

Rendement EMD ongekend interessant, maar nog onopgemerkt

In de huidige onzekere markten doen Europese institutionele beleggers er goed aan nog eens te kijken naar emerging market debt, een segment dat vaak ondervertegenwoordigd is in portefeuilles.

Door *Ward Brown*

Beleggers worden in 2023 geconfronteerd met meer onzekerheid. Er zijn echter lichtpuntjes. Zo begint de inflatie terug te lopen, vertragen centrale banken het tempo van verkrapping en zijn de waarderingen van obligaties momenteel in veel sectoren aantrekkelijker dan voorheen. Tegen deze achtergrond is emerging market debt (EMD) een nadere beschouwing waard voor Europese beleggers, omdat het betere rendementen biedt ten opzichte van andere obligatiecategorieën.

Europese beleggers zijn natuurlijk bekend met beleggen in opkomende markten, maar het segment is vaak ondervertegenwoor-

‘EMD biedt beleggers toegang tot economieën met een hogere groei en productiviteit dan ontwikkelde markteconomieën.’



digd in portefeuilles. Net als aandelen uit opkomende markten biedt EMD beleggers toegang tot economieën met een hogere groei en productiviteit dan ontwikkelde markteconomieën. Bovendien is deze beleggingscategorie de afgelopen 30 jaar volwassen geworden. Begin jaren negentig waren er weinig landen opgenomen in de index en tot begin jaren 2000 volgden de crises elkaar in rap tempo op. Deze asset class werd daardoor als een risicovolle aangelegenheid gezien. Maar tegenwoordig hebben veel emittenten van EMD een robuust schuldprofiel en een betere kredietwaardigheid. Bovendien zijn de diepte en breedte van de liquiditeit toegenomen doordat de omvang van de totale markt is gegroeid tot ongeveer € 4,7 miljard. EMD omvat nu bijna 16% van het wereldwijde obligatie-universum.

Lokale valuta

EMD kan worden onderverdeeld in twee belangrijke

subcategorieën: EMD in harde valuta en EMD in lokale valuta. EMD in harde valuta verwijst naar schuld die meestal in dollars, maar ook wel in euro of in yen is uitgegeven. EMD in lokale valuta verwijst naar schuld die is uitgegeven in de plaatselijke binnenlandse munt. EMD in harde valuta kan worden afgedekt (terug) naar euro's of ongedekt blijven. Voor EMD in lokale valuta is het hedgen van de valuta's vaak onpraktisch, omdat het een complex en kostbaar proces kan zijn.

Bij het overwegen van een allocatie is het belangrijk om de volatiliteits- en correlatiekarakteristieken van een asset class te begrijpen. Vaak wordt aangenomen dat EMD in lokale valuta volatieler is dan EMD in harde valuta. Maar het volatiliteitsprofiel hangt af van de thuisvaluta van de belegger. In de afgelopen tien jaar was de volatiliteit van EMD in lokale valuta voor Amerikaanse beleggers

‘De rentes van EMD in lokale valuta zijn momenteel interessant. Zeker in vergelijking met ontwikkelde markten.’

hoger, namelijk gemiddeld 11,4%, vergeleken met een volatiliteit van EMD in harde valuta van 9,0% in dezelfde periode. In euro uitgedrukt was de volatiliteit van EMD in lokale valuta met 9,2% echter veel lager, vergelijkbaar met niet-afgedekte EMD in harde valuta, dat eveneens gemiddeld 9,2% bedroeg. Het afdekken van de exposure naar de Amerikaanse dollar van EMD in harde valuta heeft de totale volatiliteit iets verminderd, tot 9,0%.

Verschillende cycli

In de afgelopen twintig jaar heeft EMD in lokale valuta verschillende cycli doorlopen. Een typische cyclus van dit segment kent vier fasen: eerst een periode met een zeer terughoudende Fed, dan een fase waarin de lokale obligaties en valuta's van opkomende markten verzwakken, daarna beginnen de centrale banken van deze landen de rente te verhogen om de inflatie te stabiliseren, en in de laatste fase stabiliseren de valuta's uit opkomende landen, neemt de inflatie af en stijgt het reële rendement op de schuld in lokale valuta.

In het verleden zijn we getuige geweest van drie cycli van EMD in lokale valuta: een voor en twee na de wereldwijde financiële crisis. De eerste cyclus viel samen met de tussentijdse verkrapting door de Federal Reserve in de periode van 2004 tot 2006. Daarna waren er cycli die respectievelijk samenvielen met de

Taper Tantrum van 2013 en de Amerikaanse renteverhogingen van 2018.

Momenteel staan we op het punt de vierde fase van de huidige cyclus in te gaan, waarin we normaliter goede resultaten kunnen verwachten. Het beleid van de centrale banken in opkomende landen is duidelijk. Sommige hebben de renteverhogingen voorlopig in de paauze gezet. De lokale markten anticiperen op renteverlagingen. Daarnaast lijkt de Amerikaanse dollar zijn hoogtepunt te hebben bereikt en begint de inflatie in opkomende landen te normaliseren, wat goed nieuws is voor lokale obligaties.

De rentes van EMD in lokale valuta zijn momenteel interessant. Zeker in vergelijking met ontwikkelde markten: EM levert 3,25% meer rente op, ondanks de grote rentecorrectie in de ontwikkelde markten. Daarnaast is de waardering van EM-valuta momenteel gunstig. Een mandje met EM-valuta handelt op het laagste niveau in jaren, vergeleken met een mandje van dollars en euro's. Ten slotte correleren de waarderingen van valuta uit opkomende markten normaliter met de grondstoffenprijzen, maar op dit moment lijkt de grondstoffenrally van vorig jaar nog niet te zijn ingeprijsd.

Streng selectie

Essentieel is en blijft een strenge selectie binnen de EM-landen. Niet alleen

moeten beleggers de cyclus van EMD in lokale valuta begrijpen vanuit een wereldwijd macro top-down perspectief, ze moeten ook rekening houden met de hoogte en opbouw van de overheidsschuld. EMD in lokale valuta heeft een hoge volatiliteit, dus moeten beleggers focussen op markten die een sterk onderliggend fundament hebben. Daarnaast moeten ze zich verdiepen in zowel de lokale monetaire beleidsdynamieken als de technische kant, om te weten waar de duratierisico's liggen.

Een van de grootste risico's in de prognoses die beleggers aanhouden, is dat de wereldwijde economie toch nog een harde landing maakt. De Amerikaanse dollar wordt tijdens wereldwijde recessies vaak gezien als veilige haven, wat de positie van EM-valuta zou verzwakken, waardoor lokale centrale banken niet over kunnen gaan tot renteverlagingen. Hoewel de wereldwijde groei dit jaar hoogstwaarschijnlijk zal vertragen, zorgen de heropening van China en de verlaagde energierisico's in Europa er echter waarschijnlijk voor dat een harde landing uitblijft.

In deze onzekere markten zouden Europese beleggers een strategische allocatie naar EMD kunnen en moeten overwegen, omdat ze op deze manier toegang krijgen tot markten die snel groeien, maar die tegelijkertijd volwassen zijn geworden als het gaat om de omvang van de markt, liquiditeit en kredietkwaliteit. EMD biedt bovendien diversificatievoordelen in bredere portefeuilles, omdat de asset class een lage correlatie heeft met andere segmenten. ■



Ward Brown

Portfolio Manager Fixed Income,
MFS Investment Management

IN HET KORT

EMD is vaak nog ondervertegenwoordigd in portefeuilles.

Met name EMD in lokale valuta is momenteel interessant.

Beleggers krijgen met EMD toegang tot snelgroeiende markten die bovendien een lage correlatie hebben met andere beleggingssegmenten.