



Lokale valuta welkome diversificatie

Auteur(s):

Drijkoningen, R.
Geest, J., van der
Prins, M.

De auteurs zijn werkzaam bij ING Investment Management

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4342, pagina 36, 11 januari 2002

Rubriek:

monitor

Trefwoord(en):

opkomende, markten

Beleggen in opkomende markten kent in termen van risico en rendement nogal wat verschijningsvormen. Beleggen in lokale valuta kan het risico flink spreiden.

Opkomende markten ('emerging markets') genieten veel aandacht, zowel in positieve als in negatieve zin. De crises in Argentinië en Turkije komen het imago van het beleggen in dit soort landen niet ten goede. Anderzijds valt te wijzen op de potentiële EU-kandidaten, kijkend naar hun imponerende vorderingen op economisch en politiek gebied.

Voor wie de moeite doet voorbij de krantenkoppen te kijken, bieden opkomende markten een brede variatie aan beleggingsmogelijkheden. Bij Europese institutionele beleggers begint de erkenning van obligaties in opkomende markten als beleggingscategorie te stijgen. Dit heeft mede te maken met het verdwijnen van een aantal vastrentende markten in Europa. Door het wegvallen van valutarisico binnen de eurozone zijn de keuzemogelijkheden in vastrentende waarden verschaald. Tegelijkertijd is de interesse voor kredietrisico beduidend toegenomen door de uitgifte van hoogrentende obligaties in euro door internationale bedrijven. Uiteindelijk betreffen obligaties in opkomende markten immers risico's in kredietwaardigheid.

In dit artikel willen wij antwoord geven op de vraag of er meer redenen zijn dan verminderde beleggingsmogelijkheden om opkomende markten in een gespreide beleggingsportefeuille op te nemen. Hiertoe laten wij zien, hoe deze markten zich verhouden tot de ontwikkelde markten. Het blijkt noodzakelijk een duidelijk onderscheid aan te brengen tussen aandelen versus obligaties in opkomende markten; tevens levert het onderscheid van obligaties in lokale en harde valuta's een verrassend verschil in karakter.

Waarom beleggen in opkomende markten?

Opkomende markten kunnen een hogere economische en productiviteitsgroei laten zien dan de geïndustrialiseerde landen. Dit heeft te maken met een zeker inhaaleffect. Dit krijgt met name een kans als het economisch en politiek beleid erop gericht is de ruimte te geven aan het private initiatief, gegeven een zeker institutioneel kader. Onderdeel van dergelijke inspanningen vormen privatiseringen, het blootstellen van binnenlandse markten aan buitenlandse concurrentie en hervormingen op het gebied van pensioenen en verzekeringen. Deze ontwikkelingen leiden tot een verbeterende kredietwaardigheid, lagere renteversillen met de geïndustrialiseerde landen en reële wisselkoersen die de neiging vertonen sterker te worden. Daarnaast kunnen bedrijven in de betreffende landen kapitaliseren op dit groeipotentieel.

Obligaties: lokale en harde valuta

Conform het bovenstaande valt er binnen schuldtitels in opkomende markten ('emerging markets debt') een onderscheid te maken naar obligaties die zijn gedemoneerd in harde valuta en in lokale valuta. De eerstgenoemde categorie is met name bekend geworden door het plan-Brady¹. Primair loopt de belegger hier kredietrisico. Deze categorie is in het algemeen al goed beschreven.

Obligaties in lokale valuta's winnen de laatste jaren echter aan aandacht. Door hun lokale kapitaalmarkt te ontwikkelen, kunnen opkomende landen hun gevoeligheid voor valutaschommelingen verminderen als zij obligaties in bijvoorbeeld dollars hebben uitstaan. Ze zetten hiermee voor lokale bedrijven een maatstaf. Deze laatste kunnen hier dankbaar gebruik van maken. Zij kunnen namelijk tegen renteopslagen boven dit niveau middelen uit de markt aantrekken. Aan de aanbodzijde krijgen lokale verzekeraars en pensioenfondsen de gelegenheid hun activa in dezelfde valuta te beleggen als die waarin hun verplichtingen luiden. Deze lokale beleggers zijn immers geïnteresseerd in het optimaliseren van het resultaat in de eigen valuta en zullen daarom lokaal beleggen.

Waarom zouden internationale beleggers geïnteresseerd zijn? Zij hoeven immers niet in dergelijke valuta's te beleggen. Door middel van valuta- en renterisico's kunnen beleggers op een alternatieve manier participeren in het potentieel van deze landen. De lokale rentes zullen dan kunnen opwegen tegen de nominale depreciatie van de lokale valuta's, zodat het totale resultaat, in dollars gemeten, aantrekkelijk wordt. Domineren in de praktijk in de meeste lokale markten de lokale beleggers (die nauwelijks over de landsgrenzen heen kijken), in de obligatiemarkten in harde valuta domineren de internationale beleggers. Dit beleggerspubliek reageert nogal uniform op nieuws; ook lopen liquiditeitspreferenties en risicoaversie bij zulke beleggers vaak parallel.

Deze omstandigheden leiden ertoe dat opkomende markten in lokale valuta onderling minder synchroon lopen dan de opkomende markten in harde valuta en aandelen. Het nogal homogene internationale beleggerspubliek in de laatstgenoemde markten maakt deze in zijn totaliteit nogal beweeglijk. In [tabel 1](#) laten wij de standaarddeviatie (als risicomaatstaf) en correlaties zien van schuldtitels in opkomende markten in lokale en harde valuta, vastrentende en hoogrentende beleggingen en aandelen opkomende markten en VS. Tevens worden de gemiddelde jaarlijkse rendementen over de afgelopen zeven jaren vermeld, alle in Amerikaanse dollars.

Tabel 1. risico, rendement en correlaties van een aantal categorieën, ultimo 1993-juli 2001

	standaard- deviatie	emd lv _a	emd hv _b	obligaties wereldwijd _c	vs high yield _d	vs aandelen _e	em aandelen _f
emd lv _a	6,9%	1,0					
emd hv _b	20,1%	0,5	1,0				
obligaties wereldwijd _c	3,1%	-0,1	0,2	1,0			
vs high yield _d	6,2%	0,2	0,5	0,3	1,0		
vs aandelen _e	15,1%	0,5	0,6	0,2	0,5	1,0	
em aandelen _f	25,1%	0,7	0,8	-0,1	0,5	0,7	1,0
gemiddeld rendement		6,6%	9,6%	7,8%	6,0%	13,7%	-7,0%

- a. Schuldtitels in opkomende markten (emerging markets debt (emd)) in lokale valuta. Gebruikte index: JP Morgan's elmi+.
b. Schuldtitels in opkomende markten (emd) in harde valuta. Gebruikte index: JP Morgan's embi+.
c. Gebruikte index: Salomon Brothers' wgbi, afgedekt naar Amerikaanse dollars.
d. Hoogrentende Amerikaanse schuldtitels. Gebruikte index: Salomon Brothers' hy market.
e. Gebruikte index: msci vs.
f. Aandelen emerging markets (em). Gebruikte index: Standard en Poor's ifc composite.

De volatiliteit in harde valuta en aandelen in opkomende markten is veel hoger dan die van schuldtitels van opkomende markten in lokale valuta (20,1 procent en 25,1 procent versus 6,9 procent). Alledrie bieden ze diversificatie voor beleggers in 'obligaties wereldwijd'. Alleen schuldtitels in lokale valuta biedt evenwel een duidelijk lage correlatie met de hoogrentende markt ('high yield'). De correlatie van deze categorie met schuldtitels van opkomende markten in lokale valuta laat zich verklaren door Amerikaanse beleggers, die deze twee categorieën als alternatief voor elkaar beschouwen. Valutarisico daarentegen wordt door hen veelal geschuwd².

Rendementen

Opvallend is dat het gemiddelde rendement van schuldtitels in harde valuta met 9,6 procent veel aantrekkelijker is geweest dan van aandelen (-7,0 procent) en in mindere mate dat van lokale valuta (6,6 procent). Bij aandelen was het rendement alleen in 1996 en 1999 positief. Het risico van lokale valuta lijkt veel lager dan dat van de andere twee categorieën. Een andere belangrijke observatie is dat de correlatie van schuldtitels uit opkomende markten met vastrentende markten (obligaties wereldwijd) laag tot negatief was. Dit maakt ze als diversificatie-object zeer interessant voor vastrentende beleggers. Het totale resultaat kan immers worden gedempt zonder rendement op te hoeven geven. In macro-economische termen is dit fenomeen te verklaren uit het feit, dat crisisscenario's voor opkomende markten in het verleden (Azië, Rusland) meestal een ruim monetair beleid van centrale banken in ontwikkelde landen uitlokten. Daaruit resulteerde overwegend een positief renteklimaat voor deze landen. Anderzijds doen opkomende markten het in het algemeen goed wanneer de groei wereldwijd uitbundig is, hetgeen meestal met een ongunstig renteklimaat in de ontwikkelde landen gepaard gaat.

Verdelingsindicatoren

Kurtosis en scheefheid ('skewness') zijn statistische grootheden die verdelingseffecten kwantificeren. Overmatige of excess kurtosis geeft aan of er een kans op een uitschieter is die uitstijgt boven dat van een normale verdeling. De verdeling krijgt dan zogenaamde 'dikke staarten'. Scheefheid geeft aan of de kansen op een negatieve of positieve uitschieters symmetrisch verdeeld zijn of niet. Een negatief teken voor de scheefheid geeft aan, dat er een grotere kans is op een negatieve uitschieter dan op een positieve (zie tabel 2).

Risicoprofiel nader bekeken

Verdelingskarakteristieken

Dat beleggers risico's schuwen is bekend. Zij eisen een risico-premie op beleggingen die veel uitschieters laten zien, en met name uitschieters aan de negatieve kant. De kurtoses van lokale valuta en harde valuta (zie [tabel 2](#)) geven aan dat de dikte van de staarten van beide categorieën het niveau overschrijdt van een normale verdeling en ook dat van indices zoals voor de Amerikaanse aandelen en obligaties wereldwijd. De scheefheid, die nul is in een normale verdeling, is negatief voor harde valuta en in mindere mate voor aandelen; de kans op een negatieve uitschieter is groter dan op een positieve uitschieter. Dit fenomeen blijkt niet van toepassing op lokale valuta. Wij vroegen ons af wat de reden hiervoor was.

Tabel 2. Verdelings-kenmerken van schuldtitels in opkomende markten (emd) versus andere categorieën, december 1993-juli 2001

maanddata	emd lv _a	emd hv _a	obligaties wereldwijd	vs high yield	vs aandelen	em aandelen

standaarddeviatie	6,9%	20,1%	3,1%	6,2%	15,1%	25,1%
excess kurtosis	3,0	13,4	1,0	4,3	1,1	3,8
scheefheid	0,2	2,7	0,2	0,7	0,8	1,1
minimum	-5,4	0,3	0,0	0,1	0,2	0,3
maximum	7,6	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1

- a. Schuldtitels in opkomende markten in lokale valuta respectievelijk harde valuta.
b. Op jaarbasis.

Hiertoe hebben wij een analyse gemaakt van deze lokale valuta in tijden van crisis. In dergelijke tijden, zo leert de ervaring, scheren beleggers risico's veelal over één kam, waardoor de negatieve uitschieters van lokale valuta's in opkomende markten de overhand kunnen krijgen en diversificatie aan belang inboet, juist wanneer zij het meest nodig is. De correlaties tussen verschillende markten schieten dan omhoog. Om dit gedrag onder dergelijke scenario's te onderzoeken, definieerden wij enkele subperiodes, waarbinnen een aantal valuta's extreme uitschieters kende (zie [tabel 3](#)). Wij selecteerden de Aziatische, Indonesische, Russische en Braziliaanse crisis, waarbinnen de respectievelijke valuta's een enorme devaluatie of depreciatie doormaakten. Binnen deze perioden bekeken wij het gedrag van de gemiddelde, ongewogen correlaties tussen de crisisvaluta en de andere valuta's binnen het eigen continent enerzijds en de correlaties van de crisisvaluta met valuta's in andere continenten. Onze verwachting was dat er vooral binnen de regio een significant opwaartse beweging zou zijn in de correlaties in tijden van crisis.

Tabel 3. Gemiddelde correlaties van lokale valuta binnen en buiten de eigen regio in tijden van crisis versus gehele periode, dagdata vanaf 1997

correlaties	binnen continent	buiten continent
Azië		
Azië-crisis (1 mei 1997-30 jan. '98)	0,48	0,08
Indonesië-crisis (3 nov. 1997-30 jan. '98)	0,56	0,13
gehele periode	0,33	0,05
Europa		
roebelcrisis (3 aug. 1998-29 jan. '99)	0,24	0,11
gehele periode	0,44	0,04
Latijns Amerika		
Brazilië-crisis (4 jan. 1999 - 31 mrt. '99)	0,56	0,24
gehele periode	0,52	0,09

Hoewel de gemiddelde correlatie typisch omhoog gaat in tijden van crisis, blijkt de mate waarin beperkt. Bovendien is de toename van de correlaties met valuta's buiten de regio heel beperkt, voor zover er al een effect zichtbaar is. In het geval van de roebel crisis gaat de gemiddelde correlatie binnen het blok zelfs omlaag. Dit verrassende resultaat zou onzes inziens voort kunnen komen uit de toenemende associatie van de andere Europese landen met de eu in plaats van met het crisisland.

In het algemeen blijft het totale risicoprofiel van de lokale valuta (in tegenstelling tot dat van harde valuta) zelfs in woelige tijden door de min of meer blijvende diversificatie-effecten aan de lage kant. Dit geldt met name voor diversificatie buiten het eigen continent. Dit is voor een portefeuillebelegger een interessant gegeven.

Factoranalyse

Een andere manier om schuld-titels van opkomende landen te analyseren ten opzichte van andere riskante beleggingen is via principale component analyse. Hierbij wordt gepoogd de interacties tussen verschillende beleggingscategorieën te herleiden tot een gedeelde afhankelijkheid van een beperkt aantal onafhankelijke onderliggende factoren. Deze factoren zijn in principe abstract en behoeven nadere interpretatie. De relatie tussen de beleggingscategorieën en de desbetreffende factor kan worden weergegeven middels de onderlinge correlaties. Deze correlaties geven tevens informatie over de aard van de desbetreffende factor. [tabel 4](#) illustreert deze correlaties voor de eerste twee factoren.

Tabel 4. correlaties tussen principale componentenfactoren en beleggingscategorieën

	factor 1	factor 2
% variantie verklaard	64	17
emd lv	0,7	-0,6
emd hv	0,9	0,0
vs high yield	0,6	0,7
vs aandelen	0,8	0,1
em aandelen	0,9	-0,1

Slechts twee factoren zijn verantwoordelijk voor ongeveer 81 procent van de totale variantie (dit is de spreiding van de rendementen rond het gemiddelde). De bulk van de variantie wordt verklaard door de eerste factor (64 procent), die dan ook als marktrisico kan worden omschreven. Blijkens deze tabel hebben lokale valuta en Amerikaanse hoogrentende schuldtitels (us high yield) een streepje voor op de

andere beschouwde categorieën, daar de tweede factor een element van diversificatie weerspiegelt. Deze factor is niet noemenswaardig van invloed op de andere categorieën.

Dat dit tweede element ontbreekt bij harde valuta en aandelen, zou te maken kunnen hebben met het eerder genoemde homogene beleggerspubliek. Binnen opkomende markten biedt lokale valuta blijkbaar meerwaarde boven harde valuta en aandelen.

Conclusie

Het beleggen in obligaties in opkomende markten in de lokale valuta blijkt het meest interessant vanuit het perspectief van risico-beheer. Zelfs in tijden van crisis blijkt deze categorie qua diversificatie aantrekkelijk voor internationale beleggers. Wij denken dat deze markten aan betekenis zullen winnen, als financieringsbron voor lokale overheden of bedrijven en als beleggingsvehikel voor lokale en internationale beleggers. Centraal Europa en Mexico gaan hierbij andere landen voor. Het openen van de kapitaalrekening van de betalingsbalans en het bouwen van een binnenlandse rentekromme zijn hiervan de voorbodes.

¹ Zie bijvoorbeeld N. Brunia en L.J.R. Scholtens, Brady's bananenschil, *ESB*, 28 april 2000,

² De gebruikte index voor lokale valutabeleggingen is de ELMI+ index van JP Morgan. Dit betreft de korte rente (zo'n zes à zeven weken) in Amerikaanse dollars. Deze meet de korte rente maar geen obligatiemarkten. Onzes inziens voldoet deze proxy, omdat de meeste obligatiemarkten korte looptijden betreffen. Bovendien wordt de valutaire component volledig meegenomen.