

Nieuwe kansen in Emerging Market Equity door geopolitieke ontwikkelingen

Door Manno van den Berg Fotografie Cor Salverius Fotografie



Emerging markets bleven de afgelopen jaren achter bij de Amerikaanse aandelenmarkt. Landen zoals India boden nog enige hoop, maar veel beleggers spreken van een verloren decennium voor de hele beleggingscategorie. Gaat dat tij keren? Zorgen lage waarderingen in onder meer China en Latijns-Amerika voor een goed instapmoment? Welke kansen bieden deze markten?

Emerging markets zijn terug op het netvlies van beleggers, al was het alleen al wegens de disruptieve lawine aan importtarieven vanuit het Witte Huis, waar president Trump handelstekorten wil terugdringen om 'Amerika weer groot te maken'. Maar ook omdat de waarderingen van aandelen er na een langdurige relatief zwakke periode interessant uit beginnen te zien.

Hoe zal het emerging markets vergaan in Trumps nieuwe wereldorde? Krijgen we een tweede Plaza-akkoord, dat in 1985 de waarde van de dollar zo'n beetje halveerde? Wat is de impact van een zwakkere dollar op opkomende landen? Deze en andere vragen kwamen aan bod tijdens de Ronde Tafel 'Where are the Opportunities in Emerging Market Equity?'. Financial Investigator nodigde acht experts uit.

De deelnemers aan de Ronde Tafel – vier in de statige bestuurskamer van De Burcht van Berlage in Amsterdam en vier online – waren het over één zaak eens: de Verenigde Staten spelen een gevaarlijk pokerspel met de wereld, met als inzet een stelselverandering in de globale economie. Of dat lukt, is onzeker. Maar feit is wel dat beleggers minder op oude zekerheden – zoals de VS als vluchtheuvel in crisistijden – kunnen vertrouwen.

Discussieleider Han Dieperink, Chief Investment Officer bij Auréus, gooide wat

dit laatste betreft direct de knuppel in het hoenderhok: gedroegen de Verenigde Staten zich begin april niet als een opkomende markt, waar alles tegelijkertijd onderuit kan gaan? Normaal stijgt de dollar en dalen de rentes bij stress, maar in april was het precies andersom: de dollar zakte weg en rentes stegen, omdat ook staatsobligaties (en andere assets) in waarde daalden.

Dat was een ongekennde combinatie. Is een structurele terugval van de dollar aanstaande? Koersen we af op een nieuw Plaza-akkoord?

Thomas Kieselstein: 'Dat verwacht ik niet. Vóór het Plaza-akkoord was de dollar begin 1980 met bijna 100% in waarde gestegen. De huidige situatie is minder extreem. Echter, de Amerikaanse regering lijkt bijzonder vastberaden om een lagere wisselkoersverhouding te bereiken, en dat is door de markten misschien enigszins onderschat. Ik verwacht een zwakkere dollar, maar niet in dezelfde mate als in de jaren tachtig.'

Ramon Tol: 'De dollar zal waarschijnlijk verzwakken. De VS heeft enorme begrotingstekorten én een tekort op de lopende rekening. Hoe lang is dat houdbaar? Leiden deze tekorten, in combinatie met het presidentschap van Trump, niet automatisch tot kapitaaluitstroom, met als gevolg een zwakkere dollar?'

Tom Niemans: 'Recente handelsontwikkelingen hebben onzekerheid gecreëerd, waarbij het moeilijk is voor beleggers om de daadwerkelijke effecten te kunnen inprijzen. Die onzekerheid heeft ook effect op het vertrouwen van consumenten en bedrijven. Dus de mogelijke voordelen van een zwakkere dollar kunnen teniet worden gedaan door tragere economische groei.'

Cemre Demirkazik: 'De Amerikaanse dollar zal verder verzwakken, en wel via marktwerking. Wij verwachten dat renteverschillen zullen leiden tot een zwakkere dollar – de Fed zal de rente verlagen in reactie op de vertragende conjunctuur – en dat zal lokale valuta in opkomende markten ondersteunen, en daar ook zorgen voor hogere aandelen-

Voorzitter:

Han Dieperink,
Auréus.

Deelnemers:

Cemre Demirkazik,
Carmignac
Weichen Ding,
bfinance
Thomas Kieselstein,
Quoniam Asset Management
Samuel Lo,
Morningstar
Tom Niemans,
Goldman Sachs Asset Management
Andrea Salvatori,
Amundi
Ramon Tol,
Achmea Investment Management



VOORZITTER

Han Dieperink

Han Dieperink is zelfstandig adviseur via zijn bedrijf HD Capital & Advisory. Hij is Chief Investment Officer bij Auréus en Senior Advisor bij BB Capital, een Nederlandse private equity-investeerder. Verder schrijft hij boeken, columns en een wekelijkse nieuwsbrief. Dieperink was tot 2019 Chief Investment Officer van Rabobank en had voor 2010 diezelfde rol bij Schretlen & Co. Daarvoor was hij officier bij de Koninklijke Marine.



Cemre Demirkazik

Cemre Demirkazik is Senior Product Specialist, gespecialiseerd in opkomende markten, en co-Head van het team Product Specialists bij Carmignac. Zij begon daar in 2014 als Product Specialist en werd in 2024 benoemd tot Manager van het team. Daarvoor werkte ze bij Aviva Investors en DeriveXperts. Demirkazik is afgestudeerd aan de Université Paris Dauphine en heeft een Master in Economic and Financial Engineering.



Weichen Ding

Weichen Ding is Directeur in het Equity-team bij bfinance, gespecialiseerd in onderzoek naar aandelenbeheerders, met focus op aandelenstrategieën voor opkomende markten en kwantitatieve strategieën. Voordat hij bij bfinance kwam, werkte Ding vijf jaar als Manager Research-Analist bij Alvarium Investments. Hij heeft een MSc in Economie van University College London en een BSc in informatiebeveiliging van Fudan University, China.



Thomas Kieselstein

Thomas Kieselstein geeft sinds 2023 strategische begeleiding aan Quoniam, met name met betrekking tot het investment proces. Als mede-oprichter en voormalig Chief Investment Officer speelde hij een cruciale rol bij het vormgeven van de ontwikkeling van het bedrijf. Eerder werkte hij bij DZ Bank en Dresdner Investment Group (nu Allianz Global Investors). Hij heeft een diploma in Industrial Engineering van de Universiteit van Karlsruhe (KIT).



Samuel Lo

Samuel Lo is Principal, Manager Research bij Morningstar Asia Limited, een dochteronderneming van Morningstar, Inc. Hij maakt deel uit van het cross-border manager research-team en richt zich op aandelenstrategieën in Azië. Voor zijn komst naar Morningstar in 2019 werkte Lo twee jaar als Equity Research Analyst. Hij begon zijn carrière als Securitization Analyst bij Crédit Agricole CIB.



Tom Niemans

Tom Niemans is Executive Director en Co-Hoofd van het External Investing Group (XIG) team in Nederland. Hij brengt bijna 15 jaar werkervaring in de financiële sector met zich mee, waarvan 12 jaar met een focus op managerselectie en -monitoring en het adviseren van beleggingsportefeuilles. Niemans is een CFA-charterholder en heeft een Master in International Business van Maastricht University.



Andrea Salvatori

Andrea Salvatori is Hoofd van Emerging Market ESG bij Amundi Asset Management en is verantwoordelijk voor het portefeuillebeheer van Global Emerging Market Equity, Latijns-Amerika en enkele ESG-gerichte aandelenstrategieën. Hij speelt een cruciale rol in het integreren van ESG-factoren in investeringsbeslissingen. Eerder was hij onder meer Hoofd van het aandelenonderzoek voor Emerging Markets.



Ramon Tol

Ramon Tol was verantwoordelijk voor het opzetten, implementeren en uitvoeren van het managermonitoring en -selectieproces bij Blue Sky Group. Momenteel werkt hij als Senior Portfolio-manager Aandelen bij Achmea Investment Management. Tol spreekt regelmatig op internationale conferenties over managerselectie, monitoring en transitie management en publiceert regelmatig in (academische) tijdschriften en economische tijdschriften.

‘Ook al willen sommige wereldleiders de spelregels veranderen, er is een bepaalde manier waarop de wereld functioneert en die regels zijn lastig te doorbreken.’

waarderingen. De dollar blijft belangrijk, maar je kunt beargumenteren dat het belang ervan is afgenomen. Kijk naar de schuld in opkomende markten, vroeger voornamelijk in dollars, maar nu meestal in lokale valuta, met enkele uitzonderingen, zoals Argentinië. De traditionele correlatie tussen een versoepelend Fed-beleid, een verzwakkende dollar en vervolgens goede prestaties van opkomende markten blijft gelden.'

Waarom leiden Trumps handels-tarieven? Tot een structurele regimeverandering? Een waarbij de dollar minder dominant zal zijn?

Andrea Salvatori: 'De Amerikaanse regering stuurt duidelijk aan op een nieuw regime. Maar Trump streeft wel heel veel doelen na. Een van de redenen dat de markt hem mogelijk heeft onderschat, is dat zijn ambities simpelweg onrealistisch zijn. Het gaat niet alleen om de schaal en impact van wat hij wil bereiken – sommige doelen spreken elkaar ronduit tegen. Bijvoorbeeld het idee dat je met import-tarieven miljarden binnenhardt die de belastingverlagingen financieren, en je tegelijkertijd productie wilt terughalen. Lokale productie levert natuurlijk geen inkomen op uit die tarieven.'

Weichen Ding: 'Trump kan inderdaad wel veel willen, maar het wordt lastig om dat allemaal te realiseren. Uiteindelijk zal er een balans komen, maar we zullen moeten dealen met de onbekende gevolgen van al die beslissingen en beleidsmaatregelen. Verwacht daarom veel volatiliteit.'

Samuel Lo: 'We kunnen Trump niet voor-spellen, net zomin als president Xi. Daarom moeten we ons richten op de fundamentals die markten op de lange termijn sturen, zoals macro-economie en reserves. Ook al willen sommige wereldleiders de spel-regels veranderen, er is een bepaalde manier waarop de wereld functioneert en die regels zijn lastig te doorbreken. Ja, er zullen verstoringen zijn, maar een echte regimeverandering? Dat is heel moeilijk. Verandering is de enige constante in de wereld, dus het hangt er ook van af hoe je 'regimeverandering' definieert.'

Salvatori: 'Misschien komt de echte regimeverandering meer neer op een

'De mogelijke voordelen van een zwakkere dollar kunnen teniet worden gedaan door tragere economische groei.'

neerwaartse herwaardering van de nu nog dominante Amerikaanse markt. Als je Nike-schoenen en iPhones in Texas gaat produceren – wat al onwaarschijnlijk is – dan levert dat geen multiple van 30 op. Als wereldwijde beleggers zich gaan aanpassen aan een zwakkere dollar, aan een Amerika dat zich afsluit en productie terughaalt, dan zouden opkomende markten qua beleggersvoorkeur beter kunnen gaan scoren en multiple-expansie behalen.'

Kieselstein: 'Als aanvulling daarop: in de VS zagen we een enorme multiple-expansie, terwijl in andere regio's, zoals Europa, juist compressie plaatsvond. De onderliggende reden: de VS is de leider in technologie en daaraan gekoppelde diensten, niet in de productie. De grote vraag is nu of ze die positie houden. Of zal dat leiderschap afbrokkelen?'

India is een van de best presterende opkomende markten. Is er sprake van een soort 'India-exceptionalisme'? Wat is de impact van het Amerikaanse tarievengeweld?

Kieselstein: 'Zoals altijd is het een afweging tussen waardering en groei. Aan de groeikant heeft India veel pluspunten. Demografie is misschien wel de belangrijkste – totaal anders dan in China. India is sterk aan het digitaliseren en betreft de bevolking daar steeds meer bij. Maar inderdaad, de waarderingen zijn aan de hoge kant. India handelt ongeveer op hetzelfde niveau als de VS, en dat is fors voor een opkomende markt. Het value-segment van emerging markets – China maar ook Latijns-Amerika – is nu zó goedkoop, dat ik eerder uit India zou stappen en richting Latijns-Amerika zou kijken. Wat de handelsoorlog aangaat: India is meer afhankelijk van binnen-landse consumptie, dus hogere tarieven zullen de winstgroei waarschijnlijk niet >

veel schaden. Over IT ben ik minder zeker. India exporteert veel IT-diensten, en als wereldwijd iedereen investeringen moet terugschroeven, zie ik die sector niet floreren.'

Niemans: 'Er zijn een aantal positieve factoren wat betreft de economie van India. Zo'n 70% van het bbp komt uit binnenlandse consumptie, en dat is zeker onderscheidend. Wat India ook uniek maakt, is dat het diversificatie biedt ten opzichte van andere EM-landen, met andere sectorwegingen – denk aan minder technologie/semi's en e-commerce. India heeft een unieke positie in de wereld-economie. Ze konden steenkool en ruwe olie uit Rusland importeren tegen gereduceerde prijzen. Wat betreft de handelstarieven lijkt India minder aangetast te zijn. In februari waren er al gesprekken met de VS over een bilaterale handelsdeal. India beloofde toen al meer energie in te kopen en meer te besteden aan defensie-uitgaven in de VS.'

Tol: 'Vóór de tariefverhogingen werd voor volgend jaar een bbp-groeiverwachting van meer dan 6% voorzien voor India, tegenover iets meer dan 4% voor China. Dat verschil in groei zal de komende jaren waarschijnlijk aanhouden. De behoorlijk hoge waarderingen van Indiase aandelen lijken dit helaas ook te reflecteren. Grondstofprijzen zijn belangrijk, omdat India netto-importeur is van ruwe grondstoffen. Als de prijzen dalen, profiteert India daarvan.'

Demirkazik: 'India kent zeker exceptionele elementen. Het is het enige land met hoge groei, een grote binnenlandse economie, solide externe balansen, stijgende en stabiele reserves, lage politieke en geopolitieke risico's, en een

zeer hoogwaardig economisch bestuur. Ze hebben een van de meest geavanceerde betaalsystemen ter wereld. De beurscorrectie die we sinds september in India zagen, is gezond. De waarderingen waren te hoog geworden, vooral bij small en mid caps.'

Kiezen jullie de komende tien jaar voor India of voor China?

Demirkazik: 'We maken gebruik van de correctie om onze allocatie naar India langzaam te verhogen. China is een moeilijkere keuze. Vóór 'Liberation Day' was er een lichte opleving in groei, maar we denken dat die in het tweede kwartaal weer afzwakt, tenzij de overheid met nieuw stimuleringsbeleid komt. Structureel zijn er negatieve punten: de demografie lijkt op wat we een paar decennia geleden in Japan zagen. De vastgoedmarkt herstelt zich niet volledig. Het grootste probleem van de Chinese economie is de enorme overcapaciteit. Het aanbod groeit sneller dan de vraag. Aan de positieve kant is er natuurlijk de revolutie in AI en technologie. Chinese bedrijven – denk aan DeepSeek en elektrische voertuigen – hebben daar grote sprongen gemaakt, en dat is door markten onderschat. Qua waardering is de markt zó pessimistisch, dat er nu kansen ontstaan. Sommige bedrijven noteren zelfs onder hun kaspositie – iets wat in financiële theorie eigenlijk niet zou mogen.'

Lo: 'We zijn op dit moment positiever over China dan over India. Voor beleggers draait het om rendement, maar ook om fundamenten en waarderingen. India heeft veel aantrekkelijke eigenschappen: de demografie, de kwaliteit van bedrijven, de focus op winstgevendheid en rendement op investering. Maar aan de andere kant is China qua waardering erg goedkoop. Grote Chinese bedrijven blijven innoveren — denk inderdaad aan DeepSeek. Voor India zien we veel potentieel, zelfs als grootmacht op wereldschaal. Maar op korte termijn zijn de waarderingen erg hoog, en dat is mede de oorzaak van de recente correctie.'

Ding: 'Op dit moment is de Chinese markt erg goedkoop. Ze wordt genegeerd

'Het value-segment van emerging markets – China maar ook Latijns-Amerika – is nu zó goedkoop, dat ik eerder uit India zou stappen en richting Latijns-Amerika zou kijken.'

of onderwogen door internationale beleggers. Toch kun je uitstekende bedrijven vinden tegen een zeer aantrekkelijke prijs. Wees wel selectief en houd rekening met beleidsrisico's, geopolitieke risico's, en ook corporate governance-issues. India staat er strategisch goed voor: het is geen Amerikaans doelwit zoals China. Ten tweede: China had een fantastische bbp-groei in de afgelopen vijf jaar, maar de aandelenmarkt – met name de China A-markt – presteerde matig. De Indiase beurs biedt een betere afspiegeling van de economie, waardoor je van het macro-economisch groeiverhaal ook echt kunt profiteren.'

Europa is wakker geschud door de acties van Trump. Zouden deze ook in China kunnen leiden tot meer hervormingen waarvan beleggers kunnen profiteren?

Lo: 'De Chinese economie is enorm groot en autonoom en heeft daarmee ruimte om zelf de koers te bepalen. Maar het is ook geen eiland; het voelt de druk van de VS. Een paar jaar geleden hadden we het in China over 'gemeenschappelijke welvaart': goed voor het land, maar slecht voor het beleggerssentiment en voor sommige bedrijven. Maar de toon is sindsdien flink afgezwakt. China probeert het lokale bedrijfsleven te stimuleren. Dat is een serieuze poging; er zijn al flinke veranderingen gaande.'

Wie gaat deze handelsoorlog winnen: Trump of China?

Lo: 'Dat is alsof je gaat wedden op een gevecht tussen Mike Tyson en Muhammad Ali.'

Ding: 'Door de hoge tarieven kwam de handel tussen China en de VS in april vrijwel tot stilstand. Dat was geen houdbare situatie. Een oplossing ligt voor de hand, gezien de impact op alle betrokkenen. Zowel Amerikaanse consumenten als Chinese fabrieken voelen de pijn van importheffingen.'

Tol: 'Dat zie je nu al gebeuren. Waar de Chinese overheid zich vroeger vooral richtte op infrastructuur, ligt de nadruk nu op de binnenlandse consument. Dat gaat zeker helpen.'

'Het grootste probleem van de Chinese economie is de enorme overcapaciteit. Het aanbod groeit sneller dan de vraag.'

Wat is de beste strategie in emerging markets: actief of passief? En moet je dan een regionale koers volgen, of kiezen voor een wereldwijd fonds met een belang in EM?

Tol: 'Wij hanteren beide strategieën voor pensioenfondsen: actief én passief. Opkomende markten zijn een bijzonder vruchtbare bodem voor actief beheer, als je kijkt naar de spreiding in aandelenrendementen in EM, zowel qua landen als sectoren. Maar we bieden ook passieve strategieën aan – voor zover je van passief kunt spreken gezien het gebruik van uitsluitingslijsten – voor klanten met een passieve beleggingsfilosofie. Bij zowel actief als passief passen wij ESG-criteria toe en de actieve small cap- en EM-strategieën hanteren zelfs Climate Transition Benchmarks.'

Kieselstein: 'Actief! Allereerst vanwege de grotere inefficiënties op EM-markten, maar ook vanwege de marktstructuur: de index is extreem geconcentreerd. Het >



Taiwanese TSMC alleen woog aan het eind van 2024 al meer dan 10% in de MSCI EM index. Zulke concentraties zijn er altijd geweest: eerst waren het grondstoffen in de jaren negentig, toen Chinese financiële instellingen. Je ziet nog steeds dat financiële instituten in veel landen 30% of meer van de index uitmaken. Vanuit allocatieoogpunt is puur marktgewogen beleggen dus niet optimaal.’

Niemans: ‘Ons doel bij het selecteren van externe managers is het behalen van de doelstellingen van de klant. Sommige klanten willen markt-exposure tegen lage kosten, terwijl anderen de inefficiënties in de markt erkennen. Onze visie is dat opkomende markten beter geschikt zijn voor actief beheer. Als je kijkt naar de indexrendementen ten opzichte van ontwikkelde markten, dan zie je dat opkomende markten 6% en 8% per jaar achterliepen over drie en vijf jaar gemeten. Dat is fors.’

Ding: ‘In het algemeen duurt het langer voordat opkomende markten nieuwe informatie verwerken in hun koersen. Dat is een inefficiëntie waar actieve beleggers van kunnen profiteren. Ten tweede zijn er risico's in corporate governance. Door bepaalde bedrijven te vermijden, kun je als actieve belegger al alpha genereren. Ook dat is een reden om voor actief te kiezen. Wat betreft globaal versus regionaal: in principe geven we de voorkeur aan een globale allocatie. Maar voor specifieke regio's kun je zeker gebruikmaken van regionale specialisten, die je toegang kunnen bieden tot interessante small caps.’

Lo: ‘Actief heeft de voorkeur, maar wel met kanttekeningen. Zoals sommigen al

zeiden, kan de markt erg geconcentreerd raken. Dat maakt het moeilijk voor actieve managers om te concurreren met de index zonder hun spreiding op te offeren. We kennen allemaal de ‘Magnificent 7’ in de VS. Die hebben het voor veel actieve managers moeilijk gemaakt. In Azië is dat niet anders, met giganten als TSMC of Alibaba. Bij Morningstar berekenen we de succesratio voor actieve beheerders. In China-aandelen was de succesratio over de afgelopen 15 jaar 32%. Dat zijn fondsen die zijn blijven bestaan én de markt hebben verslagen. In India ligt dat cijfer iets hoger: 44%. Maar in de VS is het 2%. Om de Amerikaanse markt te verslaan, moet je een rockster zijn.’

Salvatori: ‘Als actieve portfoliomanagers moeten we op zoek naar inefficiënties die we kunnen benutten. In China speelt er nog een extra laag complexiteit mee. Als je daar te dicht in de buurt komt van de politieke agenda van de partij, is de kans klein dat je succesvol bent door simpelweg te mikken op onderwaardering of door te hopen dat een nieuwe directie en verbeterde kasstromen een aandeel omhoog stuwen. Maar in het algemeen blijft stockpicking essentieel. Wat passief beleggen betreft zijn er meerdere signalen dat we op een crisis afstevenen. Dat zou dan de eerste crisis zijn waarin passieve fondsen meer dan 55% van het belegde vermogen vertegenwoordigen – en naar verwachting nog een groter aandeel van de handelsvolumes. Hoe dat uitpakt in een crisis, is onbekend terrein. Wat gebeurt er als er een grote verstoring komt en enorme kapitaalstromen moeten worden opgevangen, terwijl er nauwelijks actieve beleggers zijn die op zulke momenten op basis van waarde beslissingen durven te nemen?’

Demirkazik: ‘In korte periodes – zoals sinds 2022, met de oorlog in Oekraïne – kunnen passieve producten het beter doen. Veel liquiditeit kan markten omhoogduwen. Maar op de lange termijn is actief beter. Van de 40 grootste aandelen in de MSCI EM-index zijn er meer dan tien staatseigendom. Die State-Owned Enterprises, oftewel SEO's, hebben problemen met kapitaalallocatie en

‘Opkomende markten zijn een bijzonder vruchtbare bodem voor actief beheer, als je kijkt naar de spreiding in aandelenrendementen in EM, zowel qua landen als sectoren.’

corporate governance. Als actieve belegger kun je die ontwijken.’

Actieve managers hebben het in EM in de afgelopen jaren niet heel goed gedaan. Kunnen jullie die underperformance verklaren?

Tol: ‘Ons eigen trackrecord van onze actieve EM-strategie is vrij sterk. Dat is het gevolg van een goed gediversifieerde combinatie van managers: zowel fundamenteel én kwantitatief, als value versus growth, en ook managers die top-down-elementen in hun proces gebruiken. Een groot risico is dat de indexconcentratie verder toeneemt. In de VS bleek dat de laatste tijd desastreus voor actieve beheerders. Tot nu toe hebben we niet dezelfde concentratiegraad gezien in opkomende markten.’

Kieselstein: ‘Het huidige risico in de EM-index zit vooral in de hardware- en AI-bubbels. Die sectoren wegen zwaar – niet alleen in Taiwan, maar ook in Zuid-Korea en andere landen. Als wereldwijd de investeringen worden teruggeschoefd, dan zou dat relatief hoge gewicht in IT een probleem kunnen worden.’

Demirkazik: ‘Veel actieve managers werden verrast door stijgende olieprijs. Velen vermijden oliebedrijven om ESG-redenen. Maar als wereldwijde EM-aandelenmanager kun je indirecte blootstelling aan olie krijgen via bijvoorbeeld Latijns-Amerika. De valuta's van Latijns-Amerikaanse landen zijn namelijk sterk gecorreleerd aan grondstofprijzen.’

Heeft factorbeleggen toegevoegde waarde in emerging markets?

Salvatori: ‘Het blijft een uitdaging voor actieve beleggers om vluchtige inefficiënties te vinden. Maar de complexiteit en de eigenaardigheden van deze markten bieden kansen. Een van de beste testen voor marktefficiëntie is de werking van de stijl quality. In opkomende markten blijft die stijl werken – als de markt echt efficiënt zou zijn, zou dat voordeel allang zijn verdwenen. Als je systematisch kiest voor kwalitatief sterke bedrijven met bijvoorbeeld hoge dividendrendementen, dan word je daarvoor beloond.’

‘Stockpicking is in het algemeen de belangrijkste performance-drijver in opkomende markten.’

Ding: ‘Stockpicking is in het algemeen de belangrijkste performance-drijver in opkomende markten. De impact van stijlen is daar wel kleiner dan in ontwikkelde markten. Maar investeren in kwalitatieve bedrijven heeft zin. Je vermijdt dan in ieder geval dat je in lagekwaliteit-staatsbedrijven terechtkomt.’

Stockpicking in de zin van discretionair – geen systematische factorstrategie?

Ding: ‘Ook systematische of kwantitatieve managers kunnen goed presteren in opkomende markten, juist vanwege de hoge participatie van particuliere beleggers en de inefficiënties. In markten met veel particulieren doen factoren als sentiment en momentum het goed. Een multi-factorstrategie kan een meer gebalanceerde exposure geven, met consistente rendementen op de lange termijn.’

Kieselstein: ‘Kijk bij stockpicking inderdaad naar alle factoren en investment-stijlen. Het maakt in principe niet uit of je dat op discretionaire of systematische basis doet. Maar spreiden over factoren voegt waarde toe, een gebied waarin systematische managers doorgaans excelleren.’

Niemans: ‘Als je kijkt naar een peergroup-vergelijking van actieve managers, dan zie je daar veel kwantitatieve managers bovenaan staan. Ze hebben geprofiteerd van de herwaardering van de value-factor, omdat zij doorgaans iets meer exposure hebben naar dat deel van de markt dan veel fundamentele managers.’

Top-down managers of liever bottom-up stockpickers?

Niemans: ‘Wij geven de voorkeur aan stockpickers. Macro is namelijk heel moeilijk te voorspellen. Dat wil niet >

zeggen dat je macro moet negeren, maar je moet het verwerken in de investment case van een aandeel – niet een grote gok nemen op bijvoorbeeld Latijns-Amerika omdat je denkt dat die regio het de komende jaren beter zal doen dan China.’

Tol: ‘Ik ben nog maar weinig long-only emerging markets-managers tegengekomen met een succesvolle top-downaanpak. Dat komt waarschijnlijk ook door de globalisering: de wereld is veel meer bottom-up gedreven geworden. Redenerend vanuit de fundamentele wet van actief beheer is je ‘breath’ beperkter dan bij een bottom-up aandelenselectie, waardoor het moeilijker wordt om outperformance te behalen als je alleen op een top-downbenadering leunt. Onze beheerders hebben discretionaire vrijheid, met limieten voor landen- en sectorwegingen, maar de meeste overwegingen of onderwegingen in landen zijn het resultaat van bottom-up aandelenselectie.’

Kieselstein: ‘Wij waren de afgelopen jaren behoorlijk onderwogen in India – wat achteraf geen goede keuze was. Maar we hadden juist een overwogen positie in China A-aandelen, en hebben hiermee een significante outperformance behaald vanwege de enorme inefficiënties. Dat compenseerde die India-keuze ruimschoots. Dus dat is een goed voorbeeld dat stockpicking belangrijker is dan top-downkeuzes.’

Demirkazik: ‘Stockpicking is belangrijk, onder andere om staatsbedrijven te vermijden. Maar je kunt een top-downbenadering gebruiken om de juiste thema’s te vinden om in te beleggen. Sinds de eerste ambtstermijn van Trump zien we de terugkeer van landenrisico’s. Dus als wij kapitaal investeren in een bedrijf in een specifiek land, bespreken we dat ook met onze fixed income-specialisten om te begrijpen waar de rente heen gaat – dat beïnvloedt immers de markten. We hebben gekozen voor een flexibele aanpak, ook qua stijl. Niet kijken naar wat er top-down in emerging markets gebeurt, zou een vergissing zijn.’

‘Ik zie Latijns-Amerika wel laveren tussen de twee machtsblokken. Deze landen hebben de ruimte om deals te sluiten met China, Europa én de VS.’

We lijken af te stevenen op een wereld met verschuivende allianties – geopolitieke ‘promiscuïteit’. Welke regio’s zijn dan goed gepositioneerd?

Salvatori: ‘Ik zie Latijns-Amerika wel laveren tussen de twee machtsblokken. Deze landen hebben de ruimte om deals te sluiten met China, Europa én de VS. Ze hebben geen NAVO-bescherming nodig. Ze zullen gewoon het beste aanbod kiezen voor hun soja of ijzererts. China heeft er baat bij om zulke partners aan zich te binden. Aan de andere kant staat een grootmacht die een bijzonder ingewikkeld spel speelt, en daarin ook de ene fout na de andere maakt. Regeringen in Mexico, Brazilië en wellicht ook Argentinië kunnen daarvan profiteren. Ik denk dat dit een nieuw tijdperk kan inluiden voor opkomende markten.’

Demirkazik: ‘Wij zijn erg optimistisch over Latijns-Amerika. De regio werd jarenlang genegeerd door beleggers vanwege politieke instabiliteit. Maar ze kan nu profiteren van de grondstoffenpositie en de geografische nabijheid van de VS. De regio vormt momenteel slechts 7% van de MSCI EM-index, wat geen recht doet aan de kansen daar. Je zou kunnen stellen dat Trump opkomende markten weer groot maakt, doordat hij bilaterale handel tussen EM-landen stimuleert. De intra-EM-handel is flink toegenomen. Dus dit is een sterk argument vóór Latijns-Amerika én voor opkomende markten in het algemeen.’

Lo: ‘Zie het als geopolitieke arbitrage tussen twee grootmachten. Latijns-Amerika kan profiteren, maar ook India speelt dit spel, net als Zuidoost-Aziatische landen. Die zijn bondgenoten van de VS, maar moeten ook vreedzaam samenleven met hun reusachtige buurman.’ ■

IN HET KORT

Lage waarderingen scheppen kansen. Vooral in China en Latijns-Amerika zijn aandelen aantrekkelijk geprijsd na jaren van underperformance.

De dollar wordt minder dominant. Een zwakkere dollar ondersteunt lokale EM-valuta.

India steelt de show. Met een sterke demografie, digitalisering en binnenlandse consumptie heeft India sterke kaarten, hoewel de waarderingen er aan de hoge kant zijn.

China blijft ondergewaardeerd. Ondanks structurele problemen liggen er kansen in innovatieve sectoren als AI en EV’s.

Actief beheer loont in EM. Marktefficiënties, governanceproblemen en concentratierisico’s maken stockpicking cruciaal.

Macro is lastig, stockpicking werkt. Een flexibele aanpak die top-down én bottom-up combineert, werkt goed in EM.

Trump verandert de spelregels. Zijn handelsbeleid duwt landen richting nieuwe allianties, wat emerging markets onverwachte kansen biedt.