

VOORZITTER

Arjan Vermaire, *Pensioenfonds Vervoer*

DEELNEMERS

Nick Eisinger, *Vanguard*

Colm McDonagh, *Insight Investments*

Niall O'Leary, *SSGA*

Wouter van Overfelt, *Vontobel*

Roy Scheepe, *NN Investment Partners*

Oli Shakir-Khalil, *Fidelity International*

Tim Whyman, *PGIM Fixed Income*

Christian Wildmann, *Union Investment*

Deze ronde tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Insight Investments (a BNY Mellon Company), Fidelity International, NN Investment Partners, PGIM Fixed Income, SSGA, Vanguard, Vontobel en Union Investment.



EMERGING MARKET DEBT VOORALSNOG IN EEN SWEET SPOT

Door Hans Amesz

Sinds vorig jaar is er veel geld naar Emerging Market Debt (EMD) gestroomd. In vergelijking met een aantal jaren geleden zijn veel emerging markets sterker geworden. EMD wordt een significante component van global credit.



Hebben institutionele beleggers specifieke beleggingsovertuigingen nodig om in Emerging Market Debt (EMD) te investeren?

Roy Scheepe: 'Wat ze nodig hebben, is eigenlijk een open geest. Die wordt door de jaren heen vaak gevoed door de marktomstandigheden. De acceptatie van het opnemen van EMD in hun vastrentende producten is toegenomen. Het is eigenlijk hetzelfde als het beoordelen van iedere nieuwe asset class.'

Nick Eisinger: 'EMD is zeker een bron van diversificatie, met name als het om lokale leningen gaat. Het is tegenwoordig een tamelijk liquide asset class, wat een groot voordeel is. Het mooie van emerging market staatsleningen is dat de uitgevende landen meestal wel aan hun betalings-

verplichtingen voldoen. Als de kans bestaat dat zij in gebreke blijven, kun je dat ver van tevoren zien aankomen, in tegenstelling tot wat er op de high yield markt kan gebeuren.'

Niall O'Leary: 'Ik denk dat institutionele beleggers zoals pensioenfondsen op de lange termijn sterk in EMD moeten geloven, want het gaat om een inherent volatiele asset class die minder inzetbaar is voor korte termijn tactische asset allocatie.'

Wouter van Overfelt: 'Het gaat niet om geloof, het volstaat om naar data te kijken om te zien dat de risico-return-verhouding voor emerging markets erg goed is. Belangrijk hierbij is het langetermijnperspectief. Dit wordt nu door investeerders erkend via toenemende strategische allocaties. Sinds vorig jaar is er veel geld naar EMD gestroomd. Dit was in

> **Arjan Vermaire** is strateeg bij Pensioenfonds Vervoer sinds 1 januari 2012. De meerjarenstrategie en de jaarlijkse beleggingsplannen zijn voor Vermaire de belangrijkste focus. Hiervoor werkte hij als Hoofd Beleggingen bij Pensioenfonds TNO en als plaatsvervangend Manager Vermogensbeheer & Strateeg bij A&O Services. Vermaire heeft een MSC in Algemene Economie van de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Ook heeft hij de postdoctorale VBA-opleiding aan de VU Amsterdam afgerond.





> **Nick Eisinger** is Principal en Co-Head van de Emerging Markets Active Funds bij Vanguard. Deze fondsen beleggen in EMD (in staats- en semi-staatsobligaties luidend in harde valuta en lokale valuta) en in valuta's. Eerder werkte Eisinger bij Fidelity, Deutsche Bank en Fitch. Bij Fidelity analyseerde hij de wereldwijde obligatiemarkten (opkomende en ontwikkelde markten) en formuleerde hij de macrostrategie. Bij Deutsche Bank in Londen hield hij zich bezig met het structureren van asset-backed transacties in het Midden-Oosten en Oost-Europa. Bij kredietbeoordelaar Fitch in Londen was hij werkzaam als hoofd van het Emerging Markets Securitization Team. Daarvoor werkte hij 7 jaar bij Fitch op de afdeling Global Sovereign Ratings.

2012 ook het geval, maar in vergelijking met toen zijn veel emerging markets aanzienlijk sterker geworden, onder andere door een betere economische groei wereldwijd.'

Christian Wildmann: 'Aan de schuldenzijde van ondernemingen hebben we een enorme stijging van de Chinese schulden-uitgifte gezien. Dit is nu een belangrijk onderdeel van onze benchmark. Het is cruciaal dat we een diepgaande kredietdekking van de individuele emittenten hebben. Voor de local debt market is het India, naast China, dat aan belang wint omdat het ook zijn obligatiemarkt liberaliseert.'

Colm McDonagh: 'Groeï in de omvang van de EMD-markt, inclusief toegenomen liquiditeit, is heel belangrijk voor institutionele beleggers, die lange tijd een vooroordeel hadden over emerging markets. Als de diversiteit van de asset class blijft groeien, zullen beleggers meer op maat gesneden oplossingen willen.'

De instroom van geld in EMD bevindt zich op een recordniveau. Hoe komt dat?

Scheepe: 'Ik denk dat er sprake is van meer structurele allocatie naar de asset class EMD. Dat is een goede zaak. Ik ben wel enigszins bezorgd over wat er gaat gebeuren als de

marktomstandigheden veranderen. Dan zul je een uitstroom zien, waarvan de impact mogelijk groter zal zijn dan in het verleden omdat die uitstroom ook groter is. Als dan iedereen op ongeveer hetzelfde moment naar de uitgang rent, moeten we afwachten hoe dat gaat verlopen.'

Oli Shakir-Khalil: 'Er moet een onderscheid worden gemaakt tussen de verschillende typen beleggers. Aan de institutionele kant is, denk ik, sprake van strategische instroom in EMD. Aan de retailkant is het vrij duidelijk dat de geldstromen een samenhang vertonen met de performance. Er is een periode van slechte prestaties nodig om te weten te komen of het om een structurele allocatie gaat of alleen om het jagen op rendement.'

Wat is de beste manier om in EMD te investeren?

Tim Whyman: 'Wat mij betreft wordt de kern gevormd door emerging markets government bonds in harde valuta, in combinatie met de zeer attractief gewaardeerde valuta van emerging markets. De optimale manier om te investeren, is door actief management; zorgvuldige selectie van nog steeds heel verschillende opkomende landen en opportuniteiten.'

McDonagh: 'Ik denk dat beleggers het door de jaren heen moeilijk hebben gehad waarde te halen uit EMD. Voor sommige beleggers is op het moment dat zij besluiten naar deze asset te alloceren al tweederde van de cyclische rally voorbij. Helaas hebben deze beleggers slechte ervaringen opgedaan en de Sharpe ratio is eigenlijk vrij slecht geweest. Wij denken dat je op de beste manier in EMD kunt beleggen door meer actief te zijn en de manager meer mogelijkheden te geven om te alloceren tussen hard currency, local en corporate emerging market debt. Dat vereist veel vertrouwen van grote beleggers.'

O'Leary: 'Wij denken dat indexing een belangrijke rol heeft te spelen bij beleggen in EMD. Dat komt omdat de markt veel meer toegankelijk is dan een aantal jaren geleden, met name in het universum van lokale valuta, waar sprake is van een veel grotere liquiditeit. Verder hebben actieve managers de laatste, pakweg, vijf jaar een heel moeilijke tijd gehad omdat ze te



maken kregen met totaal onvoorziene gebeurtenissen. Indexing lost natuurlijk niet de problemen van iedereen op, maar het biedt een aantrekkelijke toegang tot een asset class waar steeds meer beleggers exposure naar willen hebben.'

Eisinger: 'Ik zou zeer terughoudend zijn bij het constant volgen van een index, vooral bij obligaties in lokale valuta. In het geval van harde valuta valt het wellicht iets meer te rechtvaardigen, maar ook daar kun je een heel sterke case maken voor actief beleggen. Je kunt natuurlijk beide doen: puur indexing vanwege de toekomstige groei van emerging markets en een actief deel daarbovenop. Er moet wel goed op de kosten van actief beleggen worden gelet.'

Wildmann: 'We hebben een fundamenteel gedreven actieve managementbenadering in EMD. Vooral in de frontiermarkten en in de kleinere landen kan een hoge alpha gegenereerd worden, zowel in harde als lokale valuta. Voor high yield corporates zien we ook kansen voor actieve managers.'

Scheepe: 'Wij geloven dat EMD het beste op actieve basis gemanaged kan worden. Het is waar dat je dan moet aantonen op een consistente manier alpha te kunnen genereren en dat is heel moeilijk. We zien in dat er ook belangstelling voor passief beleggen is, maar wij vinden dat de index-compositie, om het zo maar te zeggen, niet de meest ideale is. Wellicht dat de indices anders geconstrueerd moeten worden, waardoor zij de betreffende asset of sub-asset class beter reflecteren.'

Van Overfelt: 'Wij denken dat actief management met een langetermijnperspectief de beste manier is om in EMD te beleggen. We geloven zeer sterk in de bottom-up selectie van emittenten en zelfs van de positie in de kapitaalstructuur in het geval van bedrijfsobligaties. Een portfoliomanager moet beschikken over een kritische geest, hij moet onafhankelijk denken over de verschillende kansen die er zijn om rendement te genereren. We zijn er ook van overtuigd dat de benchmark vaak niet ideaal is. Daarom is het belangrijk om buiten de benchmark te kijken naar aantrekkelijke mogelijkheden.'

In harde valuta gaat het meer om kredietrisico dat vergoed wordt door een spread bovenop de risicovrije rente van de munt, terwijl het bij local currency om zowel rente als risico gaat.

Shakir-Khalil: 'Het hangt allemaal van de klant af. Sommige klanten willen gewoon niet zijn blootgesteld aan lokaal valutarisico. Wij adviseren een actieve asset allocatie omdat een juiste asset allocatie toegevoegde waarde kan opleveren. Het tweede is dat we zorgen hebben over de index-compositie van EMD, omdat in traditionele indices landen met de grootste schulden het zwaarste gewicht krijgen. Wij zijn voorstander van een meer unconstrained aanpak, een soort van total return strategie.'

McDonagh: 'Onze industrie moet efficiënter worden. Tot ongeveer twaalf tot achttien maanden geleden deden de actieve EMD-managers het slechter dan hun index. Een klant zal zich afvragen waarom hij een fee voor actief management moet betalen. In die zin is er sprake van een prima reality check. Dat betekent dat er enige consolidatie zal komen: sommige managers zullen in die omgeving niet goed gaan presteren. Wij moeten ons spel spelen en aantonen dat actief management het op de lange termijn beter doet dan indexing.'

Eisinger: 'Passief is niet noodzakelijkerwijs volledig passief. Veel passieve strategieën beschikken over kleine speelruimtes om hier en daar het verschil te maken. Passief is geen ivoren toren waarin alles systematisch gerepliceerd wordt.'

Wildmann: 'Er wordt vaak gezegd dat actieve EMD-managers onderpresteren, maar sommige grote ETFs (exchange traded funds) zijn ook de afgelopen jaren achtergebleven. Die ETFs – de passieve en niet de smart beta fondsen – kunnen hun belofte om de benchmark op een kostenefficiënte manier te volgen niet nakomen. ETFs die minder presteren dan de

> **Colm McDonagh** is sinds November 2008 Head of Emerging Market Fixed Income bij Insight Investments en verantwoordelijk voor alle emerging markets strategieën. Hiervoor was McDonagh werkzaam bij de emerging markets fixed income boutique Hydra Capital Management en als Head Global Emerging Market Debt bij Aberdeen Asset Management. Hij begon zijn carrière bij de Bank of America in 1996 als Emerging Market bond trader. McDonagh heeft ervaring met een breed spectrum van instrumenten in de asset class, zowel long only als meer alternatief. Hij is afgestudeerd aan het University College Dublin met een bachelor's degree (honours) in Finance en Recht.





> **Niall O'Leary** is Head of EMEA Fixed Income Portfolio Strategy bij State Street Global Advisors en lid van het Senior Leadership Team. Zijn team ontwikkelt de positionering voor actieve, passieve en smart beta fixed income, currency en cash investment strategieën. Voordat hij deze rol op zich nam, was hij Head of Fixed Income and Cash bij SSGA Ireland (voorheen Bank of Ireland Asset Management). O'Leary is werkzaam in de financiële industrie sinds 1988.

benchmark voor een aantal jaren, zijn waarschijnlijk een grotere zorg dan actieve fondsen die minder dan de benchmark presteren in een bepaald jaar en dus alpha kunnen genereren op de lange termijn.'

O'Leary: 'Intelligent indexeren, waar alle actieve managers in zekere zin aan doen, is cruciaal. Het blindelings repliceren van een index is namelijk uiterst kostbaar. Intelligent indexeren gaat verder en kenmerkt zich door het gebruik van vaardigheden, beoordeling en expertise in de asset class. In vastrentend betekent dit onder andere een goed begrip van liquiditeit. De realiteit is dat actief ondergepresteerd heeft de laatste jaren, dus is intelligent indexeren gevraagd.'

Whyman: 'Ik beleg al heel lang in emerging markets, maar ik ben, geloof ik, nog nooit iemand tegengekomen die tevreden was met de samenstelling van de door hem gebruikte index. EMD is ondervertegenwoordigd in wereldwijd GDP (bruto nationaal product)-gewogen obligatie-indices. Door de jaren heen is daardoor een vooroordeel tegen EMD ontstaan. Inmiddels is dat vooroordeel afgenomen en hebben emerging markets de wind in de rug omdat de fundamentals beter zijn geworden terwijl de waarderingen over de termijnstructuur aantrekkelijk zijn.'

Afgezien van actief gaan, zijn er alternatieve benaderingen om exposure naar EMD te krijgen?

O'Leary: 'Ik had het al over intelligent indexeren, maar er is ook een rol weggelegd voor smart beta. In fixed income is nog slechts sprake van een ontluikende rol; wij hebben het afgelopen jaar een strategie gelanceerd in de smart beta EMD ruimte met gelijke gewichten in de index, maar met een tilt naar kwaliteit. De strategie maakt gebruik van zes factoren, inclusief duurzaamheid van regeringen en schuld, om te proberen een portfolio te richten op iets dat gewenst is voor een langetermijnbelegger in EMD. Er zijn nogal wat klanten die de sprong van actief naar indexing niet helemaal willen maken, smart beta zit daar ergens tussenin. Het bouwt exposure op een manier die actieve managers hanteren, maar dan gebaseerd op regels.'

Scheepe: 'Fixed income ETFs hebben in het verleden slechter gepresteerd dan ze wellicht hadden moeten doen. Wellicht dat smart beta een verbetering is. Het is op zich een goede zaak dat beleggers meer keuzemogelijkheden hebben.'

Hebben beleggers verschillende vaardigheden nodig om goed te presteren in het lokale en het harde valuta universum?

Van Overfelt: 'Mijn team is volledig gefocust op het harde valuta universum omdat wij geloven dat er andere vaardigheden nodig zijn om te beleggen in lokale valuta. Dat hangt samen met de verschillende risico's die je in harde en lokale valuta loopt. In harde valuta gaat het meer om kredietrisico dat vergoed wordt door een spread bovenop de

De rol die EMD speelt in de portefeuilles van beleggers zal steeds belangrijker worden, en we kunnen het ons niet veroorloven dat te missen.



risicovrije rente van de munt, terwijl het bij local currency om zowel rente als risico gaat.'

Shakir-Khalil: 'Hard currency is meer geschikt voor bottom-up selectie, terwijl local currency meer een macro-economisch gedreven asset class is. Emerging market currencies hebben het heel goed gedaan ten opzichte van de dollar, maar zij hebben over een breed front veel slechter gepresteerd dan de euro. Je moet dus een zeer sterke macrovisie op de richting van de dollar hebben om een juiste visie te kunnen ontwikkelen op de lokale valuta van emerging markets.'

Whyman: 'De benodigde vaardigheden zijn nogal verschillend. In lokale markten heb je bijvoorbeeld aanzienlijk meer geduld nodig dan in het harde valuta universum. De skillsets zijn, als gezegd, verschillend, maar zij kunnen ook complementair zijn. Bijvoorbeeld: dat de Turkse schuld in harde valuta nu al twaalf maanden lang een mooie performance laat zien, geeft ons een signaal dat we niet al te terughoudend moeten zijn met beleggen in de lokale valuta.'

Scheepe: 'Wij beschikken over gespecialiseerde sub-teams voor de asset classes hard en local currency, want de bepalende factoren ervan zijn gedeeltelijk verschillend. We maken natuurlijk wel intensief gebruik van elkaars zienswijzen. Als je de hele asset class af kunt dekken, houd je rekening met zoveel mogelijk factoren.'

Eisinger: 'Met local moet je voorzichtiger zijn. Je moet de lokale markten goed kennen, je moet bijvoorbeeld weten hoe in bepaalde landen markten gemanipuleerd kunnen worden. Daar moet je je bewust van zijn.'

McDonagh: 'Wat betreft emerging market bonds: we zoeken altijd naar inkomen, dus dat verschaft veel zekerheid. Bij valuta is dat niet zo. In feite is handelen op lokale markten meer een currency- dan een bond trade. Het rendement van obligaties strijkt eigenlijk de currencyvolatiliteit glad.'



Hoe meet je politiek risico en hoe beheers je dat?

Wildmann: 'Politiek risico is ongetwijfeld een van de belangrijkste uitdagingen voor opkomende markten in de afgelopen jaren geweest. Het is in geen geval zo dat politiek gedreven sell-offs altijd een onmiddellijke koopmogelijkheid zijn. Bijvoorbeeld in landen zoals Brazilië en Rusland hebben zich enorme politieke uitdagingen voorgedaan. In Noord-Korea nemen op dit moment de politieke risico's toe. Hoe moeten we daarmee omgaan? In de eerste plaats geloven we in fundamentele, bottom-up analyses van zeer ervaren experts. We proberen dus ahead of the curve te zijn, ook door het gebruik van bestuursindicatoren.'

Eisinger: 'In principe kan politiek risico gebruikt worden om alpha te genereren. De Argentijnse centurian bonds werden bijvoorbeeld tegen een veel te grote discount uitgegeven. Dat geldt ook voor heel wat langlopende obligaties uit het Midden-Oosten. Gedeeltelijk komt dat door de politieke risicopremie.'

O'Leary: 'Ik ben het ermee eens dat politieke inzichten over wat er in de verschillende regio's en landen kan gebeuren, van

> **Wouter Van Overfelt** is sinds april 2013 Senior Portfolio Manager Emerging Markets Bonds bij Vontobel. Samen met Luc D'hooge is hij verantwoordelijk voor de Emerging Market Debt hard currency strategie. Daarvoor was Van Overfelt werkzaam als hoofd Business Control Central Portfolio Management bij GDF Suez. Hij is gepromoveerd in de toegepaste economische wetenschappen aan de Universiteit Antwerpen en heeft een brede ervaring in obligatiemarkten in geïndustrialiseerde en opkomende markten, zowel in investment grade als high yield obligaties.





> **Roy Scheepe** is Senior Client Portfolio Manager voor het Emerging Market Debt team bij NN Investment Partners. Scheepe is verantwoordelijk voor het formuleren en communiceren van de beleggingsvisies en het beleggingsproces voor NN IP's emerging market debt strategieën. In 2008 startte hij bij NN IP als Senior Business Development Manager. Zijn carrière begon hij bij ABN AMRO Investment Management in 1985, waar hij tot 2006 verschillende asset management en private banking functies bekleedde. Van 2006 tot 2008 is hij Partner geweest bij een financieel consultancy bedrijf in Londen.

groot belang zijn, maar de realiteit in het harde valuta-universum is dat actieve managers het in de afgelopen twee jaar ten aanzien van elke politieke gebeurtenis slechter hebben gedaan dan de index. Met andere woorden: de index is de beste performer.'

Whyman: 'We kunnen zeggen dat buitenlandse directe investeringen een nuttige proxy zijn voor de buitenlandse opvattingen over politiek risico, omdat ik denk dat dollars die in een bepaald opkomend land worden belegd een goede indicatie voor het lopen van politiek risico verschaffen. We moeten trouwens ook aandacht blijven schenken aan politieke risico's in de ontwikkelde landen, zoals aan de Brexit, die een soort zegen voor de emerging markets was.'

Is een mandaat om flexibel te investeren in harde valuta, lokale obligaties, EMFX en corporates te verkiezen boven statische toewijzingen aan elk van de sub asset classes?

Whyman: 'Ik denk dat dat inderdaad het geval is, omdat de vaardigheden die gebruikt worden om waarde in de verschillende asset classes te identificeren complementair zijn. Je kunt informatie uit de ene markt gebruiken om te investeren of desinvesteren in een andere markt.'

O'Leary: 'Nogal wat klanten zijn huiverig om een manager een soort 'go-anywhere' EMD-mandaat te geven. Zij willen in staat zijn om de performance van een manager te meten en zijn skillset te identificeren. Zij willen kunnen begrijpen waar de echte alpha vandaan komt.'

Van Overfelt: 'Het hangt inderdaad allemaal van de klant af. In een ideale wereld, waarin iedereen over de perfecte kennis beschikt om beslissingen te nemen en te timen, is het krijgen van meer flexibiliteit zeker zinvol. Maar omdat we niet in een ideale wereld leven, is timing van de asset allocatie heel moeilijk.'

Shakir-Khalil: 'Voordat we onze total return strategie lanceerden, hebben we veel werk verricht om uit te vinden of je een beter rendement kunt leveren door je asset allocatie aan te passen. Uit ons onderzoek is gebleken dat er inderdaad een hoger rendement gegenereerd kan worden door de portefeuille jaarlijks te herbalanceren, en zelfs door de verschillende EMD asset classes verder te onderscheiden dan, zeg maar, hard currency, local currency en corporates. Bij bedrijfsobligaties maken we een onderscheid tussen investment grade (IG) en high yield (HY), omdat er sprake is van totaal verschillende risico- en rendementskarakteristieken.'

Welke allocatieveranderingen hebben EMD-beleggers doorgevoerd en wat zijn de toekomstverwachtingen?

McDonagh: 'Er zal veel meer met maatwerkoplossingen gekomen worden. Global credit, bijvoorbeeld, zal niet beperkt worden tot de Verenigde Staten en Europa maar ook EMD gaan omvatten. Emerging market corporate debt zal over vijf jaar een significante en materiële component van global credit zijn. De segmentatie binnen EMD zal aanzienlijk toenemen. Dat zal een van de grote game changers zijn met betrekking tot de allocatiemechanismen, samen met toenemende smart beta strategieën of indexfondsen en de opkomst van corporates.'

Wildmann: 'We werken ook veel aan het aanpassen en op maat maken van individuele mandaten, bijvoorbeeld voor



Hard currency is meer geschikt voor bottom-up selectie terwijl local currency meer een macro-economisch gedreven asset class is.

ratinggevoelige klanten. Een andere megatrend is ESG (environment, social, governance). In het universum van bedrijfsobligaties is daar een toenemende vraag naar.'

Shakir-Khalil: 'Regelgeving moet ook genoemd worden. Solvabiliteitseisen zullen bijvoorbeeld invloed hebben op de portefeuilles van verzekeraars. Er zal waarschijnlijk meer op maat worden gemaakt.'

Eisinger: 'Het concept van smart beta is goed, maar je moet voorzichtig zijn want er zijn valkuilen. Uiteindelijk zal de vraag naar assets die je graag gebruikt voor je smart beta benadering toenemen en daardoor zullen deze assets enigszins overgewaardeerd raken. Er moet een soort mechanisme komen dat dit kan voorkomen.'

Whyman: 'Ik heb enige moeite met het begrip smart beta, want dat suggereert dat er ook dumb beta is en ik begrijp werkelijk niet wat dat is. Het belangrijkste onderdeel hiervan is, althans voor mij, een vooroordeel tegen emerging markets. Nu dat vooroordeel enigszins wegebt, stellen EMD-beleggers meer vragen over de diversifiërende eigenschappen van lokale emerging markets versus alternatieven.'

O'Leary: 'Wij hebben de uitdrukking smart beta ook nooit gemogen. Maar soms moet je accepteren wat de marktnorm is geworden. Smart beta is exposure naar een factor. Ik denk aan traditionele factoren als duration, kredietkwaliteit, liquiditeit. Wat smart beta werkelijk heeft geprobeerd te doen, is erkennen dat er een credit spread in emerging markets is en een systematische, op regels gebaseerde aanpak om de factorpremie binnen te halen. De echte uitdagingen in opkomende markten zijn kopen op de hoogtepunten, verkopen



op de laagtepunten en 'behavioural bias'. Quantitatief beleggen en smart beta zijn ontworpen om die uitdagingen het hoofd te bieden.'

Wat zijn in de komende jaren waarschijnlijk de meest belangrijke veranderingen in het EMD-landschap?

O'Leary: 'Die zijn twee-, misschien drieledig. De rol die EMD speelt in de portefeuilles van beleggers zal steeds belangrijker worden, en we kunnen het ons niet veroorloven dat te missen. In de tweede plaats is de toegankelijkheid van de asset class groter geworden. Het derde is dat er meer en meer emerging markets in de indices komen. Het is al ter sprake gekomen dat meer dan vijftig procent van het wereldwijde bruto nationaal product afkomstig is van emerging markets. De tweede grootste economie in de wereld is China en dat land zit vandaag de dag niet in een EMD-index. Ik geloof dat dat ook voor India geldt. Natuurlijk komen beide landen op enig moment wel in de index.'

McDonagh: 'De asset class gedraagt zich, zelfs in haar subcomponenten, op heel verschillende manieren. Kijkend

> **Oli Shakir-Khalil** is Product Specialist bij Fidelity International. Hij houdt zich als productspecialist in het Fixed Income Team onder andere bezig met de Emerging Market Debt franchise. Voordat Shakir-Khalil in 2015 bij Fidelity begon, werkte hij bij Goldman Sachs Asset Management. Na een jaar in het RFP team, ging hij naar het Fixed Income Product Management team, waar hij zich eveneens bezighield met EMD. Hij heeft een Bachelor of Arts (Hons.) diploma in Classics van het Trinity College, University of Cambridge en heeft niveau II van het CFA-programma behaald.





> **Tim Whyman** is Principal en Emerging Markets Debt Portfolio Manager voor PGIM Fixed Income, gevestigd in Londen. Whyman is sectorspecialist in PGIM Fixed Income's Emerging Markets Debt team, verantwoordelijk voor Oost-Europa en lokale rentestrategieën. Whyman heeft meer dan 15 jaar ervaring in portfoliomanagement. Hij heeft cum laude zijn B.Sc. aan de Universiteit van Warwick behaald in de studierichting wiskunde, operationeel onderzoek, statistiek en economie.

naar corporates, is het verschil tussen investment grade en high yield materieel in termen van risico- en rendementsprofiel. Ik denk dat beleggers steeds meer gaan kijken naar de mogelijkheid om uit sommige onderdelen van de asset class hun rendementsdoelstelling te halen. Dat geldt voor alles, van local currency tot staatsschuld.'

Hoe zien de stresstest-scenario's voor EMD eruit?

Wildmann: 'Ik denk dat we in de komende drie maanden een stresstest zullen zien als de globale centrale banken meer hawkish worden. Op de middellange termijn zullen we geconfronteerd worden met de bekende Chinese mini-cyclus. Zelfs in het gunstige geval van een zachte landing is dit geassocieerd met cyclische achteruitgangen. In 2018 moeten we ons bewust zijn van het risico van Chinese schuldafbouw. We moeten ons ook bewust zijn van de megatrend naar hernieuwbare energieën en minder afhankelijkheid van olie in de wereld, vooral voor harde valuta obligaties.'

Van Overfelt: 'Wij zijn ervan overtuigd dat emerging markets zich fundamenteel in een sweet spot bevinden. De lange termijn outlook is goed en het universum aan landen is breed.

Er zijn veel mogelijkheden voor een actieve manager om gebruik te maken van aantrekkelijke kansen.'

Scheepe: 'De factoren die genoemd zijn, zijn redelijk bekend. Je zou daarom denken dat de risico's al gereflecteerd worden in de koersen. Denk aan de Brexit en de verkiezing van Trump tot president van de Verenigde Staten. Interessanter zijn de onverwachte factoren die wij nog niet in het vizier hebben.'

Wat zijn de beste economische/financiële scenario's voor EMD?

Shakir-Khalil: 'Ik denk dat dat scenario een voortgang is van wat we nu al zien. Dat in deze periode van lage groei en lage inflatie EMD interessant is vanuit een yield-perspectief. Als deze periode doorgaat, blijft EMD het goed doen.'

O'Leary: 'Zolang de asset class aantrekkelijk geprijsd lijkt, of het nu harde of lokale valuta betreft, denk ik dat we niet in een betere sweet spot kunnen zitten dan waarin we de afgelopen twaalf maanden verkeerd hebben. Ik ga me pas zorgen maken als de veerkracht om idiosyncratisch risico te weerstaan, wegebt als er een paar mislukte nieuwe emissies zijn geweest en de markt heel snel onzeker wordt.'

Is er nog behoefte aan slotopmerkingen?

Wildmann: 'We hebben nog niet over protectionisme gesproken en dat betekent waarschijnlijk dat iedereen gelooft dat het voor de nabije toekomst geen onderwerp is. Zo is er goede hoop dat de opkomende markten kunnen blijven profiteren van de wereldhandel en globalisering.'

Tot ongeveer twaalf tot achttien maanden geleden deden de actieve EMD-managers het slechter dan hun index.





> **Christian Wildmann** is Senior Portfolio Manager Fixed Income Emerging Markets bij Union Investment. Hij is verantwoordelijk voor het management van lokale opkomende markten. Hij begon zijn carrière in 2010 als stagiair bij Union Investment na zijn studie bedrijfskunde aan de Johannes Gutenberg Universiteit Mainz, waar hij zich specialiseerde in financiën, macro-economie en econometrie. In 2010 behaalde hij zijn doctoraat aan de universiteit van Potsdam op het gebied van investeringen in opkomende markten. Tevens runde hij studies en onderzoeksprogramma's in China en Rusland af.

Scheepe: 'Terwijl de emerging markets ongeveer vijftig procent van het wereldwijde bruto nationaal product uitmaken, maakt de asset class EMD maar zo'n acht procent van global fixed income uit. De trend is dus zeker naar boven gericht, dat wordt door steeds meer institutionele- en retailbeleggers ingezien.'

Van Overfelt: 'Als gezegd, fundamenteel bevinden emerging markets zich in een sweet spot. Daar valt niet veel aan toe te voegen.'

Shakir-Khalil: 'EMD is een asset class die door de hele cyclus moet worden vastgehouden. Beleggers hebben dus een lange horizon nodig. Verder denk ik dat beleggers in de toekomst meer aandacht zullen besteden aan de local currency corporate market, die nu nog in hoge mate illiquide is.'

McDonagh: 'Wij zijn al heel lang actief in emerging markets, en ik ben mijn enthousiasme niet kwijtgeraakt. Integendeel,

de komende jaren zullen emerging markets nog interessanter worden.'

Whyman: 'Ik ga ervan uit dat emerging markets nog steeds in de sweet spot zitten. Er is geen reden om nerveus te zijn over het vooruitzicht dat de Europese Centrale Bank een stap terugzet in het verschaffen van buitengewone liquiditeit. Wij geloven dat emerging markets een zeer kredietwaardig deel van global fixed income zullen blijven.'

Wij zijn ervan overtuigd dat emerging markets zich fundamenteel in een sweet spot bevinden.

CONCLUSIE

Emerging Market Debt is een bron van diversificatie, het risico-rendementsprofiel is aantrekkelijk, de liquiditeit is toegenomen. De ontwikkelingen in de EMD-markt zijn heel belangrijk voor institutionele beleggers, die lange tijd een vooroordeel hadden over emerging markets. Met name sinds vorig jaar is er veel geld naar de opkomende markten gestroomd. De beste manier om in EMD te beleggen, is door actief management met een langetermijnperspectief. De laatste jaren heeft actief echter ondergepresteerd, dus is zogenoemd intelligent indexeren misschien de juiste route. Het blindelings repliceren van een index is uiterst kostbaar. Politiek risico is ongetwijfeld een van de belangrijkste uitdagingen voor emerging markets in de afgelopen jaren geweest. In principe kan politiek risico wel worden gebruikt

om alpha te genereren. Alternatieve benaderingen om exposure naar EMD te krijgen, zijn intelligent indexeren en smart beta. Er zijn nogal wat beleggers die de sprong van actief naar indexing niet helemaal willen maken, smart beta zit daar ergens tussenin. De verwachting is dat in de toekomst veel meer met maatwerkoplossingen gewerkt zal worden. EMD zal over een jaar of vijf een significante en materiële component van global credit zijn. Emerging markets bevinden zich nu fundamenteel in een sweet spot. De lange termijn outlook is goed en het universum aan landen breed. Als de huidige periode van lage groei en lage inflatie doorzet, blijft EMD het goed doen. De trend is naar boven gericht, wat door steeds meer institutionele- en retailbeleggers wordt ingezien.