Obligaties uit opkomende markten

Beschrijving

Veel beleggers denken bij opkomende markten aan hoge risicoâ??s, zwakke overheden en wanbetaling. Voor obligaties in lokale valuta klopt dat beeld al jaren niet meer. De brede index van deze markt, de GBI-EM Global Diversified, heeft gemiddeld een BBB-rating. Bijna 80% van de obligaties heeft een goede kredietwaardigheid (investment grade). Daarmee is de kwaliteit zelfs hoger dan die van de obligaties die opkomende landen in dollars uitgeven. Daar valt bijna de helft onder high yield.

Het vooroordeel is een klassieke denkfout. We beoordelen een beleggingscategorie op het beeld dat het eerst in ons opkomt, niet op de cijfers. AziÃ« maakt bijna de helft van de index uit, met China, IndonesiÃ«, MaleisiÃ«, Thailand en India als grootste landen. Dat zijn economieÃ«n met sterke externe posities en geloofwaardige centrale banken. De markt is bovendien enorm. De totale schuld in lokale valuta bedraagt meer dan 14 biljoen dollar. Dat is ruim vier keer zoveel als de dollarschuld van opkomende landen en tien keer zo groot als twintig jaar geleden.

Een reÃ«le rente op een hoogtepunt

Toch is het rendement hoog. De index rendeert ongeveer 6,5%. Dat is minstens zoveel als Europese high-yieldobligaties opleveren, terwijl het kredietrisico veel lager is. Na aftrek van inflatie blijft er een reÃ«le rente van 3,4% over. Dat niveau ligt dicht bij het hoogste punt in vijftien jaar. Kijken we naar de verwachte inflatie voor komend jaar, dan is de reÃ«le rente 3,0%. In ontwikkelde landen is dat slechts 1,2%.

De centrale banken van opkomende landen verdienen hier lof. Zij verhoogden in 2021 en 2022 de rente eerder dan de Fed en de ECB. Die discipline betaalt zich nu uit. Ondanks de energieschok door de verstoring in de Straat van Hormuz ligt de gewogen inflatie in de index rond 3%. Waar de Fed de rente juist verhoogt, hoeven de meeste opkomende landen dat niet te doen. Zodra de energieprijzen dalen, hebben zij bovendien ruimte om de rente te verlagen.

High yield: te weinig vergoeding voor het risico

Bij high yield zijn we terughoudend. Wie bedrijfsobligaties met een lage kredietwaardigheid koopt, loopt het risico dat bedrijven niet meer kunnen betalen. Over een volledige cyclus heb je daarvoor ongeveer 400 basispunten extra rente nodig boven staatsobligaties. Alleen dan vang je de verliezen in een recessie op. De huidige vergoeding ligt daar ver onder. De kredietopslag op Amerikaanse high yield is sinds eind augustus opgelopen van 260 naar ruim 300 basispunten. In Europa ligt de opslag rond 295 basispunten. Dat is beter dan een maand geleden, maar nog altijd ruim onvoldoende.

Binnen high yield lopen de verschillen bovendien op. Beleggers kopen vooral BB-obligaties, de hoogste trede binnen high yield, vanwege hun rendement. Daardoor is de opslag daar met ongeveer 190 basispunten erg krap. De onrust zit vooral aan de onderkant van de markt. De opslag op Amerikaanse CCC-obligaties steeg in Ã©Ã©n week van ongeveer 1.095 naar bijna 1.160 basispunten. Het rendement ligt daar boven 16,5%. Zulke cijfers horen bij bedrijven die moeite hebben hun schuld te dragen. Het gemiddelde van de markt verbergt dus twee problemen tegelijk. Voor de betere bedrijven krijg je te weinig betaald, en bij de zwakste bedrijven verschijnen de eerste scheuren.

Andere fundamenten

Obligaties uit opkomende markten in lokale valuta zijn een heel andere belegging. Het zijn staatsobligaties, geen bedrijfsobligaties. Hun rendement hangt niet af van de faillissementscyclus van bedrijven, maar van inflatie, het beleid van de centrale bank en de koers van de valuta. Wanbetaling op lokale schuld is bovendien zeldzaam. Een overheid kan in haar eigen munt altijd belasting heffen of de schuld wegwerken met inflatie. In de moderne tijd zijn er weinig voorbeelden: Rusland in 1998, ArgentiniÃ« in 2019 en Ghana en Sri Lanka in 2023.

Dat verschil is belangrijk. High yield beweegt vaak mee met de aandelenmarkt. Hapert de economie, dan lopen de opslagen op en dalen de koersen. Bij lokale schuld uit opkomende markten kan een vertraging juist gunstig uitpakken, omdat centrale banken dan ruimte krijgen om de rente te verlagen. Dat blijkt ook uit de scenarioâ??s verderop.

Waarom obligaties uit opkomende markten om selectie vragen

Het gemiddelde verbergt grote verschillen. De index weegt de grote Aziatische landen met lage rentes zwaar. In AziÃ« ligt de reÃ«le rente rond 1,6%. In Latijns-Amerika is dat ongeveer 4% en in Oost-Europa, het Midden-Oosten en Afrika zelfs 4,6%. BraziliÃ« biedt een reÃ«le rente van ruim 9%, Colombia van 8%.

Elk land heeft zijn eigen verhaal. In Latijns-Amerika schuift de politiek richting marktvriendelijke hervormers, en de Braziliaanse verkiezingen bepalen hoe ver de rente daar kan dalen. Oost-Europa profiteert van Europese defensiegelden. Polen geeft bijna 5% van het bbp uit aan defensie en zijn

centrale bank zal naar verwachting de rente verlagen. Zuid-Afrika boekt vooruitgang met hervormingen en verlaagde het inflatiedoel naar 3%. Die verschillen maken actief beheer waardevol.

Frontier-markten: meer rente, meer keuzes

Wie verder kijkt dan de brede index, komt uit bij frontier-markten. Dat zijn kleinere en minder ontwikkelde economieÃ«n, zoals Nigeria, Egypte, Kenia, Vietnam, Kazachstan, Pakistan en Bangladesh. Daar is de nominale rente gemiddeld 10,5% en de reÃ«le rente ongeveer 4%. Een nieuwe brede index voor deze markt omvat 26 landen en bijna 330 miljard dollar aan schuld. Afrika maakt daarvan bijna 45% uit. Teruggerekend leverde deze markt de afgelopen negen jaar gemiddeld 1,2 procentpunt per jaar meer op dan de brede index van opkomende markten.

Die extra rente is geen geschenk. De kredietwaardigheid is lager, de markten zijn minder liquide en wanbetaling komt vaker voor. Daar staat tegenover dat frontier-markten vooral bewegen op lokale ontwikkelingen, zoals hervormingen, steunprogrammaâ??s en het beleid van de eigen centrale bank. Daardoor hangen ze minder samen met de wereldwijde markten en minder met het conflict in het Midden-Oosten. Een bescheiden positie naast de brede index verhoogt zo het rendement en spreidt het risico. Voorwaarde is wel dat je per land kiest en nooit afhankelijk wordt van Ã©Ã©n markt.

De valuta als extra motor

De dollar is in reÃ«le termen nog altijd duur. Valutaâ??s van opkomende landen zijn daarentegen goedkoop, na een lange daling tussen 2012 en 2022. In 2025 behaalde de index een rendement van 19,3%. Daarvan kwam 8,3 procentpunt uit valutawinst. Dit jaar is het lastiger, door de oliecrisis en hogere Amerikaanse rentes. Toch daalden de valutaâ??s slechts 0,5%, terwijl de dollarindex 2,6% steeg. De index staat dit jaar 2,2% hoger, terwijl de wereldwijde obligatie-index 1,3% verloor.

Onderbelegd en dus kansrijk

Ondanks deze resultaten blijven buitenlandse beleggers weg. In 2023 en 2024 verkochten zij per saldo. In 2025 stroomde er slechts 8,3 miljard dollar in, minder dan 2% van het belegde vermogen. Lokale pensioenfondsen en verzekeraars vormen nu de stabiele koper. Dat maakt de markt minder afhankelijk van grillig buitenlands geld.

De vooruitzichten zijn scheef verdeeld, in het voordeel van de belegger. Bij een zachte landing van de wereldeconomie ligt een rendement van ruim 15% in het verschiet. Bij een economische vertraging is dat bijna 14%. Alleen in een scenario met sterke groei door AI, een hogere Amerikaanse rente en 5% valutaverlies wordt het rendement licht negatief. Voor high yield ligt dat precies andersom: juist bij een vertraging lopen de opslagen op en vallen de verliezen.

Drie markten naast elkaar

Zet je de drie naast elkaar, dan is de keuze helder. High yield biedt 6 tot 8% rendement, maar te weinig vergoeding voor het risico van een volgende recessie, en de onrust aan de onderkant neemt toe. Obligaties uit opkomende markten in lokale valuta bieden een vergelijkbaar rendement met een gemiddelde BBB-rating, een reÃ«le rente op een hoogtepunt en goedkope valutaâ??s. Frontier-markten bieden nog meer rente voor wie bereid is per land te kiezen. Wie wacht op een beter instapmoment, loopt het risico achter de feiten aan te lopen. Het is tijd om het oude beeld los te laten en naar de cijfers te kijken.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief