



Nordic credits vormen een unieke beleggingscategorie

Door onder andere het buy-and-hold karakter van de markt, het goeddeels ontbreken van ratings en de afwezigheid van ‘hot passive money’ bieden Nordic corporate bonds een extra yield van tussen de 50 en 150 basispunten ten opzichte van vergelijkbare eurocredits.

Volgens Juhamatti Pukka, Head Of Fixed Income bij Evli Fund Management Company, maakt een integrale regiobenadering Nordic bonds extra speciaal.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Waarom zouden beleggers geïnteresseerd moeten zijn in Nordic corporate bonds?

‘Het is een unieke beleggingscategorie. Meer dan de helft van de bedrijven uit de Nordics heeft geen rating, waardoor lokale expertise noodzakelijk is. Er zijn veel obligaties uit het ‘cross-over’ segment (met ratings BBB en BB) die doorgaans een hoger risicocorrigeerd rendement bieden ten opzichte van vergelijkbare euro-obligaties. Het gaat ook om vier landen waarvoor geen benchmarks bestaan, wat betekent dat er geen ‘hot money’ van passieve beleggers is. De markt wordt vooral gedomineerd door lokale ‘buy-and-hold’ beleggers. Daarom is de volatiliteit ook relatief laag.

Nordic bonds bieden ‘excess yields’ van tussen de 50 en 150 basispunten versus euro-bedrijfsobligaties. De bruto yield-to-maturity van onze beleggingsportefeuille bedraagt per eind mei 3,57%, gehedged naar euro's. Daarmee is de huidige spread versus euro investment grade relatief groot en ook groter dan voor de COVID-19-crisis. Het is verder interessant dat de lokale valutamarkten Noorwegen en Zweden voornamelijk bestaan uit floating-rate notes. De gemiddelde duration ligt daarom beduidend lager dan die van een Europese bedrijfsobligatiebenchmark.’

Waarom bieden Nordic bonds een extra rendement?

‘Doordat veel bedrijven geen rating hebben, moet er huiswerk worden gedaan. Er moet tijd worden besteed aan een goede fundamentele analyse van de bedrijven en daar staat een premie tegenover. Verder bestaat de markt voor

een relatief groot deel uit het cross-over segment, waarvoor in het algemeen, dus niet alleen bij Nordic bonds, een premie wordt betaald. We spreken ook wel van de ‘cross-over anomaly’, die waarschijnlijk voortkomt uit het feit dat diverse institutionele beleggers in dit deel van de markt niet kunnen beleggen. Dat komt doordat er geen sprake is van puur investment grade of high yield, waardoor het eigenlijk een soort inefficiënt niemandsland is, waar actief beheer veel waarde kan toevoegen.

Voor ons ligt in het cross-over segment het optimale ‘point of credit risk’. Het is tevens een voordeel dat er geen ‘hot money’ van passieve beleggers is, omdat, zoals gezegd, benchmarks ontbreken. En de laatste tien jaar is er ook beduidend minder hot money van de ECB geweest. De Noorse en Zweedse obligatiemarkt vallen namelijk buiten het opkoopprogramma van de Europese centrale bank. Het is tot slot interessant te melden dat de ‘default rates’ in de Nordics erg beperkt zijn.

Verder hebben wij samen met Van Stuijvenberg Financial Services gekeken naar het effect op het verwachte rendement, het vereiste eigen vermogen en het solvabiliteitsrisico, oftewel de beleggingen versus de verplichtingen op basis van de UFR-waarderingsmethodiek van DNB. Het blijkt dat een allocatie naar Nordic bonds voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds een verbetering van het rendement op het vereist eigen vermogen alsmede een verbetering in de verhouding tussen verwacht rendement en solvabiliteitsrisico geeft. De uiteindelijke impact op >

‘Veel ondernemingen in de Nordics doen moeite om de markt van goede informatie te voorzien. Zelfs niet-beursgenoteerde bedrijven zijn hier royaal in hun informatieverstrekking.’

fondsniveau hangt natuurlijk af van de funding.’

Waarom hebben veel ondernemingen in de Nordics geen ‘credit rating’? En zijn er wel genoeg transparante data van de bedrijven zonder rating?

‘Dit heeft een lange historie. De bedrijfsobligatiemarkt van de Nordics is eigenlijk gebouwd bovenop de aandelenmarkt. Bedrijven financierden zich hier vroeger middels aandelen en bankleningen. De laatste twintig jaar zijn de bankleningen deels vervangen door publieke bedrijfsobligaties. De meeste beleggers in zowel de aandelen- als obligatiemarkten zijn hier institutionele beleggers en vermogensbeheerders met een langetermijnhorizon. Deze beleggers kennen de ondernemingen doorgaans goed. Er is eigenlijk nooit een grote behoefte geweest aan relatief dure credit ratings. Het is vooral voor de kleinere bedrijven een afweging tussen de relatief hoge ratingkosten en de eventueel daarbij horende rentekosten. Nu diverse grote bedrijven in de Nordics steeds internationaler opereren en regelmatig ook grote emissies van bedrijfsobligaties van bijvoorbeeld boven de € 500 miljoen doen, zien we wel dat steeds meer van deze bedrijven ratings krijgen. Maar nog altijd is 35% van de totale marktkapitalisatie van de Nordic bonds-markt ‘non-rated’.

We denken ook dat het grootste deel van de extra spread van tussen de 50 en 150 basispunten van dit segment van de markt komt. Een deel van de spread komt verder voort uit de eerder besproken cross-over anomalie. Maximaal 25 basispunten ‘spread pickup’ kan tot slot aan een illiquiditeitspremie worden toegeschreven. Overigens is de Nordic bond-markt naar onze inschatting relatief gezien niet meer illiquide dan de euro-obligatiemarkt. Op het hoogtepunt van de COVID-19-crisis zagen we bijvoorbeeld Nordic bonds relatief geen hogere spreads krijgen. De obligaties waren hier net zo goed te verhandelen als die in de rest van Europa. En wat betreft de data: ja, er zijn genoeg analisten die hier de aandelen van de bedrijven volgen. We zien ook dat veel ondernemingen in de Nordics moeite doen om de markt van goede informatie te voorzien, bovenop de noodzakelijke kwartaalcijfers. Zelfs niet-beursgenoteerde bedrijven zijn hier royaal in

hun informatieverstrekking. Kwaliteit en transparantie van data staan in onze regio waarschijnlijk hoog in het vaandel.’

Is de Nordic bond-markt groot genoeg om goed gediversifieerde portefeuilles mee te bouwen?

‘Ja, het is een redelijk grote en gediversifieerde markt. Eind 2021 was de marktkapitalisatie, exclusief financials, € 290 miljard. Ter vergelijking: de euro high yield- en de euro investment grade-markt hebben respectievelijk zo’n € 390 miljard en € 1.815 miljard aan marktwaarden. Er zijn meer dan 500 emittenten, vergelijkbaar met de aantallen op de Europese investment grade- en high yield-markten. De Nordic bonds-markt groeit ook nog altijd. De marktwaarde in 2015 bedroeg € 192 miljard en nu dus meer dan € 290 miljard.

Ook het aantal emissies is in deze periode gegroeid van 430 naar 525. Verder is de diversiteit prima, ook in de verschillende sectoren. Grote issues met meer dan € 250 miljoen aan waarde maken ongeveer 60% van de markt uit, ‘mid-size’ issues van € 100 tot € 250 miljoen ongeveer 20%, overheidsobligaties en obligaties van financials buiten beschouwing latend. En er is voldoende keuze in looptijden, hoewel het merendeel van de beschikbare obligaties resterende looptijden van tussen de één en de drie jaar heeft. Er is tot slot ook nog diversificatie in valuta’s mogelijk, munten uit vier landen met duidelijk verschillende economieën.’

Er zijn nog altijd vier valuta’s. Wat betekent het valutarisico voor jullie?

‘Het heeft een diversificatie-effect. Voor de duidelijkheid: we doen niet aan tactische valuta-allocation. We hedgen het valutarisico naar euro’s. Valuta’s zijn lastig te voorspellen en onze institutionele klanten willen het valutarisico ook niet dragen. We zijn bovendien fundamentele bottom-up beleggers, dus zelfs als we het valutarisico bewust zouden willen lopen, dan is dat het resultaat van onze selectie en geen top-downbeslissing. Niettemin zijn de vier markten wel zodanig verschillend, vanuit sectoraal, economisch en monetair perspectief, dat ze tezamen een interessante combinatie vormen die over de verschillende kredietcycli een stabiel rendement geven.

Juhamatti Pukka

Juhamatti Pukka is Head of Fixed Income bij Evli Fund Management Company. Hij heeft meer dan vijftien jaar ervaring op de kapitaalmarkten en is gespecialiseerd in het beheer van bedrijfsobligatie-portefeuilles. Pukka is tevens Portfolio Manager van het Evli Short Corporate Bond Fund, dat belegt in pan-Europese bedrijfsobligaties.



De Zweedse en Noorse markten bestaan bijna geheel uit floating-rate notes. Hier wordt eigenlijk geen monetair risico gelopen.

Overigens hebben we voor beleggers die wel bewust het risico van de Zweedse kroon willen lopen, bijvoorbeeld ter diversificatie ten opzichte van de euro, speciale share classes waarin het valutarisico van de Zweedse kroon niet wordt afgedekt. Op dit moment heeft onze strategie een allocatie van ongeveer 30% naar Zweedse en 10% naar Noorse bedrijfsobligaties, maar dit is zoals gezegd een resultante van de bottom-upselectie.

Zijn Nordic bonds ook interessant vanuit ESG-oogpunt?

'Ik denk dat wij altijd al vooraan hebben gestaan om de juiste dingen te doen op deze planeet. Net als de Nederlanders hebben we als eerste het ESG-concept omarmd. Institutionele klanten stellen ook hier hoge eisen. Als we daaraan tegemoet kunnen komen, dan kunnen we iedere klant in de wereld comfort bieden. Wij hebben een speciaal ESG-team dat diverse taken heeft, zoals het monitoren van de internationale duurzaamheidsprincipes, ESG-scores en CO₂-emissies per bedrijf, alsmede het onderzoeken van welke sectoren en bedrijven we moeten uitsluiten.

Onze portfoliomanagers nemen ESG ook mee in de tweede fase van het beleggingsproces, bij de kredietanalyse. Terzijde, de eerste fase bestaat uit ideeëngeneratie en de derde fase uit de uitvoering. De portfoliomanagers kijken vooral naar de ESG-risico's.

Daarbij is een belangrijke vraag hoezeer een bedrijf bijvoorbeeld blootstaat aan juridische, milieu- of merk-schade. Ook wordt er bij bedrijfsbezoeken altijd aandacht besteed aan duurzaamheid. ESG-beleggen in Nordic Bonds is ook niet heel lastig. De meeste bedrijven zijn daar zelf al jaren mee bezig. Als een onderneming een obligatie uitgeeft,

verstrekt het al automatisch een uitgebreide ESG-questionnaire. Je zou bijna zeggen dat ESG bij ons DNA hoort.'

Waarom zouden beleggers Evli moeten selecteren voor hun allocatie naar Nordic bonds?

'We zijn een institutionele belegger, zo'n dertig jaar geleden gevestigd in Helsinki, met een specialisatie in Nordic obligaties en aandelen en een focus op bedrijfsobligaties. Ongeveer 70% van ons totale beheerde vermogen van ongeveer € 17 miljard wordt belegd in obligaties, ook pan-Europees. We worden in onze thuismarkt jaar op jaar uitgeroepen tot beste institutionele asset manager. Omdat we alleen institutioneel beheer aanbieden, hebben we sinds jaar en dag de zware eisen van onze grote beleggers ten aanzien van transparantie, rapportage en duurzaamheid hoog in ons vaandel staan.

Sinds een jaar of acht promoten we een aantal strategieën in de rest van Europa. Dit zijn strategieën die voor Europese klanten interessant zijn, zoals Nordic bonds, waarin we eigenlijk voor de wereld een unieke integrale regiobenadering hantieren en niet een specifieke landenbenadering zoals de meeste andere die aanbieden. Met ons regioproduct zien we vooral tractie in de besproken 'cross-over non-rated' strategie. Het valt daarbij op dat institutionele beleggers op basis van verschillende argumenten naar Nordic bonds alloceren. Sommige delen het in als satelliet in hun Europese investment grade-portefeuille, andere in hun conservatieve high yield-portefeuille, vanwege het relatief grote aantal obligaties zonder rating. Door het floating-rate karakter worden ze zelfs soms ook wel gezien als money market proxy. Omdat ik denk dat de korte rente al aanzienlijk is gestegen en waarschijnlijk weinig ruimte heeft om verder te stijgen en de spreads op een hoog niveau staan, kan dit een goed moment zijn om een positie op te bouwen in Nordic bonds.'

'Ik denk dat wij altijd al vooraan hebben gestaan om de juiste dingen te doen op deze planeet. Net als de Nederlanders hebben we als eerste het ESG-concept omarmd.'