

Investment update

Achmea Investment Management

Actief management betaalt zich met EMD nog altijd uit

Institutionele beleggers in obligaties uit opkomende markten (EMD) hebben veel te kiezen. Worden het obligaties in lokale- of in harde valuta? Worden landen wel of niet uitgesloten? Een actieve of een passieve aanpak? Hieronder beantwoorden we de belangrijkste vragen over deze voor veel institutionele beleggers belangrijke beleggingscategorie.

Samenvatting

- In de huidige marktomstandigheden en onder verschillende economische scenario's bieden zowel EMD HC als EMD LC aantrekkelijke perspectieven. De mix van hoge yields, verbeterde economische fundamenteën en gunstige valutadynamiek maakt EMD tot een relevante bouwsteen in toekomstgerichte portefeuilles.
- Passief of actief? Beide benaderingen kennen duidelijke voordelen, maar ook beperkingen. De keuze hangt sterk af van doelstellingen, risicobereidheid en expertise van een manager.
- Een passieve oplossing biedt kostenvoordelen, en een actieve oplossing biedt alpha-kansen. De afgelopen jaren is het goed mogelijk gebleken om outperformance te behalen, zowel in EMD LC als in EMD HC.
- Het integreren van uitsluitingenbeleid is een belangrijk aandachtspunt bij EMD-beleggingen.

Wat waren de rendementen op EMD de afgelopen jaren?

EMD-beleggers zijn de laatste jaren bepaald niet verwend geweest met mooie rendementen, ze hebben een aantal lastige jaren achter de rug. De belangrijkste reden van deze mindere prestatie is de Russische inval in Oekraïne in 2022 geweest. Rusland was tot dan goed voor 7% van de EMD lokale valuta-index en 3% van de EMD harde valuta-index¹, maar na de inval zijn alle Russische leningen noodgedwongen afgeschreven. Dat had aanzienlijke gevolgen.

¹ J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified index en J.P. Morgan EMBI Global Diversified index.

AUTEURS



Yong Lin
Portfolio Manager EMD,
Manager Selectie
& Monitoring



Jan-Joost Snijder
Senior Portfolio Manager
EMD, Manager Selectie
& Monitoring

In de huidige marktomstandigheden en onder verschillende economische scenario's bieden zowel EMD HC als EMD LC aantrekkelijke perspectieven.



Uiteindelijk hebben beleggers in EMD in harde valuta in de afgelopen vijf jaar² een absoluut rendement van circa 2% per jaar geboekt. Voor EMD in lokale valuta was dat iets minder, circa 1,8% per jaar.

Harde valuta of in lokale valuta? Wat zijn voor beleggers de belangrijkste verschillen?

Opkomende marktenobligaties in harde valuta worden voornamelijk uitgegeven in Amerikaanse dollars, euro's en Japanse yen. De valutarisico's voor Nederlandse beleggers zijn minder groot dan die in lokale valuta. Het universum van EMD in harde valuta is daarnaast ook groter dan in lokale valuta: 69 landen in de index, waarbij bijna het hele kredietspectrum vertegenwoordigd is.



De totale markt van EMD in lokale valuta is weliswaar groter maar de keuzemogelijkheden zijn beperkter. Zo bestaat de EMD lokale valuta-index maar uit 19 landen. Dat deze markt groter is dan die van harde valuta is wel te begrijpen: landen geven het liefst zoveel mogelijk schuld uit in de eigen munt om geen valutarisico te lopen. Een depreciatie van de eigen munt maakt immers de terugbetaling van in vreemde valuta luidende schulden aanzienlijk duurder.

Op wat voor yield kunnen EMD-beleggers momenteel rekenen?

EMD heeft het grote voordeel dat de rentes hoger liggen dan die van goudgerand Nederlands staatspapier. EMD in harde valuta geeft momenteel een gemiddelde yield van 7,5%. Voor obligaties in lokale valuta bedraagt de rente

tegen de 6%, maar de kredietwaardigheid van deze obligaties is in het algemeen hoger dan die in harde valuta. Reden? De indexproviders zijn streng in hun landenkeuze. Zo zat Egypte tot begin dit jaar nog in de EMD-index lokale valuta maar verloor z'n plaats vanwege kapitaalproblemen. Dat zijn de uitdagingen waar beleggers in EMD in lokale valuta soms mee te maken hebben.

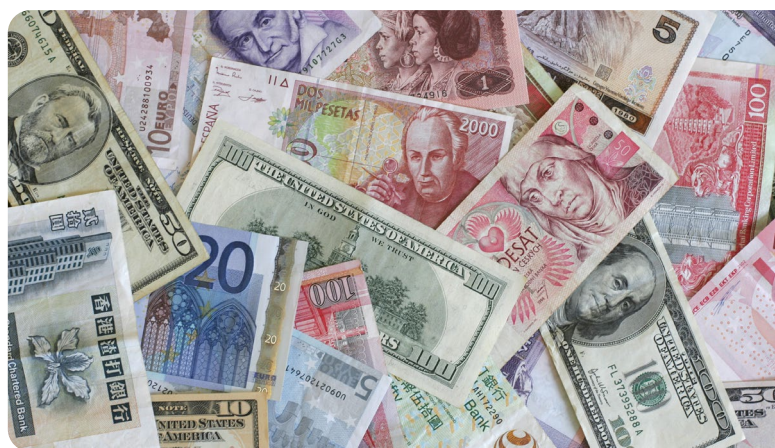
Worden valutarisico's steevast afgedekt?

In principe worden Amerikaanse dollarobligaties afgedekt, hetzij direct binnen het fonds, hetzij via een overlay-portefeuille, net als obligaties die zijn uitgegeven in Japanse yen. Voor opkomende marktschuld in lokale valuta doen we dat niet. Het achterliggende idee is dat deze economieën stevig groeien waardoor hun valuta uiteindelijk meer waard worden. In dat geval is hedgen contraproductief. Daarnaast zijn de kosten van het afdekken hoog door beperkte liquiditeit, terwijl sommige valuta technisch moeilijk of zelfs onmogelijk af te dekken zijn. Bovendien bestaat de valutablootstelling in opkomende markten uit een groot aantal relatief kleine posities, wat het proces operationeel complex en kostbaar maakt.

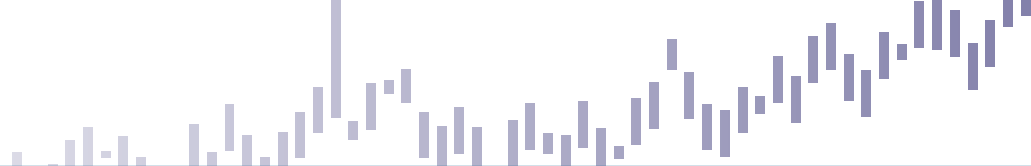
Actief of passief in EMD, wat zijn de afwegingen?

Het antwoord op de vraag of actief of passief beleggen in EMD de voorkeur geniet, is niet eenduidig. Beide benaderingen kennen duidelijke voordelen, maar ook beperkingen. De keuze hangt sterk af van de doelstellingen van de belegger, de risicobereidheid en de mate waarin men bereid is te vertrouwen op de expertise van een manager.

Een belangrijk argument vóór actief beheer is de mogelijkheid om alpha te genereren. Tabel 1 laat zien dat de index slechts een klein deel van het totale universum beslaat.



² Rendement in euro's per 31 juli 2025 van de JPM EMBI Global Diversified-index en de JPM GBI-EM Global Diversified-index.



Tabel 1: EMD beleggingsuniversum

Beleggingscategorie	Index naam	Index Provider	#landen	Issuers	Issues	Index marktwaarde in USD (in biljoen)	Omvang beleggings-categorie in USD (in biljoen)	Index % van totale universum
External Sovereign	EMBI	JPM	69	161	1007	1,6	2,9	55%
External Corporate Debt	CEMBI Broad	JPM	65	755	1817	1,2	3,2	37%
Local Currency Govt Debt	GBI-EM	JPM	19	19	414	2,3	16,8	13%
Local Currency Corporate Debt	LOCL	ICE BAML	16	187	381	0,5	4,7	11%
TOTAL			169	1122	3619	5,6	27,7	

Bron: J.P. Morgan, ICE BAML, FactSet datum: 31 mei 2025

Zelfs na toepassing van het MVB-landenbeleid, waarbij staats- en staatsgerelateerde obligaties uit uitgesloten landen worden verwijderd, blijft er voldoende ruimte over voor selectie. Hoewel het universum hierdoor krimpt, met circa 12% in harde valuta en 25% in lokale valuta, blijft de markt groot en divers genoeg om kansen te bieden.

Off-benchmarkposities en marktinefficiënties

Actieve managers kunnen bovendien gebruikmaken van off-benchmarkposities, die in het verleden regelmatig een bron van outperformance zijn geweest. Die vrijheid heeft echter ook een keerzijde: allocaties naar off-benchmark landen verhogen de tracking error en brengen aanvullende risico’s met zich mee, mede doordat deze markten vaak minder liquide zijn. Dit vereist strakke risicokaders en duidelijke richtlijnen.

Daarnaast maakt de aard van EMD het speelveld aantrekkelijk voor actief beheer. Inefficiënties komen regelmatig voor, onder meer doordat grote marktpartijen zoals centrale banken andere doelstellingen hebben dan rendement. Ook politieke gebeurtenissen en wanbetalingen creëren kansen voor beleggers met een informatievoorsprong.

Eenvoudig en voordelig

Passieve beleggers daarentegen volgen de benchmark en hebben minder mogelijkheden om op dergelijke situaties in te spelen. Dit betekent niet dat passief beheer zijn waarde verliest. Integendeel, passieve strategieën bieden duidelijke voordelen: ze zijn goedkoop, goed verhandelbaar en gemakkelijk te begrijpen. Voor veel beleggers zijn dit

doorslaggevende argumenten. Het nadeel is wel dat passieve producten automatisch de grootste weging toekennen aan landen die de meeste schuld uitgeven, wat niet altijd wenselijk is vanuit risicoperspectief. Bovendien kan een uitsluitingenbeleid passieve beleggers dwingen tot transacties rond maandultimo om afwijkingen van de benchmark te beperken, wat de uitvoering niet altijd ten goede komt.

Geen goed of fout

De werkelijkheid is dus dat beide benaderingen hun eigen waarde hebben. Actief beheer biedt flexibiliteit en de kans om waarde toe te voegen door slim gebruik te maken van inefficiënties en maatwerk, maar dit komt met hogere kosten en afhankelijkheid van de kwaliteit van de manager. Passief beheer daarentegen garandeert lagere kosten en eenvoud, maar mist de mogelijkheid om te anticiperen op marktdynamiek of buiten de benchmark te opereren. Vanuit het perspectief dat EMD vooral in de return- of rendementsportefeuille zit, is het wellicht logisch een voorkeur te hebben voor een actieve strategie.

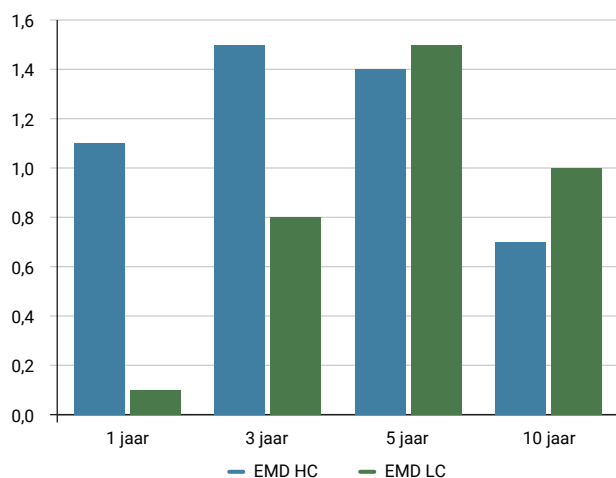
Welke keuze de voorkeur verdient, hangt uiteindelijk af van de prioriteiten van de belegger. Wie vooral kostenbewust is en tevreden is met een rendement dicht bij de benchmark, vindt in passief beheer een logische oplossing. Wie waarde hecht aan flexibiliteit, maatwerk en het benutten van specifieke kansen, kan in actief beheer een passende aanpak vinden. In een complexe en diverse markt als EMD is het geen kwestie van goed of fout, maar van het vinden van de juiste balans.

Betaalt actief beheer zich ook in behaalde rendementen? Het volgen van een index is heel goedkoop en actieve managers weten hun beloftes niet altijd waar te maken?

Als we de performance van actieve mediane fondsmanagers over verschillende periodes vergelijken met die van de index, dan blijkt dat actieve managers de index doorgaans hebben weten te verslaan. Dat geldt voor EMD in zowel lokale als in harde valuta.

Inzoomend in figuur 1: over een periode van tien jaar bedroeg de outperformance van EMD in lokale valuta 1% per jaar en die in harde valuta 0,7% per jaar. Over de laatste 5 jaar waren de prestaties van actieve managers nog iets sterker. De outperformance van EMD in lokale valuta bedroeg 1,5% per jaar en die in harde valuta 1,4% per jaar. Dat is wel exclusief kosten, waardoor de netto-opbrengst van actief management iets lager uitvalt.

Figuur 1: Geannualiseerde bruto overrendementen van de mediane managers (in %)



Bron: Nasdaq eVestment datum: 30 juni 2025

Maar desondanks is de risicorendementsverhouding (Sharpe Ratio) van actieve mediaan EMD-portefeuilles over de gemeten periodes structureel beter dan die van de benchmarks. Ook de zogenoemde Information Ratio's tonen aan dat actieve mediane managers extra waarde toevoegden. Een kanttekening hierbij is dat er in het managersuniversum sprake is van 'survivorship bias', waardoor de resultaten mogelijk overdreven positief zijn.

Hoe zit het met MVB en EMD?

Met actief beheer kan beter maatwerk worden geboden. Mandaten met bijvoorbeeld een specifiek ESG-beleid kunnen op een actieve manier flexibeler worden geïmplementeerd. Greenwashing kan effectiever worden bestreden. Het uitsluiten van landen is met actief beheer eenvoudiger te realiseren dan op een passieve manier.

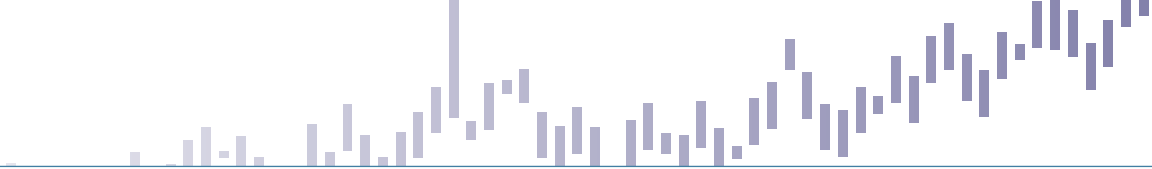
Uitsluiten en passief kán zeker wel, maar het vraagt wel actieve keuzes over de herbelegging van de vrijgekomen ruimte. En een eventuele keuze voor een maatwerk-benchmark kent ook zo z'n nadelen. Denk hierbij onder andere aan de complexiteit en de operationele belasting voor de organisatie, het concentratierisico door herverdeling van de uitgesloten landen en de bijkomende kosten.

Het Achmea IM MVB-beleid sluit landen uit die slecht scoren op het gebied van mensenrechten, arbeidsrechten en corruptie. Van de 69 landen in de EMD-index in harde valuta zijn 20 landen uitgesloten. Dat zijn bijvoorbeeld China, Saoedi-Arabië en Qatar.

Beleggen is vooruitkijken: wat zijn de verwachtingen voor EMD?

De meeste gespecialiseerde EMD-managers zijn op dit moment constructief. Het grootste deel van het toekomstige rendement komt naar verwachting uit de hoge yields, waarbij de reële rentes aantrekkelijk zijn. In veel opkomende landen is de inflatie onder controle en vaak zelfs dalend, waardoor centrale banken de ruimte hebben om de rente te verlagen. Dit kan obligatiekoersen verder ondersteunen, aangezien rente en koers zich in de obligatiemarkt omgekeerd bewegen. Een zwakkere Amerikaanse dollar vormt een extra steun in de rug, met name voor EMD in lokale valuta. Beleggers profiteren dan niet alleen van hoge rente-inkomsten, maar ook van valutawinst. Voor landen met veel dollaruitgiftes betekent een zwakkere dollar bovendien dat de waarde van hun uitstaande schuld afneemt. Op korte termijn zijn de vooruitzichten voor EMD in lokale valuta daardoor iets gunstiger.

De positieve vooruitzichten sluiten aan bij de scenario-analyse uit de Achmea Investment Management scenario studie [De Grote Transitie 2025](#). In het basisscenario Flags & Frictions (gematigde groei, structureel hogere inflatierisico's) worden voor EMD HC en EMD LC middellange rendementen verwacht van respectievelijk 5,25% en 4,75%.

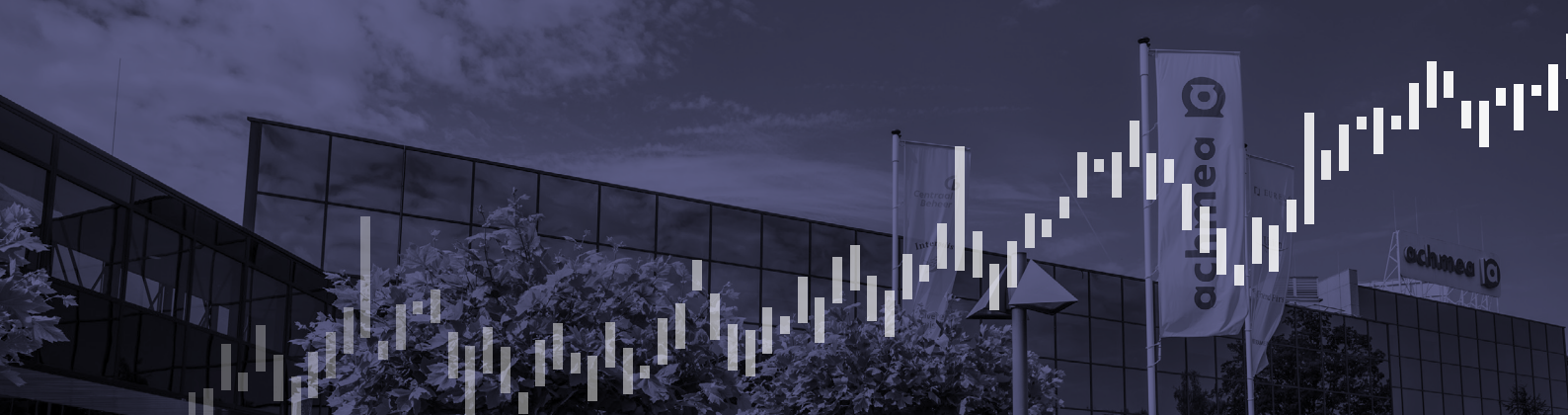


EMD HC biedt momenteel een hoge aanvangsrente van circa 7,5%, bestaande uit de Amerikaanse risicovrije rente plus risico-opslag. Historisch heeft deze categorie vaak aandelen overtroffen qua rendement, zelfs met een lager risicoprofiel. Tegelijk zijn de economische fundamenten van veel opkomende landen verbeterd: inflatie is veelal onder controle, centrale banken beschikken over beleidsruimte en schuldenposities zijn relatief gezond.

Voor EMD LC geldt dat de combinatie van hoge rente, een zwakkere dollar en ruimte voor renteverlagingen extra potentieel oplevert. Beleggers kunnen zo profiteren van zowel rente-inkomsten als valutawinst. In een wereld waarin de Amerikaanse dollar zijn status als ultieme veilige haven verliest, vormt EMD LC bovendien een aantrekkelijke diversificatie.

Conclusie

In het huidige klimaat en onder verschillende economische scenario's bieden zowel EMD HC als EMD LC aantrekkelijke perspectieven. De mix van hoge yields, verbeterde economische fundamenten en gunstige valutedynamiek maakt EMD tot een relevante bouwsteen voor een toekomstbestendige portefeuille.



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94, of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door:

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.