

# Opkomende markten zijn aantrekkelijk omdat risico's beter worden beloond

De opkomende markten zijn voor beleggers op zijn minst een uitdaging. Periodes van grote voorspoed wisselen elkaar af met diepe crises. In de afgelopen decennia werden de markten geraakt door problemen in Mexico, Zuid-Oost Azië, Rusland en sinds kort zijn er problemen in Turkije en Argentinië. Maar er zijn ook periodes dat de opkomende markten zich weinig aantrekken van perikelen elders in de wereld. Dat was bijvoorbeeld in 2001 het geval. De ontwikkelde markten werden geraakt door de internet-crisis. Daar hadden de opkomende markten veel minder last van.

Sinds kort heeft ook het duurzaamheidsthema bij beleggen in opkomende markten een steeds voorname rol. De bekende belegger Mark Mobius speelt bij het beleggen in deze markten expliciet de kaart van duurzaamheid en verantwoordelijkheid.

Het interview in dit themanummer hadden we met Rob Drijkkoningen. Hij is belegger bij Neuberger Berman. Hij is daar als co-Head van het Emerging Markets Debt team verantwoordelijk voor emerging markets debt mandaten en fondsen. Wij spraken met hem over een aantal thema's, zoals de veranderingen in deze markten, het thema duurzaamheid en uiteraard ook de recente ontwikkelingen.

*Vertel eerst iets over je bedrijf?*

Neuberger Berman is een onafhankelijke vermogensbeheerder. De werknemers zijn aandeelhouder van het bedrijf: feitelijk is het een soort partnership. Volgens Drijkkoningen zijn mensen daardoor meer betrokken bij het bedrijf, want uiteindelijk zit hun eigen geld er ook in. Het beheerde vermogen is, afgezien van werknemersparticipaties, uitsluitend afkomstig van derde partijen en het bedraagt ongeveer \$300 miljard. Daarvan is \$19 miljard in emerging market debt belegd. Daarnaast zit er \$7 miljard in emerging market aandelen. Het bedrijf is in 1939 opgericht en kwam in 2003 in handen van Lehman Brothers en het is na 2008 uit de boedel van deze bank verzelfstandigd. In 2013 heeft een aantal beleggers van ING Investment Management (nu NNIP) zich aan het bedrijf verbonden. De beleggingsfilosofie van het huis is dat men actieve strategieën nastreeft. In de visie van Drijkkoningen levert actief beheer in dit segment van opkomende markten toegevoegde waarde op.

*Hoe zou je het begrip opkomende markten willen definiëren en wat maakt ze bijzonder?*

Auteur  
Jaap Koelewijn

Het begrip opkomende markten is de afgelopen jaren nogal veranderd. Een kleine 25 jaar geleden viel het samen met, om het maar even oneerbiedig te zeggen, ontwikkelingslanden. Veel obligaties van die landen waren niet investment grade. Het begrip opkomende – dan wel risico-volle – markten is zeker na de financiële crisis sterk veranderd. Door de crisis is een aantal landen niet langer



## Rob Drijkkoningen

Sinds 2013 is Rob Drijkkoningen bij Neuberger Berman Managing Director en co-head van een team van 33 beleggingsprofessionals in opkomende markten (Emerging Market Debt). Als onderdeel van Neuberger Berman beheert zijn team momenteel circa \$19 mrd in vastrentende waarden voor institutionele beleggers (pensioenfondsen, verzekeraars en Sovereign Wealth Funds) en banken. Bij ING IM heeft hij in het verleden leiding gegeven aan teams voor Multi-Assets, HY, Global Fixed Income en Emerging Equities. Daarvoor heeft hij ervaring opgedaan als 'sales' bij Goldman, Sachs en Nomura in de 90'er jaren.

SUMMARY STATISTIC  
January 2003 – August 2018

	EMD Hard Currency	EMD Corporate	EMD Local Currency	EMD Local Currency OF	EMD Blend	EMD Short Duration
<b>Benchmark Performance</b>						
Annualized Return(%)	8,10	6,90	6,40	6,77	7,03	5,92
Annualized Volatility(%)	8,04	8,74	11,83	9,24	9,42	3,96
Sharp Ratio	0,80	0,60	0,40	0,55	0,57	1,08
Correlation: U.S. Treasury	0,32	0,29	0,14	0,13	0,22	0,09
Correlation: U.S. IG Corp	0,79	0,81	0,55	0,52	0,70	0,62
Correlation: U.S. HY Corp	0,74	0,73	0,62	0,58	0,71	0,72
Correlation: EM Equity	0,67	0,64	0,79	0,71	0,79	0,59
Correlation: U.S. Equity	0,53	0,53	0,58	0,50	0,60	0,48

EMD Local Currency OF is GBI-EM GD Index + 50% USDEUR hedging

investment grade. Denk daarbij maar aan Italië en Giekenland. Andere landen, zoals Zuid-Korea, Taiwan en Singapore, zijn inmiddels meer volwassen geworden. Ook een land als Saoedi Arabië kun je niet meer volledig als opkomend beschouwen. Bij dat land zie je natuurlijk wel dat het qua governance nog een weg te gaan heeft. Zuid-Afrika is een twijfelgeval, terwijl Israël nu een volwassen markt is.

## De definitie van opkomende markten is niet eenduidig

De definitiekwestie is lastig. Vroeger namen we gewoon een inkomensmaatstaf, maar dat is te eenvoudig. Wij kijken nu naar de mate van institutionalisering. Je hebt het dan over het bestaan van een rechtsstaat en goede juridische structuren. Is er een rule of law? Wat we bijvoorbeeld ook meenemen is de ‘voice en accountability’ in het politieke systeem. Echt eenvoudig is het niet. Er zijn landen in Zuidoost Azië die geen democratie zijn, maar waar wel sprake is van een goede ‘governance’. Aan de andere kant zien we landen, denk maar eens aan Italië, die weliswaar een democratie zijn, maar waar de bestuurlijke kwaliteit tekortkomingen heeft. Je ziet natuurlijk ook dat president Trump het bestuurlijke systeem in de Verenigde Staten zwaar onder druk zet. Kortom, je kunt geen eenduidige definitie geven van wat nu opkomende dan wel volwassen markten zijn. De panelen worden voortdurend verschoven. Ten opzichte van de periode van voor de crisis is er geen strakke definitie meer. Het kan ook zijn dat een land met de obligaties als opkomend wordt beschouwd, terwijl het als ‘corporate land’ wel ontwikkeld is. JP Morgan heeft in dit opzicht zijn visie op de o.a. Saoedi Arabië aangepast.

We zien ook binnen Europa veranderingen. Landen in het voormalig Oostblok kun je in mijn visie beschouwen als opkomend hoewel een aantal daarvan onder de EU vallen. Elders in de wereld zie je ook andere ontwikkelingen.

Argentinië is nu in de problemen, maar je ziet wel dat het daar institutioneel beter gaat.

In de overwegingen of een aandelenmarkt opkomend is of niet wegen andere criteria mee, zoals liquiditeit en gelijke behandeling van binnen- en buitenlandse beleggers. Voorts kennen veel bedrijven in opkomende markten dominante aandeelhouders, waardoor ze qua governance verschillen van ondernemingen in andere landen. Het is dus moeilijk om een strakke definitie te geven en je ziet ook dat de bekende bouwers van indices daarover niet altijd even transparant zijn.

*Is er een fundamenteel verschil tussen beleggen in opkomende markten dan wel ontwikkelde markten?*

De crisis van 2008 heeft een aantal grote veranderingen gebracht. Je zou kunnen zeggen dat tot aan 2008 het niet zoveel verschil maakte of je in Duitse, Franse of Italiaanse ondernemingen belegde. Door de eurozone schulden crisis is dat natuurlijk sterk veranderd. Meer dan vroeger zijn landen weer een thema geworden. Dat zie je nu ook waar het gaat om de verschillen tussen Europa en de VS. De Amerikaanse economie groeit veel harder en heeft een aantal zeer specifieke ondernemingen. “Landen” als thema staat dus weer op de kaart. Daarmee is niet gezegd dat sectoren er niet meer toe doen. De energie- en technologiesectoren kennen hun eigen dynamiek, die maar ten dele aan landen toe te rekenen is. Ze hebben hun eigen cyclische dynamiek. Je moet dus met beide invalshoeken werken. Los van dit alles moet je natuurlijk ook naar de individuele ondernemingen kijken.

*Maar, waar letten jullie nu op als je in opkomende markten gaat beleggen?*

Wij nemen bij onze besluiten nadrukkelijk ook de institutionele structuur van een land mee. Dat ligt in de opkomende markten echt anders. De kans dat in Nederland een politicus het systeem ernstig verstoort is niet zo groot. Dat ligt elders natuurlijk anders. Kijk maar naar Brazilië. Daar hebben de verkiezingen een groot effect op de markten. Daar moet je dus rekening mee houden.

*Jullie zijn actieve beleggers. Actief beleggen is in de wetenschap een punt van discussie. Hoe is jullie visie op dit thema?*

Ik herken de discussie, maar ik heb mijn reserves tegenover de opvatting dat iedereen maar passief zou moeten beleggen. Als dat gebeurt, en iedereen zit in de grote en bekende ondernemingen, dan zullen er anomalieën zichtbaar worden waarvan je kunt profiteren. Er zal altijd een evenwicht blijven bestaan tussen beide vormen van beleggen. Toegegeven, in de ontwikkelde markten is het lastiger om extra geld te verdienen, maar juist in de opkomende markten zien we die mogelijkheden meer.

Wij selecteren op een aantal criteria. Daar zijn we heel duidelijk over, omdat klanten willen begrijpen en willen weten hoe we het doen. Het proces moet op orde zijn, houvast geven en vertrouwen wekken. Je moet daarom transparant zijn over je werkwijze. Dat je zorgvuldig werkt, wil natuurlijk niet zeggen dat het niet een keer fout kan gaan. Maar wat essentieel is, is dat je kunt uitleggen wat je hebt gedaan en wat de afwegingen waren. Maar het mag duidelijk zijn dat wij ook geen garantie op succes hebben.

*Kun je iets meer vertellen over hoe het proces werkt en welke informatie je meeneemt?*

Een deel van onze mensen let nadrukkelijk op macro-factoren. Dat zijn de factoren die ook de valutaontwikkelingen bepalen. Denk aan de ontwikkeling van de lopende rekening, de overheidsfinanciën en kapitaalstromen. Ongeveer 60% van de variabelen in ons model voor de kredietwaardigheid van landen bestaat uit macro-factoren en 40% uit ESG-factoren. Daarnaast kijken we ook naar individuele bedrijven. Daarbij betrekken we, naast ESG, ook de gebruikelijke zaken, zoals waardering, kasstromen en marktpositie.

We doen uiteraard ons eigen onderzoek, maar we putten daarnaast ook uit een groot aantal externe bronnen. Denk daarbij aan de reguliere publicaties van internationale instellingen, denktanks, analistenrapporten en rating agencies. Het is uiteraard niet zo dat we adviezen klakkeloos overnemen. Sterker nog, vaak negeren we de adviezen. Waar het ons om gaat is de onderbouwing van die adviezen. Het kan heel goed zijn dat een andere partij een gezichtspunt heeft dat voor ons nieuw of anders is. Dat nemen we dan mee bij onze eigen gedachtevorming. Waarom komt een partij tot een bepaalde aanbeveling, wat zijn de overwegingen en hoe overtuigend zijn deze? Het is ons werk om de adviezen van externen te wegen en te combineren met onze eigen bevindingen. Op die manier komen we zelf tot een visie op basis waarvan we handelen. In bepaalde gevallen kun je niet om de opvatting van bepaalde partijen heen. Er zijn beleggers die op basis van ratings moeten beleggen. Als een rating van een high yield bond wordt aangepast, dan hebben wij daarmee te leven. Er zullen ook bepaalde kapitaalstromen op gang komen die van invloed zijn op de markt. Daar kunnen we onze eigen opvatting over hebben, maar je kunt een wijziging van rating niet zomaar negeren.

Onze eigen Emerging Markets Debt research doen we wereldwijd met 33 mensen. We bezoeken landen en bedrij-

ven om tot een goede beeldvorming te kunnen komen. Meer dan in de ontwikkelde markten is een zekere nabijheid van belang.<sup>1</sup> Je kunt niet alle informatie uit open bronnen halen, je zult voor jezelf ook een beeld moeten vormen van de toestand in een land en de gang van zaken bij ondernemingen. Het zelfstandig doen van waarnemingen is dus van belang.

## *Over de cyclus heen willen we waarde toevoegen*

Door deze werkwijze lukt het ons om over een langere periode te realiseren. Natuurlijk hebben we ook wel een mindere periode, zoals de afgelopen maanden. Maar wat we willen is dat we over de hele cyclus heen toegevoegde waarde realiseren. Het is daarbij van belang dat je de klant aan je kunt binden. Het kan namelijk altijd even duren voordat je gelijk krijgt. Na de goede jaren 2013 en 2014 was 2015 voor ons geen goed jaar. Maar dat konden we in 2016 weer inhalen. Wij zijn geen traders, want we kijken primair naar de fundamentele waarde die in landen of ondernemingen zit. Die waarde komt er niet altijd snel uit.

Beleggers zullen als ze in opkomende markten beleggen daarom een wat hogere volatiliteit moeten aanvaarden. Voor degenen die dat niet willen adviseren we een low Beta strategie.

*Hoe gaan jullie om met zaken als verantwoord beleggen.? Hebben jullie de overtuiging dat ESG noodzakelijk is?*

Het belang van de E in het kader van ESG beleggen neemt toe in ons model. De klimaatverandering is daarvoor de aanleiding. Maar wat je bij je besluiten ook mee moet nemen zijn andere belangrijke omgevingsfactoren. Denk daarbij aan zaken zoals de rule of law, sociale cohesie en geletterdheid in een land.

In 2011 wilden we ons model versterken. Het was 60% macro en 40% 'other'. Die 40% was niet duidelijk gedefinieerd. Dat is veranderd. Ten principale stellen wij de vraag of een land, net zoals een onderneming, goed bestuurd wordt. Dat blijkt uit de factoren die ik net noemde, maar het gaat ook om andere factoren. Hoe gaat een land met zijn natuurlijke hulpbronnen om, verkwansen ze die of zetten ze die duurzaam in? Wordt er geïnvesteerd in ontwikkeling van een land? We hebben die zaken in ons model verwerkt en getest.

Met wat overdrijving zou je kunnen zeggen dat deze inputs grotendeels overeenkomen met de criteria die worden aangelegd bij ESG beleggen. Nu is ESG beleggen niet ons primaire doel, maar je kunt je wel voorstellen dat een niet duurzaam beheerd land geen aantrekkelijk alternatief is. ESG is geen sausje dat we er over heen gieten, maar het zijn harde criteria die we meewegen. We doen het niet primair om de wereld te verbeteren. Maar wat we wel

weten, is dat we als we het niet meewegen er kansen gemist worden en we risico's lopen. De financiële markten kunnen de wereld niet in hun eentje verbeteren, maar ze kunnen wel een bijdrage leveren.

*Wij kiezen voor betrokkenheid en niet voor stemmen met je voeten*

Voor wat betreft onze houding als belegger geloven wij in de keuze voor betrokkenheid. Het is heel eenvoudig om met je voeten te stemmen, maar dan mis je invloed. Als je wel betrokken bent kun je, of je nu in aandelen of obligaties belegt, wel invloed hebben op een onderneming. Als aandeelhouder maken wij in het bedrijf gebruik van proxy voting, oftewel ons stemrecht; als obligatiehouder kun je als een ESG rating gaat veranderen met de onderneming in gesprek gaan. Dat geldt ook voor landen. Als een land bereid is een verbetering door te voeren, dan moeten we daarin willen beleggen. Een ESG rating is geen vast gegeven. We letten erg op de veranderingen. Juist landen die goed op weg zijn vinden we aantrekkelijk

*Nog een laatste woord over de actuele situatie?*

Er zijn verschillende landen die in de problemen zitten, zoals Turkije en Argentinië. Turkije is een goed voorbeeld van een land waar een machthebber te lang blijft zitten. Dat zie je vaak. In het begin doen ze nog wel goede dingen, maar later gaat het bergafwaarts. Poetin is daar ook een voorbeeld van. Zo zie je dat slechte governance schadelijk is voor een land.

We zien dat er nogal wat spanning is rondom deze landen. De Federal Reserve (Fed) verkraapt, de ECB gaat dat ook

doen en er is een handelsoorlog aan de gang. De koersen zijn fors gedaald en de vraag is of dat niet teveel is doorgeschoten. Maar daar staat tegenover dat de Fed mogelijk meer gaat verkrappen. De groei in de VS is aanhoudend hoog en er zijn geen signalen dat er een einde is gekomen aan de cyclus. Voor lokale valuta in opkomende markten is dat problematisch. Maar daar staat tegenover dat de financiële positie van veel opkomende landen een stuk beter is dan tijdens de vorige cyclus. Verder zie je ook dat veel landen zeer actief aan het hervormen zijn. Dat is dus ook positief.

Je kunt de vraag stellen of er geen overreactie is. De verkrapting door de Fed zet de valuta van veel landen onder druk. Maar we weten niet of dat in het licht van hun financiële positie terecht is. We moeten ook niet vergeten dat flexibele wisselkoersen als een veiligheidsklep fungeren. De sterke daling van de Turkse munt resulteert bijvoorbeeld in een betere concurrentiepositie. Importen dalen, exporten nemen toe en het is goed voor het toerisme. Dat was in 1998 – toen veel koersen vast zaten aan de dollar – wel anders. In een omgeving met flexibele wisselkoersen is het zeer goed mogelijk dat na een verstoring de zaak later normaliseert.

Opkomende markten zijn beweeglijker dan andere markten, maar het beleggen in deze markten heeft een belangrijk voordeel. Over tijd word je als belegger goed beloond voor het nemen van risico. De beloning van het risico is hoger dan die in volwassen markten. Je ruilt volatiliteit uit tegen een hoge Sharpe ratio. ■

**Noot**

<sup>1</sup> Zie hiervoor ook de column op pagina 46 in deze editie (redactie).