

FALLEN ANGELS BIEDEN INTERESSANTE KANSEN NA CRISIS

Door Gaurav Chatley

Beleggers vertrouwen erop dat de ECB een reddende engel blijft op de obligatiemarkten. Maar deze strategie is gebaseerd op hoop en hoop is geen verstandige strategie.

De wereld torst een torenhoge schuldenlast met zich mee. Dat komt niet alleen doordat de wereldeconomie min of meer aan het financiële en economische infuus ligt vanwege de coronacrisis. De schulden waren voor die tijd ook al hoog opgelopen.

De ECB is al ruim tien jaar de grootste belegger op de Europese vastrentende markten. Hierdoor is een surrealistisch landschap ontstaan. Beleggers hebben te maken met een prijsongevoelige koper – de ECB – waardoor het onwaarschijnlijk wordt geacht dat creditspreads ooit uit de bocht zullen vliegen.

De gedachte is dat met het kopen van risicovol schuldpapier, en door krimpende spreads het werk te laten doen, een gemakkelijke manier is gevonden om rendementen te genereren. Dit is niet perse waar. Op een dag kan de ECB besluiten de stekker uit het opkoopprogramma te trekken omdat het een grens heeft bereikt qua financiële steun. Vooralsnog pakken de pleisters van de ECB goed uit voor de creditspreads, vooral voor die van niet-financiële bedrijven, die het zwaartepunt vormen van het opkoopprogramma.

Ondertussen wordt de markt groter en geven meer bedrijven obligaties uit. Er hangt een prijs aan deze groei: de gemiddelde kredietbeoordeling van de Europese IG-index is in de afgelopen tien jaar gedaald van A2 naar A3. Tegelijkertijd is de door bedrijven uitgegeven schuld in euro's inmiddels vele malen hoger dan de door de ECB opgekochte bedrijfsobligaties.

IMPACT VAN DE COVID-19-PANDEMIE

De COVID-19-crisis heeft op harde wijze haar stempel gedrukt op het bedrijfsleven. Sinds maart 2020 hebben regeringen, bedrijven en centrale banken te maken met ongekende omstandigheden. De volledige impact is nog steeds moeilijk in te schatten.

Wel is er duidelijk sprake van een aanzienlijke impact op het kredietrisico: de bedrijfsmodellen van veel ondernemingen

in een groot aantal sectoren hebben averij opgelopen en in sommige gevallen is de schade onherstelbaar. Sectoren zoals Recreatie, Vervoer en Toerisme hebben waarschijnlijk jaren nodig om te herstellen. Bedrijven die onder een juk van schulden gebukt gaan en bedrijven die van oudsher op dunne marges drijven, zoals de Detailhandel en de Bouw, zullen de crisis wellicht nooit helemaal te boven komen. En dan is er ook nog de sociale schade die door de langdurige lockdowns wordt veroorzaakt. Een ding is zeker: de dreun zal nog jaren voelbaar zijn.

Regeringen en centrale banken hebben economieën gestut tegen omvallen toen die tot stilstand kwamen. De steunmaatregelen hebben historische proporties aangenomen. Die hulp moet ervoor zorgen dat de schade enigszins beperkt blijft en geeft bedrijven ademruimte. Maar de economie moet een keer van het infuus af. Toekomstige staatssteun wordt nu al beknot door het gat dat de crisis slaat in de overheidsfinanciën. De obligatiemarkten zijn daarmee sterk afhankelijk geworden van de inmenging van de ECB. Elke keer als er geruchten ontstaan dat de ECB de opkopen gaat afbouwen, komt de markt in beweging.

KEUZES

Wat moeten beleggers doen? De Wereldbank voorspelde dat de Europese economie dit jaar met 4% zal groeien,



Gaurav Chatley

maar de wereld is sindsdien in de ban van nieuwe virusvarianten. De crisis is niet makkelijk op te lossen, want elke sector kampt met eigen problemen. Er bestaan weliswaar geen slechte obligaties, maar er zijn wel obligaties waarvan de risico's niet in de prijs worden weerspiegeld. Het is belangrijk om extra alert te zijn nu bedrijven wereldwijd kapitaal aantrekken om de crisis uit te zingen.

Na de pandemie zullen er zeker kansen ontstaan. Denk aan het vergroten van deelnemingen in bedrijven waarvan de prijs die door de markt aan de schuld wordt gehangen laag is ten opzichte van de onderliggende risico's. Hiertoe behoren bedrijven in sectoren die hard zijn getroffen, zoals de Transportsector en Basischemie. Ze hebben vaak een sterke toekomstige cashflow en een groot marktaandeel. Het herkennen van dit soort bedrijven vergt wel een diepgravende kredietanalyse.

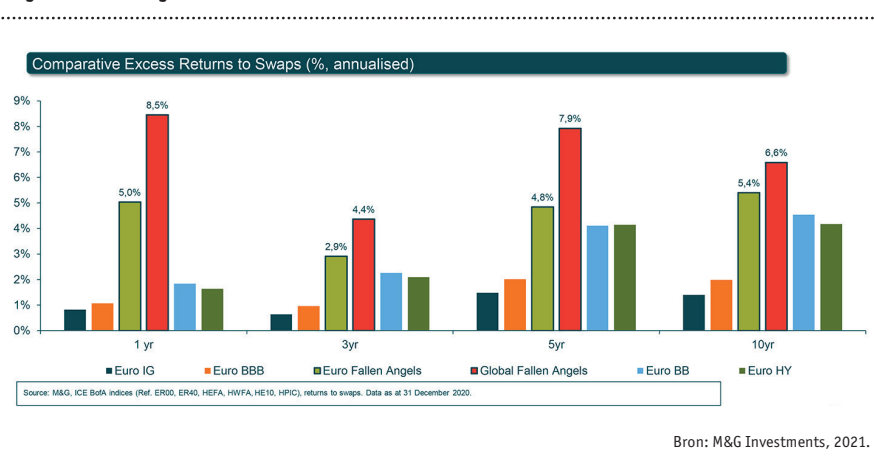
De zogenoemde Fallen Angels – beurs-engeltjes die in zwaar weer terecht zijn gekomen en uit de investment grade-hemel zijn komen vallen – bieden zulke kansen. Wereldwijd is de totale uitstaande schuld van Fallen Angels gestegen van \$ 209 miljard op 31 januari 2020 tot \$ 509 miljard aan het eind van het afgelopen jaar. Deze beursparels hebben echter een grotere kans te herstellen na een crisis en terug te keren naar investment grade, omdat ze vergeleken met andere high yield-bedrijven vaak grotere balansen en meer schuld hebben.

In het verleden daalden de koersen van bedrijven die waren afgewaardeerd van investment grade naar high yield, vooruitlopend op een verwachte afwaardering. Omgekeerd trok hun grotere marktgewicht kopers aan zodra ze de high yield-status kregen, aangezien ze een substantiële aanwezigheid in high yield-indices vertegenwoordigden.

FUNDAMENTEEL KREDIETONDERZOEK

Beleggers moeten van de crisis gebruikmaken door fundamenteel kredietonderzoek te doen naar Fallen Angels om nauwkeurig vast te stellen

Figuur 1: Fallen Angels bieden interessante kansen na de crisis



welke bedrijven, met inachtneming van de risico's, goedkoop zijn en op middellange en langere termijn waarschijnlijk terugkeren naar investment grade-ratings. Deze bedrijven hebben sterkere balansen dan typische high yield-bedrijven en een uitgebreider schuldprofiel. De hoge schuldenlast zet deze bedrijven aan om alles op alles te zetten om terug te keren naar investment grade en zo hun financieringskosten te verlagen.

Diepgravend kredietonderzoek genereert kansen en beperkt risico's, maar de belangrijkste opgave voor beleggers in 2021 is het vertrouwen in de aanhoudende steun van centrale banken. Lenen is goedkoop vanwege de lage rentetarieven. Dit heeft ertoe geleid dat veel bedrijven nu met, vaak té, hoge schulden kampen. Het is altijd de bedoeling van de ECB geweest om markten te ondersteunen, niet om met lage rentetarieven noodlijdende bedrijven te redden. Maar het is niet gemakkelijk om die twee te scheiden. De bedoeling van QE was dat het tijdelijk zou zijn. De grote vraag is wat er met obligaties gebeurt zodra de ECB besluit zijn opkoopprogramma te vertragen of helemaal te stoppen. Dat is het grootste risico dat obligatiebeleggers het komend jaar moeten meenemen in hun strategie. Naarmate de markten duurder worden, wordt het motief voor risicovermindering steeds krachtiger.

Net als de afgelopen jaren vertrouwen beleggers er te veel op dat de ECB hen uit

de brand zal helpen. Deze strategie is op hoop gebaseerd en hoop is geen verstandige strategie. Beleggers doen er goed aan geduldig te zijn. Diepgaand kredietonderzoek en waarde moeten leidend zijn. Obligatiebeleggers moeten alleen in risk assets beleggen als ze daarvoor voldoende worden gecompenseerd. «

SAMENVATTING

- De ECB is al ruim tien jaar de grootste belegger op de Europese vastrentende markten.
- Beleggers vertrouwen er te veel op dat de ECB hen altijd uit de brand zal helpen.
- Deze strategie is op hoop gebaseerd en hoop is geen verstandige strategie.
- De zogenoemde Fallen Angels bieden kansen.
- Beleggers moeten van de crisis gebruikmaken om fundamenteel kredietonderzoek te doen naar deze Fallen Angels.

Dit artikel werd geschreven door Gaurav Chatley, Senior Portfolio Manager European Credit bij M&G Investments.