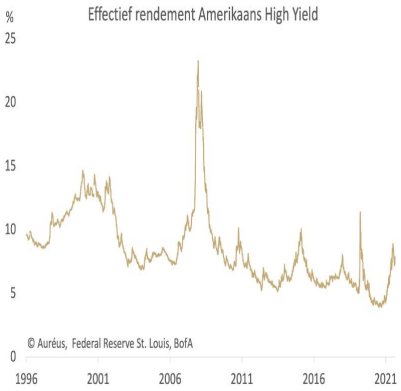
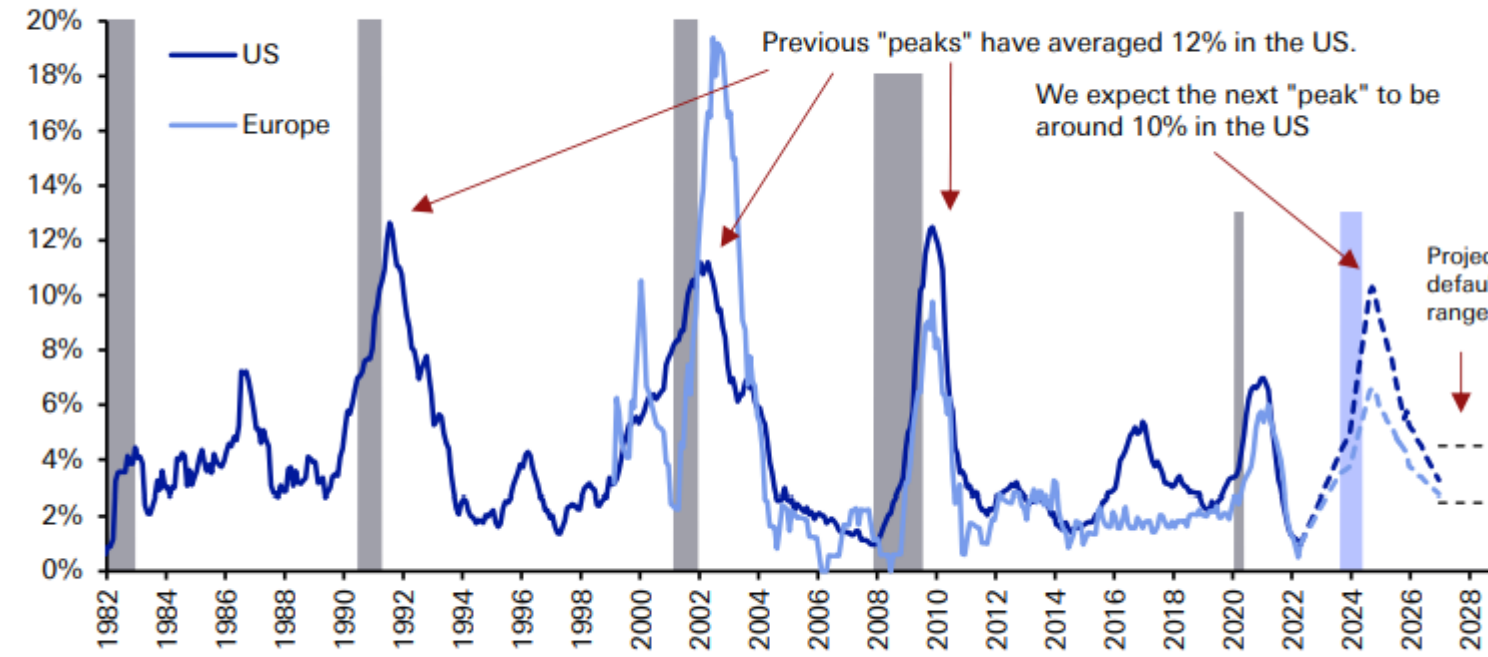


High yield tijdens een recessie

Beschrijving

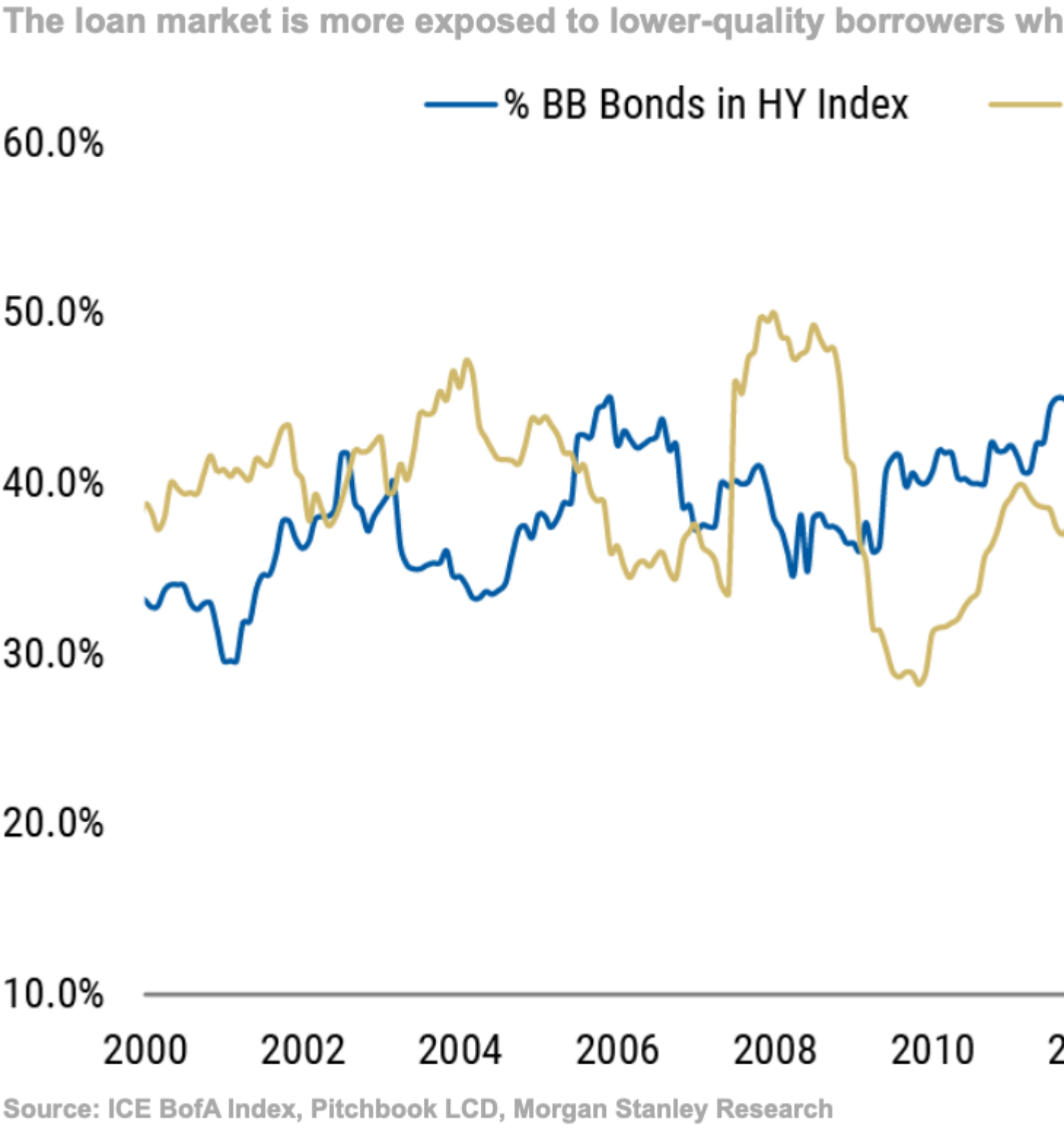
Nu de Fed bereid is het gevecht met de inflatie aan te gaan, neemt de kans op een recessie toe. Door de hoge energieprijzen in Europa lijkt een recessie onvermijdelijk, voor de Amerikaanse economie moet de rente nog verder omhoog. Een recessie betekent dat er bedrijven zullen omvallen, zeker na zoâ??n lange periode dat de rente effectief op nu stond. Dat bedrijven er slecht voorstonden werd feitelijk gemaskeerd door de lage rente. De zoektocht naar rendement zorgde er verder voor dat veel van deze bedrijven zich tegen de lage rente konden herfinancieren. Het goede nieuws is dat veel bedrijven van die mogelijkheid gebruik hebben gemaakt om de rente voor langere tijd vast te zetten. Het is deze eeuw vijf keer voorgekomen dat de vergoeding op Amerikaanse high yield uitkwam boven de 10 procent. De eerste keer was naar aanleiding van de dotcomzeepbel, toen de waarde van veel bedrijven in de praktijk niet zo veel voor bleek te stellen. In die crisis viel vooral het terugwinningspercentage bij een faillissement tegen. In de praktijk zat er bijzonder weinig activa in een dotcombedrijf. Daarna volgde de Grote FinanciÃ«le Crisis met als historisch instapmoment december 2008. Op dat moment was een portefeuille met high yield leningen zo laag gewaardeerd dat zelfs als alle bedrijven in die portefeuille de dag daarna failliet zouden gaan en de terugwinning lager uit zou komen dan de historische terugwinning de belegger er zeker van kon zijn dat de gehele inleg terugkwam. Daarna volgden er slechts bescheiden piekjes zoals de eurocrisis, de energiecrisis (als gevolg van de halvering van de olieprijs in korte tijd en natuurlijk de koersval bij de start van de coronacrisis.

S&P speculative grade issuer default rates and DB's projected path



Source : Deutsche Bank, S&P

Nu komen spreads weer in de buurt van de 10 procent, maar er lijkt nog meer opwaarts potentieel in het aanvangsrendement. Zeker bij high yield heeft de markt de neiging door te schieten en een goed instapmoment is vaak wanneer de VIX-index (waarmee de kredietopslagen sterk zijn gecorreleerd, nu 25,6) boven de 40 is uitgekomen. Het verschil met vorige keren is wel dat er dit keer niet een bepaalde sector of segment is aan te wijzen dat kan zorgen voor besmettingsgevaar. In 2001 waren het de dotcombedrijven, in 2008 en 2011 de financials, in 2015 de schalieboeren, in 2020 de BEACH-bedrijven, maar nu is er geen sector die er in negatieve zin uitspringt. De kwaliteit van het universum ligt ook hoger dan voorheen. Het percentage BB-bedrijven (de hoogste categorie in high yield) ligt op 51 procent maar liefst 10 procent hoger dan na de Grote FinanciÃ«le Crisis. Maar liefst 27 procent (een record) van de high yield obligaties is gesecureerd door onderpand, wat betekent dat op dat deel de terugwinning eerder 55 procent is dan de gebruikelijke 40 procent.



Het risico bij het non-investment grade deel komt deze keer van de combinatie van stijgende rente en stijgende kredietopslagen. Voor bedrijven die zich voor langere tijd hebben gefinancierd speelt dit risico voorlopig niet. Kredietproblemen worden acuut als er een probleem is met de liquiditeit, zelden als er een probleem is met de solvabiliteit. Een categorie die sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis sterk is gegroeid zijn leveraged loans. Tegenwoordig worden het weer leveraged loans genoemd, net na de

kredietcrisis lag de nadruk vooral op het Senior Secured karakter van deze leningen. Deze bankleningen zijn variabele leningen met een kredietopslag die vaak nog afhankelijk is van een convenant. Dat komt er op neer dat als het slecht gaat met het bedrijf de kredietopslag omhoog gaat. Vaak zijn deze bankleningen aan beleggers verkocht als zijnde een variabel alternatief voor high yield. Wie echter kijkt naar de andere kant ziet een bedrijf dat eerst hogere rentes moet betalen omdat de centrale bank de risicovrije rente gaat verhogen en omdat daardoor de economie afzwakt zakken ook de inkomsten van het bedrijf waardoor mogelijk ook kredietopslagen stijgen. Geen probleem zolang het bedrijf dat kan betalen maar de kwaliteit van de gemiddelde leveraged loan is de afgelopen jaren afgegleden. Het percentage BB-leningen, ooit min of meer gelijk aan dat percentage bij high yield-leningen is afgegleden naar 23 procent. Wel is een groot deel van de met leveraged loans gefinancierde bedrijven niet beursgenoteerd, zodat het wel meevalt met het besmettingsgevaar richting de aandelenmarkt. Op wat langere termijn zijn het vooral de zombiebedrijven die druk kunnen geven op beursgenoteerde aandelen. Ongeveer een vijfde van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven zijn niet in staat te voldoen aan renteverplichtingen op het moment dat de rente is genormaliseerd en ze weer die â??normaleâ?? rente moeten betalen.

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.