

Binnen EMD is sprake van structurele verbeteringen

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



Emerging market debt is altijd een risicovolle asset class geweest en zal dat ook blijven. Maar de tegenvallende rendementen zijn niet onopgemerkt gebleven. Nu zitten we in een cyclus waar het rendementsperspectief waarschijnlijk in positieve richting gaat draaien. Dan kan het voor beleggers aantrekkelijk zijn weer in de asset class te stappen.

Hoe heeft de markt voor emerging market debt (EMD) zich de afgelopen twintig jaar ontwikkeld? Is die nu volwassener, met voldoende liquiditeit en efficiënte prijsvorming?

Naki Nartey: ‘De markt is sinds de jaren negentig enorm gegroeid. De laatste jaren is de lokale markt gaan overheersen, wat goed is voor de opkomende landen omdat ze schuld papier in hun eigen lokale valuta kunnen uitgeven. Hoewel de markt volwassener is geworden, kunnen we nog niet zeggen dat het om een echt volwassen markt gaat. Er zijn nog genoeg eigenaardigheden, bijvoorbeeld op het gebied van prijsvorming. Als actieve vermogensbeheerder proberen we daar rekening mee te houden.’

Thomas Haugaard: ‘Wij richten ons vooral op EMD in harde valuta. In de laatste tien jaar hebben we bijna een verdubbeling van de markt gezien op het gebied van grote uitgaven van meer dan een miljard. De harde valuta-benchmark heeft betrekking op zo'n zeventig landen, wat een enorme mate van diversificatie inhoudt die je niet in andere asset classes vindt. Ondanks de economische klap van COVID-19, de geopolitieke schokken door de Russische invasie in Oekraïne en de negatieve krantenkoppen zijn de meeste emerging markets eigenlijk vrij veerkrachtig geweest.’

Esther Law: ‘Het is zeker belangrijk om over te stappen van harde naar lokale valuta. Dat moet gebeuren. Ik denk dat we gewoon in afwachting zijn van een wat

beter, stabielere, voor risico gecorrigeerd rendement.’

Adrian Hilton: ‘De ontwikkeling van de lokale markt is in de afgelopen decennia gedreven geweest door binnenlandse investeerders, zoals pensioenfondsen, die logische kopers zijn van EMD. Ik weet niet goed waarom de beleggingsstromen naar harde valuta zijn achtergebleven. Obligaties uit opkomende markten vertegenwoordigen een kwart van de wereldwijde obligatievoorraad: 80% van de wereldbevolking woont in opkomende landen en die beschikken over 60% van de natuurlijke hulpbronnen. Zo bezien vormen EM-obligaties nog steeds een kleine allocatie in wereldwijde beleggingsportefeuilles. Er lijkt een soort wanverhouding te bestaan tussen de hoeveelheid beleggingen in emerging markets en de hoeveelheid beschikbare EM-obligaties.’

Mathias Neidert: ‘Er is een enorm spectrum aan emerging markets, van Oost-Europese landen tot frontier markets, landen ten zuiden van de Sahara met misschien maar één obligatie met een zeer lage liquiditeit. In principe is alles interessant, denk ik, maar er wordt niet noodzakelijkerwijs voldaan aan dezelfde verwachtingen en behoeften. Het is ook aan de indices en de aanbieders daarvan om zich af te vragen hoe zij willen dat de beleggingscategorie en de indices zich ontwikkelen.’

Sjacco Schouten: ‘Omdat lokale instellingen in opkomende landen zich ontwikkelen, groeien de lokale markten. Dat zie ik als een signaal dat opkomende markten in het algemeen volwassen worden. Ik verwacht dat de lokale markten verder groeien, ook de frontiers. Dat biedt veel kansen.’

Martijn Vijver: ‘Emerging market debt is een van de weinige vastrentende beleggingscategorieën die zich uitstrekt van AA tot CCC. Daardoor is het heel moeilijk om een sticker of classificatie op EMD te plakken. Is EMD meer het risicovolle deel of meer het investment grade-deel? Met betrekking tot liquiditeit en prijsstelling zien wij dat onze externe managers in principe in staat zijn (geweest) tegen relatief gunstige voorwaarden obligaties te kopen en te verkopen. Dat zegt misschien ook iets over de efficiëntie van de koersen.’ >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Thomas Haugaard,
Janus Henderson Investors
Adrian Hilton,
Columbia Threadneedle
Investments
Esther Law,
Amundi
Naki Nartey,
PIMCO
Mathias Neidert,
bfinance
Sjacco Schouten,
APG AM
Martijn Vijver,
MN



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus, waar hij het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten en medeverantwoordelijk is voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. 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.



Thomas
Haugaard

Thomas Haugaard is Fondsmanager van het Emerging Markets Debt Hard Currency (EMDHC)-team bij Janus Henderson Investors. Voordat hij in 2022 bij de organisatie in dienst trad, was hij Senior Fondsmanager bij Danske Bank Asset Management en maakte hij vanaf 2013 deel uit van het EMDHC-team. Haugaard was Docent Economie aan de Universiteit van Kopenhagen.



Adrian
Hilton

Adrian Hilton is Head of Emerging Market Debt binnen het Fixed Income-team van Columbia Threadneedle Investments. Hij begon er in 2016 als Portfolio Manager in het Interest Rates & Currencies-team. Eerder was hij Portfolio Manager bij Brevan Howard Asset Management, bij Aberdeen Asset Management, en bij Bank of England. Hilton studeerde aan de Universiteit van Birmingham.



Esther
Law

Esther Law is Senior Portfolio Manager EMD & Responsible Investing Lead bij Amundi en Acting Co-chair van de door UN PRI en TPI geleide ASCOR Climate Funding-werkgroep. Law behaalde haar MSc Mathematical Trading and Finance aan de CASS Business School of City University of London en haar BSc Economie aan de London School of Economics and Political Science.



Naki
Nartey

Naki Nartey is Senior Vice-President en Emerging Markets Product Strategist bij PIMCO in Londen. Ze was eerder in dienst bij BBVA als Head of European Fixed Income Sales, North American Clients. Daarvoor werkte ze bij JPMorgan Chase, onder andere vanuit New York, Genève en Londen. Nartey heeft 16 jaar beleggingservaring en heeft een LLB in Rechten en Spaans Recht van de University College London.



Mathias
Neidert

Mathias Neidert is Head of Public Markets en lid van het Senior Management Team van bfinance. Hij begon er in 2008 als Senior Associate en kwam in 2014 op zijn huidige functie. Eerder werkte hij bij RBC Dexia in Luxemburg als Product Manager voor Investment Analytics-diensten. Neidert is een CFA Charterholder en heeft een MBA van St. Gallen University (Lic. Oec. HSG).



Sjacco
Schouten

Sjacco Schouten is Head of Emerging Market Debt bij APG Asset Management in Amsterdam, waar hij in 2007 begon. Hij is er verantwoordelijk voor het beheer van het EMD Fund en leidt de interne teams voor harde en lokale valuta EMD. Eerder werkte hij bij Interpolis Asset Management en Lombard Odier Darier & Hentsch. Schouten heeft een Master in Macro-economie van de Erasmus Universiteit, Rotterdam.



Martijn
Vijver

Martijn Vijver is sinds januari 2013 werkzaam voor MN als Senior Fund Manager Fixed Income. Hij is verantwoordelijk voor de selectie & monitoring en de portefeuilleconstructie van de vastrentende waarden portefeuilles. Hij heeft ruim 20 jaar ervaring in de financiële sector en is werkzaam geweest bij Watson Wyatt, Russell Investments, SAMCo en Achmea. Vijver is afgestudeerd Econometrist aan de Rijksuniversiteit Groningen en is CFA-charterholder.

‘Omdat lokale instellingen in opkomende landen zich ontwikkelen, groeien de lokale markten. Dat zie ik als een signaal dat de opkomende markten in het algemeen volwassen worden.’

Wat zijn de belangrijkste verschillen tussen EMD in harde en lokale valuta?

Haugaard: 'Als je kijkt naar het landen-universum, zijn er twee heel verschillende asset classes. Harde valuta omvat een meer gevarieerd landenuniversum, van sommige van de armste en snelst groeiende frontier markets tot enkele van de rijkste landen in Europa en het Midden-Oosten, terwijl de benchmark voor lokale valuta hoofdzakelijk de meer ontwikkelde inkomenslanden omvat. Op het gebied van return drivers zijn het ook heel verschillende asset classes, waarbij harde valuta een kredietcategorie is die gericht is op kredietrisico van overheden en lokale valuta meer gedomineerd wordt door de FX-component en lokale rendementen. Historisch gezien is de volatiliteit hoger voor rendementen in lokale valuta.'

Law: 'Bij harde valuta heb je een US Treasury- en een spreadrendement. Bij debt in lokale valuta zijn zaken als monetair beleid en inflatie veel belangrijker dan bij debt in harde valuta.'

Hilton: 'Ik denk dat de FX-component het grootste deel van het rendement domineert en zeker de volatiliteit in de asset class. Het is een teken van volwassenheid dat de index zich richt op de middeninkomenslanden met onafhankelijk monetair beleid, fiscale beleidsankers enzovoort. Maar het risico-rendementsprofiel is overgeleverd aan de wereldwijde dollartrends en dat maakt het in sommige opzichten een lastigere markt om naar te alloceren, hoewel het een mogelijk interessante markt is om actief in te beleggen.'

Haugaard: 'Sinds de financiële crisis is er een veel meer door liquiditeit gedreven beleggingsomgeving ontstaan. In die omgeving heeft de markt in lokale valuta het een beetje moeilijk gehad, omdat de onderliggende groeifactoren van emerging markets nogal zwak waren. Nu zien we dat beleggers zich wat meer richten op lokale valuta als een tactische allocatie, dat wil zeggen een allocatie die vrij gevoelig is voor de onderliggende groei in opkomende landen ten opzichte van de Verenigde Staten, om echt overtuigend te zijn.'

Nartey: 'Het blijkt dat de lokale markt voor wat betreft de risico-rendementsverhouding riskanter is dan de externe markt, maar het goede is dat je niet noodzakelijkerwijs al dat FX-risico hoeft te nemen. Wij bekijken de duration los van de FX-component, omdat het verschillende risicofactoren zijn met verschillende aanjagers. Om een voorbeeld te noemen: wij vinden de Mexicaanse duration misschien attractief, maar niet de Mexicaanse peso. Dat betekent niet dat we altijd het peso-risico volledig willen afdekken. We kunnen misschien een deel afdekken. Je kunt je risico-rendementsverhouding in emerging markets lokaal verbeteren door de FX-component in voorkomende gevallen te verminderen.'

Neidert: 'EMD in harde valuta is vooral een asset class die is gecreëerd voor internationale beleggers. Bij lokale valuta is er een grotere diversiteit. Sommige

institutionele beleggers beleggen rechtstreeks in opkomende markten. Er is een binnenlandse beleggersbasis, met lokale verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, die liquiditeit aan de markt kan onttrekken, al dan niet tot het einde van de looptijd. En dan is er nog een staart van heel verschillende beleggers met verschillende agenda's, zoals hedgefondsen, sommige wereldwijde macro-CTAs en bepaalde centrale banken, die op een bepaald moment opportunistisch ingrijpen. Daarom is het, denk ik, ook moeilijker om schokken in lokale valuta te voorspellen dan in harde valuta, hetgeen misschien een extra risicofactor is. Het vereist enorme expertise om te navigeren in lokale valuta, in tegenstelling tot harde valuta.'

In welke buckets plaatsen institutionele beleggers EMD in harde en lokale valuta? Wat zijn hun overwegingen met betrekking tot deze verdeling?

Schouten: 'Wij beleggen zowel in harde als in lokale valuta, in staats- en bedrijfsobligaties, maar ook in private debt. We zien de toegevoegde waarde van actief beheer, maar we hebben ook klanten die >

‘EMD in harde valuta is vooral een asset class die is gecreëerd voor internationale beleggers. Bij lokale valuta is er een grotere diversiteit.’

‘Wij zijn er, op basis van historische gegevens, van overtuigd dat als je een langere beleggingshorizon hebt, actief beheer gunstiger is dan een passieve benadering.’

om oplossingen in indexstijl vragen. Vanuit een top-down-perspectief onderscheiden we binnen de harde en lokale valuta asset class ruwweg vier returncomponenten. Naast lokale rente- en valutacomponenten zien we ook de Amerikaanse rente en het kredietrisico als belangrijke rendementsfactoren. We kijken afzonderlijk naar deze componenten en kunnen vanuit een top-down overlay sturing geven. We beschikken dus over een breed pakket in termen van alpha drivers en risicomanagement, dat we naar de behoefte van de klant kunnen inzetten. Naast de risico-rendements-overwegingen zijn de kosten die gemoeid zijn met het beheer van de asset class natuurlijk ook een belangrijk element. Deze vormen samen met het verantwoord beleggen de vier kwadranten die worden

gewogen bij het nemen van de beleggingsbeslissingen.’

Vijver: ‘We werken graag met buckets, dus hebben we aparte allocaties. We doen niet aan tactische overlay tussen harde en lokale valuta. Fundamenteel hebben onze klanten een voorkeur voor strategische allocaties, waarbij in principe op jaarbasis wordt bijgestuurd. Wat betreft de verdeling tussen EMD in harde en lokale valuta: die hangt af van de voorkeuren van de klant. Als je het niet weet, kies je voor een allocatie van 50% in elk. Klanten met een verzekeringsachtergrond beleggen alleen in harde valuta, omdat voor hen beleggen in lokale valuta vanwege de kapitaalkosten niet zo effectief is.’

Nartey: ‘Wij proberen oplossingen te bieden voor iedereen, dus we hebben stand alone lokale valuta-, stand alone harde valuta-, en gemengde strategieën. Nu zijn we vrij bullish op lokaal, vooral wat de duratie betreft, omdat de centrale banken van emerging markets verder zijn in hun renteverhogingscycli dan de Fed.’

Law: ‘We hebben een scala aan producten en zien dat de gemengde producten vrij goed verkopen. Er is flexibiliteit om te switchen. Sommige van onze klanten

willen mixen, maar kennen de asset class niet goed genoeg om te kiezen tussen harde en lokale valuta. Dan maken ze gebruik van een manager die ze vertrouwen. Verder speelt de mogelijkheid om af te dekken natuurlijk een rol.’

Schouten: ‘Ten aanzien van de allocatie zijn we zeer terughoudend in het verschuiven van cash in harde valuta naar lokale valuta en binnen de harde valuta van bedrijven naar overheden, omdat het gewoon te duur is. We verplaatsen geen cash om onze actieve visies vorm te geven. We maken gebruik van het concept smart-rebalancing, waarbij we toestaan dat lokale valuta en harde valuta binnen bepaalde bandbreedtes over- en onderwogen worden zolang dat in lijn is met onze visie. We kijken naar een brede set van rendementsbepalende factoren en gebruiken die om via derivatenposities in een overlay de top-downrisico’s te managen. Het platform dat het overzicht houdt en de risico’s van de totale portefeuille stuurt, is de zogenaamde Relative Value Group. Deze groep heeft als een van de hoofdtaken om het concentratierisico te monitoren en, daar waar nodig geacht, bij te sturen, met als doel het neerwaartse risico te beperken.’

Law: ‘Aan een gemengde aanpak zijn niet alleen voordelen verbonden. In sommige meer gecompliceerde gemengde fondsen heb je te maken met verschillende benchmarks en te veel indices. Je kunt bijvoorbeeld het risico lopen onderwogen te zijn in een potentiële outperformer en daardoor performance en tracking verliezen.’

Neidert: ‘Een mixed aanpak is populair geworden toen beleggers zich realiseerden dat lokale en harde valuta twee verschillende zaken zijn. Wij waarschuwen onze klanten om geen gemengd product te verwachten waarbij een beheerder relatief snel tussen 0% en 100% kan alloceren, tussen lokale valuta en harde valuta. Zo werkt de asset class niet. Klanten moeten geen dynamische allocatie verwachten. Vanuit een bottom-up-perspectief, kan de juiste allocatie binnen harde valuta aan de ene kant en binnen lokale valuta aan de andere kant aanzienlijke alpha opleveren.’

Hoe is de kredietkwaliteit in de loop der tijd veranderd en hoe meet je die?

Haugaard: 'Ik denk dat we te veel de neiging hebben ons op groei te richten als indicatie van hoe de kredietkwaliteit beweegt. Als je de kredietkwaliteit op een meer holistische en empirische manier bekijkt, zijn er veel andere, meer belangrijke factoren dan groei die invloed hebben op de kredietkwaliteit. Naast de traditionele maatstaven hebben wij governance aangemerkt als een van de belangrijkste factoren voor kredietkwaliteit. Markten zijn zeer gericht op opkomende landen om hun begrotingen te consolideren na jaren van overbesteding (gedeeltelijk onder invloed van COVID-19) teneinde de schuldbaarheid te waarborgen en de budgettaire geloofwaardigheid te herstellen. Deze beleidskeuzes worden beïnvloed door de groei, maar zijn veel belangrijker om de kredietkwaliteit op een toekomstgerichte en marktrelevante manier te begrijpen. Maar, zoals gezegd, er is een tendens om te veel op groei te focussen en niet op sommige van de beleidsaanpassingen die je in opkomende markten ziet. Er is namelijk een zeer duidelijke dynamische relatie tussen kredietkwaliteit en marktgedrag. De markt kijkt naar hoe de kredietkwaliteit er over één tot twee jaar uitziet. Dat komt vaak neer op beleidskeuzes die deze opkomende landen nu maken.'

Hilton: 'Vanaf het moment dat de Fed in het derde en vierde kwartaal van 2021 het idee van tijdelijke inflatie opgaf, was er een toenemende focus van de markt op opkomende landen die een sterker begrotingssaldo en een duurzamere schuld hadden dan andere. Dat geeft onder meer aan dat EMD een zeer heterogene asset class is, die verschillende benaderingen vereist, afhankelijk van de kredieten waarover we het hebben.'

Law: 'Ik zou zeggen dat de kredietkwaliteit, numeriek gezien, slechter is geworden. Maar het hangt ook af van de tijdspanne die je meet, want er waren momenten waarop het wanbetalingspercentage in, laten we zeggen, de afgelopen tien jaar lager was. In de toekomst hangt het er in mijn ogen echt vanaf hoe high yield het doet. De assets moeten terug naar de markt.'

'Fundamenteel hebben onze klanten een voorkeur voor strategische allocaties, waarbij in principe op jaarbasis bijgestuurd wordt.'

Het lijkt erop dat emerging markets moeite hebben om aan de verwachtingen rond verwachte rendementen te voldoen. Een aantal buy-side beleggers ziet EMD vooral als een bron van ESG-risico en als complex. Hoewel 2022 relatief goed was, was dat in combinatie met de matige prestaties voor sommigen een reden om afscheid te nemen van de beleggingscategorie.

Vijver: 'De performance van harde valuta sovereigns was, zeker het afgelopen jaar, erg teleurstellend, met een negatief rendement van 17,8%. Lokale valuta-performance ging daarentegen goed: we stegen met 3% (omgerekend naar euro) voor onze aangepaste benchmark (onder andere ex-Rusland). Vorig jaar was ook meer sprake van een sterke dollar dan van een zwakke EMFX. Als we misschien tegen het einde van de dollarsterkte aanlopen, of als er een einde komt aan de verhogingscyclus van de Fed, is het nu misschien wel het moment om weer echt positief over EMD te worden. Dan kan het voor beleggers aantrekkelijk zijn om weer in de asset class te stappen.'

Hilton: 'We moeten altijd voorzichtig zijn met generalisaties over opkomende markten, maar over het algemeen verkeren hun externe balansen in een wat betere positie. Er is dus een zekere mate van monetaire beleidsonafhankelijkheid die banken in opkomende landen nu hebben en die de huidige EMFX een structureel aantrekkelijke asset class zou moeten maken.'

Neidert: 'EMD is wat mij betreft een ondergewaardeerde asset class. Lang niet alle institutionele beleggers hebben een significante allocatie naar EMD, dus is er ruimte voor groei. Als je dat risico eenmaal accepteert, heb je voor de lange termijn een strategische allocatie. Die >

zorgt onder andere voor diversificatie. Op dit moment heb je de spread van Amerikaanse high yield in een asset class die 50% investment grade is. Er zijn nogal wat redenen waarom beleggers nog steeds naar EMD willen kijken en het zeker in portefeuille willen houden.’

Schouten: ‘De tegenvallende rendementen zijn natuurlijk niet onopgemerkt gebleven. Nu zitten we in een cyclus waar het rendementsperspectief waarschijnlijk gaat draaien. EMD is altijd een risicovolle asset class geweest en zal dat ook blijven. Is het riskanter geworden vanuit een ESG-perspectief? Ik denk het niet, zeker niet in relatieve termen. Politieke en klimaatrisico’s zijn er altijd geweest. De ESG-risico’s zijn alleen meer op de voorgrond getreden, temeer ook vanwege de teleurstellende rendementen. Ik denk dat, gegeven de huidige ontwikkelingen, risicopremies nog verder omhoog kunnen, en niet alleen voor EMD. We zijn er nog niet, maar het ziet er nu voor EMD een stuk aantrekkelijker uit dan een paar jaar geleden.’

Law: ‘Het staat buiten kijf dat het uitdagend is geweest voor de asset class. Toch denk ik dat het strategisch zinvol is om erin te (blijven) investeren. De wat conservatievere beleggers zouden kunnen denken aan EMD in harde valuta, maar wij zien nu meer in lokale valuta.’

Wat is zinvoller voor beleggers in EMD: actief of passief beheer?

Nartey: ‘Wij zijn een actieve manager, dus vanzelfsprekend denken wij dat actief beheer zinvol is. Maar als je kijkt naar gegevens van derden van Morningstar, overtreft de mediane actieve beheerder de mediane passieve beheerder over vijf jaar. Dit geldt voor EMD in harde valuta, maar vooral voor EMD in lokale valuta, zelfs als je rekening houdt met vergoedingen. De

markt is volwassener geworden, maar nog steeds inefficiënt. Wij zijn er op basis van historische gegevens van overtuigd dat als je een langere beleggingshorizon hebt, actief beheer gunstiger is dan een passieve benadering.’

Vijver: ‘Er is plaats voor beide. Het hangt af van de wensen van de klant. Wij geven de voorkeur aan een multi-manager-aanpak om een betere informatieratio te krijgen en het operationeel risico te beperken. In principe zijn wij voorstander van (beperkt) actief beheer. We willen input van onze beheerders over de samenstelling van de gebruikte benchmarks en fundamentele landenanalyses ontvangen. Dat kunnen passieve beheerders in dit stadium gewoon niet bieden.’

Neidert: ‘Voor passieve beheerders is het heel moeilijk om het benchmarkrendement te leveren na aftrek van hun vergoedingen. Ik heb de neiging om het als volgt te stellen: bij passief beheer is de kans 100% om onder de benchmark te presteren en bij actief beheer is de kans ongeveer 50% om beter te presteren dan de benchmark. Historisch gezien presteert 60% tot 65% van de actieve managers in EMD beter dan hun benchmark, en dat is ook beter dan in andere asset classes. Als je de juiste manager vindt, is het zinvol om actief te gaan en zijn er geen goede redenen om passief te gaan.’

Hoe zien jullie ESG-integratie in EMD?

Haugaard: ‘Voor ons als vermogensbeheerders is sovereign risk de heilige graal. ESG-integratie gaat over hoe je ervoor kunt zorgen dat relevante ESG-factoren op een zinvolle manier zijn geïntegreerd in je sovereign risk-beoordeling. Je moet je ervan bewust zijn dat als je ESG niet op de juiste manier in je beleggingsproces integreert, dat uiteindelijk schade oplevert. Om ESG echt op een zinvolle manier te integreren, moet je het statistisch behandelen, op de juiste manier, omdat je rekening moet houden met sommige onderliggende verbanden die je in ESG-gegevens aantreft. Je kunt ESG niet op een backward looking-maniër integreren. Dan kom je in de problemen.’

‘Ten aanzien van het klimaat is wel sprake van verbetering, maar het sociale deel is nog erg onderontwikkeld. Daar is momenteel geen consensus over.’

Law: ‘De beschikbare data zijn niet erg goed. Er is bijvoorbeeld een gebrek aan goede en consistente informatie over klimaatfactoren die gelden voor alle opkomende landen. Ten aanzien van het klimaat is er wel sprake van verbetering, maar het sociale deel is nog erg onderontwikkeld. Daar is momenteel geen consensus over. Ik maak deel uit van een groep die probeert een framework op te bouwen voor de beoordeling van Assessing Sovereign Climate-related Opportunities and Risks (ASCOR). De wil is aanwezig om verbeteringen aan te brengen. Ten aanzien van emerging markets is er wel degelijk sprake van betrokkenheid en samenwerking om een en ander te laten werken.’

Hilton: ‘Ik denk dat we ons momenteel in een fase bevinden waarin we nog geen consensus hebben bereikt over hoe we over ESG moeten denken en hoe we het moeten meten. Dat geldt waarschijnlijk voor markten in het algemeen, maar zeker voor emerging market debt. ESG-indices zijn in feite backward looking. Als je ESG-risico's in opkomende markten op een backward looking-basis analyseert, wordt veel van het rendement weggenomen dat we zouden willen oogsten. Wij hebben als industrie dus nog een lange weg te gaan. Het is goed dat er nu wordt gestreefd naar een standaardisatie van een grote hoeveelheid toegankelijke gegevens die we allemaal kunnen gebruiken. Daardoor kunnen bijvoorbeeld niet alleen emissietrends worden gemeten, maar ook doelstellingen en de geloofwaardigheid van het beleid dat gericht is op het bereiken van die doelstellingen.’

Nartey: ‘Het opnemen van ESG in je kredietanalyse is belangrijk, ongeacht of je een ESG-portefeuille hebt of niet. Voor klanten die geïnteresseerd zijn in ESG-geoptimaliseerde portefeuilles kunnen we de weg van het uitsluiten van bepaalde emittenten bewandelen. Maar alleen dat is niet genoeg. Engagement is ook belangrijk.’

Schouten: ‘Ik denk dat ESG-integratie zeer welkom is. Je moet wel een balans vinden tussen een portefeuille van hoge ESG-kwaliteit en het niet te veel opgeven van rendement. Als het gaat om een fundamentele landenafweging, zien wij ESG als het DNA van een land. Het geeft

‘Je moet je ervan bewust zijn dat als je ESG niet op de juiste manier in je beleggingsproces integreert, dat uiteindelijk schade oplevert.’

je een indicatie over het vermogen en de bereidheid om te veranderen, bijvoorbeeld van een frontier emerging-status naar een meer rijpe status.’

Neidert: ‘De kwaliteit van ESG-data wordt meestal slechter naarmate het land kleiner is. Als je niet over de nodige gegevens beschikt, kun je het betreffende land uit je universum verwijderen. Dat is iets dat je moet voorkomen, want dan komen alleen de grotere, meer ontwikkelde emerging markets in je portefeuille en verlies je in feite elke kans om beter te presteren dan de benchmark. Als je eropuit bent om in de EMD-markt geld te verdienen, moet je investeren in die emittenten wier ESG-inspanningen nog niet door de markt zijn ingeprijsd. Je moet ruimte overlaten voor impact, dus misschien de emittenten belonen die bereid zijn de nodige inspanningen te leveren om een beter ESG-profiel te krijgen. Zo kun je outperformance genereren met een ESG-strategie.’

Hoe denken jullie over engagement? Werkt het?

Vijver: ‘Engagen is goed, zeker ook in opkomende landen. Het is belangrijk dat wij, als groep vermogensbeheerders, dat beter voor het voetlicht brengen. Wellicht niet zozeer bij alle landen over mensenrechten, maar meer over de belangrijkste wereldwijde kwestie, namelijk de klimaatverandering. Op dit gebied is het zinvol om samen te werken met bepaalde allianties van gelijkgestemde vermogensbeheerders in opkomende markten. Initiatieven als Climate Action 100 of ASCOR zijn uitstekend.’

Schouten: ‘Wij houden ons bezig met het hele spectrum van engagement en zijn ook in gesprek met bijvoorbeeld de Wereldbank en de Aziatische Ontwikkelingsbank. Over het algemeen is het effectiever en veiliger om samen te werken en je als groep in te zetten, om >

zo het bewustzijn bij beleidsmakers te creëren dat de dialoog en eventuele veranderingen positieve gevolgen kunnen hebben. Bij uitsluiting geef je een duidelijk signaal dat er niet aan bepaalde normen en waarden wordt voldaan, maar ben je niet meer in gesprek.’

Law: ‘Voor opkomende landen is het misschien gewoon een gebrek aan vertrouwen om hun hand op te steken. Als ze zien dat andere, grote landen, vooral de Europese, dat wel doen, is dat voor hen waarschijnlijk een stimulans zich net zo te gedragen. Werken als groep is zeker veel krachtiger dan één-op-één te ageren.’

Haugaard: ‘Mijn team en ik bezoeken ongeveer 25 tot 30 opkomende landen per jaar en het blijkt keer op keer dat het heel moeilijk is om de juiste kanalen te bereiken teneinde gevoelige kwesties te bespreken. Het is vrij eenvoudig om minder gevoelige en meer op economisch beleid gerichte kwesties te bespreken. Collectieve betrokkenheid geeft je meer bandbreedte, dat is zeker.’

Hoe zullen de EMD-markten zich de komende drie tot vijf jaar ontwikkelen?

Nartey: ‘Wij verwachten dat de EMD-markten in zowel harde als lokale valuta de komende jaren zullen groeien, zowel voor wat betreft het aantal landen dat emitteert als in absolute omvang. Ik zei al eerder dat het een onderbelegde asset class is. Veel beleggers in het Westen hebben kennelijk een home bias als het op investeren aankomt. Ze zijn meer vertrouwd met de emittenten in ontwikkelde markten. Er zijn echter wel degelijk interessante mogelijkheden om in emerging market debt te investeren, vooral als er geen geopolitieke of andere ingrijpende schokken zijn. Wij erkennen echter dat er onverwachte dingen kunnen gebeuren en daarom is het belangrijk te beleggen bij een beheerder die zich sterk richt op goed gediversifieerde portefeuilles.’

Vijver: ‘Wij verwachten ook dat de markten zullen groeien, zeker de lokale. Wij zouden het toejuichen als meer landen zich op de EMD LC-markt zouden begeven en makkelijker toegankelijk zijn voor internationale beleggers. In dit verband denk ik met name aan India.’

‘Als je ESG-risico’s in opkomende markten op een backward looking basis analyseert, wordt veel van het rendement weggenomen dat we zouden willen oogsten.’

Haugaard: ‘De ontwikkelde markten zijn veel gevoeliger voor een hoge rente dan emerging markets, dus zul je vanuit dat perspectief een relatieve groei-verschuiving zien naar EMD. Dat creëert een omgeving waarin de dollar waarschijnlijk niet sterker zal worden, wat gunstig is voor emerging market debt in het algemeen. Nu de wereldwijde liquiditeit minder wordt, moeten landen zich goed gedragen om de liquiditeit aan te trekken die zij nodig hebben.’

Law: ‘De deglobalisering heeft een negatieve uitwerking op emerging markets en die zal nog wel even voortduren. Ik geloof echter dat opkomende landen zullen proberen zich aan te passen en elkaar te helpen.’

Hilton: ‘Er is, zoals ik eerder zei, nog steeds sprake van onderbeleggen in EMD. Verder denk ik dat opkomende landen over het geheel genomen op weg zijn naar sterkere instellingen, robuustere beleidskaders enzovoort. Dat zou na verloop van tijd een duurzamere groei moeten opleveren en een sterker argument om in de asset class te investeren.’

Schouten: ‘We zitten nog niet in een ‘sweet spot’ voor emerging market debt, maar er is sprake van structurele verbeteringen binnen de asset class, onder andere wat betreft de kredietkwaliteit, maar ook als het gaat om de groei van lokale markten. Dit is een signaal dat deze asset class zich verder aan het ontwikkelen is van ‘developing’ status naar ‘developed’ status. Binnen de asset class zijn echter grote verschillen die veel mogelijkheden bieden. Voordat alle lichten op groen springen, is er nog veel verbetering nodig.’ ■

IN HET KORT

De EMD-markt is nog niet echt volwassen. Er zijn nog genoeg eigenaardigheden, bijvoorbeeld op het gebied van prijsvorming.

EMD vormt nog steeds een relatief kleine allocatie in wereldwijde beleggingsportefeuilles.

EMD is een zeer heterogene asset class, die uiteenlopende benaderingen vereist.

Ontwikkelde markten zijn veel gevoeliger voor een hoge rente dan emerging markets, dus zul je vanuit dat perspectief een groeiverschuiving zien naar EMD.