

# ‘Eeuwige belofte’ inmiddels onmisbaar in beleggingsportefeuilles

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Emerging markets presteren relatief goed en je moet ze gezien hun toekomstige groeimogelijkheden absoluut in je beleggingsportefeuille willen hebben. Dat was de grote conclusie van de afsluitende paneldiscussie op het door Financial Investigator georganiseerde seminar ‘Beleggen in China & Emerging Markets’.

Dagvoorzitter Volkert de Klerk opent het gesprek met de hamvraag over beleggen in emerging markets (EM). ‘Welk percentage van je aandelenportefeuille adviseer je naar EM-aandelen te alloceren?’ Martijn Rozemuller constateert als inleiding op zijn antwoord dat opkomende landen de afgelopen tien jaar een eeuwige belofte lijken te zijn gebleven. Toch denkt hij dat je er, zeker vanuit het oogpunt van diversificatie, niet omheen kunt om een deel van je portefeuille in EM-aandelen te beleggen. ‘Als passieve aanbieder geven wij daarover uiteraard geen advies, maar puur persoonlijk zou ik kiezen voor een allocatie van ongeveer 5%’, aldus Rozemuller. Ramon Tol zegt dat zijn klanten zo’n tien jaar lang overwogen waren in EM ten opzichte van de MSCI World ACWI index. De laatste jaren heeft dat de klanten niet geholpen. Niettemin wordt de allocatie vooralsnog gehandhaafd. ‘De diversificatie die emerging markets in de portefeuille brengen in vergelijking met ontwikkelde markten speelt in deze beslissing ook mee. Maar wat momenteel vooral voor EM pleit, zijn waarderingen en de growth differential tussen ontwikkelde en opkomende markten’, stelt Tol.

**EM presteert relatief beter**

Er is volgens Tol sprake van een sterke correlatie met betrekking tot de economische groeiverschillen tussen ontwikkelde en opkomende markten. ‘Dit is positief voor de relatieve performance van EM in vergelijking met ontwikkelde markten. Dat pleit misschien nog wel sterker voor een aandelenallocatie naar EM dan het argument van diversificatie.’ Tom Niemans herkent die beweegredenen om in EM te beleggen. Hij ziet strategische groeimogelijkheden voor opkomende markten en constateert dat de

aandelenallocatie van 10% eigenlijk nog aan de magere kant is. ‘Zet je dat af tegen het gegeven dat opkomende landen, kijkend naar GDP, goed zijn voor 50% van het mondiale GDP, dan is het huidige gemiddelde aandeel van EM in de aandelenportefeuille eigenlijk vrij beperkt’, aldus Niemans.

‘De aandelenmarkt is geen juiste reflectie van de wereldwijde economie, wat onder meer komt doordat index providers niet alles opnemen in de index’, vervolgt hij. ‘Heel veel aandelen in EM zijn niet volledig gereflecteerd in de index, terwijl ze wel degelijk een aanzienlijk potentieel bezitten en bovendien ambitie tonen voor verdere groei. Gezien de tegenvallende rendementen in het verleden moet je die toekomstige groeimogelijkheden als belegger juist willen benutten.’

**Waar zit de alpha?**

Tol en Niemans zijn binnen hun organisaties onder meer verantwoordelijk voor EM-managerselectie. De Klerk wil daarom weten in hoeverre zij bij de selectie van managers andere afwegingen maken voor EM dan voor ontwikkelde markten. Lokale aanwezigheid blijkt voor beiden veel gewicht in de schaal te leggen.

Duurzaamheid speelt bij Niemans ook een belangrijke rol, hoewel de insteek van de asset class wel een verschil maakt. ‘Bij de beleggingscategorie ontwikkelde markten kun je duurzaamheid zowel met passief als actief beleggen prima invullen. Wel denk ik dat het in opkomende markten effectiever is om dat op een actieve manier te doen. Daarbij is lokale expertise van je managers belangrijk, want die is nodig om in EM de juiste duurzaamheidsdata en inzichten te krijgen.’

Tol zegt een knuppel in het hoenderhok te gooien als hij aangeeft dat van zijn vier managers in EM twee kwantitatieve managers, die geen lokale aanwezigheid hebben, het behoorlijk goed doen. ‘Ik vind lokale aanwezigheid dan ook belangrijker bij managers die een fundamenteel beleggingsproces hebben. Bij kwantitatieve managers is dat minder belangrijk. Bovendien worden de data voor kwantitatieve modellen in EM steeds beter.’

Dan koppelt De Klerk de vraag in hoeverre opkomende efficiënter zijn dan ontwikkelde markten aan de vraag in welke markt het >



**VOORZITTER**

Volkert de Klerk

CIO, Roots Investments



**Tom Niemans**

Manager Selection, Goldman Sachs Asset Management



**Martijn Rozemuller**

CEO Europe, VanEck



**Ramon Tol**

Fund Manager Equities, Blue Sky Group

‘Lokale expertise van je managers is belangrijk, want die is nodig om in EM de juiste duurzaamheidsdata en inzichten te krijgen.’

makkelijker is om alpha te genereren. Roze-muller scheidt in zijn antwoord praktijk van theorie. ‘De theorie schrijft voor dat het in EM makkelijker zou moeten zijn om alpha te genereren. Hoe meer analisten een specifiek deel van het universum volgen, hoe moeilijker het immers wordt om daarin outperformance te behalen. In EM zijn misschien meer obscure hoekjes waar een kennisvoorsprong te halen is die zich uitbe-taalt.’ In de praktijk zal consistente outper-formance echter moeilijk realiseerbaar zijn voor actieve beleggers, meent Rozemuller. Dat kan anders zijn wanneer je passief belegt. ‘Er zijn verschillende manieren van passief beleggen. Je kunt op een wat slim-mere, net wat minder standaard manier, passief beleggen, en daarbij tegelijkertijd rules based blijven. Ik denk dat je goed moet kijken welke beleggingsmethodiek je wilt volgen en hoe je die in een aantal regels kunt samenvatten.’

Niemand denkt dat je, puur kijkend naar de breedte van het universum, eerder alpha zult genereren in EM. ‘Een lokale bank in India heeft natuurlijk niets te maken met een bank in China. In ontwikkelde markten zie je veel meer correlatie, want toen in de VS de bankencrisis begon en daarna oversloeg op Credit Suisse, raakte iedereen in paniek. Tegelijkertijd was de impact op opkomende markten, op het sentiment na, feitelijk nihil.’ Kijk je in hoeverre de mana-gers de verwachtingen over de afgelopen jaren hebben waargemaakt, dan ontstaat een ander beeld, meent Niemand. ‘De resul-taten zijn voor de meeste managers toch gewoon teleurstellend. Maar dat hangt vooral samen met het teveel aan geopolitiek risico dat we de afgelopen tijd hebben gezien. Daardoor kwamen de kernprincipes en -strategieën van actieve managers min-der naar voren dan werd verwacht.’

#### Duurzaamheid doordrenkt portefeuilles

Welke rol speelt duurzaamheid binnen het beleggen in EM, wil De Klerk weten. En concreter: welke individuele weging geven de paneldeelnemers daaraan? Tol probeert duurzaamheid altijd onderdeel te laten zijn van het beleggingsproces, dus niet alleen bij het beleggen in opkomende markten. ‘Mo-menteel zijn we de portfolio’s van onze managers aan het decarboniseren, waarbij we zijn gestart met de passieve portefeuilles. Dat proces is bijna afgerond. We zijn ook al

aan de slag met de actieve portefeuilles, waaronder die in EM.’ De klantvraag is meesturend in dat proces, maar de mana-gers hadden volgens Tol zelf het grootste deel van de portefeuilles al CO<sub>2</sub>-arm ge-maakt. ‘Dat is ook iets waar we als pensi-oenfonds naartoe werken en waarvoor we met de managers contractuele afspraken maken en gaan maken.’

#### Kwaliteitsslag data is noodzakelijk

Wel merkt Tol op dat zowel de beschikbaarheid als de kwaliteit van ESG-data binnen opkomende markten nog ‘een dingetje’ is. ‘Uit cijfers van vermogensbeheerders blijkt dat in het hele EM-universum 20% van de data op schattingen berust en 80% is gerap-porteerd. Dus op basis van schattingen worden aandelen over- of onderwogen. Ik weet ook dat van die 100%, dus zowel gerapporteerd als geschat, 15% van de data van lage kwaliteit is. Dus ook al zetten we duurzaamheidsstappen voorwaarts, houd er rekening mee dat er nog een kwaliteitsslag in de data nodig is. Wat daarbij helpt, is om goed te overleggen met je klanten, die immers je opdrachtgevers zijn.’

#### Correctie voor weging China

Binnen EM-portefeuilles heeft China een behoorlijke weging, merkt De Klerk op. Die kan soms wel oplopen tot zo’n 30%. Voelen de paneldeelnemers zich daar comfortabel bij of corrigeren ze die weging? Kijkend naar de markt en vooral naar de omvang van de marktkapitalisatie, dan is China volgens Niemand niet veel groter dan een grote reguliere markt in Europa. Niettemin ziet Niemand wel de potentie van China om een stand alone blok te worden binnen de EM-beleggingen. ‘Maar als je het zo gaat benaderen, dan loop je met een aparte weging voor China het risico een probleem te creëren voor je restant EM-aandelenpor-tefeuille. Met een aparte weging creëer je met Korea en Taiwan eigenlijk een tweede China. Dat zijn dan de grote blokken bin-nen de index en dan is de vraag: ga je hier dan ook weer separaat naar alloceren? Wij hanteren tot op heden daarom gewoon één geïntegreerde aanpak. Ook omdat je anders een separatie visie op China moet hebben.’ Tol ziet dat ook zo. China maakt deel uit van de globale mandaten die zijn klanten hebben.

#### Geopolitiek bedreigt EM-aandelen

Discussies om China eventueel af te splitsen

‘De frontier markets van vroeger zijn de emerging markets van nu. Zo bezien zijn frontier markets interessant.’

of zelfs uit te sluiten, zijn er volgens Tol overigens wel met klanten. ‘Dat heeft alles te maken met geopolitieke risico’s’, zegt hij. ‘In Rusland handelen we niet meer vanwege de inval in Oekraïne. Maar, zo wordt ons gevraagd, wat als China Taiwan straks binnenvalt? Moeten we dan ook weg uit China? Klanten vragen naar de waarschijnlijkheid van zo’n inval en daarmee kom je al snel op geopolitiek. Maar als je China eruit haalt en er gebeurt op geopolitiek vlak vervolgens iets met India, haal je die er dan ook uit? Dan ga je echt actieve strategische calls maken met enorme impact op de bijbehorende mandaten. Moet je dat wel willen?’

‘Bij ons is het tweeledig’, reageert Rozemuller. ‘Aan de passieve kant zitten we met name in individuele exposures en dan bepaalt de klant waarin hij belegt. Voor China hebben we bijvoorbeeld een specifieke China ETF. Daarnaast hebben we ook actieve fondsen, bijvoorbeeld voor EMD, en daar bepaalt de beheerder waarin hij belegt en hoe hij omgaat met de allocatie naar China.’

Aansluitend wil De Klerk de grootste risico’s voor EM-aandelen in kaart brengen. Unaniem is het oordeel dat het geopolitieke risico veruit het grootst is. Het hangt samen met wat Tol de patstelling in Oekraïne noemt. Verder baren de spanningen rond Taiwan zorgen en zien de gespreksdeelnemers dat als een potentiële bedreiging voor EM-aandelen.

Niemand breidt het bedreigingsarsenaal uit naar klimaatrisico’s, omdat hij denkt dat die zeker voor EM weleens zwaar kunnen gaan wegen.

### Local currency steeds aantrekkelijker

Na het behandelen van algemene risico’s voor EM-aandelen kan de beleggingscategorie EMD niet onbesproken blijven. De Klerk wil weten hoe de deelnemers daarin zitten en of ze een voorkeur hebben voor debt in hard of local currency. In Niemand’s beleggingsportefeuille zitten zowel hard als local currency. Hij ziet een verschuiving in de onderlinge aantrekkelijkheid van deze valutasoorten. ‘Met hard currency heb je veel exposure naar de Amerikaanse dollar en ben je zodoende gecorreleerd met het rentebeleid van de VS. Daardoor vond de

afgelopen jaren veel import van slechte rendementen plaats. Je ziet dat gedurende diezelfde periode de kredietwaardigheid van landen omhoog is gegaan, maar ook dat de duration van local currency korter is en daarmee minder rentegevoelig. Daarmee is naar onze mening local currency relatief aantrekkelijker geworden in vergelijking met hard currency. Local currency heeft het ook feitelijk duidelijk beter gedaan dan hard currency.’

Rozemuller zegt op dit moment het meest voor local currency te voelen, mede vanwege het spreidingsmotief. ‘Je kunt het toevoegen als extra onderdeel van een breder pallet aan smaken. Niettemin zou ik hard currency zeker niet willen uitsluiten, hoewel ik er wel een iets lagere allocatie aan zou willen geven dan aan local currency.’

Op De Klerks vraag of EMD strategisch of tactisch gepositioneerd moet worden, antwoordt Tol dat het bij hem onderdeel uitmaakt van de strategische portefeuille.

### Beleg in FM, maar met mate

Aan het eind van de informatieve sessie is er ruimte voor publieksvragen. Er blijkt belangstelling te bestaan voor de positie van de paneel deelnemers ten opzichte van frontier markets. ‘Alles maakt een verschuiving door’, relativeert Rozemuller. ‘De frontier markets van vroeger zijn de emerging markets van nu. Zo bezien zijn frontier markets interessant.’ Wel is het volgens Rozemuller nog lastig om goede investeringsmogelijkheden te vinden, zeker in beursgenoteerde aandelen.

Tol heeft in frontier markets de ervaring dat transacties die je doet niet binnen een paar dagen geëffectueerd zijn, maar dat dit een paar weken kan duren. Ook adviseert hij om goed onderzoek te doen naar de samenstelling van FM-fondsen en te waken voor overlap met EM. ‘Want dan’, waarschuwt hij, ‘betaal je hoge fees voor iets wat je elders waarschijnlijk al in je portefeuille hebt, namelijk EM-exposure.’ Hij geeft zijn vermogensbeheerders de ruimte om tot maximaal 5% in frontier markets te beleggen. Daar wordt volgens Tol overigens zeer beperkt gebruik van gemaakt. Ook Niemand adviseert om vermogensbeheerders deze ruimte te geven. ‘Maar vooral’, besluit hij, ‘om in small cap EM te beleggen, want die zijn veel interessanter dan FM.’ ■

‘In Rusland handelen we niet meer vanwege de inval in Oekraïne. Maar wat als China Taiwan straks binnenvalt? Moeten we dan ook weg uit China?’

## IN HET KORT

Diversificatie en de growth differential pleiten voor een exposure naar EM-aandelen.

Qua duurzaamheid is in EM de meeste impact te behalen door actief te beleggen.

De kwaliteit van ESG-data in EM moet verder verbeteren.

Hoewel Chinese aandelen binnen EM een flinke wegging hebben, blijven ze een geïntegreerd onderdeel van de bredere EM-beleggingsportefeuille.

Binnen EMD wordt local currency steeds aantrekkelijker.

Frontier markets kunnen een rol in de beleggingsportefeuille spelen, maar de exposure daarnaar kan beter beperkt blijven.