

Nieuwe ronde, nieuwe kansen

Aandelen, obligaties, vastgoed, zelfs valuta. Alles wat uit opkomende markten komt wordt hard geraakt. Game over of liggen er na het optrekken van de stofwolken volop kansen voor open doel?

door Peter van Kleef en Chantal Groothengel

“**W**hat goes up, must come down”. Het lijkt, bij het aanbreken van de zomer van 2013, onderwets op te gaan voor opkomende markten. Oude tijden van de Mexicaanse pesocrisis, de Russische roebelcrisis of, iets breder en groter, de Azië-crisis lijken weer te herleven. Want na een redelijk wolkeloze lucht in de eerste maanden van 2013, zijn beleggers de afgelopen weken hardhandig wakker geschud. Alles wat uit opkomende markten komt, daalt stevig. Aandelen, obligaties, vastgoed en ook diverse emerging valuta. Plotseling lijkt het macrogeweld dan toch zijn tol te eisen: Abenomics in Japan, zinspelingen op het mogelijke einde van monetaire verzuiming in de VS. De grote vraag is of er sprake is van een gezonde correctie na een aantal prima beursjaren of dat we ons echt zorgen moeten gaan maken. Met andere woorden: staan de fundamenten van opkomende markten na de storm nog steeds fier overeind, of heeft die storm het sprookje uitgeblazen?

BRIC heeft het zwaar

Keith Wade, hoofdeconoom en strateeg bij het Britse Schroders, lijkt zich wel degelijk zorgen te maken over de fundamentals van met name de vier BRIC-landen, Brazilië, Rusland, India en China. In een update voor professionele beleggers in juni liet hij weten de groei-voorwachtingen voor deze landen naar beneden bij te hebben gesteld. Het economisch herstel in drie van de vier landen hapert, volgens Wade. China vertoont volgens Wade tekenen van een groeivertraging. De cijfers over april vielen al niet mee, maar waren nog slechter als in aanmerking genomen wordt dat de maand twee werkdagen meer telde dan in 2012. De officiële groeicijfers uit Beijing vallen nog mee, maar de PMI-berekeningen van HSBC/Markit vertonen al heel 2013 een daling, in april zelfs tot onder de 50, want duidt op negatieve groei. Schroders is wel enthousiast over de Chinese vastgoedmarkt die nog altijd robuuste groei vertoont. Voor een deel is dat toe te schrijven aan consumenten die nog snel een huis willen kopen voordat de in maart aangekondigde wetswijzigingen worden doorgevoerd – wijzigingen die een oververhitting moeten voorkomen. Een grotere zorg is de kredietmarkt in China. In de eerste maanden van 2013 is de kredietverlening flink aangetrokken. Het effect daarvan is nog niet terug te zien in economische bedrijvigheid maar er zijn vooral zorgen over de kwaliteit van de kredieten en de plekken waar het geld heen groeit. In het land waar *shadow banking* ook al een serieus probleem vormt, kunnen slechte leningen een tikkende tijdbom zijn, denkt Wade.

De andere BRIC-landen hebben hun eigen uitdagingen. Brazilië ziet de industriële productie weliswaar iets

aantrekken, maar de consument blijft terughoudend. En het is maar de vraag of de industriële productie, die met name eind 2012 fors aantrok, de opwaartse trend weet vast te houden. De cijfers lijken op het verliezen van vaart te duiden. Groeivertraging in China zou Brazilië ook midscheeps raken, vanwege de export van grondstoffen. Meer nog dan de economie zou de Braziliaanse beurs, die gedomineerd wordt door olie- en mijnbouwbedrijven, daardoor een klap kunnen krijgen. De centrale bank voert ondertussen de rente al weer een tijdje op, stapje voor stapje. Na verloop van tijd gaat dat een wissel trekken op de groei van het land. Wade is al helemaal niet positief over Rusland, dat een zwakke groei kent. Inflatie is er fors, boven de 6%, en de dalende olieprijs heeft ook geen goed gedaan. Wade is wel optimistisch over India, waar de inflatie scherp gedaald is in 2013.

Er is meer dan BRIC

Maar, opkomende markten hebben meer te bieden dan de vier grootste landen. Zuid-Korea, niet zelden als vijfde BRIC-land betiteld, heeft het zwaar. Niet alleen door de aanhoudende spanning met buurland Noord-Korea, maar ook door het beleid van de Japanse centrale bank. De zwakkere yen ondermijnt de exportpositie van Koreaanse bedrijven met hun duurder won. Beleggers lijken dat ook te beseffen, want ondanks tegenvallende rendementen, vloeit er nog steeds geld naar fondsen in opkomende markten. De afgelopen maanden waren het vooral de minder bekende landen die excelleerden. Filippijnen, Indonesië, Thailand, Vietnam. Opkomende markten-goeroe Mark Mobius blijft onverminderd enthousiast over zijn speelveld. De huidige turbulentie wordt volgens Emerging Mark vooral veroorzaakt door factoren die veel invloed hebben op de korte termijn, maar niet meer zijn dan ruis op de lange termijn:

- Het Koreaans conflict steekt met regelmaat de kop op, maar de kans dat het uit de hand loopt is nihil.
- De Chinese maatregelen om de onroerendgoedmarkt af te laten koelen moet gezien worden in het licht van de pogingen van China om over te schakelen naar een meer duurzaam groeimodel.
- In Rusland spelen allerlei aandeelhouders-issues, maar die risico's worden gecompenseerd door extreem goedkoop gewaardeerde aandelen.

Het groeiscenario voor de lange termijn voor opkomende markten staat volgens Mobius nog fier overeind. De groeiverwachting voor opkomende markten ligt volgens Mobius in en na 2013 nog altijd veel hoger in opkomende markten dan in ontwikkelde markten. Hij verwacht zelfs een acceleratie van die groei die leidt tot stijgende vraag naar commodities, maar ook tot een grotere winstgevendheid van bedrijven. Industrialisatie en urbanisatie blijven de investeringen in infrastructuur aanjagen. Demografische ontwikkelingen

“De recente verkoopgolf in Emerging Markets Debt biedt juist goede koopkansen”

zijn, China even buiten beschouwing gelaten, onverminderd gunstig. Kortom, als de storm overgewaaid is, is het weer *business as usual*. Dat neemt niet weg dat de risico's op korte termijn evident zijn: fragiele wereldwijde groei, hoge schuld niveaus en geopolitieke spanningen. Maar dat is niets nieuws. Volgens Mobius is de pols slag van veel landen zwak, maar is er een reeks aan katalysatoren voorhanden die een jumpstart van opkomende markten kunnen veroorzaken.

Emerging Markets Debt

Maar, er is meer dan alleen het aandelenverhaal. Sinds mei van dit jaar krijgen ook obligaties uit opkomende landen harde klappen. Die verkoopgolf betekent niet dat beleggers niet meer in Emerging Markets Debt (EMD) moeten investeren, stelt Steven Nicholls, vastrentend specialist bij Aberdeen Asset Management. De run van beleggers naar de nooduitgang betekent niet dat – in ieder geval een deel van de – opkomende landen er niet goed voor staan. Volgens Nicholls zijn er in de opkomende landen voldoende bedrijven te vinden met sterke fundamentals. Als deze bedrijven in een van de ontwikkelde landen waren gevestigd, waren ze zelfs investment grade geweest, stelt hij. Het rendement op obligaties van bedrijven uit opkomende landen is een stuk hoger, terwijl deze bedrijven er financieel vaak beter voor staan dan bedrijven uit de ontwikkelde markten. Vaak is de rente hoger omdat het risico op een faillissement ook groter is, maar dat is hier niet het geval. De *default rate* voor bedrijven uit opkomende landen ligt al jaren lager dan die in de rest van de wereld. Ook het gebruik van geleend geld wijst vaak op falen, maar bedrijven uit opkomende landen maken in de meeste ratingcategorieën minder gebruik van leverage, wijst Nicholls aan. Desondanks krijgen beleggers wel meer rendement op hun investering. Het is dus vooral een geval van perceptie.

De VS wordt over het algemeen gezien als risicovrij, terwijl dat voor landen als Mexico absoluut niet het geval is. Dat terwijl het schuldratio in Mexico, net als in vele andere opkomende landen, significant lager ligt. In 2010 waren de opkomende landen goed voor 40% van het wereldwijde bbp. Citigroup voorspelt dat dit in 2050 maar liefst 69% zal zijn. Nicholls noemt daarvoor drie redenen:

- De middenklasse in deze landen groeit.
- De landen zijn economisch steeds minder afhankelijk van de ontwikkelde landen.
- De landen zijn ambitieus; ze willen wat de ontwikkelde landen ook hebben.

Beleggers hebben niet hun kans gemist om in EMD te investeren, stelt Nicholls. De renteopbrengst ligt nog steeds een stuk hoger dan die voor Amerikaanse Treasuries. Ook met na inflatiecorrectie blijft het rendement positief. Dat is bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk al niet langer het geval, en ook in de VS en

Duitsland is het reële rendement nihil. De liquiditeit van EMD verbetert ook. Er worden meer obligaties uitgegeven, waardoor beleggers meer keuze hebben. De recente verkoopgolf biedt daarom juist goede koopkansen, stelt Nicholls. De markt wordt te veel gedreven door emoties, en beleggers maken keer op keer dezelfde fouten. “Als je bekende beleggers als Warren Buffett vraagt naar de sleutel tot hun succes, zullen ze altijd antwoorden: blijf bij wat je weet.” Dat geldt ook voor EMD, stelt Nicholls, en vooral als de markten turbulent zijn. Het is belangrijk gedegen onderzoek te doen naar de bedrijven en landen waarin wordt geïnvesteerd. Rusland is volgens Nicholls de klassieke *bond case*; de groei verlangsamt, waardoor de rentes zullen worden verlaagd.

Wat veroorzaakt nu die verkoopgolf? Nicholls wijst twee oorzaken aan. Enerzijds bestaan er zorgen over de groeivoorzichten in China, anderzijds presteert de Amerikaanse economie beter dan verwacht. Hij vindt dat geen consistent beeld; hoe kun je je enerzijds zorgen maken over zwakke groei en tegelijkertijd over een sterke groei elders. Daar komt bij dat Nicholls niet overtuigd is van de kracht van de Amerikaanse economie. Hij verwacht dat in de loop der tijd zal blijken dat het land er toch niet zo sterk voorstaat. “De VS hebben een probleem, maar net als een alcoholist weigeren ze dat nog te accepteren.” Dat beleggers door het huidige monetair beleid in assetclasses worden geduwd waar ze eigenlijk niet in willen zitten – aandelen, of opkomende schuld – kan Nicholls zich niet voorstellen. Beleggers zien daarnaast een belangrijke uitspraak van de voorzitter van de Federal Reserve, Ben Bernanke, helemaal over het hoofd: hij zei namelijk dat een voortijdige beëindiging van het opkoopprogramma een aanzienlijk risico met zich meebrengt het economisch herstel te raken en de inflatie te doen dalen.

De opkomende landen en de ontwikkelde landen hebben een ander groeitempo, en Nicholls denkt dat daar voorlopig geen verandering in komt. De opkomende markten gaan voorop. Koersen en rentes zeggen niks over een mogelijke zeepbel, stelt hij. “Een zeepbel houdt in dat de koersen en de fundamentals niet overeenkomen. Ik zou juist zeggen dat de fundamentals zijn verbeterd.” Aberdeen verwacht dat de instroom in EMD hoog zal blijven. Pensioenfondsen zijn structureel overwogen, en zullen obligaties uit opkomende markten gebruiken om hun portefeuille te diversifiëren, weg van de ontwikkelde obligatiemarkten. In tegenstelling tot veel andere fondsaanbieders is Aberdeen onderwogen in Azië – met uitzondering van India. Volgens Nicholls zijn de waarderingen er, met name in de Filippijnen, niet gunstig.

Frontier markets

Frontier markets, de kweekvijver van de opkomende markten van de toekomst, leveren al jarenlang de beste aandelenindices op jaarbasis. Een land als Sri Lanka is

“De verschillen in performance per regio lopen steeds verder uiteen en worden niet weerspiegeld in de index”

regelmatig met meer dan 100% rendement in de top van de jaaroverzichten terug te vinden. Lang waren die landen ontoegankelijk voor beleggers, maar een paar jaar geleden kwamen ze binnen handbereik door de lancering van frontier markets-fondsen – voor de echte beurspioniers. Het universum is breed, van Midden-Amerika tot Azië en van het Arabisch schiereiland tot de witte vlekken op de landkaart van Azië. Jim O'Neill, tot voor kort CIO van Goldman Sachs Asset Management en de bedenker van de term BRIC, selecteerde binnen dat spectrum elf landen die hij omdoopte tot de Next 11. Het elftal bestaat uit vier grote landen – Mexico, Indonesië, Zuid-Korea en Turkije – en zeven kleinere landen, in willekeurige volgorde: Bangladesh, Egypte, Iran, Nigeria, Pakistan, Filippijnen en Vietnam. Eind 2010 leidde dat tot de introductie van het Next 11-fonds van GSAM dat nog geen drie jaar na de introductie alweer gesloten is voor nieuw geld. De markten waarin belegd wordt zijn dermate klein, dat het fonds niet te groot kan worden. Franklin Templeton kiest voor zijn frontier markets-fonds voor een breder palet, dan die elf landen. Met name het Midden-Oosten is zwaar vertegenwoordigd in de portefeuille. Hoewel de frontier markets in de afgelopen jaren ook zware klappen hebben gehad, doen ze het dit jaar prima en lijken ze zich, meer dan de gewone opkomende markten, te onttrekken aan het slechte beurs sentiment. Volgens Bloomberg komt dat omdat ze minder blootgesteld zijn aan de internationale kapitaalmarkten. Dertien van de vijftien best presterende beurzen in 2013 (per juni) vallen in de categorie frontier markets.

Opvallend

Onderstaande tabel laat zien dat opkomende markten in het algemeen een stuk volatieler zijn dan ontwikkelde markten. De laatste jaren blijven de rendementen achter bij ontwikkelde landen, maar over de afgelopen tien jaar is er toch een mooie outper-

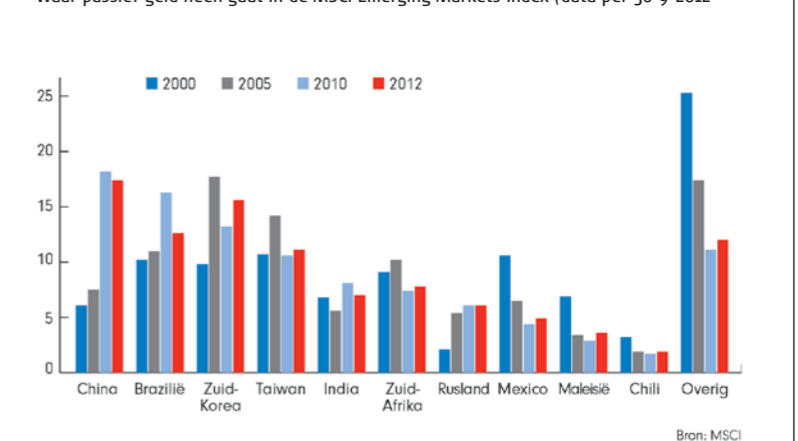
formance. De grotere volatiliteit en de huidige zwakte bieden historisch gezien dan ook een prima instapmoment. Nieuwe ronde, nieuwe kansen. Daarbij is een actieve aanpak geboden, want het kopen van 'emerging markets' als een kant-en-klaar maaltijd heeft zijn tijd wel gehad. De verschillen per regio lopen op (zie grafiek), wat vraagt om een slimmere, actieve benadering. Zeker omdat die verschillen in performance niet altijd weerspiegeld worden in de samenstelling van de MSCI Emerging Markets. ✓

Toegenomen regionale diversiteit



De veranderende samenstelling van Emerging Market Indices

Waar passief geld heen gaat in de MSCI Emerging Markets Index (data per 30-9-2012)



Van ontwikkeld tot frontier

* rendement in EUR, MSCI Barra, 13 juni 2013

	YTD	1 jaar	3 jaar	5 jaar	10 jaar
MSCI Frontier Markets	11,23%	18,39%	0,31%	-9,79%	3,62%
MSCI Next-11 (ex-Iran)	-10,24%	1,77%	4,04%	3,97%	11,56%
MSCI Emerging Markets	-11,35%	-2,97%	-2,20%	-0,56%	9,75%
MSCI World	8,44%	16,31%	7,20%	2,96%	3,88%