

WHERE TO INVEST IN A MAD, MAD WORLD?

Door Jens Rundager, Deputy Director Fixed Income, Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Volatiliteit – een vloek voor rationele en irrationele beleggers

Het lijkt weinig twijfel dat afgelopen augustus bijzonder teleurstellend en ongemakkelijk was voor beleggers. Terwijl smetvrees voor de Eurocrisis landen als Italië, Spanje en zelfs Frankrijk bereikte en S&P de Amerikaanse kredietwaardering verlaagde, stegen de Chicago VIX volatiliteitsmeters tot zo'n 50%, hoger dan bij 11 september en de invasie in Irak, maar vooralsnog verre van de piek van 90% in 2008 bij de val van zakenbank Lehman Brothers. Toch draaide paniek voor particuliere beleggers naar capitulatie en werden aandelen tegen bodemprijzen verkocht, waarna met een zucht van verlichting tegen recordprijzen in goud werd geschuild. Helaas saboteert volatiliteit ook bij institutionele beleggers de zorgvuldig opgebouwde langetermijn strategieën – het dwingt in dalende markten tot verkoop op vooraf met de klanten overeengekomen kantelpunten.

Foto: Archief Sparinvest



Jens Rundager

Niemand weet met zekerheid waar we nu precies zijn in de economische cyclus. Vier maanden geleden leken we genoegzaam op weg naar de expansiefase, waar aandelen het beter zouden doen dan vastrentende waarden en value strategieën het doorgaans beter doen dan growth. Nu lijken we achteruit te zakken in de herstelfase. In een mogelijk langdurige lage-groeiomgeving is er één asset class die aanhoudend rendement kan leveren, behoudens verdere economische neergang. Die asset class is bedrijfsobligaties.

Beleggers in bedrijfsobligaties eisen een extra vergoeding bovenop de risicovrije rentevoet als tegemoetkoming voor het te lopen risico bij belegging in bedrijven in plaats van in het schuld papier van overheden. Alleen al in augustus steeg de kredietpremie met 200 basispunten tot 760 – dit was in april nog 470 basispunten. De dagelijkse realiteit is echter een bedrijfsfaillissementsrisico van 1%. Het verschil van 660 basispunten is daarmee niet alleen erg groot, maar ook onhoudbaar. In de markt voor bedrijfsschuld papier is de cashflow positief. Zelfs als ze aarzelen om met hun kasgeld industriële acquisities te doen, lijken ondernemingen bedrijfseconomisch gezond met betrekkelijk lage lening niveaus. Ze zijn terdege in staat om hun aflossingen te betalen. De angstfactor die momenteel de kredietpremies opdrijft zal pas wijken bij afdoende bewijs van politieke besluitvorming en stevige actie om de soevereine crisis te doen keren.

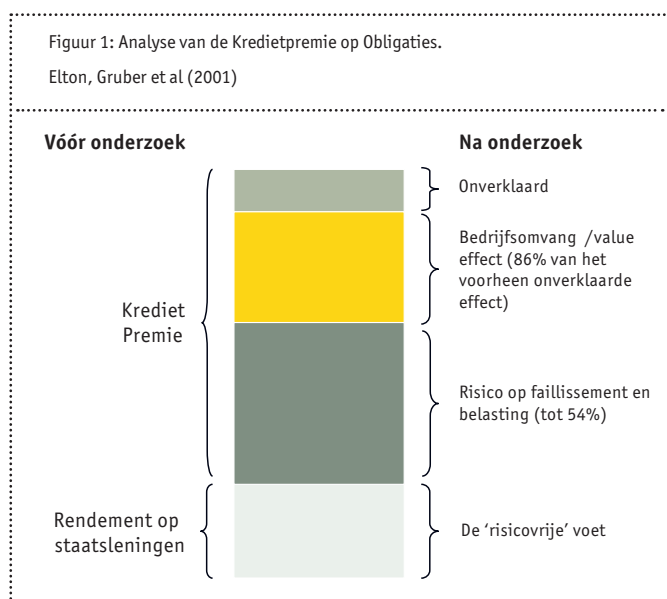
Double Dip – een tweede kans?

Zijn er dan nog lichtpunten - betekent een dubbele dip een tweede kans om te profiteren van een markt die op het punt staat zichzelf te herhalen? Op grond van aandelenwaarderingen is zelfs al een recessie ingeprijsd. De ironie is dat na 3 jaar van aanhoudende schuldafbouw, opgeschoonde bedrijfsbalansen en nadrukkelijk meer oog voor risico's gerelateerd aan milieu, maatschappij en bestuur, bedrijven er aanmerkelijk beter voor staan dan aan het begin van de kredietcrisis in 2008.

Het is dan ook tijd om te pleiten voor een grotere weging in bedrijfsobligaties. Niet alleen omdat we voorlopig niet uit de herstelfase van de economische cyclus lijken te komen, maar ook omdat deze activaklasse in deze markt fase historisch zeer goed presteert.

Niet alleen omdat bedrijfsobligaties het beste historische voor risico aangepaste rendement van alle activa laten zien, maar vooral ook omdat het houden van bedrijfsobligaties in een portefeuille het risico vermindert (of het portefeuillerendement verhoogt) waar anders een te grote weging in staatspapier en/of aandelen zou zijn.

Het rendement tot einde looptijd op de Sparinvest High Yield Value Bonds bedraagt momenteel ruim 12% in een portefeuille met een gemiddelde rating van BB- en een netto schuld ten opzichte van het eigen vermogen van slechts 75% (tegenover 280% voor de benchmark). Met een dergelijke lage schuldenlast en weinig risico op wanbetaling is de waarschijnlijkheid van consistente couponbetaling hoog. Terwijl we voor het eerst in jaren nu een paar maanden iets achterblijven bij de index, hebben we nog steeds een bijzonder sterke portefeuille met potentieel voor toekomstige outperformance.



Het toepassen van een Value strategie op bedrijfsobligaties

Als eerste in Europa richtte Sparinvest zich in december 2005 met High Yield Value Bonds op mogelijkheden, voortvloeiend uit foutieve prijsvorming in de mondiale kredietmarkten. Inzicht in de daadwerkelijke risico's rond de kredietpremie werd onderbouwd door de Amerikanen Edwin Elton en Martin Gruber. Deze wetenschappers concludeerden dat slechts de helft van de premie werd verklaard door compensatie voor faillissementsrisico en belasting. De andere helft, het voorheen steeds onverklaarde deel van de kredietpremie, bleek vooral toe te schrijven te zijn aan dezelfde risicofactoren die ook in de aandelenmarkten voor rendement zorgen, namelijk omvang van de marktkapitalisatie van het betreffende bedrijf en Value.

Sparinvest is overtuigd van het nut van deze in aandelenbeleggingen welbekende discipline met zijn nadruk op forensisch bedrijfsonderzoek bij het vinden van daadwerkelijk aantrekkelijke vastrentende beleggingsproposities. Dit blijkt in alle segmenten van de bedrijfsobligatiemarkt het geval te zijn. Wij stellen dan ook vast dat:

- Kleinere bedrijven op hun obligaties meer premie moeten betalen omdat ze kleiner zijn;
- Value bedrijven een hogere premie betalen omdat ze 'uit de mode zijn';
- Bedrijven uit opkomende markten meer premie moeten betalen voor hun geografische locatie;
- Slecht marktsentiment soms invloed heeft op hele sectoren.

Ieder van deze factoren of meerdere samen kunnen een klassiek value scenario vormen, waarbij individuele bedrijven met een sterke balans en aantoonbare aflossingsdiscipline aanzienlijk hogere premies moeten bieden om gefinancierd te worden. Met de Value Bonds strategie vinden we de sterkere bedrijven met een hoger opwaarts koerspotentieel, zoals blijkt uit de verschillende portefeuilles:

FONDSNAAM (INSTITUTIONELE SHARECLASS, EURO)	ISIN CODE	EFFECTIEF RENDEMENT	MGMT FEE
Sparinvest High Yield Value Bonds	LU0258535045	12,8%	0,65%
Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds	LU0473785169	12,8%	0,65%
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	LU0264926378	11%	0,45%
Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0611996918	9%	0,65%
Sparinvest Corporate Value Bonds	LU0620744770	9,3%	0,55%

Gegevens 9/9/11

Als ondertekenaar van de UN PRI analyseert Sparinvest in het vastrentend beleggingsproces ESG-risico's evenredig aan financiële risico's. Verantwoord Beleggen omvat bij Sparinvest actief aandeelhouderschap waaronder stemmen op aandeelhoudersvergaderingen en het aangaan van een bedrijfsdialoog. Er wordt toegezien op naleving van de UN Global Compact. Van de high yield value bonds is ook een specifiek ethische variant, met uitsluiting van controversiële bedrijfssectoren. Geen van de Sparinvest fondsen heeft illegale wapens in portefeuille.

Meer informatie is beschikbaar op www.sparinvest.nl.