

Investment Opportunities in Emerging Market Equities

Onlangs organiseerde Financial Investigator een online paneldiscussie over beleggen in aandelen uit opkomende markten met Coos Luning als moderator. Het was een levendige discussie waarin onder andere de redenen om juist in opkomende markten te beleggen, ESG-issues, de precieze allocatie, en de vooruitzichten voor de toekomst, na een ‘verloren decennium’, aan bod kwamen.

Door Harry Geels

Waarom zouden we moeten beleggen in aandelen uit opkomende markten?

Volker Flögel: ‘Aandelen uit opkomende markten hebben momenteel een gunstige risico-rendementsverhouding. Natuurlijk zijn er risico’s, maar emerging market-aandelen zijn de laatste tijd opmerkelijk goed bestand tegen de risico’s in ontwikkelde markten. Terwijl de S&P banken-index een negatief rendement heeft door de bankencrisis, heeft de MSCI Emerging Markets Banks-index dit jaar juist een positief rendement behaald. Opkomende markten bieden een goede diversificatie, misschien nu wel meer dan ooit.’

Mathieu Caquineau: ‘Wat in het brede verhaal meespeelt, is dat opkomende markten het in de afgelopen tien jaar niet goed gedaan hebben. We kunnen zelfs spreken van een verloren decennium. Het verleden heeft aangetoond dat als de prestaties lange tijd slecht zijn, de toekomstige rendementen hoger neigen te zijn. Er zijn vier thema’s die ten gunste van opkomende markten spreken: economische groei én een groeiende middenklasse, relatief gunstige waarderingen, decorrelatie met ontwikkelde landen, en een relatief inefficiënte markt en dus alpha-potentieel.’

Ramon Tol: ‘Er is inderdaad een positief groeiverschil ten opzichte van ontwikkelde markten, wat bevorderlijk zou moeten uitwerken op de relatieve prestaties van

emerging markets. Het is ook gunstig dat Chinese A-aandelen in de loop der jaren een groter gewicht hebben gekregen in de benchmarks. Die aandelen zijn ook nog eens minder gecorreleerd met de rest van de wereld, waardoor het diversificatie-argument meer kracht krijgt. Onze klanten hebben al jaren een mooie allocatie naar opkomende markten, wat het afgelopen decennium tegen hen gewerkt heeft, maar waarvan we nu denken dat die in hun voordeel gaat werken.’

Flögel: ‘De potentie voor actief beheer is er inderdaad. Enerzijds vanwege de inefficiënties die inherent zijn aan het grote universum van aandelen en anderzijds doordat het retail-gedreven markten zijn die moeilijker te analyseren zijn. Maar er zijn ook twee issues: de implementatie, ofwel het snel en goedkoop toegang kunnen krijgen tot alle markten, en de betrouwbaarheid van data. Desalniettemin is alpha mogelijk, zelfs met de puur datagedreven kwantitatieve strategieën zoals wij die toepassen.’

Jason Hsu: ‘Een andere plus betreft de positieve demografie, ofwel de nog altijd groeiende en jonge beroepsbevolking in de meeste opkomende landen. In ontwikkelde markten groeien die amper nog of nemen die zelfs af, wat het huidige inflatoire klimaat daar alleen maar versterkt. De waarschijnlijk lagere inflatie geeft opkomende markten ook meer monetaire mogelijkheden bij eventuele recessies.’

Is ESG makkelijk toepasbaar in opkomende markten?

Hsu: ‘De toepassing van ESG verschilt per klant en per beleggingsregio. Kort door de bocht zijn Amerikanen meer met diversiteit bezig en Europeanen meer met het milieu. Ook per opkomend land kunnen er verschillen zijn, afhankelijk van de kwaliteit van de data en de uiteenlopende controverses of ‘headline headwinds’. Zeker voor emerging markets is er veel wetenschappelijk bewijs dat ‘G’ een belangrijke rendementsbepaler is. Beleggers onderschatten deze factor voor het duurzame langetermijnprofiel, zeker op bedrijfsniveau.’

Flögel: ‘Governance, zowel op bedrijfs- als op overheidsniveau is inderdaad meer een probleem in opkomende dan in ontwikkelde landen. Gelukkig is ESG-data de afgelopen jaren snel verbeterd, waardoor investeringen in bedrijven met governance-problemen in het recente verleden zijn

vermeden. Het uitsluiten van landen maakt landen- en ondernemingsbestuur overigens eerder slechter dan beter. De datakwaliteit kan verbeteren door verschillende bronnen te gebruiken en, in het geval van dataconflicten, door eigen onderzoek te doen met een goed governance-proces. Een goed governance-proces verkleint daarnaast ook de kans op greenwashing. Greenwashing volledig uitsluiten lijkt echter in opkomende markten vooralsnog een brug te ver.'

Tol: 'De kwaliteit van data is van groot belang. Kijkend naar de indexdata wordt nu zo'n 80% van de bedrijven in emerging markets op basis van harde gegevens gerapporteerd en 20% op basis van schattingen. Helaas is nog voor 15% van de bedrijven de kwaliteit van scope 1 en 2-data van laag niveau. Ook hier zien we overigens verbeteringen vanaf een laag emissieniveau. Dit zijn issues die we naar onze beleggende klanten goed moeten communiceren. We horen regelmatig van beheerders dat de kwaliteit van de data niet altijd even goed is, terwijl de dataleveranciers zelf zeggen dat het in orde is.'

Caquineau: 'Waar wij wat betreft ESG bij het beoordelen van beheerders goed op letten, is of er consistentie zit tussen wat ze beloven te doen en wat ze uiteindelijk opleveren. Ik ben het er verder mee eens dat de ESG-data verbetert, vooral bij de grote bedrijven. Engagement vindt ook op steeds grotere schaal plaats, wat de transparantie en datakwaliteit helpt te verbeteren. Er zijn natuurlijk ook nog data issues, bijvoorbeeld bij veel Chinese A-aandelen.'

Hoe kun je de portefeuille optimaal structureren?

Flögel: 'In principe staan wij voor een bottom-up kwantitatieve aandeleselectie. Macro-economische ontwikkelingen zijn natuurlijk belangrijk, maar ook lastig te meten. Mede daarom is een goed risicomangementsysteem belangrijk. Zoals gezegd is alpha mogelijk. Dat zien we binnen onze organisatie, maar volgens de meeste databases laat ongeveer 70% van de beheerders outperformance zien. Wat betreft benchmarks vergelijken klanten vooral met marktkapitalisatie-gewogen indices. In tegenstelling tot agnostische indices leidt dit tot hoge concentratierisico's op landen- en bedrijfsniveau in opkomende markten.'

Caquineau: 'Dat percentage actieve beheerders dat de markt verslaat is voor emerging markets hoger dan voor de meeste ontwik-

kelde markten. Het is opvallend dat we helaas regelmatig zien dat beheerders goede stockpicking-kwaliteiten hebben, maar dat die door verkeerde macro-economische inschattingen toch matig scoren, met name ten aanzien van frontier markets. We staan gereserveerd tegenover beheerders die claimen alpha te kunnen genereren via top-down beleggingsbeslissingen. Overigens zien we ondanks de potentie van actief beheer de laatste vijftien jaar de groei van passief beleggen in opkomende markten sterk stijgen.'

Tol: 'Wat wij hebben gezien bij alle beheerders die gekomen en gegaan zijn, is dat degenen die top-down werken meestal de slechtste resultaten hebben geleverd. De meeste succesvolle beheerders neutraliseren het landen- en soms ook het sectorrisico versus de benchmarks. Helaas worden de benchmarks 'gedreven' door twee grote landen, hetgeen uit het oogpunt van landenrisico niet optimaal is. Uit ervaring weten we ook dat agnostische portefeuilles lang negatief kunnen afwijken, wat aan de klanten moet worden uitgelegd en veel geduld vergt.'

Hsu: 'Als een beheerder goede stockpicking-kwaliteiten heeft, is het inderdaad van groot belang om het landen- en valutarisico versus de benchmark te neutraliseren. In opkomende markten domineren de landenrisico's nog altijd de sectorrisico's, veel meer dan in ontwikkelde landen. Een eventuele oplossing voor de grote Chinaweging zou twee mandaten zijn: één mandaat dat exclusief in China belegt en één met alleen China.'

Wat zijn de vooruitzichten?

Flögel: 'De relatieve under- en outperformance van opkomende markten versus die van ontwikkelde markten gaat in lange cycli. Na een verloren decennium lijkt er nu ruimte voor goede prestaties.'

Hsu: 'Vaak hebben we een retail-bubbel nodig om de nieuwe lange cyclus een kickstart te geven. A-shares lijken daarvoor een interessante voedingsbodem. Het risico om onderwogen in opkomende markten te zijn, is nu groter dan overwogen te zijn.'

Caquineau: 'Opkomende markten zijn goedkoop, mede door het geopolitieke risico dat momenteel groot is. Denk aan Rusland en Taiwan. Beleggers moeten alleen voor de lange termijn in opkomende markten stappen. ■



VOORZITTER

Coos Luning

Head of Multi Management,
Aegon Asset Management



Mathieu Caquineau

Director of Manager Research,
Morningstar



Volker Flögel

CIO, Managing Partner,
Quoniam Asset Management



Jason Hsu

Founder, CIO,
Rayliant Global Advisors



Ramon Tol

Fund Manager Equities,
Blue Sky Group