

Publicatiedatum: 7 april 2014

## Update opkomende markten

Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

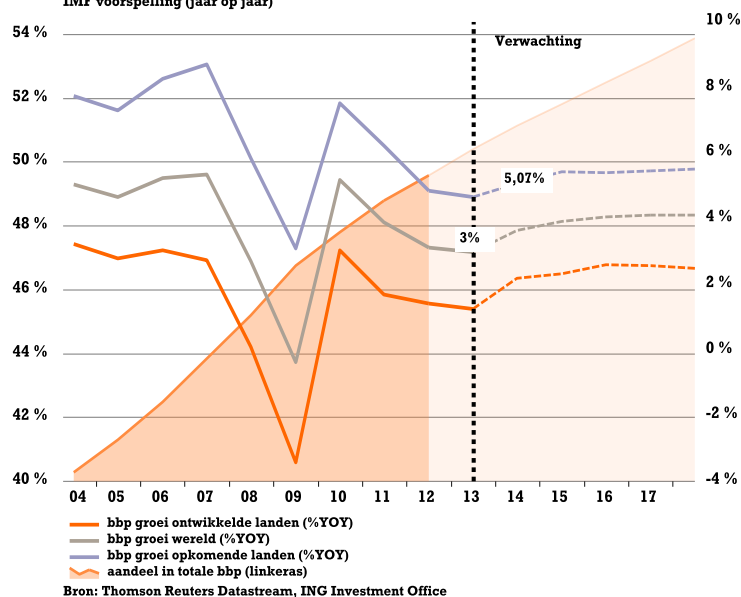
De beleggingsregio opkomende markten is de afgelopen maanden vaak negatief in het nieuws geweest. Politieke onrust, tegenvallende groei en dalende valutakoersen waren de meest voorkomende onderwerpen. Na de grote populariteit onder beleggers en de goede performance in de periode – grof genomen – van 1990 tot 2010, lijken deze trends de afgelopen jaren omgeslagen. Vooral vanaf medio 2013 was sprake van een uittocht van beleggers uit alle beleggingscategorieën van de opkomende markten. Aandelen en obligaties uit deze regio boekten vorig jaar negatieve rendementen. En ook dit jaar kenden beleggingen uit opkomende markten een slechte start. In deze publicatie vindt u een toelichting op de recente ontwikkelingen en onze actuele visie op de opkomende markten.

### Hoe belangrijk zijn de opkomende markten?

In de jaren '80 en '90 leverden de opkomende markten maar een klein deel van de wereldeconomie, afgemeten aan het mondiale bruto binnenlands product (bbp). Dit betekende logischerwijs dat vooral sterkere of zwakkere groei in de ontwikkelde markten het wereldbeeld bepaalde. Maar sinds 2001 is dit beeld omgedraaid. De bijdrage van opkomende markten aan de mondiale groei is groter dan die van de ontwikkelde markten. Sterker nog, vlak na het begin van de financiële crisis in 2008 hebben de opkomende markten ervoor gezorgd dat de wereldeconomie nog net iets meer dan 3% groeide. Zij boden compensatie voor de enorme groeivertraging in de ontwikkelde markten. Nu neemt de groei in de opkomende markten echter af en blijven de prestaties op de financiële markten achter bij die van de ontwikkelde markten. Hoogste tijd dus om eens te kijken hoe ernstig de groeivertraging van de opkomende markten nu eigenlijk is.

### Bijdrage opkomende markten aan groei

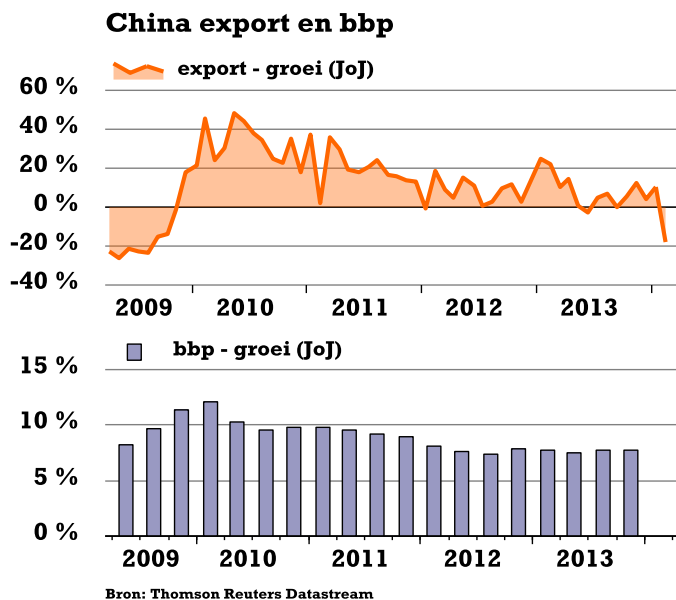
IMF voorspelling (jaar op jaar)



Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

## China: groeivertraging in 2014

Laten we eerst eens kijken naar China, de belangrijkste groeifactor binnen de opkomende markten en inmiddels de tweede economie van de wereld. Na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 heeft de Chinese overheid tal van stimulerende maatregelen genomen om de sterke economische groei van het land op peil te houden. Er werd ruimschoots krediet verstrekt aan bedrijven en consumenten om te investeren en te consumeren. Maar sinds mei 2013 is de kredietverstrekking in China aanzienlijk afgenomen waardoor de angst op een ineenstorting van het financiële systeem (en zelfs een crisis) is toegenomen. Maar neemt de kredietverstrekking nu echt zo snel af? Naar schatting bedroeg de kredietgroei in 2013 nog steeds zo'n 17% bij een 10% 'nominale' groei van de economie (groei + inflatie). Voor 2014 wordt maar een iets lagere kredietgroei verwacht. Dit lijkt te passen bij de overtuiging van de Chinese overheid dat de oplopende schuld niet per se voor problemen hoeft te zorgen op de iets langere termijn. Voorwaarde is wel dat de groei op peil blijft. Een agressieve aanpak om de kredietgroei terug te dringen, zou juist contraproductief kunnen werken. Als de economische groei sterk terugvalt, stijgen de schuldratio's immers nog sterker. Vandaar dat we voor 2014 eerder een zwakkere kredietgroei voorzien dan een kredietcrisis. Gezien de vertraging van de kredietgroei in 2013 is het niet verwonderlijk dat de economische groei in China dit jaar zal afnemen. Dit zien we nu al terug in de economische cijfers die zijn gepubliceerd. De groeivertraging is niet alleen veroorzaakt door binnenlandse factoren, ook de exportgroei valt tot nu toe tegen. Dit komt waarschijnlijk mede door het recente extreme winterweer in de VS.



## Zwakkere yuan

Toch zijn er ook positieve signalen. Zo is er een sterke instroom van buitenlands kapitaal terwijl je juist een kapitaalsuitstroom zou verwachten als beleggers denken dat het systeem zal instorten. Als gevolg van de sterke instroom heeft de Chinese centrale bank (People's Bank of China, PBoC) aangestuurd op een zwakkere munt (yuan). Dit heeft ervoor gezorgd dat de verwachting van (en speculatie op) een sterkere yuan zijn getemperd. Maar we denken niet dat de PBoC bewust aanstuurt op een

lagere yuan omdat dit juist kan leiden tot (ongewenste) uitstroom van kapitaal.

## Geen crisis financiële systeem China

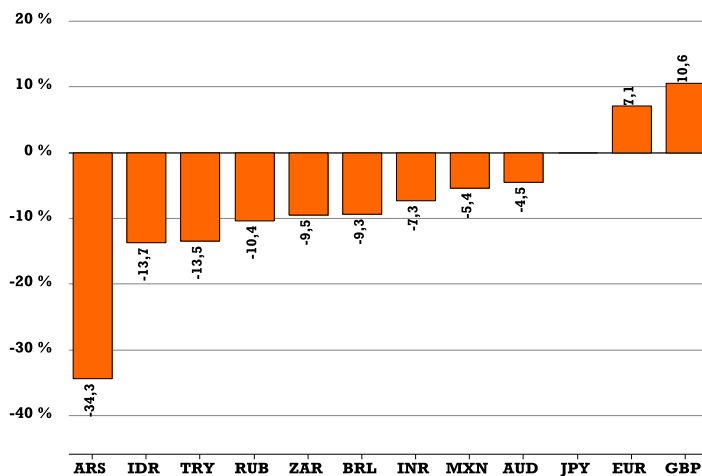
Hoewel de scherp oplopende interbancaire rentetarieven in 2013 nog zorgden voor vetgedrukte krantenkoppen, hebben die maar weinig negatief effect gehad op de reële economie. Inmiddels dalen de tarieven al een aantal maanden op rij en houdt de Chinese centrale overheid vast aan een doel voor de economische groei van 7,5% voor 2014. De investeringen door de private sector blijven redelijk op peil en, behalve prijscorrecties in bepaalde delen van de vastgoedmarkt, is er geen sprake van een crash. Ook zijn de zorgen over het financiële systeem van China waarschijnlijk overtrokken. Doordat China meer exporteert dan importeert heeft het land geen tekort op de lopende rekening en is het niet afhankelijk van buitenlandse financiering. Bovendien staat de overheid direct of indirect garant voor het financiële systeem. Dit betekent niet dat er geen faillissementen zullen voorkomen. De faillissementen van de laatste tijd horen bij een vrijere kapitaalmarkt waarbij inmenging van de overheid steeds minder wordt. Dit is volledig in lijn met het nieuwe beleid van de Chinese regering. In tegenstelling tot veel andere opkomende (en ook ontwikkelde) landen wordt de kredietgroei in China vrijwel volledig gefinancierd met binnenlands spaargeld. Kortom: de explosieve kredietgroei van China legt druk op het financiële systeem maar er zijn op dit moment te weinig katalysatoren die zouden kunnen leiden tot een crisis.

## Grote verschillen binnen opkomende markten

Maar hoe zit het met de andere opkomende markten? Deze beleggingsregio kan eigenlijk niet meer als één blok worden gezien. Er zijn enorme verschillen in economische dynamiek tussen de verschillende landen binnen de opkomende markten. Zo zijn er genoeg die de financiële crisis prima hebben doorstaan. Dit neemt niet weg dat door de verwachting van afnemende liquiditeit op de financiële markten (door de 'tapering' van de Fed) de kwetsbaarheid van sommige landen aan het licht is gekomen. Deze worden vaak gekenmerkt door grote afhankelijkheid van externe financiering (als gevolg van een tekort op de lopende rekening) en een slecht begrotingsbeleid. Deze landen werden sinds 22 mei vorig jaar hard getroffen toen Fed voorzitter Ben Bernanke in een speech sprak over een mogelijk minder sterk stimulerend monetair beleid in de VS. Er vond een massale uitstroom plaats van kapitaal. Valuta's daalden, net als aandelen- en obligatiekoersen van de betreffende landen.

### Valuta ontwikkelingen (ten opzichte van USD)

vanaf 22-5-2013 t/m 1-4-2014



Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

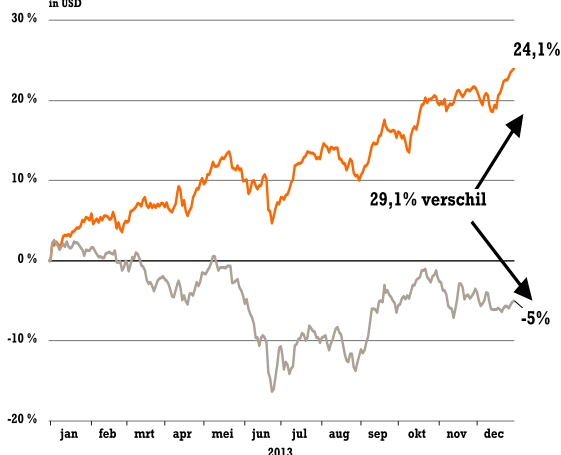
Juist deze valutakoersdalingen hebben ervoor gezorgd dat van een aantal opkomende landen de handelsbalans is verbeterd. Dit betekent niet dat het nu overal beter gaat. De zwakste landen, die de grootste aanpassingen moeten maken, staan er nog niet zo florissant voor. Maar landen als Polen en India zagen een sterk herstel van hun lopende rekening. Het goede nieuws is bovendien dat, ondanks de grote beweeglijkheid op de financiële (opkomende) markten, de binnenlandse vraag (bestedingen) redelijk op peil zijn gebleven. De winkelverkopen in 11

opkomende markten bodemden halverwege vorig jaar en groeiden gemiddeld zo'n 7% (op jaarbasis) in december 2013. De importen (het handelsvolume) van de opkomende markten bleven vorig jaar goed op peil. In de tweede helft van 2013 namen de importen met 4% (op jaarbasis) toe. Dit jaar verwachten we een economische groei van ongeveer 5% voor de opkomende markten.

## Rendementsverschillen ontwikkelde en opkomende markten

### Rendement ontwikkeling MSCI World en EM

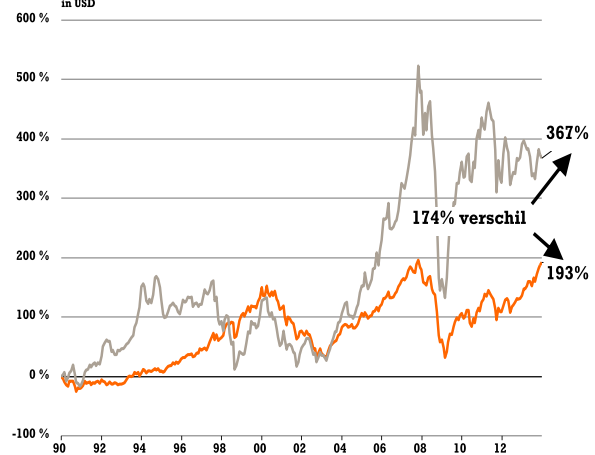
in USD



Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

### Rendement ontwikkeling MSCI World en EM

in USD

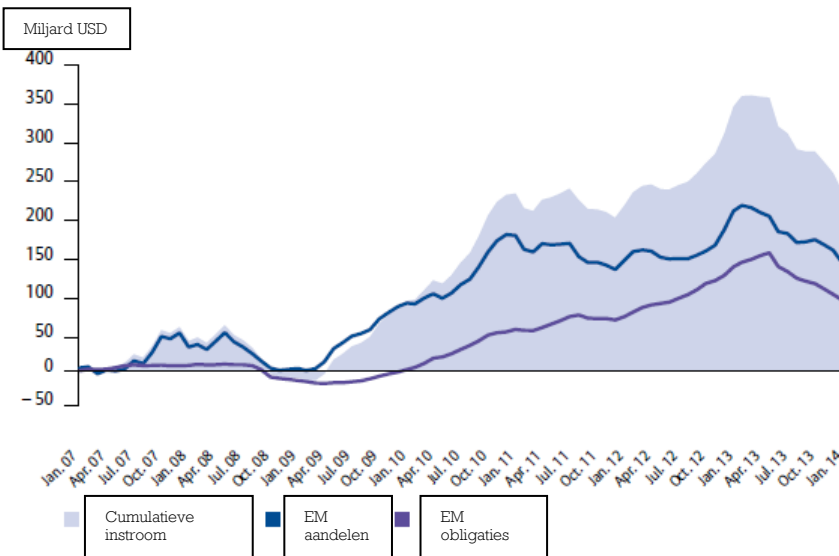


Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met service fee. Deze service fee moet in mindering worden gebracht op het rendement.

## Vershil in performance aandelenindices

De opkomende markten doen het al een tijdje slecht, althans dat is de gedachte van veel beleggers. En als je naar de feiten kijkt, dan geldt dit inderdaad voor het afgelopen jaar. Aandelen uit opkomende markten leverden in 2013 zo'n 5% in (MSCI EM in USD) terwijl aandelen uit de ontwikkelde markten 24% winst boekten (MSCI World in USD). Een verschil dus van 29%. Het verschil in performance is al iets eerder begonnen, namelijk in 2011. Vanaf ongeveer halverwege dat jaar steeg de MSCI World sterk, terwijl de MSCI EM nu nog steeds rond het niveau van dat moment schommelt. Maar als we een langere periode bekijken, dan ziet het beeld er heel anders uit. Over de periode 1990 tot en met 2013 steeg de MSCI World met 193% tegenover de MSCI EM maar liefst 367%, een verschil dus van 174% in het voordeel van de opkomende markten. En dat ondanks de verschillende periodes van (grote) zorgen over verschillende landen. Zo was er onder andere in 1994 sprake van de 'tequilacrisis' in Mexico, in 1997 de 'Aziëcrisis', in 1998 kon Rusland niet meer zijn schuldverplichtingen nakomen, in 2001 implodeerde het financiële systeem in Argentinië en in 2007-2008 kregen ook de opkomende

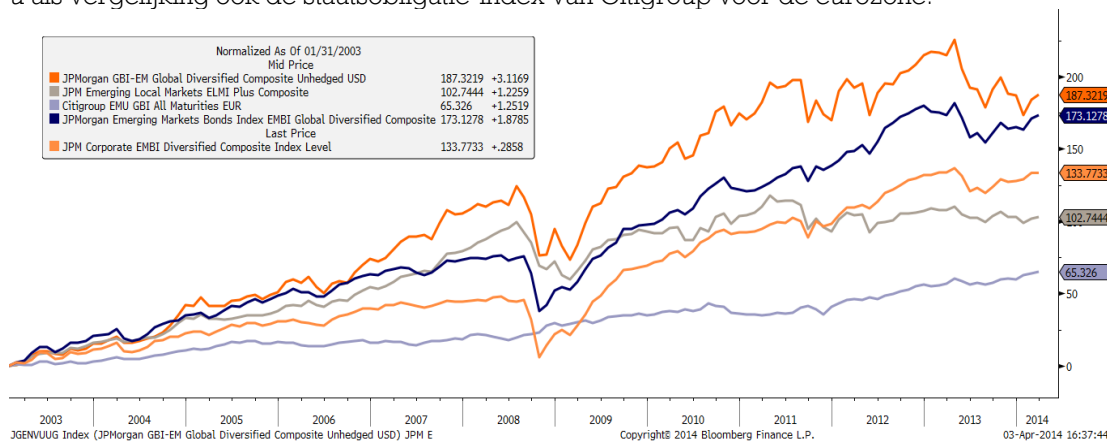


markten te maken met de gevolgen van de financiële crisis. Maar ondanks deze tegenslagen hebben aandelen uit de opkomende markten het over de afgelopen 24 jaar dus veel beter gedaan dan de ontwikkelde markten. Na een grote (netto) instroom van kapitaal vanaf 2007 volgde vorig jaar een grote netto uitstroom. Vooral particuliere beleggers verkochten beleggingen in opkomende markten nadat de Fed in mei hintte op het afbouwen van de monetaire

verruiming. Niet alleen aandelen uit opkomende markten werden verkocht, ook obligaties.

## Obligaties uit opkomende markten

Hoe hebben obligaties uit opkomende het eigenlijk gedaan? De obligaties uit opkomende markten (emerging markets debt, EMD) kunnen we grofweg in 4 categorieën uitsplitsen: ten eerste zijn er staatsobligaties uit opkomende markten in harde valuta's (meestal USD), ten tweede zijn er staatsobligaties uitgegeven in lokale valuta's, ten derde zijn er kortlopende staatsobligaties in lokale valuta's en ten slotte zijn er bedrijfsobligaties uit opkomende landen, uitgegeven in harde valuta's (meestal USD). Voor al deze categorieën zijn er in de loop van de tijd indices gemaakt door JPMorgan: de EMBI Global Diversified, de GBI-EM, ELMI+ en de CEMBI Diversified Composite. In de grafiek ziet u als vergelijking ook de staatsobligatie-index van Citigroup voor de eurozone.

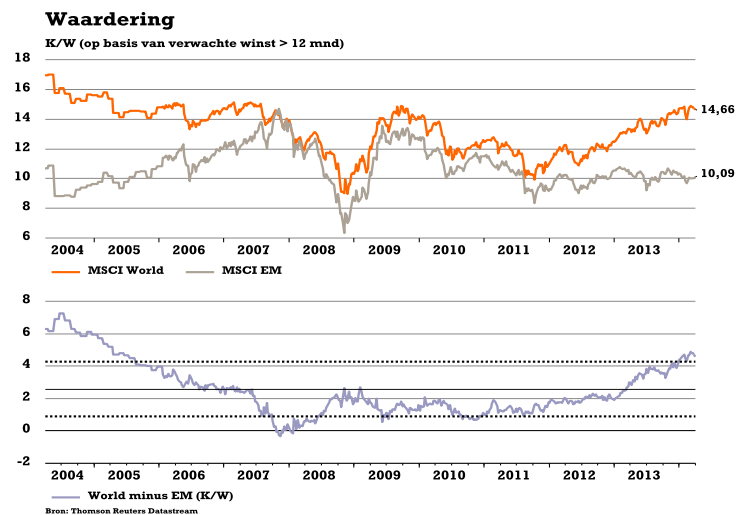


De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met service fee. Deze service fee moet in mindering worden gebracht op het rendement. Bron: Bloomberg, april 2014.

In de voorgaande grafiek ziet u de performance van de genoemde obligatie-indices (in lokale valuta's), en de index van staatsobligaties uit de eurozone, geïndexeerd vanaf januari 2003. Er zijn drie dingen die direct opvallen. Ten eerste is de performance van obligaties uit de opkomende markten (veel) beter dan die van staatsobligaties uit de eurozone. Ten tweede vond er een behoorlijke correctie plaats in 2008 waarna een sterk herstel volgde en ten derde vond er een duidelijke correctie plaats vanaf mei 2013. En meer in het algemeen zijn de koersen van obligaties uit opkomende markten beweeglijker dan die van staatsobligaties uit de eurozone. Maar wat zegt dit voor de toekomst? Zijn opkomende markten nu wel of niet aantrekkelijk om in te beleggen?

## Waardering aandelen

Aandelen uit opkomende markten zijn na de underperformance van de afgelopen jaren relatief goedkoop geworden. Op basis van de verwachte winstgroei voor de komende 12 maanden, zijn aandelen uit opkomende markten (MSCI EM) op dit moment relatief het goedkoopste ten opzichte van aandelen uit de ontwikkelde markten (MSCI World) sinds 2005. De MSCI World heeft een koerswinstverhouding (K/W) van bijna 15 tegenover een K/W van net iets meer dan 10 voor de MSCI EM. Dit betekent niet dat vanaf nu de MSCI EM het beter gaat doen dan de MSCI World.



In 2004 waren aandelen uit de opkomende markten zelfs nog goedkoper. Wat er nodig is voor een relatieve outperformance is zicht op hogere bedrijfswinsten en een hoger rendement op het eigen vermogen. Want tegelijkertijd met de afnemende economische groei nam vanaf 2010 ook de winstgevendheid van bedrijven uit de opkomende markten af. Dit in tegenstelling tot de winsten van bedrijven uit de ontwikkelde markten die in verhouding tot het bbp juist zijn toegenomen in de afgelopen jaren. Het helpt niet dat er dit jaar in veel opkomende landen verkiezingen plaatsvinden. Dit betreft onder andere Brazilië, Indonesië, India, Turkije en Zuid-Afrika. Dit brengt namelijk vaak onzekerheid over de noodzakelijke hervormingen. Wel kun je je afvragen in hoeverre deze onzekerheid al wel of niet verdisconteerd is in de huidige waardering. Want niet alleen de K/W van aandelen uit de MSCI EM is laag, ook de schuldratio is lager dan die van de MSCI World.

## Obligaties uit opkomende markten relatief aantrekkelijk?

Om de relatieve aantrekkelijkheid van EMD te meten, kijken we naar de 'spread' (risico-opslag) ten opzichte van veilig geachte staatsobligaties zoals Amerikaanse staatsobligaties. Deze spreads zijn op dit moment relatief hoog. Dit geldt vooral voor obligaties uit opkomende markten in lokale valuta (GBI-EM). We zijn van mening dat de vlucht van beleggers uit de categorie EMD sinds mei vorig jaar vooral technische gedreven is (beleggers willen meer liquiditeit en minder rentegevoeligheid) en veel minder wordt veroorzaakt door fundamentele verslechtingen. De correcties van de valuta's van een heel aantal opkomende landen heeft niet alleen geresulteerd in hogere inflatie en rentes maar ook een verbetering van de lopende rekening. En in tegenstelling tot wat velen denken, achten wij een herhaling van de Azië-crisis van eind jaren '90 geen reëel gevaar. De financiële positie van veel opkomende landen is sindsdien namelijk sterk verbeterd. Zo hebben veel opkomende landen nu een veel grotere deviezenvoorraad en veel minder kortlopende schulden uitstaan in vreemde valuta's. Bovendien zullen de opkomende markten naar verwachting de komende jaren harder blijven groeien dan de ontwikkelde markten.

## Conclusie

Ondanks de toegenomen onzekerheid op de financiële markten zijn de fundamentele langetermijnvooruitzichten voor opkomende markten naar onze mening onverminderd positief. De belangrijkste sterke punten ten opzichte van ontwikkelde markten zijn onder andere de betere huishoudboekjes, lagere schuldratio en kleine tekorten op de lopende rekening en begroting.

Vanzelfsprekend zijn hierop een aantal uitzonderingen te noemen. De huidige situatie is anders dan die van eind jaren '90. Het doorvoeren van de nodige hervormingen kan echter wel tot sociale onrust leiden zoals we onlangs in Brazilië en Turkije zagen. Dit is een belangrijk risico-element voor de verdere ontwikkeling van de opkomende markten, net als de ontwikkelingen in China. De waardering van opkomende markten in vergelijking met de ontwikkelde markten is nu relatief aantrekkelijk. Dit geldt zowel voor aandelen als voor obligaties. We gaan ervan uit dat het waarderingsverschil tussen de ontwikkelde en opkomende markten niet veel groter zal worden maar juist eerder weer wat zal kunnen afnemen. Wel houden we de komende tijd nog rekening met forse koersschommelingen van valuta's, aandelen en obligaties uit de opkomende markten.

## Meer weten?

Ga naar [ING.nl/beleggen](http://ING.nl/beleggen)

Of volg ons op Twitter via [@INGnl\\_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)



## Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in dit rapport heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. U kunt uw inleg (gedeeltelijk) verliezen. ING Bank N.V. noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk- en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten.