



Counterpoint Weekly 11–17 oktober 2021

De staat van de Europese obligatiemarkten

Lionel Balle

Head of Fixed Income Strategy

Amélie D'Agostini

Fixed Income Strategist

Walter Leering

Fixed Income Strategist

Bill Street

Group Chief Investment Officer

Na de meer strijdlustige uitspraken van centrale banken wereldwijd is de obligatierente aan het stijgen. Het monetair beleid begint minder verruimend te worden, maar dit betekent volgens ons niet dat bedrijfsobligaties in Europa zijn uitgespeeld.

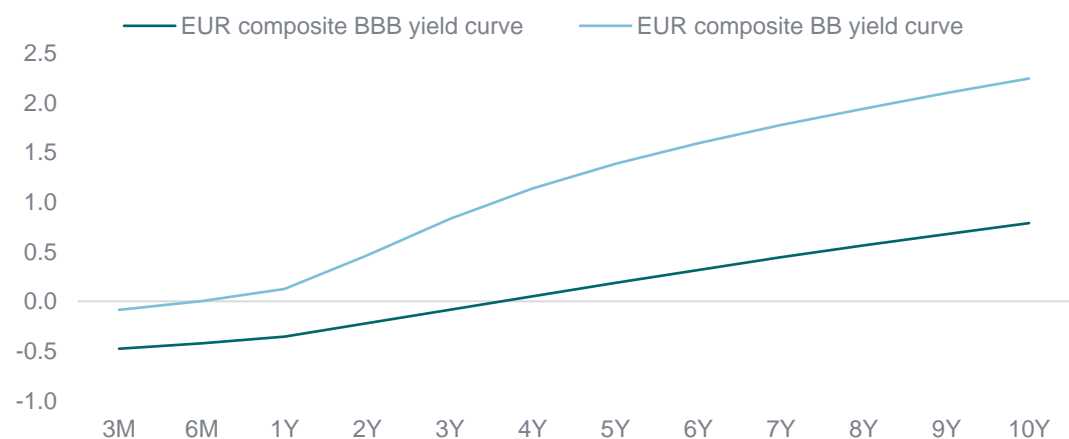
Wat u moet weten

- Na de vergadering van de Federal Reserve is in september de rente gestegen, nadat voorzitter Jerome Powell aankondigde dat het tempo van de activa opkopen mogelijk al in november (of kort daarna) zal worden afgebouwd en halverwege volgend jaar zal worden beëindigd. De Noorse centrale Bank was de eerste binnen de ontwikkelde markten die de rente heeft verhoogd.
- We blijven van mening dat nu de rente oploopt en de centrale banken een minder verruimend beleid voeren, de risicopremies stabiel blijven of wellicht stijgen, op voorwaarde dat de rente geleidelijk stijgt en dat dit de aantrekkende economische activiteit weerspiegelt.
- De waarderingen zijn echter hoog, waardoor er weinig ruimte is om rentestijgingen te absorberen, met name in Europa, waar een groot deel van de markt al met een negatieve rente te kampen heeft.

Het huidige klimaat leidt tot vele vragen over de Europese obligatiemarkten, en meer in het bijzonder welk rendement we van deze beleggingscategorie kunnen verwachten. Wanneer we kijken naar de kenmerken van de markt, hebben obligaties met een BBB-rating gemiddeld een negatieve rente voor looptijden tot vier jaar en voor obligaties met een high yield BB-rating is dat zes maanden (figuur 1).

Figuur 1: De kenmerken van de markt

Rentecurves op basis van kredietbeoordeling (%)



Bron: Bloomberg, Quintet

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

De markt lijkt op het eerste gezicht niet aantrekkelijk of het is verleidelijk om de curve te spelen en te beleggen in langere looptijden om van de aantrekkende rente te profiteren. De performance zal echter waarschijnlijk afkomstig zijn van de ontwikkeling van ofwel de rente, of van de risicopremies. Omdat we verwachten dat de Europese Centrale Bank (ECB) de komende jaren een minder verruimend beleid zal voeren en dat de rente zal stijgen, lijkt de positieve bijdrage van obligaties beperkt. Daarbij komt dat de risicopremies op zowel investment grade als high yield zich op recordlage niveaus bevinden (figuur 2 op pagina 2).

De heropening van de economieën na meerdere lockdowns heeft zich rechtstreeks vertaald in sterke bedrijfsresultaten in het tweede kwartaal.

We hebben de potentiële aanvullende bijdrage van het risicopremiecomponent en de waarschijnlijke ontwikkeling ervan beoordeeld op basis van zowel de kerncijfers als de technische aspecten van de markten.

Figuur 2: Recordlage niveaus

Risicopremies Europese bedrijfsobligaties (OAS, all cash bonds)



Bron: Bloomberg, Quintet

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Fundamentals

Niet alleen de zoektocht naar rendement, maar ook de goede kerncijfers hebben bijgedragen aan de huidige lage niveaus van de risicopremies. De heropening van de economieën na meerdere lockdowns heeft zich rechtstreeks vertaald naar sterke bedrijfsresultaten in het tweede kwartaal. Bedrijven hebben zich met goede winst- en liquiditeitsprofielen bewezen. De Europese investment grade markt leverden sterke omzetten en EBITDA-groei, niet alleen jaar-op-jaar (gesteund door zwakke cijfers over 2020), maar ook op kwartaalbasis.

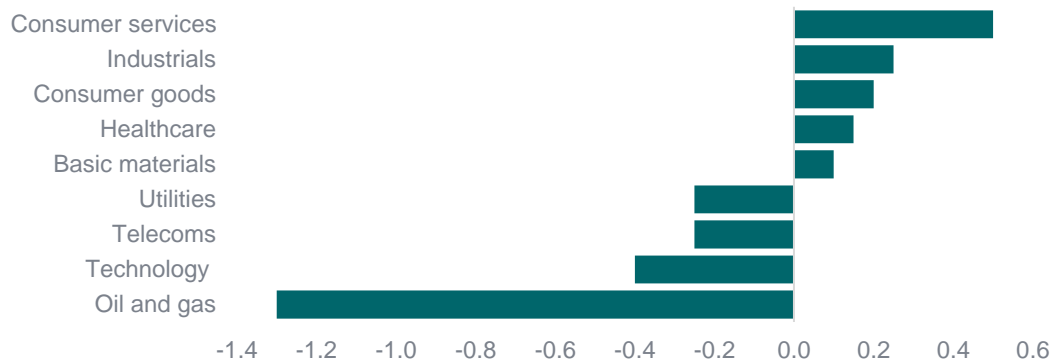
De rentedekkingsratio is door de goede winstcijfers en de lagere rentekosten ook scherp gestegen. Dit bevestigt de trend dat zeer lage rentes en toegang tot goedkope financiering bedrijven niet alleen hebben geholpen bij het beheren van hun liquiditeitsrisico's voor de korte termijn, maar ook met hun meest structurele financieringsbehoeften. Ook konden ze tegen lagere rentes obligatie-emissies herfinancieren, soms dichtbij nul procent.

In de meeste sectoren van het investment grade universum is de netto-hefboomfinanciering gedaald. Bedrijven die langdurig en zwaar door de Covid crisis zijn geraakt staan er niettemin minder goed voor, omdat hun herstelperiode waarschijnlijk langer duurt (figuur 3). In de sector consumentendiensten is de netto schuldpositie toegenomen, doordat de activiteit in de reis- en vrijetijdsector zich nog lang niet op het niveau van voor de crisis bevindt. De olie- en gassector daarentegen profiteerde rechtstreeks van de sterke economische activiteit en de stijgende energieprijzen.

Figuur 3: Verandering netto schuldpositie in Europa per sector sinds het 4e kwartaal 2020

De omvang van de verandering kan voornamelijk worden toegeschreven aan het effect van de Covid-19-pandemie

Aantal wanbetalingen door ondernemingen blijft in 2021 wereldwijd laag



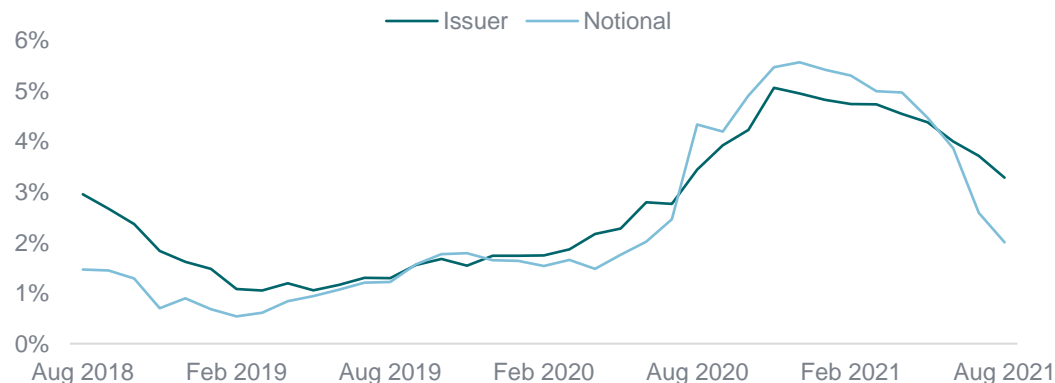
Bron: Quintet, J.P. Morgan, S&P Capital IQ

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Op de Europese high yield-markten is door de toegang tot goedkopere financiering de liquiditeitsdruk op bedrijven afgenomen, met name bij de hogere ratings in het speculatieve universum en bij bedrijven die geen operationele beperkingen hebben gekend (in tegenstelling tot de reis- en vrijetijdsector en de automobielsector). Dit heeft zich vertaald in een lagere wanbetalingsgraad in Europa en sterke opwaartse bijstellingen van de ratings (figuur 4).

Figuur 4: Wanbetalingspercentage gedaald

12M voortschrijdend wanbetalingspercentage speculatieve segment Europa



Bron: Quintet, Moody's

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Het aantal wanbetalingen door ondernemingen blijft in 2021 wereldwijd laag en is in de loop van de zomer weer teruggekeerd op het niveau van voor de epidemie. Dit is nog niet het geval voor de Europese obligatiemarkten, maar er is sprake van een neerwaartse lijn. Het emittent-gewogen percentage is van 2,6% tot 2% zelfs nog sneller afgenomen. We denken dat deze trend, ondanks de recente macrozwakte, zal aanhouden, omdat het percentage slechte lenigen (obligaties met een risicopremie van minder dan 1.000 basispunten) zich op een historisch laag niveau bevindt.

Technische factoren

Voor de Europese bedrijfsobligatiemarkt blijven de kerncijfers gunstig, met name voor investment grade. Tot eind september hadden bedrijven ongeveer EUR 368 miljard uitgegeven; dit is circa een derde minder dan de recordvolumes van 2020, toen activiteiten naar voren werden gehaald ten gevolge van de onzekerheid die door de Covid-situatie werd veroorzaakt.

Hoge winstcijfers in combinatie met conservatief financieel beleid leiden tot hogere kasposities en dus tot relatief lage financieringsbehoeften voor de korte termijn. Anderzijds is de ECB nog steeds een belangrijke koper op de obligatiemarkt. De FED daarentegen heeft onlangs haar portefeuille bedrijfsobligaties ter waarde van USD 14 miljard verkocht.

De netto-aankopen van de ECB van circa EUR 8 miljard per maand, in combinatie met de kasstroom die wordt gegenereerd door terugkopen en coupons, zal naar verwachting voor de rest van het jaar gelijke tred houden met het aanbod. Na de rustigere zomerperiode is september van oudsher een maand waarin het aanbod ruim is, maar het grote uitgifte volume van EUR 58 miljard heeft niet tot een stijging van de premies op nieuwe emissies geleid; deze zijn zelfs licht negatief geworden.

Wanneer we verder vooruit kijken, zullen de aankopen in het kader van het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) volgend jaar waarschijnlijk worden afgebouwd; in 2022 is een afname van circa EU 2 miljard per maand mogelijk. De afbouw van het grotere opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties is echter nog niet aan de orde.

Voor Europese high yield-obligaties is de verhouding tussen vraag en aanbod anders. Met voor een totaalbedrag van EUR 14,9 miljard aan emissies was september dit jaar tot nog toe de grootste maand. Tegen eind september bedroeg het aanbod EUR 99 miljard; dit is hoger dan de volumes over eerdere jaren. Doordat de markten het omvangrijke emissievolume konden absorberen, werden de risicopremies hierdoor niet geraakt.

Nieuw uitgegeven obligaties blijven goed presteren. Dit toont aan dat, ondanks de relatief krappe waarderingen, de vraag naar high yield robuust is (figuur 5 op pagina 4). Waarschijnlijk blijft het aanbod hoog en meer gericht op fusie- en overnameactiviteiten. Dit bleek gedurende de eerste week van oktober, toen drie bedrijven zich op de high yield markt begaven om EUR 7 miljard op te halen voor overnames (Brookfield, Iliad Holding en Masmovil Telecom).

Figuur 5: Vraag naar bedrijfsobligaties blijft sterk

Maandelijkse uitgifte Europese obligaties met vaste coupon (EUR miljard)

	2019		2020		2021	
	Investment grade	High yield	Investment grade	High yield	Investment grade	High yield
January	47.6	3.5	57.8	12.2	46.9	14.8
February	42.4	5.1	40.0	9.8	44.1	11.5
March	44.8	9.1	60.9	–	63.7	12.4
April	32.1	9.4	86.6	1.0	26.9	11.8
May	16.8	4.2	82.0	5.5	50.2	11.8
June	65.3	3.8	77.7	13.7	45.5	10.7
July	25.7	7.8	25.8	7.8	9.3	8.4
August	30.6	0.9	9.4	4.3	24.2	2.6
September	69.7	9.4	49.9	12.2	58.0	14.9
October	50.2	9.8	33.2	15.2	–	–
November	58.8	15.0	38.6	7.7	–	–
December	7.9	2.3	8.4	6.7	–	–
Total	491.9	80.3	570.3	96.1	368.8	98.9
Until September	375.0	53.2	490.1	66.5	368.8	98.9

Bron: Creditsights, Dealogic, Quintet

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

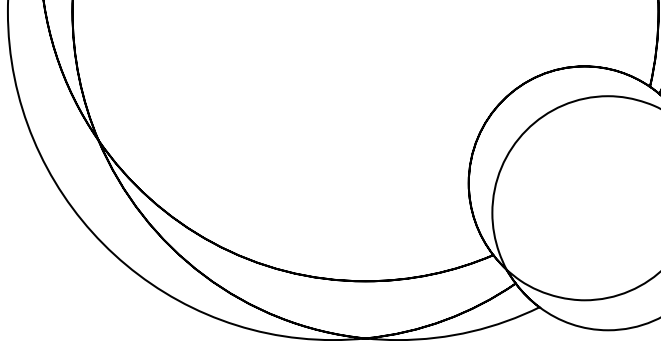
Overnameactiviteiten

We denken dat al het gunstige nieuws over de kerncijfers inmiddels al in het huidige niveau van de risicopremies voor de Europese investment grade markt is opgenomen. Eventuele ongunstige berichten over bedrijfsobligaties zullen waarschijnlijk verband houden met stijgende kosten. Terwijl tijdens het hoogtepunt van de pandemie bedrijven hun best hebben gedaan om de operationele kosten te beheersen, zijn nu alle ogen gericht op de druk ten gevolge van de stijgende inputkosten (met name energie) en grondstoffentekorten. Voor de komende maanden is het de vraag waar de liquiditeit voor zal worden aangewend; voor mogelijke fusie & overnamedeals of om de aandeelhouders tevreden te houden.

Europees high yield biedt enkele relatieve voordelen, omdat er in een gezond economisch klimaat volgens ons nog steeds ruimte is voor verkrapping van de risicopremies, en omdat vraag en aanbod volgens ons een belangrijke stuwende kracht zijn.

De sterke kasstroomgeneratie op de obligatiemarkten is over het algemeen goed nieuws voor obligatiehouders die verwachten dat emittenten dit gebruiken om schulden af te betalen en hun kredietprofiel te verbeteren. Dit is echter geen wetmatigheid, omdat bedrijven altijd kunnen besluiten de contanten op een andere manier te gebruiken. Het kan bijvoorbeeld intern in materialen/uitrustingen worden geïnvesteerd om de productiviteit en de winstgevendheid te verhogen, of extern door een concurrent of een onderneming in de bedrijfskolom over te nemen. Dit zou tot nieuwe kosten en stabielere of – meestal - hogere schuldenniveaus leiden. Dividend betalen aan aandeelhouders is ook een mogelijkheid om overtollige contanten te gebruiken.

Europees high yield daarentegen biedt enkele relatieve voordelen, omdat er in een gezond economisch klimaat volgens ons nog steeds ruimte is voor verkrapping van de risicopremies, en omdat vraag en aanbod volgens ons een belangrijke stuwende kracht zijn. Wij zijn van mening dat high yield nog steeds een betere belegging is dan investment grade. We verwachten dat het grote emissievolume gepaard zal blijven gaan met een aanhoudende sterke vraag, doordat beleggers op zoek zijn naar rendement. Robuuste kerncijfers in combinatie met een gezond economisch klimaat zouden de beleggingscategorie moeten ondersteunen. Bij een lichte rentestijging zouden high yield obligaties door hun hogere rentevergoeding en relatief lage rentegevoeligheid meer bescherming moeten bieden.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (11 oktober 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.