



BELEGGEN IN EMERGING MARKETS

Net als 2010 is 2011 onrustig begonnen. De aandelenmarkten zijn bijzonder volatiel, maar per saldo gebeurt er eigenlijk weinig. Dit geldt dan vooral voor de Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen. De beurzen van de Emerging Markets staan dit jaar wel onder druk. Dit begon met de onrust in Noord-Afrika en het Midden-Oosten. Een land als India exporteert circa 15 % van de totale export naar het Midden-Oosten. Ook de nog steeds niet opgeloste overheidsschuldencrisis in Europa is negatief voor de wereldwijde beurzen. Uiteraard hebben de natuurramp in Japan en de onrust over de kernreactor Fukushima de situatie niet verbeterd. De MSCI Emerging Markets Index behaalde in euro's in het eerste kwartaal van 2011 een negatief rendement van 4,0 %. Ter vergelijking de MSCI World Index behaalde in het eerste kwartaal een negatief rendement van 1,5 %. Dit is de grootste underperformance op kwartaalbasis sinds eind 2008.

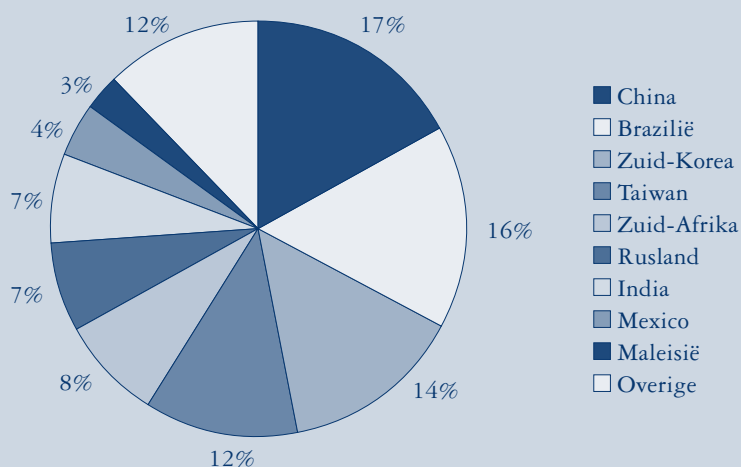
Uit de *behavioral finance* weten we echter dat beleggers zich soms laten leiden door het meest recente nieuws en hierdoor nog wel eens de lange termijn trends mislopen.

In deze nieuwsbrief zullen wij ingaan op de lange termijn vooruitzichten van de Emerging Markets en of deze markten nog steeds een interessante belegging zijn.

WAT ZIJN EMERGING MARKETS?

Als er gesproken wordt over Emerging Markets, dan worden vaak een aantal begrippen en regio's door elkaar gebruikt, zoals BRIC, Next11, Azië en Emerging Markets. De term BRIC werd in 2001 bedacht door hoofdeconoom Jim O'Neill van Goldman Sachs. Hij bedoelde hiermee de landen Brazilië, Rusland, India en China en ging er vanuit dat deze landen de komende jaren een sterke groei zouden doormaken, hetgeen ook is gebleken. In 2005 kwam Goldman Sachs met een nieuwe term: de N11. Dit zijn volgens Goldman de nieuwe opkomende gebieden, te weten: Bangladesh, Egypte, Indonesië, Iran, Mexico, Nigeria, Pakistan, Filippijnen, Zuid-Korea, Turkije en Vietnam.

Emerging Markets betekent niets anders dan opkomende landen. De BRIC-landen alsmede de N(ext)11 maken onderdeel uit van de Emerging Markets. Uiteraard vormt Azië daar een groot onderdeel van. Per eind maart 2011 ziet de geografische verdeling van de Emerging Markets Index er als volgt uit:

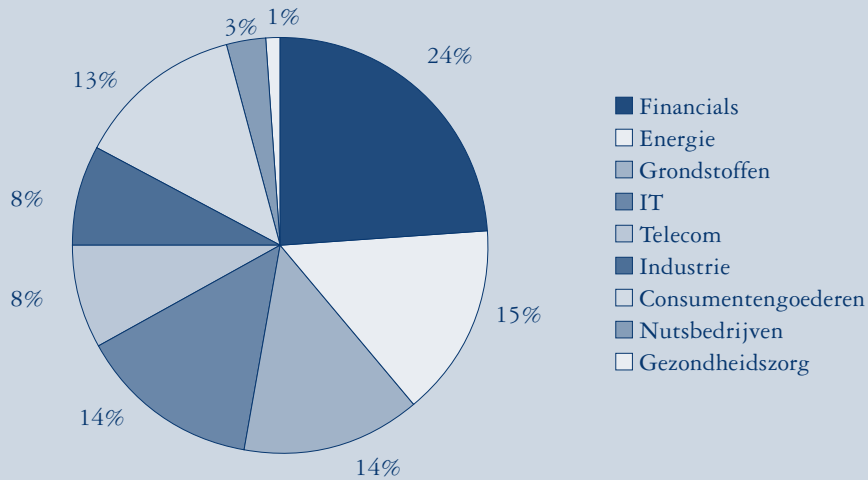


De overige landen zijn: Indonesië (2,4 %), Chili (1,7 %), Thailand (1,6 %), Polen (1,4 %), Turkije (1,3 %), Columbia (0,7 %), Tsjechië (0,7 %), Peru (0,6 %), Hongarije (0,6 %), Egypte (0,5 %), Filippijnen (0,5 %) en Marokko (0,1 %).





Per eind maart 2011 ziet de sectorverdeling van de Emerging Markets Index er als volgt uit:



De grootste belangen binnen de index worden gevormd door Samsung, Petrobras, Gazprom en China Mobile.

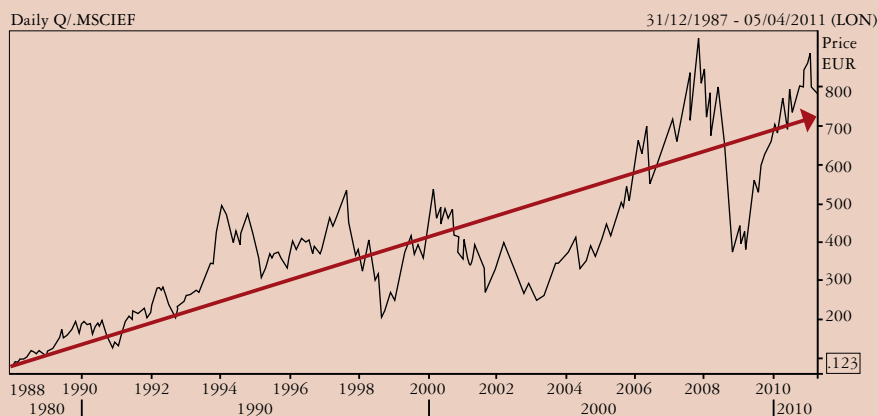
WAAROM BELEGGEN IN EMERGING MARKETS?

De voornaamste reden om in Emerging Markets te beleggen is de significant hogere economische groei van de Emerging Markets ten opzichte van Europa en de VS. Uit het beroemde groeimodel van Solow blijkt dat op lange termijn de economische groei voor een groot gedeelte gelijk is aan de beroepsbevolkingstoename plus de productiviteitsgroei. De verstedelijking en verdere industrialisering stimuleren de productiviteitsgroei en dus ook de economische groei. De economische groei zorgt weer voor hogere inkomens en een lagere werkloosheid hetgeen de economische groei verder stimuleert. Kortom, het bekende vliegwiel.

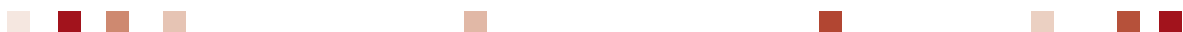
Op lange termijn volgt de aandelenbeurs de economische groei/krimp van een land. Op korte termijn hoeft dit verband helaas niet altijd op te gaan. Zo groeide de economie van China in 2010 met 10,1 %, maar daalde de Shanghai-index gemeten in lokale valuta met bijna 14 % en was daarmee één van de slechtst presterende indices ter wereld.

HISTORIE

Om een mening te kunnen vormen over de toekomst is het raadzaam eerst te kijken naar het verleden. Hieronder vindt u de grafiek van de MSCI Emerging Markets Index. Om wisselkoerseffecten eruit te filteren is de indexstand in euro's weergegeven. De MSCI (Morgan Stanley Capital International) Emerging Markets Index begon op 1 januari 1988 met een beginstand van 76 europunten. De huidige koers is ruim 840. Over de afgelopen 23 jaar en 3 maanden bedroeg de koerswinst dus ruim 900 %. Op jaarbasis komt dit overeen met een rendement van 10,9 %.

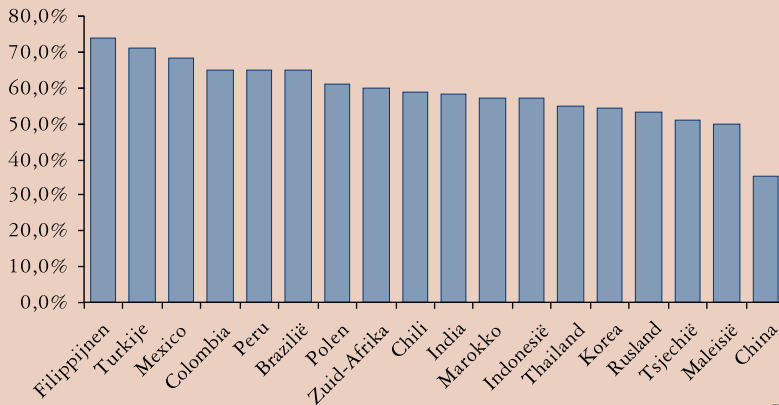


De rode lijn geeft de gemiddelde economische groei van China sinds 1988 weer (circa 10 % per jaar). Opvallend is dat we dan ongeveer op de huidige indexstand uitkomen.





Consumentenbestedingen als % BNP



Bron: VN en Theodoor Gilissen

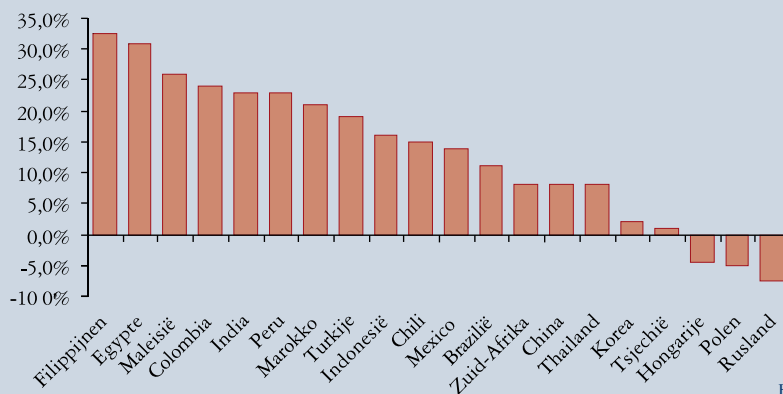
In de afgelopen jaren heeft de overheid fors ingezet op het creëren van banen en het verhogen van het onderwijsniveau. Een negatieve kanttekening is dat het terugdringen van de corruptie niet echt gelukt is. Juist de banencreatie heeft voor een grote middengroep gezorgd, die op haar beurt weer een groot gedeelte van de binnenlandse bestedingen en dus de economische groei voor haar rekening neemt. De komende jaren vinden de twee grootste sportevenementen in Brazilië plaats (in 2014 het WK voetbal en in 2016 de Olympische Spelen) die de economie een verdere impuls zullen geven.

Op lange termijn lijkt een reële economische groei van tussen de 4 en 6 % een redelijke aanname.

EIGEN INSCHATTING ECONOMISCHE GROEI

Om de toekomstige economische reële groei te bepalen kijken we naar de groei van de beroepsbevolking en de toename van de arbeidsproductiviteit. Onderstaande grafiek geeft de verwachte bevolkingsgroei weer voor de komende jaren

Bevolkingsgroei 2010-2030



Bron: VN en Theodoor Gilissen

Gemiddeld zal volgens de VN de bevolking in alle Emerging Markets jaarlijks met 1,3 % toenemen.

Door de toenemende verstedelijking, ten koste van de weinig productieve landbouwsector, de verdere verbeteringen in het onderwijs en de industrialisatie zal ook op lange termijn de arbeidsproductiviteit in Emerging Markets fors toenemen. Zo gaat het IMF er vanuit dat de komende 10 jaar de arbeidsproductiviteit in de Emerging Markets jaarlijks met 3% zal toenemen.

Als we beide percentages bij elkaar optellen dan komen we uit op een reële groei van 4,3 % hetgeen ook overeenkomt met, onder andere, de schatting van de EIU.

Om een inschatting te maken over wat de aandelen de komende jaren zullen gaan doen, moeten we niet alleen kijken naar de reële economische groei maar ook naar de risicopremie.

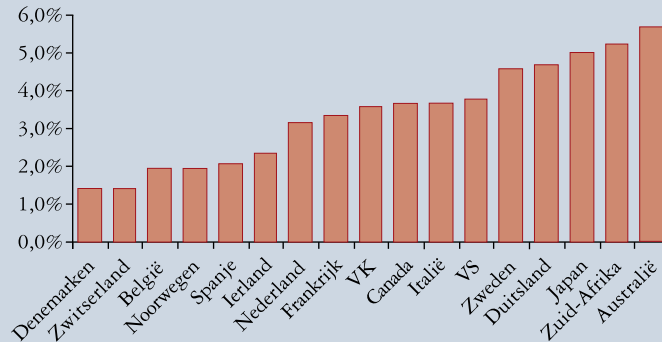




RISICOPREMIE

Het rendement van aandelen op lange termijn bestaat uit de reële economische groei plus de risicopremie. De risicopremie is een vergoeding die de belegger eist voor het risico dat hij loopt. In de literatuur zijn veel onderzoeken gepubliceerd die de risicopremie hebben onderzocht. Eén van de bekendste en meest omvangrijke onderzoeken is het onderzoek van Dimson. Voor een groot aantal landen deed hij onderzoek naar het rendement (en dus de risicopremie) van aandelen voor de periode 1900 – 2008. In Nederland bleek de risicopremie over de laatste 108 jaar 3,1 % te zijn. Dit betekent dat een belegger gemiddeld 3,1 % bovenop de risicovrije rente heeft verdiend.

Risicopremie op aandelen (meetkundig, 1900-2008)

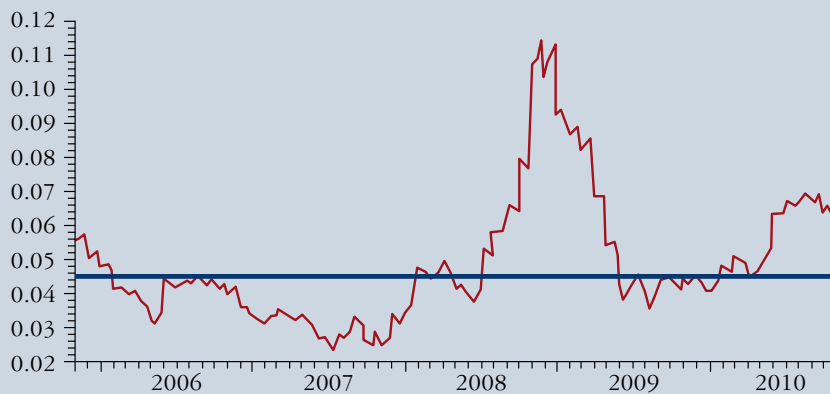


Bron: Dimson

Vanwege de lange looptijd ontbreken helaas betrouwbare cijfers van veel Emerging Markets, behalve Zuid-Afrika. In dat land bedroeg de risicopremie in de laatste 100 jaar gemiddeld 5,1 % per jaar.

Over een kortere periode zijn gelukkig wel betrouwbare cijfers te vinden.

Risicopremie Emerging Markets



Uit bovenstaande grafiek kunnen we opmerken dat over de afgelopen 5 jaar de gemiddelde risicopremie 4,8 % bedroeg (blauwe lijn). De Beroepsvereniging van Beleggingsprofessionals houdt rekening met een toekomstige risicopremie van 4 % per jaar. Indirect gaat de Beroepsvereniging er dus vanuit dat het risico van beleggen in Emerging Markets omlaag gaat. Of anders gezegd, dat in de toekomst meer mensen zullen beleggen in de Emerging Markets hetgeen uiteraard de koers zal opdrijven en het verdere toekomstig rendement zal verlagen. Uit oogpunt van risicopremie bieden Emerging Markets op dit moment een bijzonder aardig extra rendement.

Op de lange termijn is het al met al aannemelijk om uit te gaan van een gemiddeld jaarlijks rendement van 8,3 % (= 4,3 % plus 4 %).

Ondanks de goede vooruitzichten zijn aandelen uit opkomende markten momenteel met een voorziene k/w van 11,2 voor de MSCI EM Index goedkoper dan aandelen uit ontwikkelde markten. De k/w van de MSCI World Index bedraagt op dit moment 12,4.

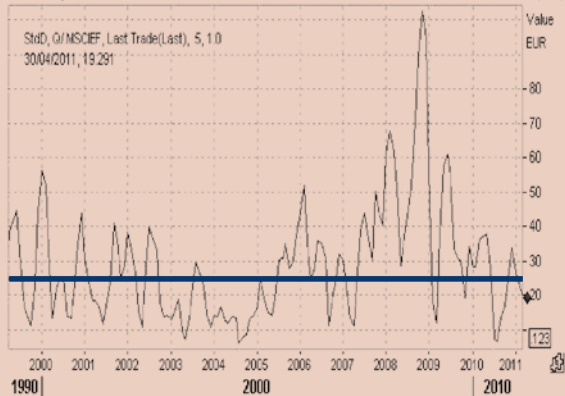




EMERGING MARKETS OP PORTEFEUILLENIVEAU

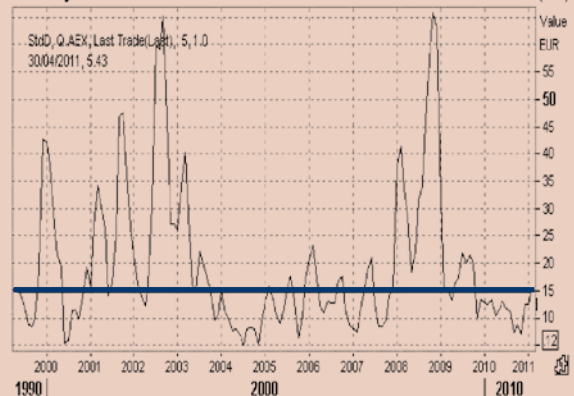
Om te beoordelen of een investering iets toevoegt aan een portefeuille is het raadzaam te kijken naar een drietal zaken: het rendement, het risico en de correlatie. Zoals gezegd gaan wij van een gemiddeld jaarlijks rendement uit van ruim 8 %. Het risico van een belegging kunnen we meten met behulp van de standaarddeviatie. Hoe hoger dit getal, hoe beweeglijker het aandeel/de index en dus hoe risicovoller de belegging. Sinds de start van de Emerging Markets Index in 1998 bedroeg de jaarlijkse standaarddeviatie 24,5 %. Ter vergelijking: de standaarddeviatie van de AEX over dezelfde periode bedroeg 15,3 %.

Monthly QI.MSCIEF



Risico EM

Monthly Q.AEX



Risico AEX

Op basis van dit getal en het historische rendement (10,9 % per jaar) kunnen we aan de hand van deze historische gegevens een schatting maken over de toekomst. Zo is de kans op een negatief rendement na 5 jaar circa 16 % en de kans op negatief rendement na 10 jaar circa 8 %. Het jaarlijks rendement zal op basis van deze historische gegevens na 5 jaar met een 65 % waarschijnlijkheid liggen tussen de -0,1 % en + 22 % en met een 95 % waarschijnlijkheid tussen de -11 % en + 32 %. Na een looptijd van 10 jaar zullen deze percentages met een 65 % waarschijnlijkheid liggen tussen de 3 % en 18 % en met een 95 % waarschijnlijkheid tussen de - 4 % en + 26 %.

Voor een aandelenportefeuille voegt het toevoegen van aandelen van Emerging Markets uit oogpunt van risicospreiding weinig toe. Uiteraard wel uit oogpunt van een hoger verwacht rendement. Zo bedraagt de huidige correlatie tussen de AEX en de MSCI Emerging Markets Index 0,91. Dat wil zeggen dat de MSCI Emerging Markets Index in 91 % van de gevallen dezelfde richting heeft als de AEX. Dus als de AEX daalt, dan zal in 91 % van de gevallen ook de MSCI EM Index dalen en hetzelfde geldt bij een stijging. Over de afgelopen 10 jaar bedroeg de gemiddelde correlatie tussen de AEX en de EM Index 0,687.

Hoewel aandelen van EM dus behoorlijk risicovol zijn (en dus ook een hoog verwacht rendement hebben) leidt het opnemen van deze aandelen vooral voor defensieve portefeuilles tot risicoreductie (hoe vreemd dat wellicht ook mag klinken). De huidige correlatie tussen de EM Index en de Europese Obligatie Index (SBEB) bedraagt 0,8. Over de afgelopen 10 jaar bedroeg de gemiddelde correlatie tussen de SBEB en de EM Index 0,215.





- Koers Emerging markets Index
- Correlatie Europese Obligatie Index en Emerging Markets Index
- Gemiddelde correlatie Europese Obligatie Index en Emerging Markets Index

Obligaties leveren vanaf nu op lange termijn circa 4 % per jaar op. Aandelen van Emerging Markets ruim 8 % per jaar. Uit de lage historische correlatie (21,5 %) blijkt echter dat als de EM positief zijn, obligaties dit vaak niet zijn. Het samenvoegen van beide beleggingen reduceert dus de beweeglijkheid van de portefeuille en hiermee het risico. Dit gaat niet ten koste van het rendement. Integendeel zelfs.

CONCLUSIE

Op korte termijn kunnen zaken als sentiment en hoge inflatie negatief uitpakken voor aandelen van de Emerging Markets. Op de lange termijn zijn wij echter positief over de vooruitzichten van de Emerging Markets. De voornaamste reden hiervan is de hoge economische groei van deze landen. Daarnaast ligt de risicopremie nog op een hoog niveau hetgeen voor extra rendement kan zorgen.

Met vriendelijke groet,

Van Lieshout & Partners N.V.

VAN LIESHOUT & PARTNERS N.V.

MALIEBAAN 27 • POSTBUS 13224 • 3507 LE UTRECHT
TELEFOON (030) 234 54 32 • FAX (030) 234 54 00
EMAIL INFO@LIESHOUT-PARTNERS.NL • WWW.LIESHOUT-PARTNERS.NL