

Investment Letter

High yield verliest glans

Introductie

Vanaf het dieptepunt van de coronacrisis vorig jaar maart zijn risicovolle beleggingen, zoals high yield, zeer sterk gestegen. De ongekende monetaire stimulansen gaven high yield vleugels. Wanbetalingen liepen weliswaar op, maar niet naar de gevreesde depressieniveaus. Risico-opslagen en risicovrije rentes daalden, waardoor het effectieve rendement van high yield een historisch laag niveau bereikte. Het verwacht rendement op high yield is hierdoor nu zeer laag. De aantrekkelijkheid van high yield in de portefeuille is hiermee afgenomen, terwijl deze categorie historisch juist zeer aantrekkelijke risico-rendementskenmerken heeft gehad. Dat was historisch minder het geval voor bank loans. Maar momenteel heeft deze categorie juist de betere papieren.

Samenvatting

- High yield sterk hersteld van de coronacrash
- Historisch laag effectief rendement door gedaalde risicovrije rentes en risico-opslagen
- Negatief verwacht rendement op de middellange termijn
- Historisch aantrekkelijke bouwsteen door hoog rendement, hoge Sharpe ratio een snelle hersteltijd van piek-dal-verliezen
- Bank loans zijn momenteel aantrekkelijker dan highyieldobligaties

Ongekende monetaire stimulansen zorgen voor sterk herstel

In het eerste kwartaal van 2020 werden de financiële markten wereldwijd opgeschrikt door de escalatie van de corona-uitbraak tot pandemie. Zorgen over de economische impact van deze pandemie leidden tot sterk dalende koersen van risicovolle beleggingen. Een wereldwijde, zware recessie was onontkoombaar gezien de maatregelen die overheden namen om het virus te beheersen. Overheden en centrale banken kondigden vergaande steunmaatregelen aan om de economische pijn te verzachten. Zo verlaagde de Amerikaanse centrale bank (Fed) de beleidsrente en kondigde zij een grootschalig opkoopprogramma aan van obligaties, waaronder highyieldbedrijfsobligaties.

AUTEURS



Alex van den Berg,
Sr. Investment Strategist



Wim Barentsen,
Chief Strategist





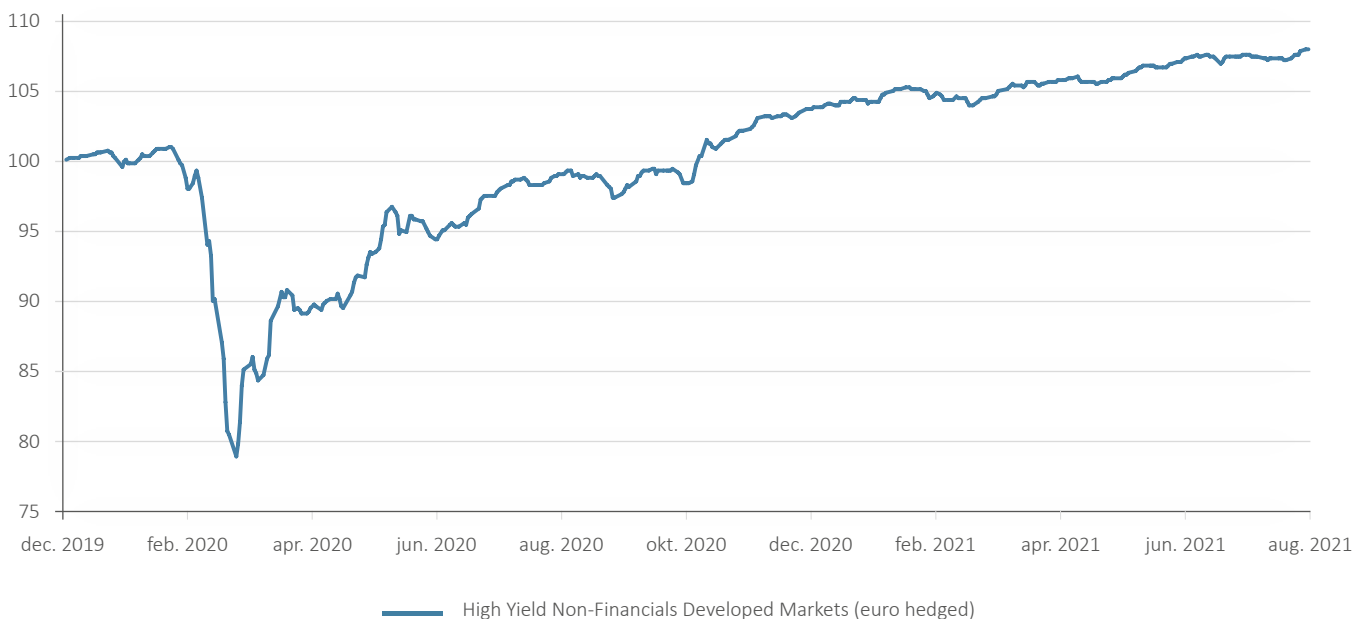
Waar de economie het dieptepunt nog moest bereiken, bereikten risicovolle beleggingen dat al aan het eind van het eerste kwartaal in 2020. Risicovolle categorieën, zoals aandelen en highyieldobligaties, zetten vanaf dat moment een gestaag herstel in. Met dank aan de sterke daling van de kapitaalmarktrentes en de stimulansen van de centrale banken. Wanbetalingen liepen

weliswaar op bij high yield, maar de gevreesde depressie-achtige verliezen bleven uit. Al in de tweede helft van 2020 hadden highyieldobligaties het grote verlies uit het eerste kwartaal helemaal goedge maakt.

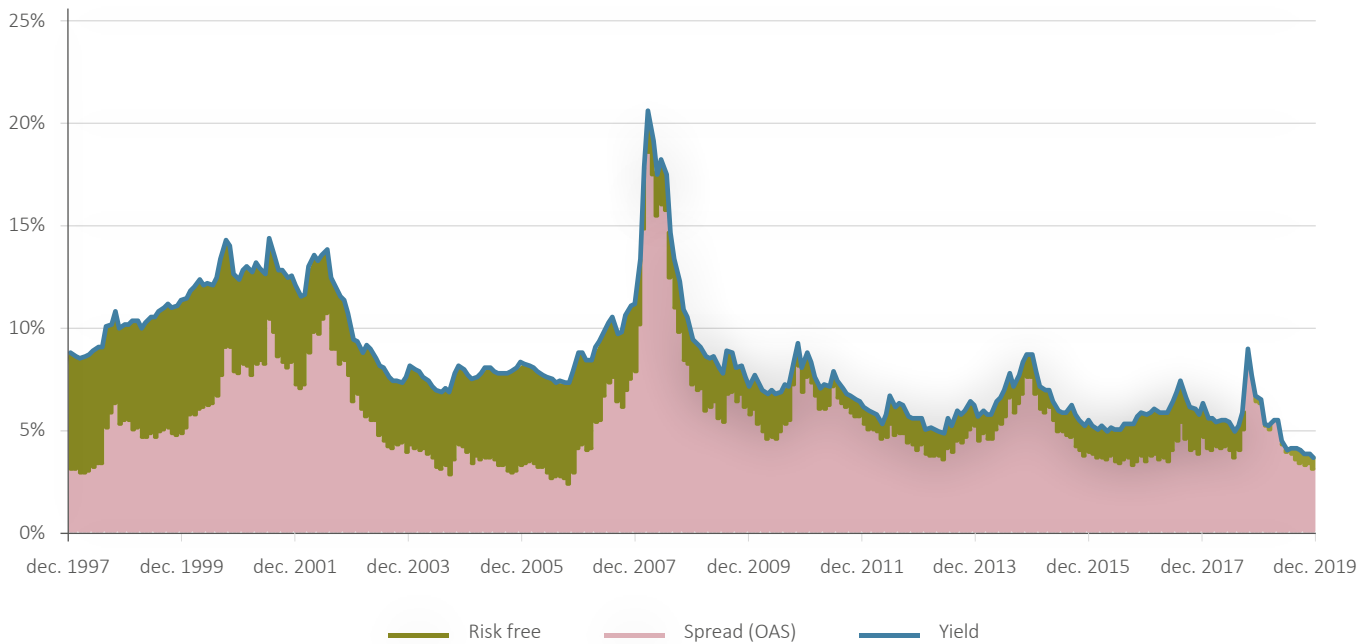
Lage risicovrije rente en risico-opslag zorgen voor historisch laag effectief rendement

De kapitaalmarktrentes daalden hard door de combinatie van ongekende steunmaatregelen van de centrale banken en de economische neergang. De Duitse 10-jaarsrente bereikte in maart 2020 op het hoogtepunt van de coronacrisis het historisch lage niveau van -0,86%, terwijl de Amerikaanse 10-jaarsrente in de zomer van 2020 een historisch laag niveau van 0,51% bereikte. Sindsdien zijn deze rentes in beide regio's weer wat opgelopen, maar bevinden deze zich nog steeds op zeer lage niveaus. Daarnaast profiteerden highyieldobligaties van de toegenomen risicobereidheid op de financiële markten. Zo daalde de risico-opslag van high yield van circa 1100 basispunten in maart 2020 naar circa 320 basispunten eind augustus 2021. Dit is nog wel boven het historische dieptepunt van 200 basispunten in 2007, net voor het begin van de kredietcrisis. Maar de combinatie van een lage risicovrije rente en een lage risico-opslag zorgt nu wel voor een historisch laag niveau van het effectieve rendement ('yield'). Uitgaande van de huidige inflatieniveaus in de Verenigde Staten en Europa is de reële yield zelfs negatief, lager dan -1%. Door deze lage yield is het verwachte (nominale en reële) rendement op high yield aanzienlijk lager dan het historisch gerealiseerde rendement. Momenteel is het verwachte rendement op de middellange termijn zelfs negatief.

Figuur 1: Snel en sterk herstel van high yield na fors verlies bij aanvang coronacrisis



Figuur 2: Effectief rendement ('yield') op laagste niveau ooit



Bron: ICE BofA, Achmea IM

High yield historisch een aantrekkelijke bouwsteen voor de asset allocatie

De categorie high yield staat in een beleggingsportefeuille, net als bijvoorbeeld emerging markets debt (EMD) en aandelen, vooral opgesteld om rendement te genereren. De bijdrage van high yield aan diversificatie in de portefeuille is beperkt, aangezien de correlatie met andere risicovolle categorieën hoog is. Door het dominante kredietrisico zijn highyieldobligaties ook niet geschikt voor de matchingsportefeuille.

High yield heeft historisch een aantrekkelijk rendement laten zien. Naast de vergoeding voor het kredietrisico heeft high yield de afgelopen decennia ook geprofiteerd van de sterke daling van de kapitaalmarktrentes. Vanaf 1983 bedraagt de risicopremie (het gerealiseerde rendement boven het rendement op kasgeld) op (Amerikaans) high yield circa 5,4%. Dat is weliswaar lager dan de risicopremie op aandelen over dezelfde periode van 7,5%, maar dit ging wel gepaard met een aanzienlijk lager risico. Zowel in termen van de volatiliteit als van het maximale piek-dal-verlies. De historische risico-rendementsverhouding (Sharpe ratio) van high yield is dan ook een stuk hoger dan van aandelen. Ook over bijvoorbeeld de afgelopen 5, 10 en 15 jaar heeft high yield, in vergelijking met aandelen maar ook met andere risicovolle beleggingscategorieën, zoals bank loans en EMD, een relatief aantrekkelijke Sharpe ratio.



De Amerikaanse centrale bank (Fed) maakte highyieldbedrijfsobligaties onderdeel van het grootschalig opkoopprogramma van obligaties.

Figuur 3: High yield heeft historisch aantrekkelijke risico-rendementskenmerken (in \$, juli 1983 – juni 2021)

	High yield (VS)	Aandelen (VS)
Totaalrendement per jaar	8,8%	11,0%
Standaarddeviatie	8,3%	15,0%
Sharpe ratio	0,65	0,50
Maximaal piek-dal-verlies (drawdown)	-33,3%	-51,1%

Bron: Bloomberg, Achmea IM

High yield ging door diepe dalen, maar herstelde opvallend snel

Een andere aantrekkelijke eigenschap van high yield is dat deze een relatief snel herstel van grote piek-dal-verliezen heeft laten zien. Vanaf 1983 zijn er voor Amerikaanse highyieldobligaties (op basis van een gangbare highyieldindex) vier periodes geweest dat de piek-dal-verliezen meer dan 10% bedroegen. Highyield obligaties hadden deze verliezen na gemiddeld zeven maanden weer goedgeemaakt. Over dezelfde periode kenden Amerikaanse aandelen zeven van deze periodes, waarbij het totale rendementsverlies na gemiddeld 24 maanden goedgeemaakt was. Bij high yield bedroeg de maximale hersteltijd 11 maanden en bij aandelen 74 maanden. Door de combinatie van deze snelle hersteltijd van piek-dal-verliezen, een aantrekkelijk rendement en een gunstige Sharpe ratio is high yield een aantrekkelijke bouwsteen voor de asset allocatie geweest.

Figuur 4: High yield herstelde relatief snel van piek-dal-verliezen (juli 1983 – juni 2021, op basis van maanddata)

	High yield (VS)	Aandelen (VS)
Aantal periodes met piek-dal-verlies >10%	4	7
Gemiddelde hersteltijd piek-dal-verlies (in maanden)	7,3	23,7
Maximale hersteltijd piek-dal-verlies (in maanden)	11	74
Minimale hersteltijd piek-dal-verlies (in maanden)	4	4

Bron: Bloomberg, Achmea IM

Search for yield leidt tot nemen van meer risico's

De rendementsvooruitzichten voor high yield zijn momenteel aanzienlijk minder gunstig. Dit beeld geldt overigens ook voor veel andere (liquide) beleggingscategorieën. De verwachte rendementen van de relatief risicovrije vastrentende waarden zijn laag, vaak zelfs negatief, door de lage renteniveaus. Ook liggen de verwachte rendementen van aandelen door de hoge waardering aanzienlijk lager dan de historisch gerealiseerde rendementen. Hogere (verwachte) rendementen zijn te vinden in bijvoorbeeld opkomendelandenbeleggingen en bij illiquide beleggingen. Het hogere verwachte rendement gaat dan wel gepaard met hogere risico's.

Bij opkomendelandenbeleggingen komen de hogere risico's vooral tot uiting in (geo)politieke ontwikkelingen en de daaropvolgende kapitaaluitstromen. Recente voorbeelden zijn de aangescherpte regelgeving in China en de politieke bemoeienis met de centrale bank in Turkije. Dergelijke ontwikkelingen raken niet alleen de koersen van de beleggingen zelf, maar hebben daarnaast vaak ook een negatieve valuta-impact.

Bij illiquide beleggingen hebben de hogere risico's vooral betrekking op de lagere liquiditeit, de hogere complexiteit en de lagere transparantie. Wel zijn er op die vlakken grote verschillen tussen illiquide categorieën. Zo is de beleggingscategorie bank loans niet (veel) minder liquide, complexer en minder transparant dan high yield. De rendementsvooruitzichten van deze categorie zijn gunstiger, al zijn ook deze verwachtingen in historisch perspectief laag.

Figuur 5: Verwachte rendementen per medio 2021 (basisscenario 3L-Debt Trap)

Beleggingscategorieën	MLT	LT
Kasgeld euro (€)	-0,25%	0,00%
Duitse staatsobligaties (€)	-0,75%	0,00%
Italiaanse staatsobligaties (€)	0,25%	1,25%
Global ILBs (€ hedged)	-0,50%	0,00%
Investment Grade Credit euro (€)	-0,25%	0,75%
Global High Yield (€ hedged)	-0,75%	1,00%
Bank loans (€)	1,75%	2,00%
Emerging Market Debt HC (€ hedged)	1,50%	2,25%
Emerging Market Debt LC (€)	5,00%	4,75%
Hypotheke (€)	1,25%	1,50%
Aandelen Ontwikkelde Landen (€ hedged)	2,00%	3,75%
Aandelen Opkomende Landen (€)	5,75%	6,25%
Beursgenoteerd Vastgoed (€ hedged)	2,00%	3,75%
Direct Vastgoed NL (€)	2,75%	3,00%
Grondstoffen (€ hedged)	0,00%	1,50%
Hedge Funds / ARP (€)	2,75%	3,00%
Private equity (€ hedged)	5,00%	6,75%
Global Infrastructure (€ hedged)	4,25%	4,50%

Bron: GLASS, Achmea IM

Bank Loans als alternatief voor highyieldobligaties

Bank loans en high yield hebben meerdere overeenkomsten...

De categorie bank loans betreft net als highyieldobligaties risicovol schuld papier van bedrijven. Beide categorieën bevinden zich in het zogenaamde 'non-investment grade'-spectrum, ofwel ze hebben een kredietrating van BB of lager. Bij zowel high yield als bank loans domineert het kredietrisico. Kredietrisico is het risico op een tijdelijk of permanent verlies als gevolg van het (naar verwachting) niet nakomen van betalingsverplichtingen. Dit risico bestaat uit het risico op een neerwaartse bijstelling van de kredietkwaliteit ('downgrade risk') en uit het risico op wanbetaling ('default risk') van de couponbetalingen en/of de aflossing van de hoofdsom.

Bij deze categorieën gaan we uit van het universum van de 'ontwikkelde' landen. Schuld papier van bedrijven uit opkomende landen scharen we onder EMD. Zowel het universum van high yield als van bank loans wordt gedomineerd door schuld papier van Amerikaanse bedrijven, met respectievelijk 67% en 74%. Bij beide bestaat het overige deel vrijwel geheel uit schuld papier van Europese bedrijven. Door de dominantie van Amerikaanse bedrijven domineren bij beide categorieën ook de schulden uitgegeven in de Amerikaanse dollar, met 74% en 81% voor respectievelijk high yield en bank loans. Het overige deel zijn vrijwel geheel uitgiftes in euro. Bedrijven geven soms zowel obligaties als leningen uit. Er is dan ook enige overlap tussen beide universums.

Figuur 6: Top 10 landengewichten high yield vergeleken met bank loans (per juni 2021)

Land	High yield	Bank loans
Verenigde Staten	67,4%	74,0%
Italië	5,0%	0,0%
Verenigd Koninkrijk	4,9%	6,7%
Frankrijk	4,9%	4,0%
Duitsland	4,3%	2,7%
Canada	3,2%	2,2%
Spanje	2,2%	1,1%
Nederland	1,9%	3,3%
Ierland	0,9%	0,4%
Zweden	0,9%	0,8%

bron: ICE BofA, Credit Suisse, Achmea IM



Zowel het universum van high yield als van bank loans wordt gedomineerd door schuld papier van Amerikaanse bedrijven.

...maar er zijn ook wezenlijke verschillen

Naast de eerdere beschreven overeenkomsten zijn er ook de nodige verschillen tussen bank loans en high yield, bijvoorbeeld:

- Bank loans betreffen leningen, high yield betreffen obligaties. Leningen zijn minder gestandaardiseerd dan obligaties. Hierdoor zijn bank loans minder liquide, maar deze bevatten wel meer contractuele afspraken ter bescherming van de vermogensverschaffers;
- Bank loans hebben een variabele rente ('floating rate') en highyieldobligaties meestal een vaste rente. Bank loans worden daarom ook wel 'floating rate loans' genoemd. De duratie van bank loans is dan ook vrijwel nihil, van high yield ligt deze rond de 4;
- Bank loans zijn leningen die eerst gestructureerd worden door één of meerdere investment banks en vervolgens geplaatst worden bij een syndicaat bestaande uit verschillende banken en/of institutionele beleggers. Bank loans worden daarom ook wel 'syndicated loans' genoemd;
- Bank loans zijn extra beschermd in geval van wanbetaling door een claim op de onderliggende activa en door hun senior positie in de vermogensstructuur. Bank loans worden daarom ook wel 'senior secured loans' genoemd. Highyieldobligaties zijn meestal niet 'secured'.

Het risicoprofiel van bank loans en high yield beweegt naar elkaar toe

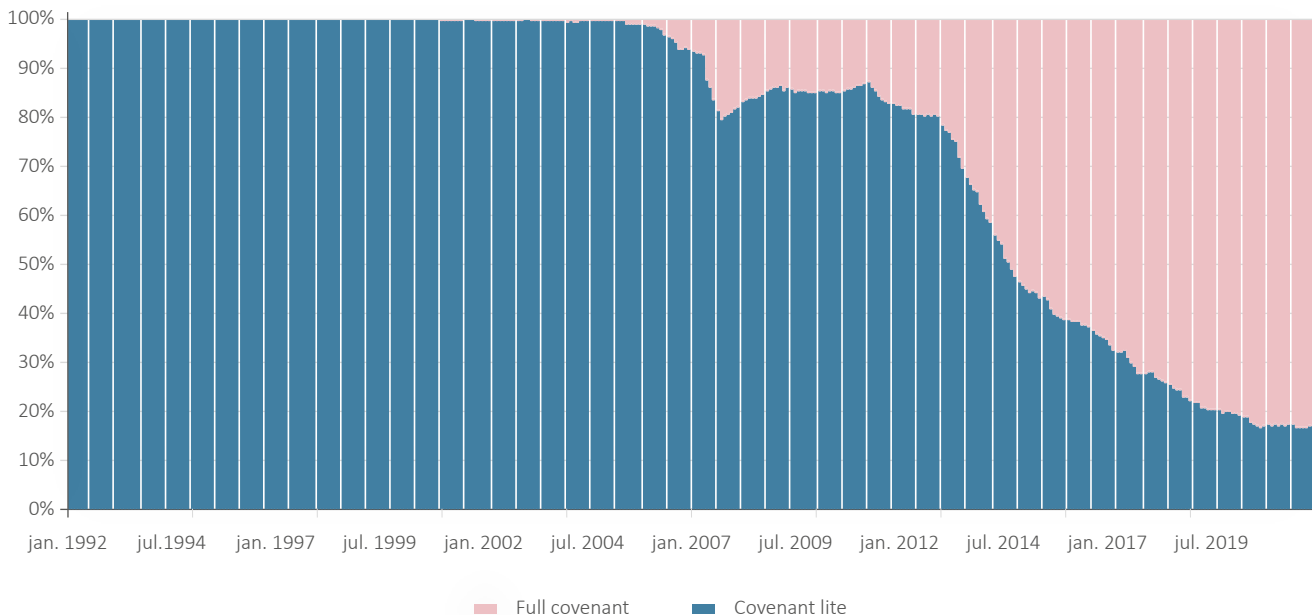
Historisch hadden bank loans een betere convenantbescherming dan high yield. Bank loans hadden de meer restrictieve 'maintenance covenants', terwijl highyieldobligaties de minder restrictieve 'incurrence covenants' hebben. Bij 'maintenance covenants' dient periodiek aan financiële criteria te worden voldaan. Bij 'incurrence covenants' hoeft dit alleen indien een bepaalde actie wordt ondernomen, zoals bijvoorbeeld de uitgifte van een nieuwe lening. De bescherming van deze contractuele afspraken is echter door de tijd aanzienlijk afgenomen bij bank loans, waardoor de convenantbescherming meer richting die van high yield is afgedreven. Ook is de gemiddelde kredietrating van bank loans door de tijd afgenomen (van BB naar B) terwijl deze van high yield is toegenomen (van B naar BB-). Dat laatste komt mede door de migratie van een aantal zwaargewichten uit het 'investment grade' spectrum naar high yield. Historisch bedragen de gemiddelde gerealiseerde wanbetalingsverliezen van bank loans circa 1,2% en die van high yield circa 2,5%. Door al de hiervoor genoemde ontwikkelingen verwachten we echter dat het verschil in de wanbetalingsverliezen tussen beide categorieën in de toekomst minder groot zal zijn.

Bank loans worden verhandeld op een secundaire markt

Bank loans worden in de praktijk vaak onder het kopje 'illiquid debt' geschaard, net als bijvoorbeeld 'direct loans'. Waar 'direct loans' vanwege het bilaterale karakter zeer illiquide zijn, zijn bank loans redelijk liquide. Er is namelijk een grote secundaire markt voor deze leningen. Bank loans kunnen in de praktijk dan ook prima als zelfstandige categorie beheerd worden. In de praktijk worden bank loans ook regelmatig als onderdeel van een highyieldmandaat beheerd. De ratio hierachter is, dat bank loans in vergelijking met high yield over het algemeen qua kredietrisico vergelijkbare blootstellingen hebben. Daarbij speelt ook mee dat bank loans historisch minder gunstige risicorendementskenmerken hebben en over het algemeen iets minder liquide zijn.

Daarnaast is er enige overlap tussen de uitgevende instellingen binnen high yield en bank loans. Bank loans vormen vanuit die optiek een goede off-benchmark categorie voor high yield. De waardering van bank loans en high yield varieert door de tijd. De ene keer zijn bank loans aantrekkelijker gewaardeerd, de andere keer highyieldobligaties. Juist binnen een actief highyieldmandaat kan daar op ingespeeld worden.

Figuur 6: Convenantbescherming bank loans door de tijd afgenomen



Bron: Credit Suisse, Achmea IM

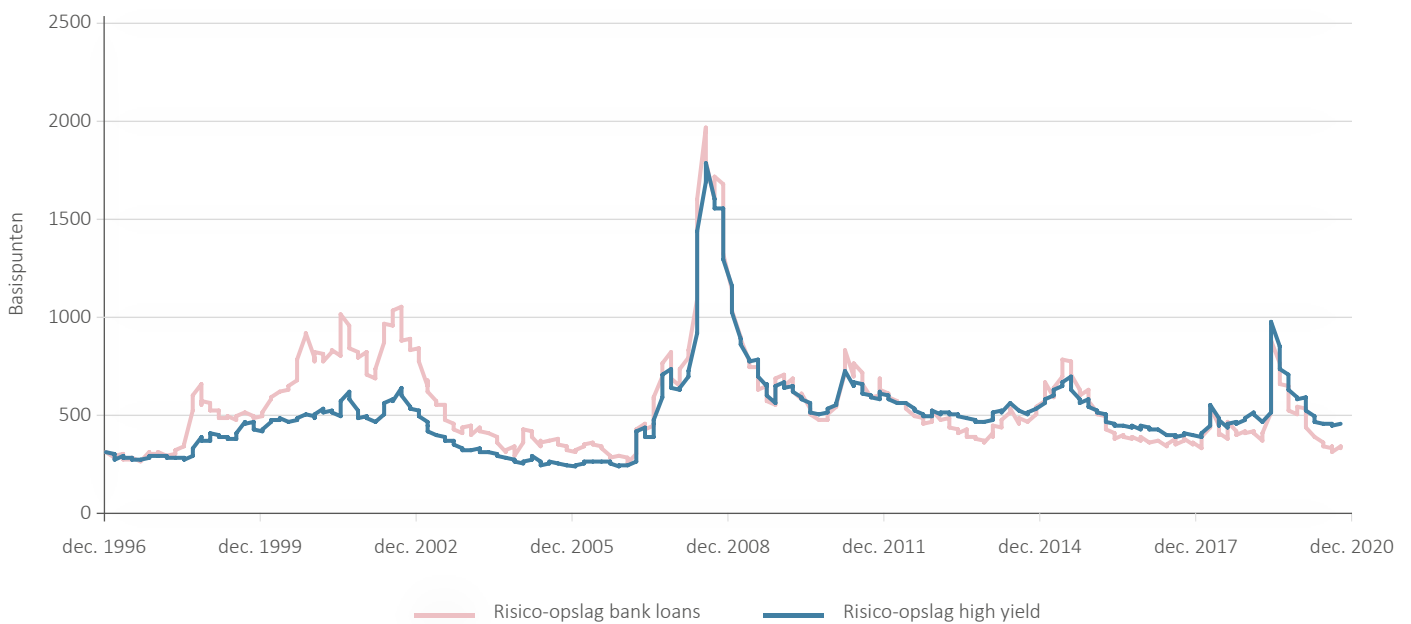
High yield onderwegen in de asset allocatie

Momenteel is de waardering van bank loans aantrekkelijker dan van high yield. In combinatie met de lagere rentegevoeligheid, uitgaande van een verwachte rentestijging, resulteert dit in ons basisscenario in een hogere rendementsverwachting voor bank loans ten opzichte van high yield. Indien er nog geen blootstelling in de portefeuille is naar beide categorieën, is het op dit moment logischer om die blootstelling in eerste instantie alleen naar bank loans op te bouwen. Gezien de historische aantrekkelijke kenmerken van high yield beschouwen wij deze categorie echter nog steeds als een standaard onderdeel van de asset allocatie. Wel hanteren we momenteel binnen de asset allocatie een onderweging op high yield.

Conclusies

- High yield is in het verleden door zijn gunstige risico-rendementskenmerken een aantrekkelijke bouwsteen in de portefeuille geweest.
- Door het historisch lage effectieve rendement zijn de rendementsvooruitzichten van high yield momenteel zeer laag.
- Bank loans hebben op dit moment gunstigere rendementsvooruitzichten ten opzichte van high yield.

Figuur 6: Waardering high yield versus bank loans (VS)



Bron: ICE BofA, Credit Suisse, Achmea IM

Voor meer informatie:**[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

**[Achmea IM podcasts](#)**

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.

**[Achmea IM op youtube](#)**

Hier vindt u heldere video's over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel**

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74,
of Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.