

## ‘Opkomende markten gaan profiteren van de rotatie van groei naar waarde’

**Beleggers in opkomende landen kunnen profiteren van het steeds aandeelhoudersvriendelijker beleid van Aziatische bedrijven. Vermogensbeheerder Robeco speelt daarin een actieve rol, benadrukt [Wim-Hein Pals](#) (hoofd van het Emerging Markets team) en [Arnout van Rijn](#) (CIO Asia Pacific) tijdens de Emerging Markets Round Table in Amsterdam.**

Pals en Van Rijn stonden 25 jaar geleden aan de wieg van de Global EM Equities strategy van Robeco. Weliswaar belegt Robeco al sinds 1930 in opkomende markten, maar in 1994 werd hiervoor een special team opgericht. Sindsdien is dit beleggingssegment ingrijpend veranderd. Medio jaren negentig waren Mexico en Maleisië nog zwaargewichten, inmiddels is China dominant en Azië is goed voor bijna driekwart van de opkomende markten-index. Latijns-Amerika heeft zwaar te lijden gehad onder de daling van grondstoffenprijzen.

De Aziatische dominantie plaatst beleggers voor een nieuw probleem, stellen de Robeco-specialisten vast. Lange tijd was het moeilijk rendementen te behalen in dit werelddeel, ondanks de hoge groei. De reden: het weinig aandeelhouder-vriendelijke beleid gekenmerkt door balansen met veel (duur) eigen vermogen en lage winstuitkeringen.

Van Rijn noemt het opvallend dat veel bedrijven in Latijns-Amerika, ondanks de lagere groeicijfers op dit continent, toch behoorlijke rendementen boeken. De oorzaak ligt volgens hem in het op Angelsaksische leest geschoeide management. ‘Bedrijven worden er gerund in het belang van de aandeelhouder.’

‘We willen in Azië bedrijven ook meer op Amerikaanse wijze naar de aandeelhouder laten kijken’, vervolgt de CIO. ‘Onder meer door de balans efficiënter te maken. Deze bedrijven beschouwen eigen vermogen veelal als gratis geld, ook als het gezien de balanspositie efficiënter is om juist te lenen. We proberen het management te laten inzien dat we zo het rendement op het eigen vermogen kunnen verbeteren. Het is mijn kruistocht om dit duidelijk te maken.’

Veel Aziatische bedrijfsbestuurders zien het betalen van dividend nog als een teken van zwakte. Maar nieuwe generaties begrijpen dit beter, aldus Van Rijn: ‘Er ontstaat ook een dialoog met lokale pensioenbeleggers die hogere dividenden willen.’ Neem Zuid-Korea, waar de pay-out (het gedeelte van de winst dat aan de aandeelhouders wordt uitgedeerd) is gestegen van een schamele 17% naar 30%. Dat is nog steeds lager dan in Taiwan (60%), en nog ver beneden het wereldwijde gemiddelde van 40%. ‘Rusland is op het vlak van aandeelhoudersbeleid helemaal een drama’, weet Pals, ‘maar begin deze eeuw was het een nog veel groter drama. Staatsgeleide bedrijven zijn weer meer aan minderheidsaandeelhouders gaan denken.’

De gesprekken die Robeco aan de bestuurstafels voert, vormen de hoekstenen van het ESG-beleid van de vermogensbeheerder in opkomende markten: het zodanig verbeteren van het bestuur dat de hogere groei in de regio ook wordt vertaald in een hogere winstgroei én een hogere winstuitkering. Pals: 'Voor beleggers snijdt het mes aan twee kanten. Een hogere winst per aandeel en hogere dividenden leiden eveneens tot hogere koers/winstverhoudingen.'

Momenteel zijn aandelen in opkomende markten ronduit goedkoop, benadrukt Pals. 'Qua waardering is er sprake van een korting van 30%, terwijl het historisch gemiddelde rond de 10% ligt als vergoeding voor hoger risico en lagere liquiditeit.' Pals en Van Rijn voorzien dat het waarderingsverschil tussen volwassen en opkomende markten langzaam oplost. Van Rijn: 'Het is niet zo dat economische groei altijd goed is voor de beurs, staar je daar dus niet blind op als belegger. Die groei zal de komende tijd wel boven de volwassen markten blijven liggen. Het gaat meer om het rendement op eigen vermogen.'

Over de hele linie heeft Robeco in opkomende markten een overweging in waarde- in plaats van groeiaandelen. Recent zijn die eerste weer wat meer in trek, nadat groeiaandelen het de laatste tien jaar wereldwijd beter deden. Pals: 'Kijk naar de FAANG-aandelen (Facebook, Apple, Amazon, Netflix en Google) in de VS. Dat zijn rendementen waar geen sector tegenop kan. Opkomende markten kunnen extra profiteren van een rotatie van groei naar waarde, aangezien we in opkomende markten veel meer ondergewaardeerde bedrijven zien dan in volwassen markten. Mede daarom kunnen de komende tien jaar wel eens het decennium van de opkomende markten worden.'

Als actieve belegger is Robeco niet alleen onder- of onderwogen in bedrijven, maar ook in landen, mede om de valutarisico's te beperken. Koersdalingen van lokale munten kunnen het rendement voor een opkomende markten-belegger maken of breken, zelfs als de juiste bedrijven zijn gekozen. 'Waar je in dit segment op nat kunt gaan, zijn de valuta's', vat Van Rijn samen. 'Vijfentwintig jaar geleden was er veel groei gecombineerd met enorme tekorten op de handelsbalans. Nu is er in veel opkomende landen juist sprake van grote overschotten. Dat betekent dus ook dat valuta's veel minder kwetsbaar zijn. En de economieën veel gezonder. Maar crises slaan nog steeds over naar zwakke landen. Obligatiebeleggers kijken daar heel goed naar en bewegen snel. Daar moet je je bewust van zijn.'

Pals: 'Landen met een tekort worden in onze strategie onderwogen. Dat betaalt zich op langere termijn terug.' Robeco is 'licht overwogen' in China. 'We zetten minder in op de oude industrie, en vol op consumptiegoederen. De vertaalslag van economische groei in winstgroei zal vooral in het nieuwe China plaatsvinden.' En dat zijn ook de bedrijven die minder last hebben van de handelsoorlog.

Uiteraard is het opkomende landen-universum geen statisch gegeven. China was in 1994 nog vrijwel afwezig in de Robeco-portefeuille, en is nu goed voor een gewicht van 32%.

Vietnam en Pakistan, nu nog 'frontier markets', staan op de nominatie om het predicaat 'opkomend' te krijgen. Omgekeerd zullen Zuid-Korea en Taiwan over tien jaar als volwassen beschouwd worden, zo verwachten Pals en Van Rijn. 'China is dan een stabiliserende factor in het opkomende markten-segment.'

Als geheel hebben opkomende markten nu een gewicht van 13% in de wereldwijde indices, terwijl ze al goed zijn voor 60% van de wereldeconomie. Dat is deels het gevolg van onderwaardering, en deels van het kleiner aantal beursgenoteerde bedrijven. Dat gaat veranderen, weet Robeco. Wat helpt is dat ook de lokale markten professionaliseren. Van Rijn: 'Nu zijn particuliere beleggers, die vaak beslissingen nemen op basis van geruchten, nog dominant. De markt is echter aan het institutionaliseren, door de groei van pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen. Die beleggen niet op basis van tips, maar kijken naar factoren die op lange termijn goede rendementen opleveren.'