

Emerging Market Debt complex maar kansrijk

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius Fotografie



De EMD-markt heeft de afgelopen tien tot vijftien jaar een duidelijke verschuiving doorgemaakt van harde naar lokale valuta. Staatsobligaties in harde valuta hebben in het verleden een risicovoller profiel vertoond dan staatsobligaties in lokale valuta. EMD biedt kansen voor beleggers die risico, duurzaamheid en rendement strategisch weten te balanceren.

Hoe groot is de EMD-markt nu, zowel in lokale als in harde valuta? Is die in de afgelopen jaren gegroeid? En zo ja waarom?

Rob Drijkoningen: 'De EMD-markt heeft een omvang van zo'n \$ 42 biljoen en groeit met gemiddeld 14% per jaar. Dit zijn cijfers van de Bank of America. Natuurlijk circuleren er uiteenlopende cijfers, maar het grootste deel van de groei komt voort uit lokale valuta en bedrijfsobligaties op de langere termijn. Externe schuld is beperkter, maar daar verwijzen mensen meestal wel naar als ze het hebben over schuld van opkomende markten, dus vooral harde valuta, zoals dollars. Lokale schuld blijft wat onderbelicht.'

Naki Nartey: 'Interessant aan emerging markets is dat het grootste deel van de markt off-benchmark is. Er staat voor \$ 42 biljoen aan obligaties uit, maar de lokale schuld die als benchmark in aanmerking komt, is ongeveer \$ 5 biljoen groot, en hard currency \$ 1 biljoen dollar. Schuld van bedrijven is nog eens \$ 1 biljoen. In tegenstelling tot ontwikkelde markten valt de grote meerderheid van deze obligaties dus buiten de officiële indices. Dit maakt de kansen voor actieve managers interessanter, gezien hun vermogen om off-benchmark te beleggen.'

Drijkoningen: 'Veel emissies komen uit specifieke landen, met name China. Zowel in lokaal als extern heeft China het grootste aandeel. Op landenniveau zijn er beperkingen ten aanzien van hoeveel een land dat in benchmarks komt, mag emitteren. Dus veel uitgifte zit daar gewoon niet in. En

daarnaast is veel onshore, dus lokaal gefinancierd. Vroeger hadden opkomende markten geen goede lokale yield curves, waardoor ze in dollars moesten lenen. Dat gaf valutarisico's. Tegenwoordig zie je een natuurlijke verschuiving naar lokale uitgiftes, vooral in China en India.'

Raymond van Wersch: 'Wij zien de afgelopen tien tot vijftien jaar duidelijk een sterke verschuiving van harde valuta naar lokale valuta. Staatsobligaties in harde valuta hebben in het verleden een risicovoller profiel laten zien dan staatsobligaties in lokale valuta.'

Nartey: 'Dat hangt af van hoe je risico definieert. Lokale valuta biedt gemiddeld een betere kredietkwaliteit, maar ook meer volatiliteit door de valutacomponent. Harde valuta heeft gemiddeld een lagere kredietkwaliteit, met meer high yield-emittenten. Maar als het valutarisico weg is, neem je enkel spread- en kredietrisico's, die doorgaans minder volatiel zijn dan FX.'

Drijkoningen: 'In de lokale valuta-index, bijvoorbeeld de Government Bond Index – Emerging Markets, de GBI-EM, zitten maar 18 tot 20 landen, terwijl de harde valuta-index, bijvoorbeeld de Emerging Markets Bond Index, de EMBI, er meer dan 70 bevat. Maar dat weerspiegelt niet de onderliggende markt van lokale valuta, die veel breder is. Veel landen en valuta komen simpelweg niet in aanmerking voor de benchmark omdat ze niet liquide genoeg zijn. In harde valuta zie je het omgekeerde: veel namen voor een kleinere onderliggende markt.'

Asbjörn Friederich: 'Dat geldt tot op zekere hoogte ook voor de harde valuta-index. Van de ongeveer 72 landen in de EMBI-GD vertegenwoordigt 27% zo'n 80% van de gewichten. Dus het is redelijk geconcentreerd. Als je verder diversifieert dan de benchmark, kun je alpha genereren zonder per se meer risico te nemen.'

Een paar jaar geleden hadden we het ook vaak over frontier markets. Die term hoor je nauwelijks meer. Zijn die markten verdwenen?

Drijkoningen: 'Nee, ze bestaan nog steeds. Er is wel een belangrijk verschil: in harde valuta zijn frontier-landen vaak al

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Rob Drijkoningen,
Neuberger Berman
Asbjörn Friederich,
Nuveen
Naki Nartey,
PIMCO
Raymond van Wersch,
PGGM



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus. Daarnaast is hij parttime docent bij het Actuarieel Instituut. Hij is auteur van onder andere 'Beleggen met Technische Analyse'. Geels studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



**Rob
Drijkoningen**

Rob Drijkoningen is Hoofd Fixed Income Europe en Co-Head van het EMD-team bij Neuberger Berman, waar hij in 2013 in dienst trad. Daarvoor werkte hij bijna 18 jaar bij ING Investment Management in verschillende rollen, waaronder als Global Head van het EMD-team, Hoofd Multi-Assets en Hoofd Global High Yield. In 1990 begon hij zijn carrière aan de sell-side bij Nomura en Goldman Sachs.



**Asbjörn
Friederich**

Asbjörn Friederich is Senior Director en Research Analyst bij Nuveen's International en EMD-team, met een focus op Europese, Midden-Oosterse en Noord-Afrikaanse uitgevers van staatsobligaties. Voorafgaand aan zijn functie bij Nuveen werkte hij in Macro Strategy & Sovereign Analysis bij Fidelity Investments. Hij begon zijn carrière aan de sell-side bij UBS Investment Bank.



**Naki
Nartey**

Naki Nartey is Senior Vice President en Emerging Markets Product Strategist bij PIMCO. Ze werkte eerder in institutionele fixed income sales bij BBVA, waar ze Europese obligaties en Noord-Amerikaanse EM-accounts beheerde. Daarvoor was ze Product Specialist voor emerging markets bij JPMorgan Private Bank in New York en bekleedde ze functies bij JPMorgan Private Bank in Genève en JPMorgan Investment Bank in Londen.



**Raymond
van Wersch**

Raymond van Wersch is Senior Portfolio Manager bij PGGM, waar hij sinds 2005 werkt, de eerste 10 jaar in het Credit Risk Sharing-team en daarna in het Manager Selectie-team, gericht op Credit en EMD. Daarvoor heeft hij bij NIBC Asset Management en ABP de Europese high yield-portefeuille opgezet en beheerd. Eerder beheerde hij fixed income-portefeuilles bij Achmea. Zijn loopbaan startte bij Rabobank.

vertegenwoordigd in de benchmarks EMBI Global en NEXGEM, terwijl ze in lokale valuta grotendeels complementair zijn omdat de liquiditeit daar vaak te laag is om in de standaardindex voor EMD, zoals de GBI-EM, te zitten.'

Van Wersch: 'Als je echt impact wilt maken, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid of transitie, dan helpt het om in frontier markets te investeren. Vooral via lokale valuta, want dat helpt de overheden het meest. Wij onderzoeken of frontier markets een aparte subset kunnen worden binnen onze allocatie naar EMD-lokale valuta.'

Nartey: 'In onze wereldwijde EMD-portefeuilles nemen we frontier-exposure op, zowel in harde als in lokale valuta, waar mogelijk. We zien zelfs dat steeds meer klanten vragen om een dedicated frontier-portfolio, vaak om ESG- of impactredenen. Er doen zich in die markten interessante kansen voor, mede omdat de rendementen daar recent goed waren.'

Drijkoningen: 'Ja, frontier local via de FTSE-index presteert veel beter dan de reguliere lokale valuta-index: ongeveer 5% meer per jaar sinds 2017. Het is een goede diversificator en alternatieve rendementsbron. Wij gebruiken het zowel opportunistisch als in een mandaat tegen een frontier benchmark.'

Friederich: 'Wij doen dat ook en hebben frontier-exposure in zowel harde als lokale valuta, maar over het algemeen houden we wel gediversifieerde exposure aan om blow-up risico's te vermijden.'

Van Wersch: 'Eigen onderzoeksgegevens bevestigen dat frontier-markten in lokale valuta beter presteren dan reguliere EM-local. Er komt nu een index die dat ook weergeeft. Bovendien is de maximale drawdown in frontier-markten tijdens crisisjaren vaak lager dan in reguliere emerging markets, ook veroorzaakt door het veelal ontbreken van grote beleggers in frontier-markten. Het is dus mogelijk een interessante diversificatie.'

Wat is het typische risico-rendementsprofiel van local currency debt?

Drijkoningen: 'Het is zeker risicovoller

dan hard currency debt in termen van volatiliteit. In lokale valuta kun je risico's beperken door bijvoorbeeld uit euro's te financieren in plaats van uit dollars, dat scheelt volatiliteit. Met name als je valuta's met lage correlatie kiest.'

Friederich: 'Klopt, over het algemeen komen de grootste drawdowns in local benchmarks door de FX-component, vooral voor dollar-portefeuilles. Als je in euro's financiert, verklein je dat risico aanzienlijk en wordt het plaatje aantrekkelijker.'

Nartey: 'Bij lokale valuta is FX de meest volatiele component, daarnaast heb je nog lokale duration. Bij harde valuta is er gewoonlijk dollar-duration en spreadrisico. Uiteraard is de FX-component het meest volatiel, de dominante risicofactor. Als je het vanuit euro's of ponden bekijkt, zien lokale valuta's er vaak beter uit, omdat de dollar de afgelopen tien jaar sterker is geworden.'

Van Wersch: 'Wij hebben ervoor gekozen uitsluitend in lokale valuta te investeren omdat staatsobligaties in harde valuta te veel lijken op US-dollar high yield en op EM-corporates in harde valuta. Daarom geloven we dat lokale staatsobligaties voor ons een betere diversificatie zijn. Vorig jaar, 2024, was geen goed jaar voor lokale valuta, maar de waarderingen worden wel steeds aantrekkelijker en staatsobligaties in lokale valuta kunnen profiteren van een lagere US-dollar.'

Hoe ga je om met valutavolatiliteit?

Drijkoningen: 'Je kunt die volatiliteit deels afdekken, bijvoorbeeld via valutahedging. Wanneer de rente echter veel hoger is dan in de VS, geef je veel van het rentevoordeel weer op, dus dat is geen permanente optie. Nu de USD-rente hoger is, terwijl bijvoorbeeld landen als China heel lage yields kennen van rond 2%, wordt afdekken aantrekkelijk. Het beeld is dus genuanceerd. Strategisch afdekken kan zinvol zijn, met ruimte om daar tactisch van af te wijken.'

Nartey: 'Wij kalibreren de grootte van posities met hun volatiliteit. Als we twee valuta's even aantrekkelijk vinden, maar de ene is volatieler, dan krijgt die een kleinere positie in portefeuilles. Zo blijft het risico beheersbaar.'

'Volatiliteit kan verraderlijk zijn. Sommige valuta's lijken stabiel, tot ze plotseling sterk gaan bewegen.'

Drijkoningen: 'Volatiliteit kan verraderlijk zijn. Sommige valuta's lijken stabiel, tot ze plotseling sterk gaan bewegen. Egypte is daarvan een klassiek voorbeeld, Nigeria een ander. Na een devaluatie verlies je aanzienlijk. Daarom moet je niet alleen naar historische volatiliteit kijken, maar ook naar impliciete volatiliteit, zoals ingeprijsd in de forwards.'

Nartey: 'Daar ben ik het mee eens. Wij gebruiken impliciete volatiliteit als onderdeel van ons proces.'

China is nu de grootste speler in de EMD-markt. Hoe zien jullie China's rol nu en in de toekomst?

Nartey: 'Op dit moment zijn we nogal bearish over China, zowel lokaal als in harde valuta. De redenen daarvoor zijn ten eerste lage rendementen, waardoor zich elders betere kansen voordoen. In de tweede plaats is de relatie tussen China en de Verenigde Staten behoorlijk gespannen en kan die nog verder verslechteren. Ten derde is China minder belangrijk geworden voor EM-groei dan in het verleden. Vroeger gold: als China groeide, groeiden EM-landen mee en vice versa. In de afgelopen twee jaar hebben we gezien dat de groei van China is vertraagd, maar dat die in de opkomende markten eigenlijk vrij robuust was.'

Drijkoningen: 'We moeten wel onderscheid maken tussen obligaties in USD en in lokale valuta. De Chinese munt is voor ons ook een underweight. Maar als je de obligaties afdekt naar dollars, krijg je zo'n 3% extra. Dan is het geen slechte investering. De binnenlandse markt blijft enorm groot. Vooral staatsbedrijven blijven actief. Er is ook sprake van veel innovatie, denk aan batterijen, electric vehicles, technologie. Dat gaat niet zomaar weg.'

Friederich: 'Het probleem met Chinese bedrijfsobligaties is dat er weinig transparantie is wat betreft kredietkwaliteit. >

Wij zijn behoorlijk onderweight in China, behalve in een paar specifieke sterke bedrijven, die voornamelijk voor de Verenigde Staten produceren. Die bedrijfsobligaties verschaffen een Chinese 'postcode premium' ten opzichte van vergelijkbare Amerikaanse bedrijven. We merken dat er steeds meer vraag is naar EM-fondsen zonder China, dus ex-China benchmarks.

Als jullie een portefeuille beheren, raden jullie dan een breed mandaat aan waar alles in zit (lokaal, hard currency, frontier, corporates) of liever aparte mandaten, per segment? En moet dat actief of passief zijn?

Van Wersch: 'We hebben net een wereldwijde kredietstrategie geïmplementeerd met drie dimensies: rendement, risico en duurzaamheid. We combineren investment grade corporates en high yield corporates in ontwikkelde markten en opkomende markten. We hebben dus een wereldwijd kredietmandaat dat we toewijzen aan interne en externe beleggingsteams. Bij investment grade kun je je richten op labeled bonds, bij high yield focussen we op engagement met de emittenten en proberen we ze transparanter te maken. De energietransitie vindt voor een groot deel plaats via EM-corporates. Daar zitten veel mogelijkheden. Voor staatsobligaties in opkomende markten hebben we een apart mandaat, in lokale valuta. We combineren dat dus niet met corporates in opkomende landen, omdat die asset class andere risicokenmerken heeft en het bovendien moeilijker is om te engagen met overheden dan met bedrijven.'

Is die wereldwijde creditstrategie, met een portefeuille voor opkomende en ontwikkelde markten, uitgesplitst in investment grade en high yield, bijzonder?

Van Wersch: 'Dat denken we wel. De meeste beleggers denken nog in

zogenaamde silo's, in investment grade of high yield in ontwikkelde en opkomende markten. Wij geloven juist in het combineren van deze beleggingscategorieën in één integrale opdracht. Op deze manier creëer je namelijk een zo groot mogelijk universum waar de 3D-afweging tussen rendement, risico en duurzaamheid optimaal kan worden uitgevoerd.'

Nartey: 'Wij bieden zowel aparte mandaten (local of hard currency) als blended strategieën aan. Ook ESG-varianten zijn beschikbaar. In aparte mandaten voor hard currency nemen we vaak corporates op, omdat ze waarde kunnen toevoegen, ook als ze niet in de benchmark zitten. Natuurlijk brengen ze vaak risico's met zich mee, maar die kunnen voordelig uitpakken.'

Friederich: 'Onze filosofie is dat het moeilijk is om lokale en harde valuta goed samen te beheren in één fonds. Uit onderzoek blijkt dat blended fondsen het vaak minder goed doen dan hard currency-only-fondsen. Daarom geven wij de voorkeur aan een apart fonds voor zowel hard currency als local currency. Maar binnen hard currency-fondsen voegen we wel corporates toe als dat een betere risico-rendementsverhouding geeft. Bijvoorbeeld in landen waar spreads op staatsobligaties laag zijn, maar waar bedrijfsobligaties aantrekkelijke spreads hebben.'

Drijkoningen: 'In de praktijk zie je dat als EMD een klein deel van de totale portefeuille uitmaakt, beleggers liever een blended mandaat willen, omdat dat gewoon eenvoudiger is. Je moet dan wel aantonen dat die aanpak waarde toevoegt. Blended portefeuilles zijn vaak beter gediversifieerd. Bovendien kun je in een blended mandaat gemakkelijker risicobudgetten heralloceren tussen bijvoorbeeld een aantrekkelijke lokale valuta en een minder aantrekkelijke hard currency in hetzelfde land.'

In blended portefeuilles heb je veel alpha-bronnen. Kan een manager dat allemaal overzien?

Drijkoningen: 'Transparantie is belangrijk. Je moet goed kunnen uitleggen waar het risico vandaan komt en waar de performance wordt gegenereerd. Het hangt van de organisatie af of dat adequaat

'Het probleem met Chinese bedrijfsobligaties is dat er weinig transparantie is wat betreft kredietkwaliteit.'

gebeurt. Bij blended strategieën zie je vaak grotere teams met een duidelijke taakverdeling. Je kunt het ook met een klein team doen, maar dan is de dekking beperkter.’

Friederich: ‘Wij hebben een team waarin traders, portfoliomanagers en analisten nauw samenwerken. Iedereen weet precies wat er in de portefeuille zit en dit helpt bij het optimaliseren van de EMD-portefeuille en het genereren van beleggingsideeën.’

Van Wersch: ‘Toen wij onze wereldwijde kredietstrategie ontwikkelden, zochten we specifiek naar beheerders die alle segmenten kunnen combineren: investment grade, high yield, emerging market debt en ESG. Je wilt geen aparte silo-benadering, maar een geïntegreerd platform.’

Is er in EMD sprake van een soort marktfase of economische cyclus en proberen jullie daarop te sturen?

Van Wersch: ‘Het managen van de cyclus is erg lastig. Met name high yield-managers zijn vaak defensief, met lage beta. Maar dat pakt zelden goed uit. Ze zeggen dat ze minder verdienen in een bull market, en dat compenseren door minder te verliezen in een bear market, maar dat klopt vaak niet. Wat wij zoeken, zijn managers die de portefeuille kunnen sturen met een beta van rond de 1, dus meebewegen met de markt, maar hun waarde toevoegen door security selection. Ze moeten geen duration-risk gaan timen, dat is niet waarvoor we ze betalen.’

Friederich: ‘Wij richten ons op fundamentele bottom-up analyse per land via onze aanpak op basis van landencohorten voor ons EMD-vlaggenschipfonds. Als we een land als ‘steady’ classificeren vanwege stabiele fundamentals, maar de spreads op staatsobligaties laag zijn, dan kijken we vaak naar corporates binnen dat land. Hetzelfde geldt voor ‘reformer’-landen, met doorgaans aantrekkelijke bedrijfsobligaties. ‘Laggards’, oftewel landen met verslechterende fundamentals, vermijden we meestal, tenzij de waardering bijzonder aantrekkelijk is. ‘Crisis-belaste’ landen, zoals Zambia vorig jaar, bekijken we als er duidelijk zicht is op een herstructurering. Tot slot zijn er de frontier-landen, waar onze sovereign expertise de beste alpha-mogelijkheden

‘De energietransitie vindt voor een groot deel plaats via EM-corporates. Daar zitten veel mogelijkheden.’

vindt binnen staatsobligaties. Wat betreft de EMD-cyclus: cashposities zijn momenteel relatief goed en veel herstructureringen zijn afgerond.’

Nartey: ‘Wij willen een all-weather manager zijn. Dat wil zeggen: consistent alpha leveren, of de markt nu stijgt of daalt. Sommige managers varen wel bij een bull market, maar presteren ondermaats bij een drawdown. Deze performance-dynamiek is het resultaat van het runnen van een portefeuille met een hoge beta, maar dat is niet onze aanpak. Wij houden onze portefeuille-beta’s meestal tussen de 0,9 en 1,1. We proberen geen significante hoeveelheden alpha te genereren uit exposure naar beta, maar in plaats daarvan richten we ons op bottom-up landselectie, security selection, en positionering van de yield curve. Dat is een betere manier om consistent alpha te genereren gedurende de gehele cyclus, in plaats van alleen maar de beta te leveragen. Bottom-up alpha is doorgaans consistentere dan macro-positionering of beta-leverage.’

Drijkoningen: ‘Wij gebruiken top-down inzichten als onderdeel van het risicobudget. Als centrale banken bijvoorbeeld verkrappen, zie je dat snel terug in de financieringskosten voor emerging markets. Ook waardering speelt mee: als spreads extreem laag zijn, is de kans op negatieve rendementen groter dan bij hoge spreads. Dat vertaalt zich naar hoe we risico inzetten, namelijk meer bij hoge spreads en minder bij lage.’

Van Wersch: ‘Onze analyses tonen aan dat duration en FX geen consistente alpha-bronnen zijn in corporate credit. Wij focussen liever op fundamentele bottom-up credit-analyses.’

Wat maakt nu eigenlijk een goede manager in deze asset class? Is er veel verschil in rendementen tussen managers?

Van Wersch: ‘Het is vooral belangrijk dat >

een manager doet wat hij belooft, dus ‘practise what you preach’. We zoeken naar consistentie en voorspelbaarheid in zowel beleggingstheorie als uitvoering. Als een manager zegt dat hij een bepaald risico vermijdt, moet dat ook blijken uit de performance-attributie en -analyse. Als die afwijken van de eigen convictie, is dat voor ons een rode vlag. Daarnaast zijn vanzelfsprekend de omvang en de kwaliteit van het team belangrijk, en de interactie tussen portfoliomanagers, analisten en handelaren. We zijn geen voorstander van beheerders met een dwingende ‘house view’ die de hele portefeuille stuurt. Voor ons is het samenwerken met like-minded beheerders op duurzaamheid erg belangrijk.’

Nartey: ‘Een goede fondsbeheerder moet in staat zijn om alpha te genereren door de cyclus heen, dus in goede en slechte tijden. En die alpha moet afkomstig zijn uit meerdere bronnen, niet alleen uit een macro-gezichtspunt. Wij zien EMD als een inefficiënte asset class, wat kansen biedt via bijvoorbeeld fundamentele analyse, ondergewaardeerde landen, het structureren van posities, en het gebruik van afgeleide instrumenten zoals CDS (Credit Default Swap). Diversificatie is cruciaal. Een te geconcentreerde portefeuille met twee of drie dominante posities is risicovol, want één fout kan de hele jaarperformance ruïneren.’

Friederich: ‘Consistentie in het beleggingsteam en in de aanpak is heel belangrijk. Onze lead portfoliomanager runt al twintig jaar met succes ons toonaangevende EMD-fonds dat tot de top 10% behoort. Met de stabiele, bewezen beleggingsfilosofie mikken we op een stabiele alpha per jaar en beperken we het drawdown-risico.’

Drijkoningen: ‘Wij letten op de bekende P’s: people (kwaliteit van het team), process (beleggingsaanpak), performance, philosophy, platform (organisatie, cultuur). Je moet niet alleen nu sterk zijn, maar ook toekomstbestendig met oog voor innovatie, denk aan bijvoorbeeld AI-tools en de geopolitiek. Organisatorische stabiliteit is ook belangrijk. Als teams uit elkaar vallen, is dat funest.’

Hoe kijken jullie aan tegen passief beleggen in EMD? Is er ruimte voor ETFs of indexfondsen?

Nartey: ‘Actief presteert duidelijk beter dan passief in EM. De mediaan actieve manager doet het beter dan de mediaan passieve manager. Kapitaalwinstbelastingen en bronbelasting op coupons zijn echte kosten voor passieve beleggers, maar ze worden niet weerspiegeld in de benchmarks die passieve managers doorgaans gebruiken. Actieve managers kunnen een deel van die belastingdruk vermijden, bijvoorbeeld via derivaten. Passieve beleggers moeten maandelijks rebalanceren tegen vaak ongunstige prijzen, actieve beleggers kunnen hun rebalancing spreiden over een aantal dagen. Ook gebruiken wij CDS in plaats van cash bonds als CDS-spreads gunstiger zijn.’

Van Wersch: ‘Wij beleggen een bepaald percentage van de PFZW-portefeuille in EMD lokale valuta via een zogenoemde passief-plus aanpak. Het doel daarvan is het realiseren van het benchmarkrendement na aftrek van kosten. Wij hebben investment teams geselecteerd die daartoe in staat zijn, onder andere door slim gebruik te maken van inefficiënties in de markt zoals die zich regelmatig voordoen. Een belangrijke component van het rendement is de ‘term premium’. Dit wordt dan aangevuld met instrumenten die gebruikmaken van verschillen in rendement tussen bijvoorbeeld supranationals en staatsobligaties. Wij noemen het passief-plus want er is geen sprake van actieve portefeuillepositionering op basis van een macro-economische visie, wel van een slimme uitvoering.’

Drijkoningen: ‘ETFs voor local currency EMD blijven achter bij benchmarks, vooral door belastingeffecten. Als je lokale EMD-managers vergelijkt, moet je dus niet alleen

‘Diversificatie is cruciaal. Een te geconcentreerde portefeuille met twee of drie dominante posities is risicovol, want één fout kan de hele jaarperformance ruïneren.’

naar de benchmark kijken, maar ook naar de vergelijking met ETFs als alternatief om appels met appels te vergelijken. ETFs zijn handig voor tactische allocaties, of wanneer je snel exposure wilt nemen. Ze zijn minder geschikt voor ESG-implementatie.

Friederich: 'De benchmarks zijn behoorlijk geconcentreerd. Dat wil zeggen dat zij risicovol zijn in termen van passief beleggen. Als actieve belegger kun je het risico verlagen en consistent betere performance halen met het verstandig beheren van de risicoblootstelling.'

Hoe veranderen ESG-overwegingen de bereidheid van beleggers en de uitgifte van schuld papier in de EMD-markt? Zijn er afwegingen tussen het behalen van duurzaamheidsdoelen en het genereren van rendement? En zien jullie ook tegenwind uit bijvoorbeeld de Verenigde Staten?

Van Wersch: 'In hard currency zie je in emerging markets meer green bonds of gelabelde obligaties dan in lokale valuta. We nemen niet klakkeloos de classificatie groen over. We gebruiken ons eigen framework om dit te beoordelen. Als bijvoorbeeld een land met veel kolenmijnen een green bond uitgeeft, hoe 'groen' is dat land dan? Zijn de bestedingsdoelen van die green bonds goed vastgelegd? Bij individuele bedrijven in emerging markets is deze relatie beter vast te stellen, ook omdat er wellicht al een engagement-traject met de onderneming loopt en betere transparantie is afgedwongen.'

Drijkoningen: 'De markt voor gelabelde obligaties is ongeveer \$ 1.000 miljard in omvang. Dat is aanzienlijk meer dan de hele Europese high yield-markt, dus echt substantieel. Wij accepteren de verschillende ESG-, green, en social labels alleen als ze door onze eigen due-diligence komen. Daarnaast zijn er ook multilaterale ontwikkelingsbanken, MDB's, die in lokale valuta emitteren, met strikte SDG-afstemming. Die gebruiken wij veel in duurzame EM-portefeuilles.'

Kun je dus duurzaam beleggen in emerging markets zonder in te leveren op rendement?

Drijkoningen: 'Ja, meestal wel. Soms krijg

je zelfs een premie omdat de 'groene' uitgften kleiner of minder liquide zijn. Over het algemeen is het rendement vergelijkbaar met reguliere EM-obligaties. Soms is er geen alternatief zoals bij MDB's, dus dan wordt het meer take-it-or-leave-it.'

Nartey: 'Als je kijkt naar de benchmarks, zijn ESG-indices en reguliere EMBI of GBI-EM niet zo verschillend qua rendement in de loop van de tijd. In bepaalde jaren zie je wel verschillen, bijvoorbeeld als een ESG-fonds geen fossiele brandstoffen aanhoudt en grondstoffen het goed doen, maar gemiddeld zijn ze vergelijkbaar. Soms kunnen ideosyncratische landenfactoren rendementsverschillen veroorzaken. Toch zou ik niet zeggen dat er een noodzakelijk rendementsverlies is als gevolg van het nastreven van een ESG-strategie op de lange termijn.'

Friederich: 'Ons impact investing-team is heel duidelijk: je mag geen rendement opofferen voor duurzaamheid. Je kunt rendement genereren en impact maken. Wij combineren intern goedgekeurde use-of-proceed gelabelde obligaties met reguliere EM-obligaties van ESG-leiders.'

Zien jullie in de praktijk ook politieke tegenwind?

Drijkoningen: 'Wij blijven daar redelijk buiten, met een onderscheid. ESG-risico's zijn vaak financieel relevant, oftewel 'materieel', dus je moet ze meenemen in je investeringsproces. Dat is geen politieke stellingname, maar een logische en noodzakelijke risicobeoordeling. In emerging markets is het zonneklaar dat de kwaliteit van governance, sociale cohesie, gezondheid, onderwijs, allemaal ESG-gerelateerd, direct van invloed zijn op de kredietkwaliteit. Daarnaast hebben we ook klanten die willen dat we duurzaamheids-criteria opnemen bovenop de financiële doelstellingen. We zijn in staat om daarvoor te zorgen.'

Van Wersch: 'Bij met name frontier markets speelt de complexe afweging tussen landenrisico in brede zin en de impactmogelijkheden die zich voordoen in bijvoorbeeld de energietransitie.' ■

IN HET KORT

De EMD-markt heeft een omvang van circa \$ 42 biljoen en groeit met gemiddeld 14% per jaar, met name door uitgifte in lokale valuta en bedrijfsobligaties. Het grootste deel van de markt is off-benchmark.

Als je echt impact wilt maken op het gebied van duurzaamheid of de energietransitie, dan helpt het om in frontier markets te investeren.

China neemt zowel qua omvang als qua geopolitieke risico's een bijzondere positie in. In de afgelopen jaren is de groei van China vertraagd, terwijl die in de opkomende landen vrij robuust was.

Actieve managers in EMD presteren gemiddeld beter dan passieve managers. Dit komt mede door flexibiliteit, belastingoptimalisatie en betere positionering rond rebalancing.

Het is mogelijk om duurzaam in emerging markets te beleggen zonder in te leveren op rendement. Je kunt rendement genereren en impact maken.