

# HIGH YIELD, LOW RISK?

Ondanks de onrust op de markt voor staatsobligaties en de nervositeit op de aandelenmarkten blijft de beleggingscategorie high-yieldobligaties opvallend goed overeind.

TEKST: SANDER BUS (ROBECO)

**D**e markt voor high-yieldobligaties staat er relatief goed voor. Terwijl de AEX nog mijlenver verwijderd is van zijn recordniveau van 703 punten van tien jaar geleden, noteren de hoogrentende obligaties recordniveaus, alsof er geen economische crisis is.

## GROTE INSTROOM

Hierbij zij aangetekend dat dit deels een inhaalslag was na het zware crisisjaar 2008. Het is dan ook de vraag of dit jaar een soortgelijke prestatie kan worden geleverd. De rendementen zijn nog steeds interessant. Het verschil in rentevergoeding met staatsobligaties is nog steeds groot. Bovendien zijn high-yieldobligaties momenteel veel stabielier dan aandelen. Dat laatste spreekt beleggers aan. De sector werd het afgelopen jaar dan ook geconfronteerd met een grote instroom van vers geld, die vooralsnog ook in 2010 aanhoudt.

De grote instroom heeft ook voor extra liquiditeit gezorgd in een high-yieldmarkt die bekend staat als minder liquide dan die voor staats- en investment grade bedrijfsobligaties. Deze lagere liquiditeit maakt handelen moeilijker en zorgt voor hogere aan- en verkoopkosten. In 2008 zakte de liquiditeit, zoals op veel financiële markten, heel sterk in. Dat was ook een reden voor de sterke koersdalingen, aangezien er bijna geen kopers waren, en wel (gedwongen) verkopers.

En ook dit jaar in mei werden beleggers opeens weer veel voorzichtiger en angstiger, mede als gevolg van de euroschuldencrisis van Griekenland en andere landen aan de periferie van de eurozone. Toen het sentiment in mei verslechterde, droogde de liquiditeit opeens snel op. Met als gevolg dat verkopen tegen biedkoersen, op een moment dat het verschil tussen de bied- en laatkoersen sterk was opgelopen, zorgden voor een flinke daling van de markt. De da-

ling van de wereldwijde high-yieldindex met 3,6 procent maakte van mei dan ook een van de drie slechtste maanden van de afgelopen tien jaar. Inmiddels is in juni de markt weer gestabiliseerd.

## LAGE GROEI

De vraag is of het high-yieldsegment interessant blijft in deze nog steeds pittige economische omstandigheden. De overheids-schulden zijn hoog, er moet in heel Europa fors worden bezuinigd en de belastingen gaan omlaag. Hierdoor zal de economische groei de komende jaren naar verwachting heel matig zijn. Maar voor high-yieldobligaties hoeft dat geen probleem te zijn, als je maar obligaties selecteert van bedrijven waarvan verwacht wordt dat ze de hele looptijd van de obligatie overleven, dus bedrijven die een lage groei aankunnen en beschikken over voldoende 'free cashflow'. Dat is een belangrijk verschil met 'stock picking', waarbij van belang is of een bedrijf veel winst maakt. Bij high-yieldobligaties is dat niet zo relevant. Het draait er alleen om dat de inleg terugkomt. Die kans is het afgelopen jaar flink toegenomen. De zogeheten 'default rate' – het percentage bedrijven dat een lening niet kan aflossen – bedraagt in de hele high-yieldmarkt circa 4 procent. Hiervan vloeit na een faillissement nog ongeveer 40 procent terug naar de obligatiehouders. In de crisisjaren 2008 en 2009 lag de default rate nog een stuk hoger: boven de 10 procent. Dit percentage is dus enorm gedaald.

Overigens is een periode van lagere economische groei voor beleggers in high-yieldobligaties sowieso niet per se negatief. Managementteams opereren voorzichtiger. Ze zijn meer gericht op de voortgang van het bedrijf en schuldreductie en zijn minder geneigd risico's te nemen. Dat is een groot verschil met de bloeiende jaren negentig, toen bedrijven makkelijker schulden aan-

gingen, veel fors investeerden en grotere overnames deden.

## BB EN B

Om de risico's bij high-yieldbeleggingen beheersbaar te houden, doen beleggers er goed aan schuld papier van bedrijven met een CCC-rating te mijden. Die ondernemingen hebben veel schuld op hun balans staan en kennen hoge schuld-winstverhoudingen, van acht tot negen. Zulke bedrijven hebben veel groei nodig om te overleven.

Onze voorkeur gaat daarom uit naar bedrijven met een iets hogere rating: BB en B. Zij hebben een lagere schuld-winstverhouding en kunnen prima overleven in een omgeving met lagere economische groei. Natuurlijk moeten beleggers er ook in dat segment rekening mee houden dat een deel van de leningen niet wordt terugbetaald, maar de risico-rendementsverhouding is hier het gunstigst. Op deze obligaties valt meer te verdienen dan op staatsobligaties, terwijl ze veiliger zijn dan aandelen.

Interessante sectoren in de markt voor high-yieldobligaties zijn de verpakkingsindustrie en de kabelsector. Verpakkingsbedrijven zijn gerelateerd aan de voedingsmiddelenindustrie, een heel defensieve sector. Ze slagen er bovendien goed in om stijgingen in grondstoffenprijzen aan hun klanten door te berekenen. Daarnaast is het een sector met goede cashflows en mooie spreads. De kabelsector is relatief ongevoelig voor conjuncturele schommelingen en heeft een voorspelbare inkomstenstroom. ■