

Markt: trends & thema's

Outlook opkomende markten

April 2024

Outlook opkomende markten

Samenvatting

Opkomende markten hebben de afgelopen jaren teleurstellende rendementen laten zien ten opzichte van ontwikkelde landen. Voor een belangrijk deel zijn zwakkere groei in China en depreciërende wisselkoersen de drijfveren geweest hiervan.

Wat de vooruitzichten en risico's betreft zijn er vooral veel verschillen op te merken tussen opkomende markten, zoals we in een [eerdere publicatie](#) al hebben betoogd. Zo zijn de economische vooruitzichten voor China zwak, maar zijn die van India en Indonesië gunstiger. Hoewel de verwachting is dat inflatie de komende 5 jaar lager zal zijn in de meeste opkomende landen vergeleken met de afgelopen 20 jaar, zullen tekorten op de lopende rekening en van de overheid hoog blijven. Die laatste twee zouden neerwaartse druk kunnen uitoefenen op de waarde van munten van opkomende markten ten opzichte van, bijvoorbeeld, de Amerikaanse dollar.

Het ziet er niet naar uit dat opkomende markten de komende jaren af zullen komen van hun hoge overheidsschulden. Die zijn door de jaren heen juist gestegen (met name in China), en gegeven de verwachting dat er 'twin deficits' (zowel een overheidstekort als een tekort op de lopende rekening) zullen zijn in veel opkomende markten, zullen die schulden naar verwachting eerder stijgen dan dalen. Wel hebben opkomende markten (met name in Azië) hun schulden in buitenlandse valuta weten terug te dringen, hoewel die in Argentinië en Turkije nog steeds hoog zijn.



Verder vormen op korte termijn aankomende verkiezingen in opkomende landen een risico, o.a. omdat die beleidsonzekerheid verhogen. Op langere termijn vormt de-globalisatie een risico. De energietransitie is ook een risico, met name voor opkomende landen die energie-intensief zijn. Maar de energietransitie kan ook kansen bieden, omdat veel van de grondstoffen die nodig zijn voor de energietransitie in opkomende markten zitten, zoals Indonesië, China en Chili.

Ten slotte verschillende de waarderingen binnen opkomende markten enorm, en maakt het voor toekomstige rendementen veel uit om welke opkomende markt het gaat. Al met al pleit dat ervoor dat beleggers duidelijke keuzes moeten maken wanneer ze beleggen in opkomende markten (tussen een buy & hold of actieve strategie bijvoorbeeld).

Opkomende markten zijn achtergebleven en groeivoorzichten lopen flink uiteen

Aandelenmarkten van opkomende landen zijn sterk achtergebleven bij ontwikkelde markten¹. Waar ontwikkelde markten in de afgelopen 10 jaar (in euro's) 3,5 keer zoveel waard zijn geworden, is dat maar 1,5 keer geweest voor opkomende markten (Figuur 1). De twee belangrijkste redenen daarvoor zijn China en wisselkoersen. China is de afgelopen 10 jaar een steeds groter deel geworden van de 'MSCI Emerging Markets Index' terwijl de aandelenmarkt van China zeer matig heeft gepresteerd. Daarnaast zijn de wisselkoersen van opkomende markten gedeprimeerd ten opzichte van de euro. Samen verklaren China en wisselkoersen 73% van de rendementen van de MSCI Emerging Markets Index².

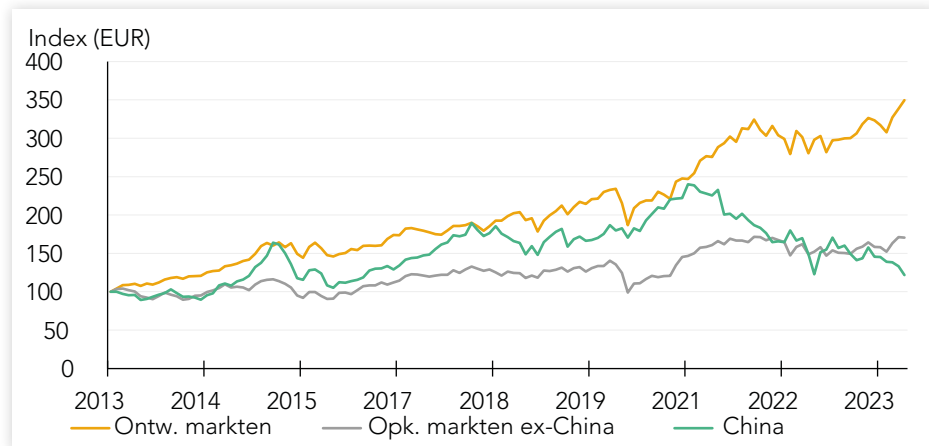
Het achterblijven van de Chinese aandelenmarkt heeft te maken met de afnemende economische groei en de kwakkelende vastgoedmarkt, en helaas zijn de vooruitzichten daar ook zwak.

¹ De focus in deze studie ligt op grotere landen zoals China, India, Brazilië, Mexico, Zuid Korea, Indonesië, Turkije, Polen en Taiwan omdat deze samen bijna 90% van het BBP van opkomende markten vertegenwoordigen. Let wel, voor een aantal landen die in deze studie besproken worden geldt dat a.s.r. hier niet in belegd door haar ESG uitsluitingsbeleid (bijv. China, Turkije en Saoedi-Arabië). Hier is een lijst van de afkortingen die gebruikt zijn voor de landnamen: Bulgarije (BUL), Brazilië (BRZ), Chili (CHI), China (CHN), Colombia (COL), Democratische Republiek Congo (DRC), Filipijnen (FIL), Hongarije (HON), India (IND), Indonesië (IDO), Mexico (MEX), Polen (POL), Roemenië (ROE), Saoedi-Arabië (SAU), Taiwan (TWA), Turkije (TUR), Zambia (ZAM), Zuid Afrika (ZAR), Zuid Korea (KOR).

² Een regressie waarbij het maandelijkse rendement van de MSCI Emerging Markets Index (van jan 2003 t/m dec 2023, in euro) wordt verklaard door het rendement van de MSCI China Index (in euro) en het rendement op de 'DB EM FX Equally Weighted Spot Index' (een gelijk gewogen gemiddelde van de wisselkoers van verschillende opkomende markten munten ten opzichte van de Amerikaanse dollar, omgerekend naar euro) levert een 'Adjusted' R-kwadraat op van 0,73, waarbij beide verklarende variabelen statistisch significant zijn (p-waarde kleiner dan 1%).

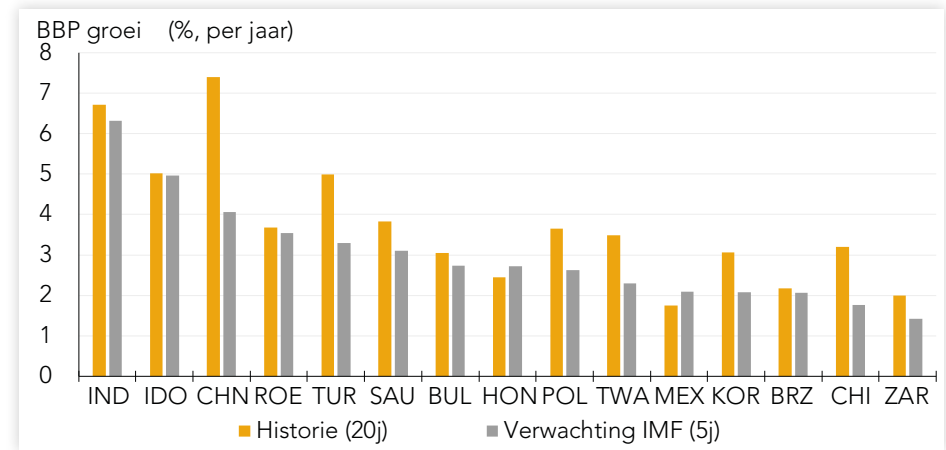
De economie van China groeit naar verwachting de komende 5 jaar weliswaar 4% op jaarbasis, maar dat is een stuk minder dan de jaarlijkse groei van de afgelopen 20 jaar (7,4%). De economische groeivoorzichten voor India en Indonesië zijn een stuk beter (Figuur 2). Beide landen hebben een jonge en groeiende bevolking met toenemend inkomen en beide landen investeren relatief veel. Voor beleggers is dit relevant omdat economische groeiverwachtingen iets zeggen over de lange termijn winstgroei van bedrijven en de groei van overheidsinkomsten. Dat laatste is bijvoorbeeld relevant voor beleggers in staatsobligaties.

Figuur 1: Het achterblijven van opkomende markten heeft voor een groot deel te maken met China



Bron: Bloomberg

Figuur 2: Economische vooruitzichten zijn het meest gunstig voor India en Indonesië



Bron: [IMF WEO database oktober 2023](#)

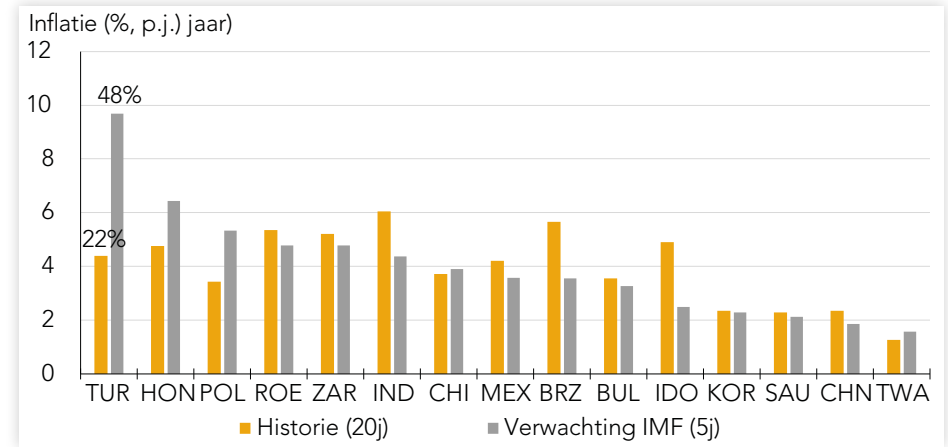
Inflatie zal afnemen de komende jaren, maar overheidstekorten blijven

Naast economische groeiverwachtingen is ook van belang hoe de inflatie zich zal ontwikkelen en of er tekorten worden verwacht op de lopende rekening en van de overheid. Hogere inflatie en hogere tekorten leiden, bijvoorbeeld, over het algemeen tot zwakkere munten.

Het IMF schat dat de gemiddelde inflatie de komende 5 jaar iets lager zal liggen dan de afgelopen 20 jaar in de meeste opkomende landen (Figuur 3). Het is aannemelijk dat dit komt door een combinatie van afnemende groei, meer onafhankelijk geworden centrale banken en omdat opkomende markten minder schulden in buitenlandse valuta hebben dan vroeger (met name in Azië). Voor aandelenbeleggers is afnemende lange termijn inflatie in principe geen goed nieuws, omdat winsten (en daarmee rendementen) doorgaans meebewegen met inflatie. Voor obligatiebeleggers aan de andere kant is afnemende inflatie wel goed nieuws, omdat de waarde van obligatiecoupons dan minder wordt uitgehold.

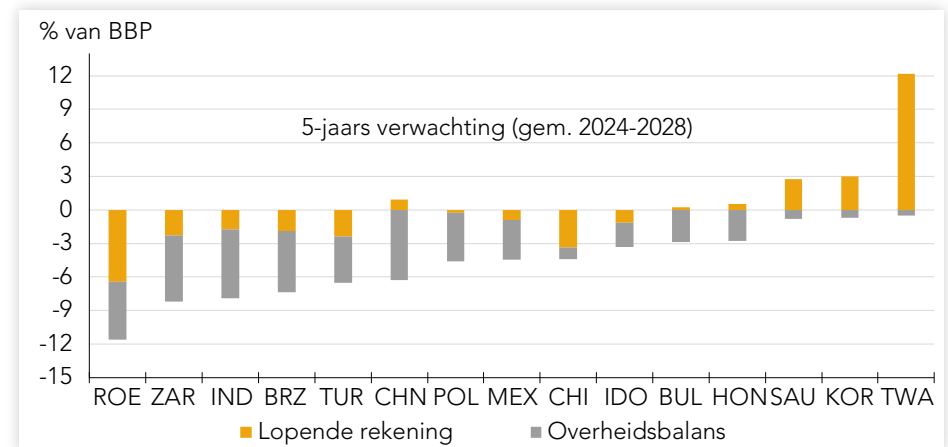
Wisselkoersen van landen die zowel een tekort hebben op hun lopende rekening als een overheidstekort ('twin deficit') neigen ertoe te depreciëren (want dit soort landen moet vanwege beide tekorten geld lenen van het buitenland). Met dat in het achterhoofd én de verwachting dat inflatie in opkomende landen volgens het IMF hoger zal zijn dan in ontwikkelde landen, valt te verwachten dat de munten van opkomende landen gemiddeld genomen zullen blijven depreciëren ten opzichte van bijvoorbeeld de Amerikaanse dollar en de euro. Roemenië, Zuid Afrika en India lijken hier gevoelig voor (Figuur 4).

Figuur 3: Inflatie zal naar verwachting hoger zijn in Turkije en Hongarije en lager in India en Indonesië



Bron: IMF WEO database oktober 2023

Figuur 4: Roemenië, Zuid Afrika en India zullen naar verwachting de hoogste tekorten hebben



Bron: IMF WEO database oktober 2023 en Bloomberg

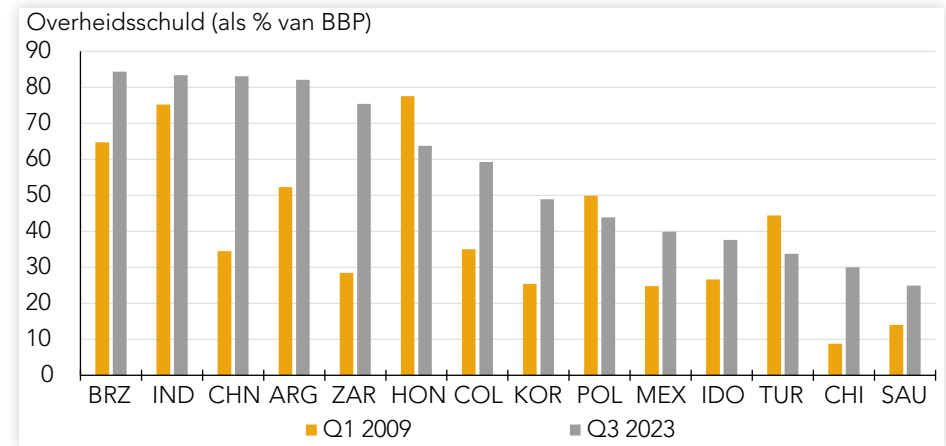
Overheidsschulden zijn nog steeds hoog

Eén van de gevolgen van hogere overheidstekorten zijn hogere overheidsschulden. Overheidsschulden zijn belangrijk om in de gaten te houden voor beleggers in staatsobligaties, omdat landen met hoge schulden meestal ook veel aan rente en aflossing moeten betalen, wat moeilijk kan worden als er een economische tegenslag is. Wat dat betreft vallen India, Brazilië en China op ³. Die hebben hoge schulden ten opzichte van het BBP (Figuur 5), die ook nog (met name in China) zijn gestegen over de afgelopen 15 jaar. Het is de meeste opkomende markten dus (net als ontwikkelde landen) blijkbaar niet gelukt om hun overheidsschuld terug te dringen door de jaren heen, en gegeven de verwachte overheidstekorten is het niet aannemelijk dat daar verandering in zal komen op korte termijn.

Voor China geldt wel dat haar overheidsschuld grotendeels in lokale valuta is gedenomineerd; het land zal dus niet failliet gaan omdat het te weinig dollars heeft. Dat risico is een stuk hoger bij Argentinië en Turkije (Figuur 6). In Polen en Hongarije speelt hetzelfde risico maar dan met betrekking tot de euro. In Polen bijvoorbeeld hebben naast de overheid ook huishoudens schulden in euro's omdat er hypotheeklen in euro's worden verstrekt. Dit is onder andere belangrijk voor beleggers in 'hard currency' staatsobligaties, omdat de rente en aflossing die zij krijgen meestal in Amerikaanse dollar of euro's is. Die Amerikaanse dollars kunnen opraken. Momenteel loopt bijvoorbeeld Egypte extra risico omdat een belangrijke inkomstenbron van Amerikaanse dollars (het Suez Kanaal) is weggefallen, terwijl het land al kampt met een tekort aan buitenlandse valuta.

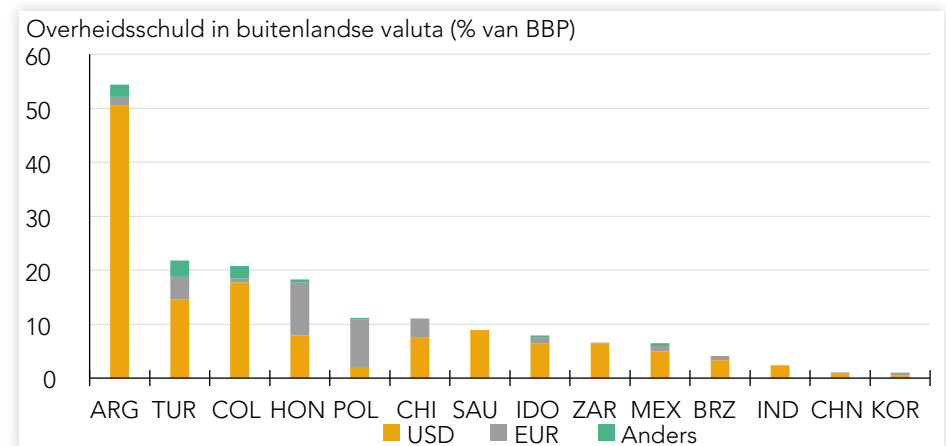
³ De cijfers voor China in Figuur 5 zijn exclusief de (impliciete) garantie voor (semi-) staatsbedrijven; als dat ook als overheidsschuld wordt meegerekend, is de overheidsschuld van China een stuk hoger.

Figuur 5: Brazilië, China en India hebben de hoogste overheidsschuld



Bron: [Institute of International Finance](#)

Figuur 6: Naast Argentinië hebben Turkije, Colombia en Hongarije veel schuld in buitenlandse valuta



Bron: [Institute of International Finance](#), data is per Q3 2023

Verkiezingen

In veel opkomende markten zijn dit jaar verkiezingen. Tabel 1 geeft een korte weergave van de verkiezingen in een aantal grote opkomende markten. Er zijn twee risico's die hier spelen.

Ten eerste beleidsonzekerheid. In Indonesië is op 14 februari Prabowo Subianto gekozen tot nieuwe president. Hoewel de verkiezingscampagne van Subianto was gestoeld op het voortzetten van het hervormingsgezinde en pro-markt beleid van zijn voorganger Joko Widodo ('Jokowi'), is de vraag in hoeverre dat waargemaakt gaat worden. Daarnaast is Subianto populistischer dan Jokowi, wat onder andere kan betekenen dat de staatsschuld van Indonesië hoger zal zijn dan markten hiervoor inschatten.

In Zuid Afrika bestaat er een risico dat de huidige leidende partij (ANC) minder dan 50% van de parlamentszetels wint en wordt gedwongen om met de sterk populistische partij EEF een coalitie te vormen. Dat zou de Zuid-Afrikaanse politiek populistischer en minder voorspelbaar maken en risicopremies van Afrikaanse activa kunnen doen toenemen.

In India wordt verwacht dat de huidige regerende partij (BJP) haar meerderheid in het Lagerhuis behoudt en dat Narendra Modi de premier blijft. Vergelijkbaar met Jokowi in Indonesië, heeft India veel hervormingen gezien onder Modi. Echter, als de BJP niet weer een meerderheid in het parlement krijgt, zou de schrikreactie van de markt groot kunnen zijn omdat het veel beleidsonzekerheid impliceert.



In Mexico wordt verwacht dat Claudia Sheinbaum de nieuwe president van Mexico wordt en het (populistische) beleid van de huidige president zal voortzetten, waaronder een sterke inmenging van de overheid in de energie en infrastructuur sector. De oppositiekandidaat Xóchitl Gálvez, is meer pro-markt en privatisering.

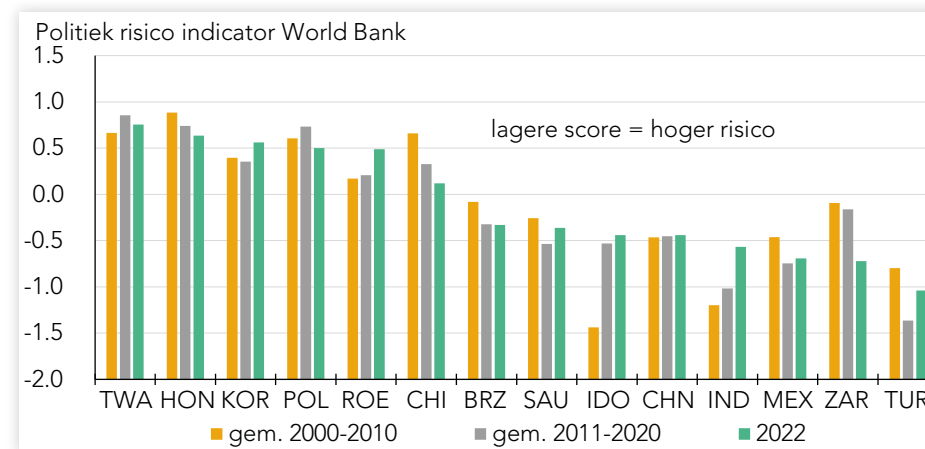
Ten tweede is er bij verkiezingen in opkomende markten de kans dat er sociale onrust ontstaat rondom de verkiezingsdatum. In Zuid Afrika, India en Indonesië is dat ook gebeurd in het niet al te verre verleden. De Wereldbank heeft een indicator die het risico op politieke instabiliteit en sociale onrust meet. Die geeft aan dat in alle drie landen die in Tabel 1 genoemd worden geopolitiek risico hoog is, waarbij dat risico in India door de jaren heen ook nog is gestegen (Figuur 7). Er zou dus nog wat volatiliteit kunnen zijn op de financiële markten van deze landen in de komende maanden.

Tabel 1: Er komen belangrijke verkiezingen aan in een aantal opkomende markten...

Land	Type verkiezing	Wanneer
India	Parlementsverkiezing (lager huis en president)	19 april – 1 juni 2024
Zuid Afrika	Parlementsverkiezing	29 mei 2024
Mexico	Algemene verkiezing (president en 1ste en 2e kamer)	2 juni 2024

Bronnen: [Liontrust](#), [Teneo](#) en Société Generale EM Outlook 2024

Figuur 7: ...waarvan enkele in landen met een hoog politiek risico



Bron: [Wereldbank](#)

De-globalisatie zal opkomende markten raken, maar de energietransitie biedt kansen

De term de-globalisatie beschrijft het afnemend belang van handel voor de wereldeconomie. Als deze trend doorzet, kan het opkomende markten negatief raken, met name de landen die sterk afhankelijk zijn van wereldwijde handel in goederen en diensten. De-globalisatie gaat vaak samen met toenemende handelsbelemmeringen; dat kan het importeren en exporteren van goederen en diensten moeilijker maken, waardoor economische groei afneemt. Het valt te verwachten dat als de-globalisatie doorzet, dit zgn. 'open economieën' meer zal raken dan 'gesloten economieën'. Op het eerste gezicht lijken dan Hongarije, Bulgarije en Polen gevoelig (Figuur 8). Echter, deze landen horen bij en handelen vooral met de Europese Unie, wat hun gevoeligheid voor de-globalisatie mitigeert⁴. Met dat in het achterhoofd is Taiwan bijvoorbeeld gevoeliger. China is relatief minder gevoelig omdat diens economie ondertussen voor een groot deel (53%) uit binnenlandse consumptie bestaat⁵. China is wel weer gevoelig voor een specifieke type de-globalisatie, namelijk voor handelsspanningen met de VS. Zo is de kans aanwezig dat Donald Trump weer de president van Amerika wordt, en een van zijn beleidsplannen is een universele importheffing van 10%. Overigens is dat mogelijk nog een groter risico voor andere export-georiënteerde opkomende markten.

Niet alle vormen van de-globalisatie zijn per se slecht voor opkomende markten. Dat er minder fabrieken worden gebouwd in China, bijvoorbeeld, betekent dat landen als India, Vietnam en Mexico kunnen profiteren, zoals uit onze . In deze landen zijn lonen relatief laag en ze zijn gespecialiseerd in dezelfde sectoren als China, zoals assemblage (India) en elektronica (Vietnam). Mexico is daarnaast interessant voor Amerikaanse bedrijven omdat het dichtbij de VS is.

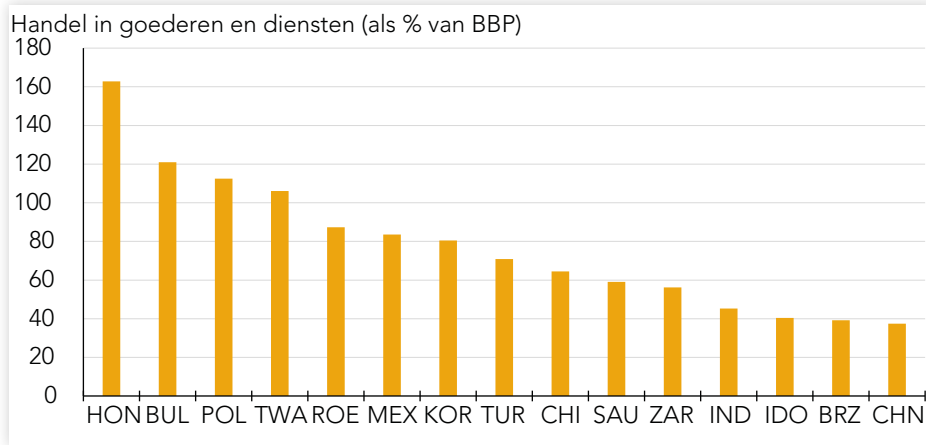
Ook biedt de energietransitie kansen voor opkomende markten. De grondstoffen die nodig zijn voor de energietransitie, zitten grotendeels in opkomende markten. Om elektrische batterijen te maken bijvoorbeeld zijn nikkel, grafiet en lithium nodig, die geconcentreerd zijn in Indonesië, China en Chili respectievelijk (Figuur 9)⁶.

⁴ In 2023 was 73%, 60% en 71% van de handel (import + export) van respectievelijk Hongarije, Bulgarije en Polen met de EU27, op basis van data van [trademap.org](https://www.trademap.org).

⁵ De 53% is het gemiddelde van consumptie als percentage van het BBP van de afgelopen 10 jaar.

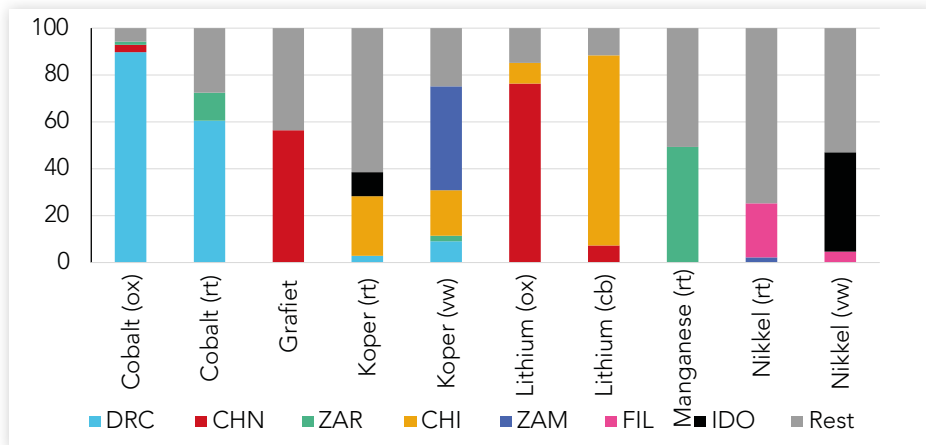
⁶ Hier moet bij gezegd worden dat veel van de uitbaters van deze grondstoffen buitenlandse bedrijven zijn. Echter, niet in alle gevallen, in Indonesië bijvoorbeeld gebeurt de verwerking van Nikkel voornamelijk door Indonesische bedrijven zelf.

Figuur 8: Hongarije en Bulgarije zijn zeer open economieën, al handelen ze vooral met de EU



Bronnen: [Our World in Data](#) en Bloomberg (Taiwan), data is per 2021

Figuur 9: Grondstoffen nodig voor de energietransitie zitten voornamelijk in opkomende markten



Bron: [Trademap.org](#). cb = carbonaat, ox = oxide, rt = erts, vw = verwerkt

Waarderingen van aandelen lopen uiteen

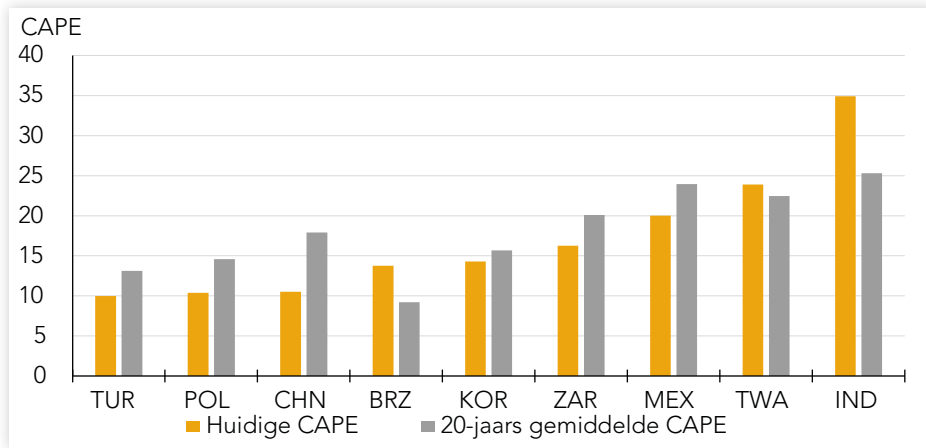
Ondanks de risico's die we tot nu toe hebben genoemd, zouden de activa van opkomende markten alsnog aantrekkelijk kunnen zijn, bijvoorbeeld als deze risico's meer dan evenredig zijn meegenomen in waarderingen. Wat dat betreft lijken de aandelenmarkten met de minst gunstige vooruitzichten, goedkoop (Figuur 10). Zo is de 'Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE)'-ratio van de Chinese aandelenmarkt momenteel (11) een stuk lager dan het lange termijn gemiddelde (18) en in mindere mate geldt dat ook voor Turkije en Polen. Let wel, die lage waardering is mede een reflectie van de problemen die spelen in die landen, zoals een imploderende vastgoedmarkt (China) en hyperinflatie (Turkije). Landen die betere vooruitzichten hebben zijn aantrekkelijker gewaardeerd, maar in sommige gevallen zijn de verwachtingen wel vrij hoog. Zo is de CAPE ratio van de Indiase aandelenmarkt momenteel 35, terwijl het lange termijn gemiddelde 25 is. Dat is bijzonder hoog, ook vergeleken met bijvoorbeeld de Amerikaanse en Europese aandelenmarkt die momenteel een CAPE ratio hebben van 32 en 20 respectievelijk.

Wat staats- en bedrijfsobligaties betreft: op het eerste gezicht lijkt de vergoeding boven de relevante Amerikaanse Swaprente van opkomende markt staatsobligaties (momenteel 263 bps) redelijk in lijn met haar lange termijn gemiddelde (271 bps, Figuur 11). De waardering van opkomende markt bedrijfsobligaties lijkt wat minder aantrekkelijk aangezien de huidige spread (240 bps) lager is dan het lange termijn gemiddelde (304 bps). De lagere spread zou een reflectie kunnen zijn van verwachte renteverlagingen in de VS, want financiële markten van opkomende landen zijn vaak gevoelig voor Amerikaanse rentes. Wel is de rentegevoeligheid (duration) van

opkomende bedrijfsobligaties (4,6) lager die van staatsobligaties (6,7) en dus minder risicovol wat rentegevoeligheid betreft⁷.

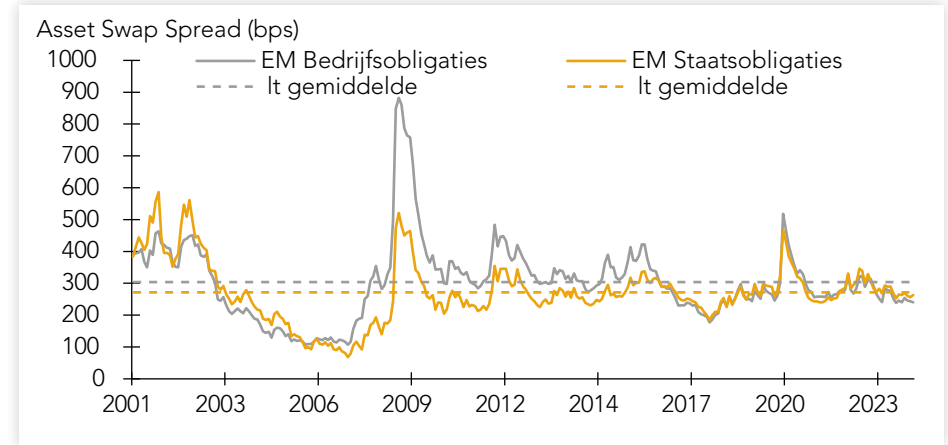
Al met al lijken de activa van opkomende markten gemiddeld genomen niet bijzonder goedkoop. De aandelenmarkten die goedkoop lijken hebben ook grote problemen, en gemiddeld genomen zijn zowel staats- als bedrijfsobligaties niet goedkoop.

Figuur 10: Aandelenmarkten van Turkije, Polen en China ogen goedkoop, India en Brazilië oogt duur



Bron: Barclays

Figuur 11: Zowel bedrijfs- als overheidsobligaties van opkomende markten ogen niet goedkoop



Bron: Bloomberg, via ICE BofA Bond Indices (EMCB: bedrijfsobligaties, EMGB: staatsobligaties)

⁷ De gewogen gemiddelde kredietratings van de indices die in de Figuur 11 worden getoond zijn vergelijkbaar, namelijk BBB.

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft. Het is a.s.r. vermogensbeheer toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen: het beheren van een individueel vermogen, het verstrekken van beleggingsadvies en het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten. a.s.r. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waarden en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

a.s.r. vermogensbeheer

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asrvermogensbeheer.nl

ASR Vermogensbeheer N.V. - KvK 30227237 Utrecht