

Vooruitzichten voor high yield aantrekkelijk

Door Hans Amesz Fotografie Joep van Drunen



Ondanks de oorlogen in Oekraïne en Gaza, corona, en een enorme inflatie is de high yield-markt veerkrachtig gebleven: het aantal wanbetalingen is nauwelijks gestegen. De komende drie tot vijf jaar kunnen rendementen worden verwacht die in de buurt komen van die van aandelen.

We kennen allemaal de definitie van high yield, maar de markt is in de afgelopen decennia heel snel gegroeid. Welke subsegmenten kunnen worden onderscheiden?

Walter Leering: ‘De definitie van high yield is breed: staatsschuld, private debt, obligaties, leningen. Je kunt het bekijken op wereldschaal of op regionale schaal, alleen ontwikkelde markten meenemen of ook emerging markets. Meestal heeft high yield betrekking op de public market, maar in de afgelopen jaren is een categorie als private credit sterk gegroeid en toegankelijker geworden voor particuliere beleggers.’

Sevinç Acar: ‘De vaardigheid en het geduld van de manager zijn belangrijk bij het opbouwen van een portefeuille van goede kwaliteit. Daarvoor heb je ook aan de public side in het high yield-deel liquiditeit nodig, tegen acceptabele spreads.’

Xavier Blaiteau: ‘Beleggers kunnen op veel verschillende manieren toegang krijgen tot de high yield-markt. Ik denk dat er een aanpak is voor elk type doelstelling, van alleen obligaties en senior leningen tot strategieën die arbitrage kunnen toepassen tussen obligaties en leningen.’

Daniel Kraft: ‘Ongeveer tien jaar geleden was de high yield-obligatiemarkt de belangrijkste markt voor leveraged credit-uitgiften. Nu, met de groei in leningen met leverage en in private credit, zijn deze markten bronnen van kapitaal voor emittenten van leveraged credit.’

Ian Bates: ‘De Europese high yield-markt was zo’n twintig jaar geleden slechts een vijfde van de huidige omvang. Maar de afgelopen twee tot drie jaar is de markt gekrompen. Velen vinden dat moeilijk te begrijpen, want de rente is gestegen en natuurlijk zijn veel bedrijven afgewaardeerd naar high yield. Wat we echter hebben gezien, is dat sommige bedrijven, met het oog op de moeilijker wordende economische omstandigheden, gewoon schulden hebben afgelost. Een van de redenen waarom we niet meer zwakte in de high yield-markt zien, is dat de markt krimpt op een moment dat meer beleggers naar deze beleggingscategorie alloceren omdat het rendement is gestegen. De high yield-obligatiemarkt is gekrompen omdat het netto aanbod laag is, terwijl de leveraged credit-markten – leveraged loans en private credits – blijven groeien.’

Zijn het de kleine bedrijven die zich terugtrekken uit de high yield-markten?

Wai Lee Koon: ‘Onze klanten zien dat ze impact kunnen hebben aan de private kant. De extra toename van investeringen in de private kredietverlening komt enerzijds door de hogere opbrengsten en anderzijds door ESG-overwegingen. Zowel high yield als private credit zijn belangrijk in het nieuwe pensioencontract waar we in de toekomst mee te maken krijgen.’

Moeten de financials bij het investeren in high yield worden uitgesloten of niet?

Acar: ‘Wij sluiten financials in het high yield-universum uit, omdat de kapitaalstructuur vaak minder transparant is. Daarnaast beleggen we ook niet in achtergestelde financials zoals CoCo’s. Wat betreft financial bonds moet je welhaast juridische kennis hebben om alle mitsen en maren in de obligatiedocumentatie goed te kunnen begrijpen vanwege de complexe kapitaalstructuur.’

Blaiteau: ‘Als je in je portefeuille exposure hebt naar financial bonds, heb je een team van specialisten nodig dat goed op de hoogte is van de regelgeving en weet hoe zo’n obligatie geprijsd moet worden. Sommige managers raken financials in het high yield-domein niet aan omdat er >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Sevinç Acar,
NN Group
Ian Bates,
Neuberger Berman
Xavier Blaiteau,
bfinance
Wai Lee Koon,
MN
Daniel Kraft,
PIMCO
Walter Leering,
InsingerGilissen



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Senior Investment Advisor bij Auréus, waar hij het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten en medeverantwoordelijk is voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is auteur van onder andere Beleggen met Technische Analyse. Hij studeerde Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Sevinç
Acar

Sevinç Acar is Head of Public Market bij NN Group. In deze rol is zij verantwoordelijk voor de publieke vastrentende producten en aandelen van de beleggingsportefeuille van NN. Daarvoor was zij Investment Director Fixed Income bij PGGM. Zij heeft een Master Bedrijfs-economie behaald aan de Universiteit Maastricht.



Ian
Bates

Ian Bates is sinds 2014 Senior Vice President bij Neuberger Berman. Hij is een Associate Portfolio Manager en Trader met een focus op European non-investment grade credit. Eerder werkte hij als Senior PM bij AXA IM, met een focus op European credit. Ook is hij werkzaam geweest bij Blackrock en Merrill Lynch. Bates heeft een BA behaald aan de Universiteit van Nottingham en is CFA charterholder.



Xavier
Blaiteau

Xavier Blaiteau is Director Fixed Income bij bfinance. Hij trad daar in februari 2017 in dienst als Analist binnen het Public Market-team. Voordat hij bij bfinance kwam, bracht hij twee jaar door bij Lyxor Asset Management in managerselectie voor zowel beleggingsfondsen als hedgefondsen. Blaiteau heeft een Master in Financiën behaald aan de ESSCA in Frankrijk.



Wai Lee
Koon

Wai Lee Koon is Portfolio Manager External Fixed Income bij MN, waar hij sinds 2015 werkt. Hij is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van externe beheerders op het gebied van high yield en Europese bankleningen. Koon heeft een MSC Business Administration Financial Management behaald aan de VU Amsterdam.



Daniel
Kraft

Daniel Kraft is Vice President en Product Strategist bij PIMCO in Londen en richt zich op global credit strategies. Daarvoor was hij Assistant Vice President bij Barclays, waar hij onderdeel was van het Institutional Fixed Income Sales-team. Kraft heeft een MBA in Analytic Finance van de Booth School of Business van de University of Chicago en is een CFA charterholder.



Walter
Leering

Walter Leering is Senior Portfolio Manager bij Insinger-Gilissen. Hij maakt deel uit van het Fixed Income-team van Quintet, dat verantwoordelijk is voor het beheer van single-line modelportefeuilles. Hij begon zijn carrière in 2008 als Fixed Income Analyst. Leering behaalde zijn Masters in Business Administration en in Investment Management aan de VU Amsterdam.

te veel risico aan verbonden is. Dat neemt niet weg dat sommige beleggers, misschien zonder het te weten, wél zijn blootgesteld aan dit soort beleggings-categorieën.

Koon: ‘Wij hebben strikte richtlijnen en sluiten financials op dit gebied uit. Wij willen alleen exposure naar bedrijven hebben en dat hebben we al zonder financials.’

Kraft: ‘Waar het volgens ons echt op neerkomt, is of je wel of niet denkt dat je manager een voorsprong heeft in het toevoegen van waarde door te beleggen in financials, en in achtergestelde financials in het bijzonder. Kapitaalstructuren van financials zijn inderdaad complex, maar daardoor kun je ook een complexiteitspremie verdienen. Veel van deze obligaties zijn achtergesteld, en dat kan een achterstellingspremie opleveren. Er zijn dus goede argumenten om te beleggen in financials. Uiteindelijk komt het neer op de vaardigheid van de manager.’

Koon: ‘Na de kredietcrisis hebben wij financials uitgesloten. We beheren de pensioenen van deelnemers en willen dat zo veilig mogelijk doen tegen de juiste rendementen. Met het toevoegen van financials ontstaat extra risico voor het rendement.’

Leering: ‘We hebben belegd in financials, maar wel via aparte strategieën, aparte fondsen die gewijd zijn aan het investeren in achtergestelde obligaties van financiële instellingen. Bij het selecteren van de manager of de strategie heb je verschillende soorten risicobereidheid. Onze klanten kunnen in overeenstemming met hun eigen risicobereidheid een keuze maken uit de verschillende fondsen.’

‘De private debtmarkt is heel, heel snel gegroeid en moet nog getest worden.’

Waar zit in deze markt de belangstelling voor het financials segment?

Kraft: ‘Aan de institutionele kant staan sommige beleggers open voor het opnemen van financials in hun mandaten. Wij nemen financials op in de benchmarks die wij gebruiken voor onze beleggingsfondsen. Zoals al is gezegd, is er zeker ook vraag naar gespecialiseerde strategieën. Dat is een relatief grote business voor ons.’

Wat is voor institutionele beleggers de aantrekkingskracht van beleggen in high yield? Is dit in de loop van de tijd veranderd?

Koon: ‘Naar onze mening is er door de jaren heen niet veel veranderd. Het is meer geëvolueerd. We zijn naar de hoge kwaliteit van het high yield-spectrum gegaan en hebben er meer ESG-overwegingen aan toegevoegd.’

Acar: ‘Het gaat om een goed gespreide categorie en het beschikt over een goed rendement. We worden meer risicobewust en willen dus betere rendementen tegen acceptabele risico's. ESG wordt ook steeds belangrijker en daarmee het vinden van betere ESG-oplossingen binnen high yield. Overigens is het Europese high yield-deel beter uitgerust voor het ESG-beleid dan het Amerikaanse deel, vanwege de sectorale dynamiek in de Verenigde Staten, zoals meer olie- en energie-bedrijven, et cetera. Er is dus altijd plek voor high yield, maar de structuur, de inhoud, is veranderd.’

Bates: ‘De rente gaat naar verwachting dalen. Dat betekent rugwind voor het rendement van high yield. Als de economie verbetert, na de huidige redelijk moeilijke tijd, is er ook ruimte voor spreads om te stijgen. Wat betreft ESG zou ik zeggen dat het om een markt gaat waar zich heel wat mogelijkheden voordoen om te praten en te werken met managementteams en sponsors teneinde de ESG-prestaties in de markt te helpen verbeteren. Dat de Europese high yield-markt in dat opzicht een beetje achterloopt op de markt voor investment grade en sommige andere public markets, is ook het vermelden waard.’

Kraft: ‘Als je naar de Sharpe-ratio's kijkt, is high yield een behoorlijk aantrekkelijke beleggingscategorie. Als je het vergelijkt

‘Het merendeel van de mandaten die wij zien, betreft high yield uit ontwikkelde markten.’

met andere asset classes, zowel binnen fixed income als in vergelijking met aandelen, zijn de Sharpe-ratio's voor high yield over langere perioden vrij hoog. In normale marktomstandigheden – niet die in 2022 – neigen high yield-obligaties ook meestal naar een licht negatieve correlatie met het rendement op staatsobligaties. Dat kan heel aantrekkelijk zijn in de context van een bredere vastrentende portefeuille.’

Waarom hebben sommige institutionele beleggers nog steeds geen high yield in hun portfolio?

Acar: ‘Het verrast me om dat te horen, want er is altijd een plek voor high yield binnen de asset-mix, alleen al vanuit het oogpunt van diversificatie.’

Koon: ‘Sommige institutionele beleggers hebben geen high yield in hun portefeuille, maar hebben daarvoor in de plaats private credit. Misschien geven ze de voorkeur aan het hogere rendement dat ze krijgen aan de private kant. Ik vind high yield nog steeds aantrekkelijk. Binnen het credit-universum zou ik vanwege liquiditeitsredenen de voorkeur geven aan een combinatie van high yield en private credit.’

Leering: ‘Wij hebben high yield opgenomen in de strategische asset allocatie, onder andere vanwege de diversificatie. We denken dat high yield op de lange termijn een aantrekkelijke beleggingscategorie is.’

Blaiteau: ‘De algemene beleggingscase voor high yield is de afgelopen jaren veranderd. Beleggers zaten in een omgeving met heel lage rentes en wilden, bijvoorbeeld via high yield, extra rendement toevoegen aan hun portefeuille. In een omgeving met stijgende rentes zagen ze bijvoorbeeld hernieuwde belangstelling voor de strategie van senior leningen en >

meer in het algemeen voor beleggings-categorieën met een korte looptijd, omdat die er gunstig uitzagen. Dit laat onverlet dat er zeker een strategisch belang is voor high yield in elke portefeuille. Er zijn klanten die binnen hun strategische asset allocatie misschien geen stand-alone high yield-allocatie hebben, maar die krijgen high yield mogelijk ook uit andere portefeuilles. We hebben meer dan zestig strategieën in de euro investment grade-markten beoordeeld en het bleek dat de gemiddelde manager een allocatie naar high yield had van tussen de 5 en 10%. Dus nogmaals, zelfs als je geen op zichzelf staande allocatie naar high yield hebt, kun je high yield hebben binnen andere strategieën.

Waar zit het verschil tussen high yield-obligaties en emerging market debt? Of weet iedereen dat ze verschillend zijn en niet met elkaar concurreren?

Leering: ‘Ik denk dat de drijfveren om te beleggen in de high yield-markt en in EMD heel verschillend zijn. De algemene EMD-markt heeft een vrij lange looptijd, dus ben je behoorlijk blootgesteld aan de Amerikaanse treasury-curve. De high yield-markt heeft natuurlijk een veel lagere duration. Bij EMD ben je meer blootgesteld aan politieke situaties in plaats van, zoals bij high yield, hoe bedrijven of sectoren het doen. Er is een fundamenteel verschil tussen high yield en EMD.’

Bates: ‘Veel van onze wereldwijde high yield-producten hebben een allocatie naar opkomende markten. Je hebt een iets andere set vaardigheden nodig om de twee markten – high yield en EMD – te analyseren. Wij zijn van mening dat er in portefeuilles ruimte is voor beide.’

Blaiteau: ‘Als beleggingscategorie is EMD veel breder en anders dan high yield. Er

zijn ruwweg tachtig opkomende landen met evenzoveel verschillende verhalen, verschillende cycli van hun monetaire beleid, enzovoort.’

Kraft: ‘Ik denk dat dat ook de reden is waarom veel beleggers, vooral institutionele, bij global high yield meestal aan high yield uit ontwikkelde markten denken. Sommige beleggers vinden dat mondiaal betekent ‘inclusief emerging markets’. Maar het merendeel van de mandaten die wij zien, betreft high yield uit ontwikkelde markten. EMD wordt door veel beleggers behandeld als een aparte beleggingscategorie.’

Er wordt gezegd dat de high yield-markt minder efficiënt is dan de investment grade-markt. Maakt dit van deze markt een actieve markt?

Kraft: ‘Het pleidooi voor actief beleggen in high yield is in elke marktomgeving sterk, maar vooral in meer volatiele omgevingen en omgevingen met meer dispersie en waar sprake is van meer wanbetalingen. Want juist datgene dat je niet bezit in de high yield-markt, kan veel uitmaken voor je total return performance en voor je relatieve performance ten opzichte van de benchmark. Normaal gesproken kent de high yield-markt wereldwijd een wanbetalingspercentage van tussen de 3 en 4%. Dus de samenstelling van je portefeuille en de mate waarin je wanbetalingen of waardevermindering van kapitaal kunt voorkomen, zijn meestal belangrijk voor je rendement. Dat is in onze ogen het belangrijkste argument voor actief beleggen op de high yield-markt.’

Blaiteau: ‘Passieve managers gebruiken sampling-strategieën en proberen de belangrijkste kenmerken van de high yield-index te repliceren. Je zult echter nooit een volledige replicatie bereiken omdat het bijna onmogelijk is om elke obligatie in een index te houden. En gezien het natuurlijke verloop in de index (met obligaties die vervallen of nieuwe emissies) moeten passieve managers ook effecten kopen en verkopen in een markt waar de transactiekosten hoog kunnen oplopen. Daarom valt er veel te zeggen voor actief beheer.’

‘Wij sluiten financials in de high yield-markt uit, omdat de kapitaalstructuur vaak minder transparant is.’

Acar: ‘De grootste zorg voor de asset class is wanbetaling. Daarom is actief management belangrijk voor kredietselectie vanwege het asymmetrisch risicoprofiel, want je wilt juist graag dat er meer rendement wordt behaald. Daarnaast denk ik dat het high yield-universum ook niet geschikt is voor passief beheer, omdat je dan ook waarde-loze namen dwangmatig moet kopen die je eigenlijk niet in je portefeuille wilt hebben.’

Bates: ‘Ik ben het eens met wat er is gezegd over passief beleggen in de high yield-markt. Wat maakt een goede high yield-manager? Dat is de vraag waar het om draait. Het gaat om goed credit-onderzoek doen, er tijd in steken om de managementteams en de sectoren te leren kennen, weten hoe ze werken, en ook de sponsors en de uiteindelijke eigenaren van de assets te kennen. Als je beschikt over voldoende goede en ervaren analisten, zou je in staat moeten zijn beter te presteren dan de benchmark.’

Leering: ‘Je hebt omvang nodig om te kunnen beschikken over de middelen om credit-onderzoek te doen, om genoeg analisten te hebben en om de infrastructuur te hebben om goed in de markt te kunnen opereren. Grootte is iets om rekening mee te houden.’

Koon: ‘Wij zoeken managers die een bottom-up fundamentele kredietanalyse uitvoeren, aangevuld met een top-down macrobeeld. Je hebt daarnaast een actieve manager nodig om het ESG-engagement te doen met de kleinere bedrijven, teneinde daar verbeteringen door te voeren.’

Kraft: ‘High yield is, zoals opgemerkt, duidelijk een bottom-up asset class. Daar is geen twijfel over mogelijk. Maar je kunt niet in high yield beleggen en de macro volledig negeren. Het hebben van een goed macroproces als fundament van het high yield-beleggingsproces, is van groot belang. Bij ons staat het top-down proces centraal en vormt het de basis van ons denken. Het is dus belangrijk voor ons om macro-economisch denken toe te passen op het high yield-beleggingsproces.’

‘De gemiddelde credit rating in high yield is nu BB, in de buurt van investment grade.’

Krijgt high yield in het nieuwe pensioensysteem een nieuwe rol?

Koon: ‘Dat zien we niet echt. We zien nog steeds dat high yield in de returnportefeuille moet zitten, ook vanwege het risicoprofiel.’

Is ESG-implementatie geschikt voor high yield asset classes?

Acar: ‘Ik hoop het, want we gaan naar een duurzamere wereld. Portefeuillebeheerders en analisten moeten proberen bedrijven in de juiste richting te duwen, want vaak weten deze bedrijven niet of niet goed hoe ze in lijn met bijvoorbeeld het Akkoord van Parijs moeten handelen. Als een vermogensbeheerder over de juiste vaardigheden beschikt, kan die ESG op een slimme manier in de portefeuille integreren.’

Bates: ‘Laten we niet vergeten dat een aantal bekende faillissementen in het verleden ondernemingen met overduidelijke ‘red ESG flags’ betroffen, dus ESG is belangrijk. Als wij met managementteams praten, merken we dat ze er over het algemeen alles aan willen doen om hun reputatie op het gebied van ESG te >



‘Meer high yield-emittenten zouden de markt van groene obligaties kunnen aanboren.’

verbeteren en naar investeerders luisteren. Ze staan open voor het implementeren van ideeën. Wij denken dat het een goede zaak is bedrijven zover te krijgen dat ze zich aan ESG-doelen committeren en zich verbeteren.’

Kraft: ‘High yield wordt van oudsher gezien als een minder geschikte beleggingscategorie voor ESG-beleggen, voornamelijk omdat het complexer is en meer middelen vergt om de ESG-analyse in de high yield-markt uit te voeren. Als een vermogensbeheerder echter een geïntegreerde duurzaamheidsfilosofie heeft, zoals wij, waarbij ESG in alle bedrijfsactiviteiten is geïntegreerd, van krediet en portefeuillebeheer tot klantgerichtheid, productstrategie en marketing, dan is dit zeker mogelijk.’

Leering: ‘ESG is heel belangrijk. Het moet echt worden geïntegreerd in de manier waarop de kredietanalisten hun werk doen.’

Blaiteau: ‘In het bijzonder in Europa, maar tot op zekere hoogte ook in de Verenigde Staten, hebben managers enorme vooruitgang geboekt op het

gebied van ESG-integratie in de high yield-markt. Dat betekent dat ze ESG beschouwen als onderdeel van het beleggingsproces en dat is geruststellend.’

Koon: ‘Wij geloven dat ESG-beleggingen ook deel uitmaken van het high yield-universum en verwachten dat managers ESG-overwegingen meenemen in hun beleggingsbeslissingen. Betrokkenheid creëren en bedrijven helpen zich te verbeteren, is essentieel. Je moet bijvoorbeeld energiebedrijven stimuleren om groener te worden.’

Wat is er nodig om van high yield een echt duurzame asset class te maken?

Koon: ‘Geen enkele beleggingscategorie is honderd procent duurzaam. Maar we zien dat high yield mede door actieve investeringen de goede kant opgaat.’

Leering: ‘Door meer aandacht voor en nadruk op ESG binnen high yield, zal de asset class stap voor stap duurzamer worden.’

Bates: ‘Voor elke betekenisvolle verandering zijn mensen nodig die zich daarvoor inzetten. Ze moeten de tijd hebben om die verandering uit te voeren. We hebben gezien dat ESG belangrijker is geworden naarmate het moeilijker werd om kapitaal aan te trekken. ESG-integratie is een manier voor het management van bedrijven om hun reputatie onder de beleggersgemeenschap te verbeteren en hun toegang tot kapitaal te vergroten. Ik denk dat we er op de lange termijn vrij optimistisch over kunnen zijn dat ESG niet verdwijnt en alleen maar belangrijker zal worden.’

Blaiteau: ‘Beleggers hebben ook de verantwoordelijkheid om managers te stimuleren duurzaam te beleggen. Meer high yield-emittenten zouden bijvoorbeeld de markt van groene obligaties kunnen aanboren.’

Wat waren in de afgelopen, unieke 18 maanden de verschillende trends binnen elk segment van de high yield-markt?

Blaiteau: ‘Door de renteverhogingscyclus en dergelijke in de afgelopen 18 tot 24



maanden hebben beleggers hun vast-rentende portefeuille heroverwogen. Dat was een dramatische verschuiving. De vraag naar kortere looptijden nam sterk toe, evenals die naar variabele rentes. Bij het ingaan van 2023 was de consensus dat hogere tarieven de economie zouden schaden: reden om je defensief op te stellen. Er is sindsdien minder over high yield gediscussieerd, omdat beleggers vooral op zoek waren naar hogere kwaliteit, naar investment grade.'

Bates: 'Toen de rente omhoogging, werd het moeilijker voor bedrijven om zichzelf te financieren of te herfinancieren. Nogal wat bedrijven zijn in de problemen gekomen vanwege te hoge schulden. Ze konden hun EBITDA niet voldoende laten groeien om dat te compenseren.'

Leering: 'Vorig jaar was de verwachting in ons basisscenario dat er een vrij grote kans was om in een recessie terecht te komen, met name in Europa. Daarom zijn we voorzichtiger geweest met onze high yield-allocatie. De economische groei is hoger uitgekomen dan verwacht en de spreads zijn recent dan ook verkraapt. Voor sommige subsegmenten heeft het niveau van de spreads een dieptepunt bereikt sinds meer dan 15 jaar, zoals Amerikaanse single B-obligaties. De huidige spread geeft niet genoeg compensatie voor als er onverwacht iets misgaat.'

Gegeven de huidige economische vertraging en de stijging van rentepercentages, is het percentage bedrijven dat in gebreke blijft relatief laag. Hoe komt dat?

Acar: 'Wanbetalingen komen niet zomaar uit de lucht vallen, maar filteren wel langzaam door het systeem. Er komen veel aflossingen aan, dus moet er flink geherfinancierd worden.'

Koon: 'Veel bedrijven hebben tijdens de coronapandemie hun schuldpositie op de balans verlaagd. Het is deels aan de lagere leverage te danken dat het wanbetalingspercentage niet zo hoog is. Daarnaast hebben ondernemingen kredieten uitstaan met meerdere looptijden en regio's.'

'De huidige spread geeft niet genoeg compensatie voor als er onverwacht iets misgaat.'

Kraft: 'Er zijn een paar voor de hand liggende redenen dat de wanbetalingen relatief laag zijn. De ratingkwaliteit van de markt is verbeterd. Er zijn minder triple C's. Normaal gesproken zie je wanbetalingen wanneer een triple C niet kan herfinancieren. Sommige van de sectoren die traditioneel wanbetalings-hotspots werden, staan er nu veel beter voor, zoals de energiesector. Verder wordt het netto positieve effect van de groei van de private credit-markt misschien enigszins onderschat. Emittenten die in het verleden geen toegang meer hadden tot de publieke markten, kunnen zich nu wenden tot de private credit-markt.'

Bates: 'De private debt-markt is heel, heel snel gegroeid en moet nog getest worden. We hebben nog een paar jaar om te zien hoe die markt gaat presteren door de economische cyclus heen. Als iemand ermee akkoord gaat om bij jou te lenen tegen een hoge rente, moet dat betekenen dat hij elders geen lagere rente kan krijgen. Dat houdt dus in dat je geld leent aan een behoorlijk riskant bedrijf. Op zich is het een goede zaak dat er een andere markt is waar bedrijven naartoe kunnen gaan, een markt die leningen kan verstrekken aan iets risicvollere bedrijven die het wat moeilijker zouden hebben op de publieke markt. Niettemin zou het me verbazen als de private debt-markten zo snel blijven groeien. Er zal echter wel altijd een rol voor ze zijn weggelegd, net als voor high yield leveraged loans en aandelen.'

Kraft: 'Ondanks het feit dat de spreads krappert zijn geworden, is het totale rendementspotentieel voor high yield nog steeds heel aantrekkelijk. Dat blijkt onder andere uit de aanvangsrendementen van Amerikaanse en Europese high yield bonds, die respectievelijk 7-8% en 6-6½% bedragen. Deze startniveaus zijn een zeer relevante voorspeller voor de komende 3 tot 5 jaar.' >

Koon: ‘Onze strategien maken zich zorgen over een waarschijnlijk lichte stijging van het wanbetalingspercentage, maar niet in die mate dat we niet meer enthousiast zijn over high yield. Er moet niet worden vergeten dat de algehele kwaliteit van de high yield-markten een stuk beter is dan tijdens de laatste grote recessie die we meemaakten. De gemiddelde credit rating in high yield is nu BB, in de buurt van investment grade. Daarnaast is de yield aantrekkelijk en liggen de prijzen onder par.’

Kraft: ‘Als de high yield-markt tot stilstand zou komen, zou dat natuurlijk een dramatisch effect hebben op de wanbetalingspercentages. Maar ik denk dat we daar nog ver van zijn verwijderd. Er is momenteel wel veel onzekerheid over hoe de wanbetalingspercentages zich zullen ontwikkelen.’

Leering: ‘Wij hebben nog wel high yield-exposure, maar we gaan er nu voorzichtig mee om. Redenen daarvoor zijn de waardering op dit moment en ook de potentiële geopolitieke risico's waar we mee te maken hebben.’

Kan Artificial Intelligence helpen om betere beleggingsbeslissingen te nemen?

Kraft: ‘Onze bedrijfsstrategie voor AI richt zich op het identificeren van mogelijkheden om het inzicht in beleggingen te verbeteren, de klant-ervaring te verrijken en de activiteiten te optimaliseren, terwijl we onze grondige en beproefde focus op risicobeheer behouden. Sinds 2015 maken we actief gebruik van AI, met name machine learning en natural language processing, om te helpen bij macro-economische voorspellingen en de beoordeling van bedrijfsdossiers en toespraken van de centrale banken. De vooruitgang van large language models biedt een kans om de kwantitatieve capaciteiten die we al tientallen jaren gebruiken verder te ontwikkelen en de impactoplossingen te versnellen.’

Bates: ‘Wij denken dat kunstmatige intelligentie een enorm effect gaat hebben. Ten eerste gaat het enorm helpen

‘Het pleidooi voor actief beleggen in high yield is in elke marktomgeving sterk.’

met efficiëntie: je kunt AI bijvoorbeeld gebruiken om de basis van een informatiepakket samen te stellen, wat veel tijdswinst oplevert voor analisten en portefeuillebeheerders. Er zijn enorm veel manieren waarop kunstmatige intelligentie waarde kan toevoegen. Ik denk overigens niet dat AI het menselijke element volledig kan vervangen.’

Koon: ‘De beslissing om al dan niet te investeren, zal altijd gebaseerd zijn op de ervaring van de portefeuillebeheerder zelf. Kunstmatige intelligentie kan waarde toevoegen en er mede voor zorgen dat de portefeuillebeheerder en de analist beter betrokken zijn bij bedrijven en dus beter kunnen oordelen.’

Wat verwachten jullie voor high yield in de komende 3 tot 5 jaar?

Kraft: ‘Als je kijkt naar de high yield-markt op dit moment, kun je de komende 3 tot 5 jaar rendementen verwachten die in de buurt komen van die van aandelen, maar mogelijk met een veel lagere neerwaartse volatiliteit. Dus de vooruitzichten voor high yield zijn op dit moment best aantrekkelijk, vooral als je je richt op de hoogwaardige delen van de markt.’

Bates: ‘De Europese high yield-markt heeft de afgelopen vijf jaar meer over zich heen gekregen dan in bijna elke andere naoorlogse periode: de oorlog tussen Oekraïne en Rusland, enorme inflatie, de Covid-pandemie. Ondanks dit alles hebben we eigenlijk geen stijging van het aantal wanbetalingen gezien. Dat zegt denk ik iets over de veerkracht van de high yield-markt en hoe die is geëvolueerd.’

Koon: ‘Wij zijn, als gezegd, nog steeds positief over high yield. We vinden het een aantrekkelijke markt om in te blijven investeren, vooral omdat onze exposure naar het hogere ratingsegment is.’ ■

IN HET KORT

Beleggers kunnen op veel verschillende manieren toegang krijgen tot de high yield-markt. Er is een aanpak voor elk type doelstelling.

Sommige managers raken in de high yield-markt financials niet aan vanwege de risico's.

Ondanks de complexe kapitaalstructuren van financials kan de complexiteitspremie aantrekkelijk zijn.

Als je kijkt naar Sharpe-ratio's, is high yield een behoorlijk aantrekkelijke beleggingscategorie.

De rente gaat naar verwachting dalen. Dat betekent rugwind voor het rendement van high yield.

Managers hebben enorme vooruitgang geboekt op het gebied van ESG-integratie in de high yield-markt.

ESG is belangrijker geworden naarmate het moeilijker is geworden kapitaal aan te trekken.

Ondanks het feit dat de spreads krappere zijn geworden, is het totale rendementspotentieel voor high yield nog steeds aantrekkelijk.