

AXA Framlington's Straight Talk

The Inside-Out Review

December 2009

Een globale schattenjacht



Steeds openlijker wordt in de financiële en economische wereld de benaming 'opkomende markten' ter discussie gesteld. Op de lippen van menig marktverser brandt de vraag: is deze benaming inmiddels niet achterhaald?

De meeste opkomende economieën laten vandaag de dag groei zien, en ze groeien snel. Zeker, de wereld is nog niet zo ingrijpend veranderd dat landen als China of India de Amerikaanse rampspoed kalmpjes van zich af kunnen schudden. Maar toch hebben zij de afgelopen twee jaar een onverwachte veerkracht getoond. Alhoewel de crisis als een westerse crisis is begonnen, ging deze als gevolg van de globalisering niet ongemerkt aan de opkomende markten voorbij, alhoewel deze weer snel tekenen van herstel toonden. Dit gaat natuurlijk niet voor alle opkomende markten op: Oost-Europa blijft onder druk staan en het is onwaarschijnlijk dat verscheidene Latijns-Amerikaanse economieën de eigen binnenlandse crises kunnen afwenden. De mate van schuldfinanciering is een van de belangrijkste kenmerken waarmee de opkomende markten zich van de ontwikkelde markten onderscheiden. Excessieve schuldfinanciering zal naar verwachting zeker een negatieve invloed op de toekomstige groeivoorzichten van ontwikkelde landen uitoefenen. Daarentegen is de bankensector in de opkomende markten over het geheel genomen goed gekapitaliseerd, is de verhouding kredieten/toevertrouwde middelen laag en zijn de banken derhalve over het algemeen goed gepositioneerd om kredieten te blijven verstrekken tegen tarieven die

bij de vooruitzichten en behoeften van de economieën van deze markten passen. Voorts vormen de investeringen een essentiële stuwende factor achter de bestendige groei van deze opkomende economieën. Gedurende de afgelopen 10 jaar hebben de opkomende economieën als groep hard gewerkt om een solide investeringsplatform op te bouwen, voor zowel binnenlandse als buitenlandse investeerders. Daardoor zijn de opkomende markten nu in staat om hun groeitempo op te voeren zodat de bestedingen van de bevolking een hoger niveau op de behoeftepiramide bereiken: van dagelijks levensonderhoud naar luxe goederen. Alhoewel China dit pad al duidelijk is ingeslagen, liggen er in andere landen zoals India en Indonesië nog immense mogelijkheden.

Het begint er dus op te lijken dat de opkomende markten volwassen worden. Tekenend daarvoor is het feit dat de G20 inmiddels de plaats van de G7 heeft ingenomen als een van 's werelds belangrijkste internationale fora. Een ander – anekdotisch – voorbeeld is het feit dat Brazilië de voorkeur kreeg boven Madrid, Tokyo en Chicago om de Olympische Spelen van 2016 te organiseren. Een van de belangrijkste stuwende krachten achter dit momentum is het feit dat de opkomende markten in toenemende mate hun kracht uit interne bronnen putten, uit groei die door de binnenlandse economie of door opkomende markten onderling wordt gedreven. Beleggers die enthousiast zijn over de opkomende markten, moeten dat dus vooral blijven, maar zij moeten daarbij wel de gebruikelijke valkuil proberen te vermijden en deze markten niet als een homogene beleggingscategorie benaderen.

De opkomende markten vertegenwoordigen meer dan 80% van de wereldbevolking, meer dan 70% van de totale landoppervlakte, 70% van de valutareserves en meer dan de helft van de wereldwijde economische productie. Daarentegen zijn zij slechts goed voor zo'n 12% van de marktkapitalisatie op de wereldwijde aandelenmarkten. Dat cijfer vormt een duidelijke anomalie die niet kan voortduren.



Westers, maar pas op voor besmettingsgevaar

De financiële crisis die in 2007 op de Amerikaanse markt voor subprimehypotheken begon, had zich medio 2008 verspreid. Wereldwijd werden de financiële systemen getroffen en de economische bedrijvigheid stond in bijna alle landen onder druk. Daarbij is het echter belangrijk om te vermelden dat in bijna alle opkomende economieën financiële instellingen zich niet hadden bezondigd aan soortgelijke praktijken als instellingen in ontwikkelde landen hadden gedaan: hun balansen bevatten geen probleemactiva; derivaten werden veel minder vaak toegepast en over het algemeen beperkte het gebruik zich hier tot het afdekken van valuta- en overige risico's binnen het handelsverkeer;

Zeker, de wereld is nog niet zo ingrijpend veranderd dat landen als China of India de Amerikaanse rampspoed kalmpjes van zich af kunnen schudden. Maar toch hebben zij de afgelopen twee jaar een onverwachte veerkracht getoond.

de meer exotische instrumenten werden vermeden. Toch waren deze markten niet geheel immuun voor alle problemen. Een van de belangrijkste gevolgen vloeide voort uit het feit dat de kredietstromen naar de opkomende markten min of meer opdroogden. De verlening van exportkrediet ten behoeve van opkomende markten stortte in 2008 in en de kapitaalstroom van buitenlandse beleggers droogde op, terwijl de kredietverlening door commerciële banken sterk inzakte. Dit alles leidde in diverse markten tot aanzienlijke spanningen, met name in die markten die reeds problemen ondervonden voordat de crisis zich begon te verspreiden. Dat gold met name voor de landen in Centraal- en Oost-Europa die op dat moment gevaarlijk grote tekorten op de lopende rekening begonnen te krijgen. Een andere belangrijke besmettingshaard was natuurlijk de internationale handel. De afzwakking van de economische bedrijvigheid in de OESO-landen leidde bij de overgrote meerderheid van de opkomende markten tot een scherpe terugval van de export. Hierdoor werd een negatieve spiraal in gang gezet: de aanvankelijke daling van de handel verzwakte de binnenlandse economieën.

Daar komt nog bij dat de economische teruggang waaronder de opkomende markten gebukt gingen, niet altijd kon worden toegeschreven aan de malaise in de ontwikkelde wereld. In 2008 werden de binnenlandse bestedingen in deze regio's nog gedrukt door hogere grondstoffenprijzen en het restrictief monetair beleid om de inflatie te beteugelen. Zo begon de groei in China al af te zwakken lang voordat de wereldwijde vraag haperde, als gevolg van het aangescherpte kredietbeleid dat ingevoerd was om te voorkomen dat de economie oververhit zou raken. Die beleidsaanscherping leidde vervolgens

tot een algehele teruggang van de vastgoed- en bouwmarkten. Daarnaast waren er nog economieën die reeds oververhit waren, met Rusland als belangrijkste voorbeeld. Toen de crisis toesloeg, barstte hun eigen (krediet) zeepbel.

De mate waarin de crisis ieder van deze markten heeft getroffen, hangt af van de omvang van de economie, de relevantie van de handel voor de economie en de mate van diversificatie van de export en de exportmarkten. Maar alle markten hadden met enige mate van besmetting te maken. Dat neemt niet weg dat het merendeel van de opkomende markten een onverwachte veerkracht heeft getoond en het vermogen om niet alleen de storm te doorstaan, maar de crisis bovendien te benutten als systemische kans om hun binnenlandse sterke punten optimaal te benutten: een groeiende middenklasse, zich ontwikkelende onderwijssystemen en een groeiende samenwerking tussen de opkomende markten onderling.



De storm doorstaan

Eén grote groeiende familie

De opkomende markten worden vaak als één beleggingscategorie gezien en daarom onder hetzelfde vergrootglas gelegd. Het is zeker zo dat het merendeel van deze economieën gekenmerkt wordt door een rijkdom aan natuurlijke hulpbronnen, een gunstige bevolkings-opbouw (zij vertegenwoordigen 80% van de wereldbevolking), een groeiende beroepsbevolking die in toenemende mate kan lezen en schrijven en een

goed opgeleide en welvarende middenklasse. Gezamenlijk leveren de opkomende markten grootste bijdrage aan de wereldwijde economische productie.

In het verleden stonden veel opkomende markten open voor de wereldwijde handel en waren zij hiervan sterk afhankelijk. Die handel heeft hen in staat gesteld om hun financiële situatie te stabiliseren en om valutareserves en een solide externe betalingsbalans op te bouwen. Dit alles heeft geleid tot sterkere, beter geleide ondernemingen die opereren binnen een robuust regelgevingkader. Sinds 1990 heeft de MSCI Emerging Markets Index op jaarbasis een gemiddeld rendement van 10,6% gerealiseerd, vergeleken met 4,4% voor de MSCI World Index. Al met al is het verhaal van deze groep er een van snelle economische ontwikkeling, maar niet zonder groeipijn en een harde leerschool.

Vandaag de dag beschikken de opkomende markten over een dalende schuldenlast en zich stabiliserende

banksystemen en zijn zij beter in staat om de groei vast te houden. Bovendien zijn de rente en inflatie laag. Veel van deze markten zijn erin geslaagd om de voorheen zo kenmerkende spiraal van hoge inflatie / hoge rente te doorbreken. De meest sprekende voorbeelden zijn Brazilië, Turkije, Indonesië en Egypte.

Het nut van groepstherapie

Nu wij het potentieel van de regio als geheel hebben vastgesteld, kunnen we daadwerkelijk waarde creëren door de opkomende markten op basis van diverse criteria in subgroepen in te delen. Zo kunnen we bijvoorbeeld een interessant onderscheid tussen deze markten maken op basis van hun vermogen om spaartegoeden te creëren en kapitaal op te bouwen, gemeten op basis van het overschot of tekort op de lopende rekening. Sommige opkomende landen blijken structurele spaarders te zijn, terwijl andere stelselmatig te veel uitgeven. Veelal kenmerkend voor Aziatische landen (en dan met name voor China) is het externe overschot. Dat betekent dat de binnenlandse besparingen de binnenlandse investeringen overtreffen. Dit spaaroverschot wordt vervolgens teruggestuurd naar de internationale kapitaalmarkten, met name in de VS.

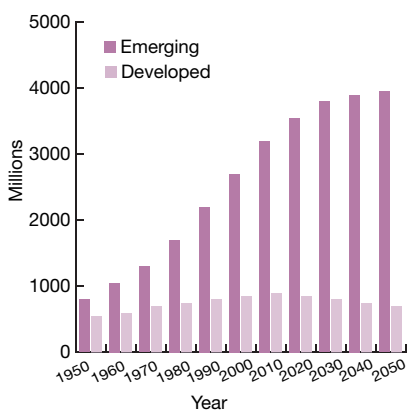
Daarentegen importeren Oost-Europese landen gewoonlijk meer dan zij exporteren. Dat leidt tot een hoog tekort dat gefinancierd dient te worden. Deze economieën hebben gewoonlijk een 'voor opkomende markten normaler profiel', omdat zij kapitaal importeren uit ontwikkelde economieën en derhalve het hoofd moeten bieden aan de meer traditionele risico's bij opkomende markten die gekoppeld zijn aan betalingsbalanstekorten en wisselkoersvolatiliteit. Wanneer zich systemschokken voordoen,

Oost-Europese economieën hebben gewoonlijk een 'voor opkomende markten normaler profiel', omdat zij kapitaal importeren uit ontwikkelde economieën en derhalve het hoofd moeten bieden aan de meer traditionele risico's bij opkomende markten die gekoppeld zijn aan betalingsbalanstekorten en wisselkoersvolatiliteit.

zijn economieën met een betalingsbalanstekort kwetsbaarder voor een omslag in de kapitaalstromen. Wanneer er sprake is van een grimmige internationale omgeving bevordert een hoge binnenlandse spaarquote de groei van de economie via de binnenlandse consumptie en investeringen. Dit verklaart ook waarom China over meer veerkracht beschikt dan landen als Hongarije of de Baltische staten. Een andere mogelijke invalshoek is om onderscheid te maken tussen landen waar de staatsschuld nog steeds de particulier schuldenlast overtreft en landen waar de overheidsschuld aanzienlijk is gereduceerd. Diverse opkomende markten zoals China en Brazilië, maar ook Turkije en Indonesië, zijn erin geslaagd hun staatsschuld terug te dringen. Dat heeft geleid tot een daling van de risicopremie op overheidspapier. Particuliere beleggers konden hierdoor profiteren van lagere financieringskosten op de internationale markten. Voor deze economieën dienden beleggers dus niet alleen het landenrisico, maar ook het ondernemingsrisico te analyseren. Voor een goed onderbouwde visie is een grondige kennis van beide risico's noodzakelijk.

Beroepsbevolking (15-64 jaar)

Bronnen: Verenigde Naties en Morgan Stanley, 2008. Excl. de minst ontwikkelde Afrikaanse sub-Sahara landen



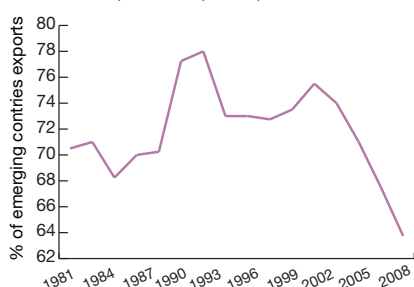
Dit zijn slechts een paar voorbeelden die illustreren dat het zeker mogelijk is om opkomende economieën in diverse categorieën in te delen, op basis van een scala aan verschillende criteria, om zodoende de beleggingsmogelijkheden in opkomende markten te beoordelen. Iedere indeling voegt waarde toe en draagt bij aan een beter inzicht in deze markten. Maar welke criteria ook gebruikt worden om de opkomende markten verder onder te verdelen, men moet hierbij wel steeds bedenken dat iedere markt zich in een andere fase van economische en politieke ontwikkeling bevindt, een andere bodemgesteldheid kent, andere buurlanden heeft en daarom niet alleen in absolute, maar ook in relatieve zin moet worden beoordeeld.

Gemeenschappelijke aanjagers: groei binnen opkomende markten en tussen opkomende markten onderling

Een belangrijk kenmerk van de veranderende wereldorde is het concept van 'ontkoppeling' - het idee dat de opkomende markten autonoom kunnen groeien of krimpen en niet afhankelijk zijn van de invloed van de rijke ontwikkelde wereldeconomieën. Natuurlijk is het beeld nooit geheel zwart of wit. Het ontkoppelingfenomeen - dat door veel analisten met grote stelligheid aan het begin van de crisis werd

Exportafhankelijkheid opkomende economieën van ontwikkelde economieën

Bronnen: IMF, Datastream, AXA IM, vierde kwartaal 2009



verwacht en vervolgens in twijfel werd getrokken toen de diepte van de recessie wel degelijk op deze markten invloed begon uit te oefenen - is een veel strikter fenomeen geworden. Niet alleen kleinere, van de handel afhankelijke economieën zoals Taiwan of Korea die hun export hebben zien instorten, hebben getoond dat zij minder veerkrachtig zijn dan hun buurlanden die vooral van de binnenlandse vraag afhankelijk zijn, maar ook economieën die sterk vervlochten zijn met de VS. Mexico is een belangrijk voorbeeld hiervan. Wederom benadrukken we dat het essentieel is om ieder land op zijn eigen merites te beoordelen. Door de opkomst van twee structurele trends in veel opkomende markten wint het ontkoppelingargument echter steeds meer aan kracht.

Van eigen bodem

De eerste trend betreft een groeiende binnenlandse vraag en het vergroten van de groei via de bevolkingsopbouw (met name de ontluikende, welvarende middenklasse). (Datum grafiek: vierde kwartaal 2009)

De les die wij uit de financiële crises van de jaren negentig geleerd hebben, is dat de opkomende markten niet uitsluitend op de wispelturige investeringen uit het buitenland konden vertrouwen. Die les bleek tijdens de recente crisis van grote waarde: toen de internationale handel instortte, trachtten de opkomende landen hun afhankelijkheid van de grillige klanten uit de ontwikkelde markten te beperken. Volgens het IMF zouden de opkomende markten als geheel hun exportafhankelijkheid van de ontwikkelde markten vanaf het begin van de jaren negentig met bijna 20 procentpunt verlaagd hebben van bijna 80% in 1992 tot minder dan 65% in 2008. Deze cijfers zijn nog veelzeggender voor de grotere markten: in slechts zes jaar tijd (tussen 2003 en 2008) hebben China, India

De meest aantrekkelijke binnenlandse sectoren zijn die sectoren die gesteund worden door de groeiende koopkracht van een opkomende binnenlandse middenklasse. Op hun beurt zetten met name deze sectoren een vicieuze cirkel in gang: hun groei draagt bij aan de versterking en ontwikkeling van de nationale economie.

en Brazilië hun exportafhankelijkheid van de ontwikkelde wereld met 10 procentpunt verlaagd. Vooral China exporteert minder dan vaak wordt gedacht. Een aanzienlijk deel van de Chinese export betreft 'export van verwerkte producten', met andere woorden, goederen die in China worden geïmporteerd, worden verwerkt en vervolgens worden geëxporteerd zonder dat er veel waarde is toegevoegd.

Startend vanaf een lagere basis zullen de consumptie en de investeringen binnen de opkomende landen naar verwachting blijven groeien - en wel snel. De meest aantrekkelijke binnenlandse sectoren zijn die sectoren die gesteund worden door de groeiende koopkracht van een opkomende binnenlandse middenklasse. Op hun beurt zetten met name deze sectoren een vicieuze cirkel in gang: hun groei draagt bij aan de versterking en ontwikkeling van de nationale economie. Een belangrijk voorbeeld is infrastructuur.

Een verbeterde infrastructuur maakt namelijk een grotere efficiëntie en hogere productiviteit mogelijk en dat werkt vervolgens weer door in de economische groei en de winstontwikkeling. Er worden aanzienlijke bedragen uitgegeven aan de verbetering van elektriciteits- en watervoorzieningen, wegen en vliegvelden om de groei te bevorderen. Morgan Stanley¹ schat dat de bestedingen aan infrastructuur door overheden in opkomende markten de komende tien jaar USD 21,7 biljoen zullen bedragen. De helft van het Chinese stimuleringsprogramma van USD 585 miljard is bestemd voor infrastructurele projecten. De Braziliaanse president Lula heeft toegezegd zijn belofte uit 2007 in te lossen en USD 235 miljard uit te geven aan het verbeteren van de lokale infrastructuur, inclusief wegen, vliegvelden en rioolwaterzuiveringsinstallaties. In maart kondigde hij bovendien een programma van USD 15 miljard aan voor de bouw van één miljoen nieuwe huizen. Ondertussen bevindt Mexico zich halverwege een vijf jaar durend nationaal programma voor de ontwikkeling van de infrastructuur. Een ander belangrijk groeigebied is gezondheidszorg. Ouder wordende, welvarende consumenten uit de opkomende markten kiezen in toenemende mate voor particuliere gezondheidszorg omdat goede publieke gezondheidszorg ontbreekt. Ook de sector financiële diensten biedt groeipotentieel, met name de bankensector. Veel banken in opkomende markten hebben geen last van 'probleemactiva', terwijl hun hypotheekrisico's beperkt zijn en zij beschikken over voldoende reserves. Daardoor zijn deze banken stabiel dan sommige 'rijkere' sectorgenoten in ontwikkelde markten. Bovendien is de opkomende middenklasse (die overigens naar de maatstaven van ontwikkelde markten nog

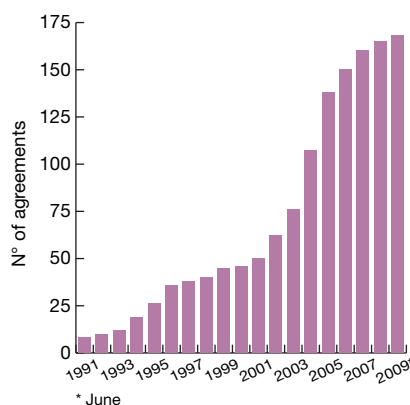
relatief arm is) zeer groot. Dit alles vormt een belangrijke impuls voor ondernemingen om producten aan te bieden die goedkoop zijn, maar met miljoenen tegelijk verkocht kunnen worden.

Soort zoekt soort

De tweede opkomende structurele trend is die van samenwerking: de opkomende markten trachten de banden met elkaar te verstevigen. Er zijn voorbeelden van 'zuid-zuid' handel. Terwijl de wereldwijde kapitaal- en handelsstromen in 2008 sterk afnamen, bleven de investeringen door rijkere opkomende markten in armere opkomende markten toenemen. In het tweede kwartaal van 2009 stootte China de VS van de troon en werd het de grootste exportmarkt van Brazilië. China is inmiddels ook de grootste exporteur naar India. Het land heeft zo'n USD 2 biljoen aan valutareserves gebruikt om in andere opkomende markten te investeren. Zo heeft China bijvoorbeeld USD 10 miljard in Petrobras gestoken, de staatsoliemaatschappij van Brazilië. Voorts heeft China een overeenkomst gesloten met Rusland op basis waarvan Rusland in ruil voor USD 25 miljard aan leningen aan de Russische ondernemingen Transneft en OAO Rosneft de komende 20 jaar olie aan China gaat leveren. Voorts begint India grote interesse in Latijns-Amerika te tonen.

Aantal zakelijke overeenkomsten tussen Aziatische landen

Bron: Aziatische Ontwikkelingsbank derde kwartaal 2009, La Tribune (Okt. 2009)



Alhoewel de handel met deze regio nog bescheiden is, zijn Indiase ondernemingen begonnen om in diverse Latijns-Amerikaanse economieën flink te investeren in software, farmaceutische producten en natuurlijke hulpbronnen.

Deze tendens is ook op intergouvernamenteel niveau zichtbaar. Tijdens de jaarvergadering van de Asian Development Bank in mei 2009 kwamen 13 Aziatische landen overeen om een fonds van USD 220 miljard te creëren waaruit geput kan worden in tijden van acute financiële spanningen. En tijdens de ASEAN²-top medio oktober 2009 werden niet alleen diverse economische en financiële overeenkomsten besproken, maar kwamen diverse leden ook met voorstellen gericht op een voortgaande politieke integratie.



Specifieke «sweet spots»

Al met al beschikken deze economieën over veel elementen die hen onderscheiden, maar tegelijkertijd ook verbinden. Als we de mogelijkheden willen beoordelen die ieder van deze markten biedt, is een goed inzicht vereist in de specifieke kenmerken en verschillen. Beleggers dienen een collectieve benadering te vermijden. Zij moeten selectief zijn, omdat het universum van opkomende markten bestaat uit een groot aantal landen in zeer verschillende fases van ontwikkeling en met verschillende economische vooruitzichten en risicoprofielen.

Niet voor de hand liggende kandidaten

De economische groei wordt vooral door een combinatie van bevolkingsgroei en productiviteitsverbetering gedreven. De mate van productiviteitsverbetering hangt daarbij nauw samen met de

¹ Morgan Stanley, eerste kwartaal 2009

² ASEAN: Association of South East Asian Nations (Vereniging van Zuidoost-Aziatische Landen)

uitgangssituatie van een land. Zo bieden markten die nog maar net aan het 'opkomen' zijn en waar het urbanisatieproces nog maar net begonnen is, aanzienlijk economisch groeipotentieel. Denk aan Indonesië. Elders vinden we economieën zoals Turkije die weliswaar meer gemoderniseerd zijn, maar bijna aan de rand van de afgrond hebben gestaan als gevolg van multilaterale handelontwikkelingen of onstabiele politieke regimes. Vervolgens vonden zij echter de kracht om weer op te krabbelen.

Indonesië: van schrikbeeld tot jonge tijger

Na de Azië-crisis aan het einde van de jaren negentig werd Indonesië vaak als het schrikbeeld van de regio gezien. Het land was politiek instabiel, de buitenlandse schuld bedroeg meer dan 150% van het bbp en alleen al in 1998 kromp de economie met 13%.

De sector financiële diensten biedt groeipotentieel, met name de bankensector. Veel banken in opkomende markten hebben geen last van 'probleemactiva', terwijl hun hypotheekrisico's beperkt zijn en zij beschikken over voldoende reserves. Daardoor zijn deze banken stabiel en sommige 'rijkere' sectorgenoten in ontwikkelde markten.

Het financiële stelsel was ingestort en bijna 70 lokale banken moesten hun deuren sluiten. Vanaf dit dieptepunt zijn de zaken echter op allerlei niveaus steeds beter gaan lopen. Er is nu politieke stabiliteit en het islamitische extremisme is gemarginaliseerd. In het grootste moslimland ter wereld voert gematigdheid nu de boventoon. Het bankensysteem heeft een grondige hervorming ondergaan. De centrale bank voert een transparant beleid en speelt een belangrijke rol in het stabiele monetaire beleid van het land. Bovendien heeft de onlangs herkozen regering van president Yudhoyono belangrijke structurele hervormingen doorgevoerd, uiteenlopend van een verbetering van de wetgeving tot vereenvoudiging van de voorschriften en hervorming van de bureaucratie. De bevolkingsopbouw biedt een enorm potentieel: er zijn meer dan 250 miljoen inwoners, terwijl de beroepsbevolking jong is, kan lezen en schrijven en goedkoper is dan waar ook in de regio.

Indonesië heeft de wereldwijde economische teruggang vrij goed doorstaan. Het land weet de malaise beter dan verwacht het hoofd te bieden omdat het sterker afhankelijk is van de binnenlandse consumptie dan van de handel met het buitenland. In 2008 vertegenwoordigde de export 25% van het bbp, vergeleken met bijvoorbeeld 100% in Maleisië. Bovendien wordt de Indonesische export vooral gedomineerd door olie, gas, steenkool en palmolie. En dat heeft twee belangrijke gevolgen. Allereerst is het land dankzij dit soort exportgoederen minder kwetsbaar voor de plotselinge en drastische voorraadafbouw die van de industrie afhankelijke economieën eind vorig jaar deed vastlopen. Ten tweede, overeenkomstig de eerder genoemde tendens van een groeiende samenwerking tussen opkomende markten, plaatsen deze exportgoederen Indonesië midden

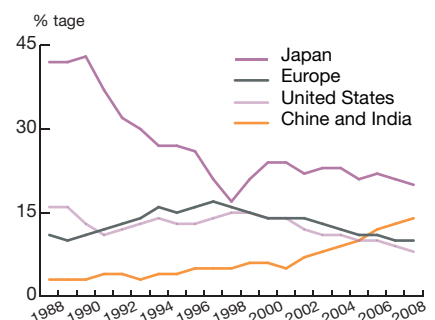
in een ontluikende Chinees-Indiaas-Indonesische 'gouden driehoek': meer dan 14% van de Indonesische export ging in 2008 naar China en India. Terwijl de economie slechts 10 jaar geleden nog in puin lag, kent deze vandaag de dag een opmerkelijk stevige structuur. Het herstel is onverwacht snel ingetreden en de regering blijkt steeds de juiste stappen te nemen. Dit, samen met een veerkrachtig financieel en bankensysteem en een geleidelijk herstel van de wereldhandel, zou het land in staat moeten stellen om de groei op korte tot middellange termijn weer op te voeren. Deze omstandigheden bieden beleggers aanzienlijk potentieel.

Turkije: stuiterbal

Toen de wereldeconomie 10 jaar geleden in problemen verkeerde, werd Turkije extra hard getroffen. Het Turkse bankensysteem stortte in, evenals de Turkse lira. Vandaag de dag is het beeld na de crisis echter totaal anders. Het land verkeert niet langer op het randje van faillissement, geen enkele Turkse bank is kopje onder gegaan en de waardedaling van de munt is gematigd gebleven en rationeel verlopen. Na 2001 was het land gedwongen om een overlevingstactiek te volgen. Het vond de middelen en de energie om zichzelf opnieuw uit te vinden. Het land gebruikte de valutacrisis om tijd te kopen. Ondertussen werkte het

Export Indonesië naar bestemming

Bron: IMF, tweede kwartaal 2009



hard om in zijn zeer gespecialiseerde industriële structuur meer spreiding aan te brengen. Toen China tot de WHO toetrad, stapte Turkije uit de textiel. Turkije luisterde bovendien goed naar het IMF: het ging op inflatie sturen, voerde een zwevende wisselkoers in en kwam met een beheerst privatiseringsprogramma. Politieke instabiliteit, een van de hardnekkige oorzaken van de Turkse economische crises in het verleden, behoort inmiddels tot het verleden dankzij de gematigde Islamitische Partij voor Rechtvaardigheid en Ontwikkeling (AK) van president Erdogan. Dankzij de goede staat van dienst de afgelopen jaren op budgettaire en monetaire gebied en de verbeterde conditie van de bankensector doorstond Turkije de recente wereldwijde crisis goed en volgt het een positief en stabiel groeipad.

Oppassen geblazen voor beleggers

Maar er zijn ook landen zoals Mexico die te nauwe banden onderhouden met de hardst getroffen ontwikkelde economieën, en landen zoals Rusland die in economisch opzicht onvoldoende gediversifieerd waren om de crisis net zoals andere opkomende markten het hoofd te kunnen bieden. Alhoewel beleggers deze landen niet volledig moeten negeren, is het wel oppassen geblazen.

Rusland: land van vele gezichten

Toen Rusland door de crisis werd overvallen, leek het over de veerkracht te beschikken om de storm zonder al te veel schade te doorstaan. Het land was weliswaar afhankelijk van de grondstoffenmarkten en derhalve kwetsbaar voor een cyclisch prijscorrectie, maar de regering had enorme bedragen opzijgezet – USD 230 miljard ofwel 17% van het bbp in 2007 - in een oliestabilisatiefonds dat bedoeld was om de gevolgen van olieprijsfluctuaties glad te strijken. Vanzelfsprekend werd er

met krediet gesmeten en waren er overal beleggingszeepbellen zichtbaar (vastgoed, aandelen). Maar anders dan de kleinere Midden-Europese buurlanden beschikte Rusland over een overschot op de lopende rekening. Binnenlandse spaartegoeden waren in ruime mate aanwezig, waardoor de kredietcyclus minder kwetsbaar was voor een omslag in de buitenlandse kapitaalstromen. Desalniettemin onderging de roebel eind 2008 een forse devaluatie en belandde de economie in een diepe recessie met een krimp van 10% jaar-op-jaar in de eerste helft van 2009.

Wat was er gebeurd? Zoals gewoonlijk kunnen kleine gebreken grote gevolgen hebben. De externe positie van Rusland leek uitstekend, gezien de enorme reserves, maar in werkelijkheid was sprake van grote onevenwichtigheden. De overheid was weliswaar netto spaarder, maar de banken en bedrijven hadden enorme schulden in het buitenland. Toen de internationale kredietmarkten op slot gingen, hadden vele van hen ineens geen toegang meer tot financiering. De autoriteiten besloten snel in te grijpen en verschaften middelen aan de particuliere sector. Door de slecht functionerende binnenlandse interbancaire markt duurde de overdracht echter lang en waren de kosten hoog. De binnenlandse kredietverlening werd gesmoord, het vertrouwen stortte in, gezinnen en bedrijven haastten zich om roebels in dollars in te wisselen, terwijl buitenlandse beleggers vluchtten. Kortom, het kapitaal lekte met duizelingwekkende snelheid weg. Maar Rusland had geluk. Alhoewel de reservefondsen van de regering inmiddels op zijn en het begrotingsoverschot is omgeslagen in een tekort - volgend jaar wordt een nieuwe euro-obligatielening uitgegeven, de eerste sinds de crisis van 1998 - heeft het snelle herstel van de olieprijs een gunstig klimaat voor groeiherstel geschapen. In een

Indonesië heeft de wereldwijde economische teruggang vrij goed doorstaan. Het land weet de malaise beter dan verwacht het hoofd te bieden omdat het sterker afhankelijk is van de binnenlandse consumptie dan van de handel met het buitenland.

omgeving van wereldwijd economisch herstel, gecombineerd met een hausse op de grondstoffenmarkten, zal Rusland goed kunnen presteren. Dat neemt niet weg dat er nog veel structurele obstakels zijn: corruptie, zwakke instellingen, een fragiele bankensector en op langere termijn een zeer ongunstig demografisch profiel: de Russische bevolking zal tussen nu en 2050 naar verwachting met een kwart krimpen. De crisis heeft aangetoond dat het beleggen in dit land nog steeds op een hefboombelegging op de grondstoffencyclus lijkt, zelfs na 10 jaar van klaarblijkelijke hervormingen.

Mexico, de voorbeeldige pechvogel

Throughout Gedurende de jaren tachtig gedroeg Mexico zich als een voorbeeldige Amerikaanse leerling. Sinds 1998 is het een van de weinige opkomende landen met een hoge kredietstatus. Mexico leerde ijverig en paste die kennis ook toe. Het opende de grenzen, sloot diverse vrijhandelsovereenkomsten - met de Europese Unie en Noord-Amerika - en liberaliseerde de economie waarbij de meeste staatsmonopolies werden geprivatiseerd. Sinds de oprichting van NAFTA³, heeft Mexico zich echter in toenemende mate gespecialiseerd in het maken van goedkope producten voor de export

³ NAFTA: North America Free Trade Agreement (Noord-Amerikaanse Vrijhandelsovereenkomst)

Zoals gewoonlijk kunnen kleine gebreken grote gevolgen hebben. De externe positie van Rusland leek uitstekend, gezien de enorme reserves, maar in werkelijkheid was sprake van grote onevenwichtigheden. De overheid was weliswaar netto spaarder, maar de banken en bedrijven hadden enorme schulden in het buitenland.

naar de VS. Het behoeft geen betoog dat de strategie van specialisatie riskant was en Mexico afhankelijk maakte van de optimistische Amerikaanse consument. Die houdt inmiddels echter de hand op de knip, waardoor de gevolgde strategie nu voor enorme problemen zorgt. Afgezien van de eenzijdige focus op de VS, is ook het gebrek aan diversificatie in de totale economie problematisch. Meer dan een derde van de overheidsinkomsten is afkomstig uit de olieproductie die de afgelopen jaren echter sterk gedaald is van bijna 3,4 miljoen vaten in 2004 tot minder dan 2,5 miljoen vaten in augustus 2009. En niet alleen is de overheid er niet in geslaagd om het traag functionerende staatsmonopolie op olie en gas (Pemex) te hervormen, er is evenmin veel vooruitgang geboekt bij de hervorming van het belastingstelsel. De belastingontvangsten als percentage van het bbp is in Mexico een van de laagste ter wereld. Daardoor beschikt de overheid niet over de middelen om haar werk goed te doen. Tot slot is het Mexicaanse ondernemingsklimaat vol

onzekerheden. Veiligheid is een groot probleem. Terwijl de overheid het opneemt tegen de drugskartels, neemt overal in het land het geweld toe. De drugskartels slaan vervolgens weer meedogenloos terug.

Dit alles wil echter niet zeggen dat Mexico geen succesverhalen kent en dat het geen vooruitgang boekt met bepaalde structurele hervormingen. Cemex is nog steeds een van de toonaangevende cementondernemingen in de wereld, alhoewel het op dit moment moeilijke tijden doormaakt. Het bedrijf heeft immers te veel geleend op de top van de markt. Een ander voorbeeld is America Movil, de telecomarm van het Slim-imperium, dat inmiddels met succes actief is in de meeste Latijns-Amerikaanse landen. Bovendien heeft de Mexicaanse wetgever in het najaar van 2009 de begroting voor 2010 goedgekeurd waarin voor het eerst in meer dan 10 jaar de BTW wordt verhoogd. De regering heeft ook besloten om de confrontatie aan te gaan met een van de machtigste vakbonden van Mexico en een grote door de staat geleide elektriciteitscentrale te sluiten. Tot slot is Mexico dankzij zijn lagere schuldenlast in staat geweest om anti-crisisprogramma's op te zetten om de gevolgen van de Amerikaanse recessie op de economische bedrijvigheid en de werkgelegenheid te beperken.

Omvang blijft van belang

Als we het plaatje van de mooiste beleggingsmogelijkheden binnen de opkomende markten compleet willen maken, dan kunnen we ten slotte niet om de voor de hand liggende kandidaten heen. Die zijn te groot en bieden te veel mogelijkheden om ze te negeren. Er zijn immers maar weinig opkomende economieën die het zo goed gedaan hebben als

China, Brazilië of India. Een van de verklaringen die daarvoor het meest worden aangevoerd, is hun omvang. Wanneer de wereldhandel terugvalt, is grootte eerlijk gezegd wel degelijk van belang. Wanneer de buitenlandse markten het laten afweten, kan een grote economie zich nog tot miljoenen binnenlandse consumenten wenden. Grote economieën kennen over het algemeen ook meer diversificatie (uitgezonderd Rusland, dat volledig van de olie-industrie afhankelijk is). Die spreiding levert weinig op wanneer alle markten tegelijkertijd instorten, maar biedt grote voordelen wanneer het herstel inzet. De kans is dan groter dat u in activiteiten belegt waar de vraag weer aantrekt.

Brazilië

Tien jaar geleden was Brazilië nog het lelijke eendje van Latijns-Amerika. Deze economie kende een enorme inflatie, een torenhoge staatsschuld en leed onder politiek gekrakeel. Vandaag de dag, echter, blijkt Brazilië het eerste Latijns-Amerikaanse land te zijn dat uit de recessie opkrabbelt - en ook als een van de eerste G-20 landen. De Braziliaanse economie kent evenals de export een brede diversificatie. Zij bestrijkt verschillende markten en producten. De kracht van de binnenlandse vraag ligt ten grondslag aan het snelle herstel. Dat is mogelijk ook goed nieuws voor sommige buurlanden, waarvan de economieën sterk met die van deze Zuid-Amerikaanse kolos verweven zijn. Met name Argentinië kan op een grotere exportvraag rekenen. De Braziliaanse autosector is bijvoorbeeld nauw verbonden met die van Argentinië en heeft de afgelopen maanden goed gepresteerd. De kracht van de Braziliaanse aandelenmarkt onderstreept de duurzaamheid van het herstel. In juni bracht de beursintroductie van Visanet, een Braziliaanse creditcardmaatschappij,

bijna USD 5 miljard op. En in oktober haalde Santander USD 7 miljard uit de markt door aandelen in haar Braziliaanse dochtermaatschappij te verkopen, de grootste aandelenplaatsing ooit in het land. Brazilië is er de afgelopen 10 jaar net als Turkije in geslaagd om uit de as te herrijzen, alhoewel Brazilië daarbij natuurlijk het voordeel van recent ontdekte, enorme energiereserves heeft. Bovendien heeft Brazilië haar hulpbronnen optimaal weten te benutten en duidelijk laten zien dat het externe schokken kan opvangen.

India

Ook India heeft zich op economisch gebied behendig getoond en heeft het goed gedaan. Diversiteit vormt een van de bronnen van veerkracht van het land. India is niet te sterk afhankelijk van buitenlands kapitaal

Ook India heeft zich op economisch gebied behendig getoond en heeft het goed gedaan. Diversiteit vormt een van de bronnen van veerkracht van het land. India is niet te sterk afhankelijk van buitenlands kapitaal (wat wel geldt voor Oost-Europese landen) en evenmin te sterk afhankelijk van buitenlandse klanten (wat wel geldt in delen van Oost-Azië).

(wat wel geldt voor Oost-Europese landen) en evenmin te sterk afhankelijk van buitenlandse klanten (wat wel geldt in delen van Oost-Azië). Ten tweede exporteert India minder dan veel naburige landen (waardoor dit tijdens de hoogtijdagen van de crisis geen bron van economische pijn was) loopt het exportpakket sterk uiteen van goederen die typisch door armere landen gemaakt worden (zoals textiel) tot en met goederen die gewoonlijk door zeer rijke landen geproduceerd worden (zoals generieke farmaceutische producten) en alles daartussen. Tot slot beschikt India zowel over zeer kapitaalintensieve activiteiten (staalproductie en scheepsbouw), arbeidsintensieve activiteiten (kledingindustrie en landbouw) en activiteiten die weinig kapitaal maar veel kennis vergen (informatietechnologie).

Alhoewel India verstedelijkt, blijft het een landelijke economie. De landbouwsector is goed voor 18% van het bbp, terwijl meer dan 50% van de beroepsbevolking op het land werkt. Daardoor is de Indiase economie zeer kwetsbaar voor een veranderlijk klimaat - dit jaar is er tussen juni en september 23% minder regen gevallen. Het is ook een olie-importerende economie die kwetsbaar is voor de weer stijgende olieprijs. India biedt echter structureel potentieel en het 'altaar' dat het land voor de 'diversificatie-afgod' heeft gebouwd, maakt het land samen met de zeer gunstige bevolkingsopbouw en de groeiende, steeds beter opgeleide, ondernemende middenklasse aantrekkelijk voor beleggers.

China

De Volksrepubliek beschikt over een perfecte mix van concurrentievoordelen: een enorme, flexibele beroepsbevolking, kapitaal in overvloed, een regering die het

bedrijfsleven gunstig gezind is, geografische en culturele banden met de meer ontwikkelde economieën, en de enorme omvang van de binnenlandse markt. Dit alles leidt tot aanzienlijke schaalvoordelen waardoor Chinese producenten op de wereldmarkten een voorhoede positie innemen. De Chinese 'inhaalslag' ontleent zijn kracht aan twee stuwende factoren: urbanisatie en globalisering. Gezien de hoogte van het inkomen per hoofd van de bevolking kent China nog een relatief lage urbanisatiegraad - een erfenis uit de tijd van Mao. Maar inmiddels vindt er in het binnenland een enorme migratie naar steden plaats, waardoor behoefte bestaat aan betere huisvesting. Dat leidt tot een compleet nieuwe vormgeving van stadscentra. Deze urbanisatierevolutie heeft veel gevolgen, bijvoorbeeld op het gebied van persoonlijke en zakelijke dienstverlening, infrastructuur en energievoorziening. Daarnaast weet China zijn globaliseringstroef goed uit te spelen: in de eerste helft van 2009 was China de grootste exporteur ter wereld.

De afgelopen 10 jaar waren typische overgangsjaren van een landelijke, relatief gesloten economie naar een verstedelijkte, wereldwijd opererende economische en financiële krachtpatser. Deze overgang is nog niet voltooid. Hoewel de schuldafbouw binnen de ontwikkelde economieën in de komende jaren de eindvraag van consumenten en daarmee het groeitempo van de wereldhandel kan temperen, blijft China goed gepositioneerd om beter te presteren dan de rest van de wereld, zolang Chinese ondernemingen verder opklimmen op de ladder van toegevoegde waarde.

Conclusie:

Het wereldwijde financiële tumult was in wezen een westers fenomeen dat in de zomer van 2007 de kop opstak. De verschuiving van het wereldwijde marktevenwicht werd hierdoor echter ook versneld. Daarbij kwamen de opkomende economieën nog sterker in de schijnwerpers te staan. Bij de juiste randvoorwaarden moet dit zo ook kunnen blijven. Om een duurzaam groeiniveau te handhaven, dienen zij daarbij echter wel de belangrijkste regels op het gebied van maatschappelijke betrokkenheid in acht te nemen. Allereerst dienen alle door de staat in gang gezette investeringen steeds verder afgebouwd te worden en vervangen te worden door vraag uit de particulier sector. Ten tweede dienen de opkomende landen het concurrentievoordeel te koesteren dat deze crisis hen gegeven heeft: leencapaciteit en een gezond en houdbaar schuldniveau. Tot slot is het voor deze markten essentieel om hun aanpassingsvermogen verder te ontwikkelen en te vergroten en behendigheid te tonen in tijden van veranderende marktomstandigheden. Dat houdt in het handhaven - of ontwikkelen - van een gediversifieerde exportbasis, in termen van goederen, diensten of exportmarkten. Dat houdt ook in het handhaven van een sterk liquiditeitsniveau, het blijven ontwikkelen van een vriendelijk beleggingsklimaat en het goed bewaken van het risico van devaluatie gecombineerd met initiatieven om de munt sterker te maken. Tot de belangrijkste voordelen die dit raamwerk oplevert, behoren een toename van de koopkracht van gezinnen en een stimulans van de binnenlandse vraag.

We kunnen dus op diverse niveaus pleiten voor beleggen in opkomende markten maken. Als groep beschikken zij over sterke onderliggende fundamenten, een gunstige bevolkingsopbouw en een enorm potentieel dankzij een nieuw economisch evenwicht waarbij het zwaartepunt verlegd is van een externe, door export gedreven vraag naar een interne, door de binnenlandse consumptie gevoede groei. Als groep van markten die gemeenschappelijk hebben dat zij niet 'ontwikkeld' zijn, beginnen zij 'samen te spannen' of op zijn minst samen te werken. Op deze wijze creëren zij nieuwe handelskanalen en nieuwe bronnen van groei. En als onafhankelijke economieën vertegenwoordigen zij verschillende fases van economische ontwikkeling, ieder met hun eigen 'sweet spots' (waar de beleggingsomstandigheden optimaal zijn) die wachten om ontdekt te worden.

De opkomende markten vertegenwoordigen meer dan 80% van de wereldbevolking, meer dan 70% van de totale landoppervlakte, 70% van de valutareserves en meer dan de helft van de wereldwijde economische productie. Daarentegen zijn zij slechts goed voor zo'n 12% van de marktkapitalisatie op de wereldwijde aandelenmarkten. Dat cijfer vormt een duidelijke anomalie die niet kan voortduren.



Gebaseerd op interviews met Senior Portfolio Manager William Calvert, beheerder van het fonds AXA WF Framlington Emerging Markets; Guillaume de Corbiac, Senior Portfolio Manager en Charles Firmin-Didot, Senior Portfolio Manager, co-beheerders van het fonds AXA WF Framlington Emerging Markets Talents; en de Investment Strategists Magda Branet (Oost-Europa), Hervé Lièvore (Azië) en Raphaël Gallardo (Latijns-Amerika).

Meer informatie over deze fondsen en over de jurisdicties waarin zij verkocht mogen worden, vindt u op www.axa-im.com. Inschrijvingen dienen strikt volgens de prospectus plaats te vinden. Kopieën van het meeste recente volledige prospectus en van de vereenvoudigde prospectus zijn direct bij AXA IM in Parijs te verkrijgen.

De informatie en opinies die in dit document zijn opgenomen, zijn gebaseerd op onderzoek en analyses die zijn uitgevoerd of verkregen door AXA Framlington voor eigen gebruik en kunnen ter beschikking zijn gesteld aan andere onderdelen van AXA Investment Managers, waarna mogelijk op basis daarvan weer actie is ondernomen.

Dit materiaal wordt uitsluitend aan u verstrekt ter informatie. De hierin gepresenteerde visies houden geen beleggingsadvies in, vertegenwoordigen niet noodzakelijkerwijs de visie van enige onderneming die deel uitmaakt van de AXA Investment Managers Group, en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Er worden noch uitdrukkelijk noch impliciet waarborgen of garanties (met inbegrip van aansprakelijkheid jegens derden) gegeven ten aanzien van de juistheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de verschaft informatie.

Deze informatie moet niet worden opgevat als een prognose, research of beleggingsadvies en vormt geen aanbeveling, aanbieding of uitnodiging tot het kopen of verkopen van effecten of het voeren van een beleggingsstrategie.

In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Veranderingen in valutakoersen zullen gevolgen hebben voor de waarde van beleggingen in het buitenland. Beleggingen in nieuwe markten en kleinere ondernemingen bieden een mogelijkheid tot het behalen van hogere rendementen maar kunnen tevens een hoger risico met zich meebrengen.

AXA Framlington is een onderdeel van AXA Investment Managers UK Limited in het Verenigd Koninkrijk en AXA Investment Managers Paris in Frankrijk.

Deze marketingpublicatie wordt uitgegeven door AXA Investment Managers SA, opgericht naar Frans recht en statutair gevestigd te Coeur Défense Tour B La Défense 4, 100, Esplanade du Général de Gaulle 92400 Courbevoie, ingeschreven in het Handelsregister van de Kamer van Koophandel van Nanterre onder nummer 393051 826.

Herman Barten
Tel.: +31 20 795 1914
Koen Hoogenhout
Tel.: +31 20 795 1906
www.axa-im.nl