeft de aandacht van beleggers voor klimaatkwesaties, maar ook voor sociale ongelijkheden, vergroot. Wij beginnen meer interesse te zien voor obligaties met een sociale of duurzaamheidscomponent. Persoonlijk denk ik dat beleggers in de toekomst veel meer aandacht zullen besteden aan sociale factoren. Op de lange termijn zou dat positieve veranderingen in de opkomende markten moeten stimuleren.’

Willems: ‘De pandemie heeft ons geholpen ons ESG-proces te verfijnen. Wat betreft de trends zien we dat we zo’n twee jaar geleden twintig grotendeels opkomende landen konden identificeren waar we momentum zagen. Dat aantal begon halverwege vorig jaar behoorlijk te dalen. Inmiddels zijn er weer een paar landen bijgekomen die positieve veranderingen doorvoeren en is er dus weer plaats voor wat voorzichtig optimisme.’

Jansen: ‘Het zijn vreemde tijden. Hoe de ontwikkeling van ESG voor de opkomende markten eruit zal zien, is nog afwachten. Dat er veel staat te gebeuren, staat buiten kijf. Ik denk wel dat de pandemie ons iets heeft geleerd, namelijk dat we ons meer bewust moeten zijn van onszelf en van het bedrijf waar we voor werken. We zien dat nu al terug in de aangescherpte eisen met betrekking tot de monitoring van beleggers en fondsen.’ ■

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aviva Investors, Franklin Templeton, Goldman Sachs Asset Management, NN Investment Partners, PIMCO en Wellington Management.

IN HET KORT

EMD voegt alphanpotentieel en diversificatie toe. Daarom verdient EMD een plaats in bijna elke institutionele of particuliere portefeuille.

Om ESG in EM te integreren, kun je niet alleen uitsluitingen, best-in-class of integratie hanteren. Een sterke ESG-benadering vereist een mix hiervan.

Engagement hoeft niet beperkt te blijven tot de ESG-agenda. Vermogensbeheerders kunnen met overheden samenwerken om bijvoorbeeld de marktinfrastructuur en de liquiditeit te verbeteren.

Het is belangrijk om kwalitatieve elementen toe te voegen aan de ESG-score.

De ESG-gegevens die externe bureaus leveren, hebben een minder volledige EM-dekking dan veel asset managers zouden willen. Eigen fundamenteel onderzoek is nodig.

Als gevolg van de pandemie zijn zowel emittent als belegger meer gefocust op ESG. COVID-19 heeft de aandacht van beleggers voor klimaatkwesaties, maar ook voor sociale ongelijkheden, vergroot.