

Drie misverstanden over Emerging Market Credits ontzenuwd

DOOR MICHEL PEKELHARING, FINANCIËEL JOURNALIST

De corona-onrust leidde in maart tot een grote schok op de aandelen- en obligatiemarkten. Daarbij bleven Emerging Market Corporate Bonds (EMC) niet buiten schot. Het is echter niet vanzelfsprekend dat deze categorie in de pas loopt met andere, meer risicovolle segmenten van de obligatiemarkt. 'Obligaties van bedrijven uit opkomende markten zijn voornamelijk in handen van lokale beleggers. Deze partijen zijn meer gericht op de eigen markt en zijn minder gevoelig voor de koersbewegingen op internationale vastrentende markten. Dat geldt met name voor Azië, wat veruit de belangrijkste regio is binnen de EMC-wereld. Ook speelt mee dat lokale partijen minder snel door outflows of een liquiditeitscrunch gedwongen worden hun positie af te bouwen. Een gevolg is dat de volatiliteit van de beleggingscategorie vaak lager ligt dan je zou denken', vertelt Qian Zhang – Senior Client Portfolio Manager Emerging Corporate Bonds bij Pictet Asset Management.

Volgens Zhang zijn er drie misverstanden die ervoor zorgen dat veel beleggers te weinig aandacht aan het segment schenken. Zo is EMC niet langer een nichemarkt. Zhang: 'Onlangs sprak ik op een congres degene die betrokken was bij het ontwerpen van de eerste volwaardige EMC-index, ruim tien jaar geleden. Zij vertelde dat er indertijd bijna niemand was die de beleggingscategorie serieus nam. Nu ziet de wereld er heel anders uit. Een conferentie die een Amerikaanse zakenbank over het

beleggingssegment organiseerde, trok eerder dit jaar ruim 500 professionals van overal ter wereld.'

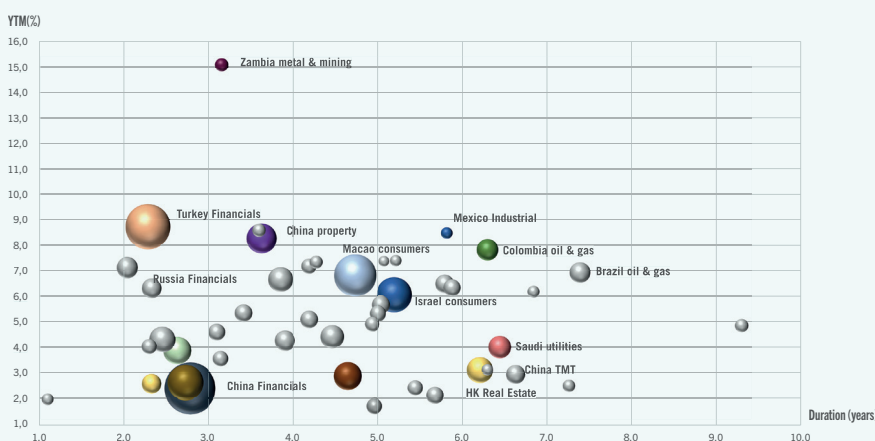
Ook in financieel opzicht legt EMC als beleggingssegment behoorlijk wat gewicht in de schaal. De marktomvang is in het afgelopen decennium ruimschoots vertienvoudigd naar ongeveer \$ 2.300 mrd¹. Dat is meer dan bijvoorbeeld de complete Europese markt voor investment grade-bedrijfsobligaties of de high yield-obligatie-

markten van de Verenigde Staten en Europa samen. Op de EMC-markt worden obligaties verhandeld van meer dan 800 bedrijven, terwijl beleggers kunnen kiezen uit ruim 35 verschillende fondsen. Het segment is hard op weg een volwassen markt te worden, met unieke eigenschappen. Het tweede misverstand is dan ook dat EMC niets zou toevoegen naast een mix van staatsobligaties uit opkomende markten en high yield-obligaties uit de ontwikkelde wereld.

Een grote gereedschapskist

'Je gereedschapskist wordt een stuk groter als je behalve in EM-staatsobligaties ook belegt in EM-bedrijfsobligaties', zegt Zhang: 'Behalve over landen, kan je namelijk ook diversifiëren over verschillende sectoren. Daarmee heb je een extra middel voor het invullen van je macro-visie via *bottom up*-obligatieselectie. Als de vooruitzichten verslechteren, kun je het zwaartepunt in de portefeuille verschuiven naar meer defensieve segmenten, zoals bijvoorbeeld financials in de meer volwassen economie van Zuid-Korea. Zodra het economisch groeitempo weer aantrekt, is het mogelijk om zwaarder in te zetten op meer cyclische segmenten, zoals Afrikaanse mijnbouwbedrijven.

Figuur 1: Procentuele marktwaarde land/sectorcombinaties bij verschillende yield- en durationniveaus



De grootte van de bolletjes geeft de procentuele marktwaarde van de land/sectorcombinatie in de index weer.

Bron: JP Morgan CEMBI BD Index per januari 2020

Bovendien heeft het marktsegment meer defensieve eigenschappen dan EM-staatsobligaties. Zhang: 'In het afgelopen decennium was de maximale drawdown van EMC bijna elk jaar lager dan dat van staatsobligaties uit opkomende landen. De beleggings-categorie is bovendien beter bestand tegen externe schokken dan vaak wordt gedacht. Een goed voorbeeld is de scherpe daling van de olieprijs in 2014. De prijsdaling binnen het EMC-segment was toen beduidend minder groot dan op de Amerikaanse high yield-markt. Veel energiebedrijven in de EMC-markt zijn grote olie- en aardgasbedrijven met een hoge kredietwaardigheid. Hoewel ze evenveel last hebben van een lagere olieprijs als Amerikaanse high yield-bedrijven, hebben ze te maken met andere lokale regelgeving en met overheden die ze onder lastige omstandigheden vaak wat meer lucht kunnen geven. Dat kan soms een voordeel zijn.'

Mooie premie, ook na valutahedge

Het derde misverstand is dat er van het mooie rendement weinig overblijft als valutarisico's worden afgedekt. Bijna alle EMC-obligaties noteren in dollars. De yield van EMC daalt weliswaar wanneer een belegger hedget van USD naar euro's, maar voor de coronacrisis lag de yield na hedgen nog steeds circa 100 punten boven die van Europese obligaties, zowel binnen het high yield-als in het investment grade-segment. Ook aan het begin van de coronacrisis, in maart 2020, bleef het rendementsverschil behoorlijk.'

Die aantrekkelijke premies zijn niet zonder meer een vergoeding voor een hoger risico in het EMC-segment, vertelt Zhang: 'De afgelopen vijftien jaar was de default-rate vergelijkbaar met, of zelfs lager dan, die van Europese en Amerikaanse bedrijfsobligaties. Dat gold ook tijdens de nasleep van de kredietcrisis in 2008. En als een bedrijf binnen het EMC-segment in de problemen komt, leidt dit niet sneller tot een faillissement dan in de ontwikkelde wereld. Hierdoor hebben fondsmanagers meer gelegenheid om bij te sturen.'



Foto: Archief Pictet Asset Management

QIAN ZHANG

Brede visie, lokale kennis

De specifieke kenmerken van het beleggingssegment maken EMC bij uitstek een aantrekkelijk werkterrein voor actief beheer. De markt wordt gedomineerd door lokale spelers. Hierdoor liggen in het lokale marktsegment veel mogelijkheden voor een grote, internationale partij met een goed beeld van de brede wereldwijde markt. Zhang benadrukt dat het daarnaast een groot voordeel is om te werken met lokale analistentteams in plaats van een centraal team, ver weg van de landen zelf: 'Een goede kennis van de lokale markt is essentieel. Het is bijvoorbeeld mogelijk om internationaal opererende banken uit Europa en de Verenigde Staten enigszins te vergelijken. Maar een bank in een opkomende economie zoals Oekraïne heeft te maken met compleet andere regelgeving en risico's dan banken in de ontwikkelde wereld of in andere opkomende markten. Wie zonder lokale expertise gaat beleggen in EMC, maakt als het ware een schilderij met een verfronter in plaats van een penseel.' Beleggers die een strategische positie overwegen in EMC, hoeven zich volgens Zhang niet af te laten schrikken door het slechte beursklimaat: 'Ik weet nog dat het er eind 2015 slecht uitzag. Brazilië verkeerde bijvoorbeeld in een diepe recessie en Russische bedrijven hadden veel last van de internationale sancties. Dankzij het ingrijpen van

centrale banken volgde echter een flink herstel, waar EMC van profiteerde.' In veel landen loopt de lange rente iets op door het vooruitzicht dat er grote stimuleringspakketten aankomen om de economie na de coronacrisis weer op gang te krijgen. Aan de andere kant drukken centrale banken de korte rente juist steeds verder omlaag. Ook als de financiële wereld zich herstelt, wordt de 'search for yield' mogelijk weer een belangrijk thema. Zhang: 'In dat scenario is EMC helemaal een aantrekkelijke belegging. Maar ook zonder die zoektocht naar rendement verdient de beleggingscategorie een plaats in de asset mix. EMC wordt een volwassen markt en heeft verschillende eigenschappen die gunstig afsteken tegen andere delen van de vastrentende wereld.' «

1 Bron: Bank of America Merrill Lynch, juli 2019

Bedrijfsobligaties uit opkomende markten (EMC) zijn uitgegroeid tot volwaardige asset class;

Het risicoprofiel steekt vaak gunstig af tegen EM-staatsobligaties en high yield-obligaties;

Ook na valuta-hedge biedt EMC uitzicht op een relatief aantrekkelijk rendement.