

IPN Obligatiespecial

Mondiale schuldpapiermarkten beginnen langzaam maar zeker van de kredietschok te bekomen, maar de vooruitzichten voor bedrijfsobligaties lopen afhankelijk van kwaliteit, regio en sector sterk uiteen. Overheden jagen ondertussen links en rechts hun begrotingstekort in de gordijnen. Wat zijn de gevolgen voor de beleggingen in vastrentende waarden van Nederlandse institutionele beleggers?

TEKST Mariska Van der Westen

- **Geen strategische herallocatie naar vastrentend**
- **Tactische allocatie vaker gedelegeerd**
- **Sterke vraag staatspapier drukt (nominale) rente**
- **Bedrijfsobligaties genereren rendement tijdens 'herstel'**
- **Inflatie bij helft fondsen op de agenda**

Toen de crisis losbarstte, sloegen niet alleen aandelenmarkten op hol – ook vastrentende waarden, van oudsher de stabiliserende factor in menig pensioenfondsportefeuille, gedroegen zich niet zoals verwacht. Inmiddels zijn de kapitaalmarkten bezig de kredietklap te verwerken en een nieuw evenwicht te zoeken. Ook in de vastrentende portefeuilles van institutionele beleggers verandert er het een en ander.

Balansniveau

Om te zien wat er momenteel speelt in de vastrentende portefeuilles van pensioenfondsen, moet je eerst kijken naar de ontwikkelingen op balansniveau, zegt Gerard Roelofs, managing partner bij consultant Watson Wyatt.

Niet dat hij nu ineens enorme wijzigingen in de assetmix ziet: "Verbazend weinig pensioenfondsen hebben hun strategische asset-allocatie aangepast in het kader van hun herstelplan."

Dit beeld wordt bevestigd door de andere deskundigen waarmee IPN sprak. Zo zegt Ben Kramer, Executive Director bij F&C Netherlands: "Onder pensioenfondsen heeft in principe helemaal geen herallocatie plaatsgevonden. Terwijl andere institutionele klanten zoals banken en verzekeraars hun risico's extreem hebben afgebouwd door helemaal in staatspapier te gaan, zijn pensioenfondsen doorgaans blijven zitten waar ze zaten. De verplichtingenstructuur van pensioenfondsen maakt het ook onmogelijk om helemaal in staatspapier te beleggen."

Wel hebben 'floating benchmarks' voor een lagere weging van aandelen gezorgd en fondsen hebben er veelal voor gekozen om die onderweging even zo te houden, voegt hij toe.

"Nu aandelen in de crisis zo'n mep hebben gekregen, zijn obligaties automatisch een groter deel van de portefeuille gaan uitmaken," zegt ook Jandaan Felderhoff, directeur Nederland bij T. Rowe Price. "Pensioenfondsen zijn niet actief teruggegaan naar de strategische wegingen door aandelen bij te kopen. In die zin is het aandeel van vastrentend wel belangrijker geworden."

Roelofs: "De bandbreedte van de strategische mix wordt inderdaad ten volle benut, en ook wordt meer en meer een permanente vloer van derivaten aangebracht die de dekkingsgraad aan de onderkant beschermt, omdat men zegt: ik kan me kortetermijn klappen niet veroorloven. Maar bij de bepaling van de beleggingsmix is de langetermijn analyse zoals die naar voren komt uit de ALM-studie nog steeds leidend."

Overigens heeft al het marktgeweld er wel toe geleid dat institutionele beleggers

de korte termijn stevig meewegen. Ook in het 'matchen' van de looptijd en rentevoeligheid van de verplichtingen houdt men een oogje op de markt. "Waar veel pensioenfondsen vóór de crisis een strategische renteaftdekking hadden geïnstalleerd om 50, 60, 70 tot 100% van het renterisico af te vangen, is men sinds het begin van de crisis veel rentehedges tactisch toch maar gaan terugschroeven. Men tracht nu toch de markt te timen," aldus Roelofs.

Inflatie

Een tweede thema dat speelt op balansniveau, is inflatie. "Van de ruim tweehonderd pensioenfondsklanten die we bedienen, staat bij meer dan de helft de inflatie op de agenda," zegt Roelofs. Het kan enige tijd duren voordat hieraan op grote schaal iets wordt gedaan, niet in de laatste plaats omdat inflatiebescherming momenteel duur kan uitpakken. "In de huidige situatie is de daadwerkelijke inflatie laag of zelfs negatief. Maar de markt verwacht dat de inflatie op termijn gaat stijgen, als gevolg van de economische reddingspakketten die door diverse overheden zijn ingezet en de daardoor oplopende overheidstekorten. De ingeschatte break-even inflatie zoals die terugkomt in inflatieswaps is daardoor eigenlijk best hoog. Inflatieswaps of geïndexeerde obligaties zijn nu net zo duur als voor de crisis en misschien wel duurder. Dat weerhoudt sommige fondsen ervan om nu aan inflatiehedging te gaan doen."

Inflatiebescherming is recent flink duurder geworden. Bovendien zitten veel fondsen nominaal nog in de problemen – als men er de handen vol aan heeft om de nominale



Jeroen van Bezooijen, Pimco



Geert Jan Troost en Gerard Roelofs, Watson Wyatt

dekkingsgraad boven Jan te hijsen, schuift het reële inflatiegevaar een treetje lager op de agenda. Desondanks verwacht Roelofs dat pensioenfondsen in de komende tijd geleidelijk aan inflatiebescherming zullen gaan inkopen. "Men steekt een teen in het water met een bescheiden percentage en bouwt de afdekking langzaam op tot 50%," voorspelt hij. "Dat gebeurt strategisch, dus zonder dat fondsen proberen de inflatie in te schatten en daarin te timen."

Inflatiegerelateerde obligaties en inflatiederivaten kunnen dus op een verhoogde belangstelling rekenen. De komende zes maanden nog mondjesmaat maar op een termijn van tot twaalf tot achttien maanden gaat dit thema echt spelen.

Een laatste thema op balanstechisch niveau is het langlevensrisico. In het Verenigd Koninkrijk is het gebruik van 'longevity swaps' al enige tijd in zwang, en de consultant verwacht dat dit type instrumenten de komende anderhalf jaar ook in Nederland haar intrede zal doen. In het Verenigd Koninkrijk is het uitruilen van langlevensrisico vooral ontwikkeld voor pensioenfondsen die worden gesloten voor nieuwe deelnemers, en het zal ongetwijfeld enige tijd duren voordat er producten worden ontwikkeld voor pensioenfondsen die dit risico willen afschermen zonder direct hun hele hebben en houden bij een verzekeraar onder te brengen, stelt Roelofs. Maar uiteindelijk gaat het er wel van komen.

"We zijn nu voor een zeer grote pensioenpartij bezig om dit risico in kaart te brengen. Dat is de eerste stap," zegt zijn collega Geert Jan Troost. "De tweede stap is dan het zoeken naar geschikte afdekkingproducten. Het aanbod in deze markt is nog beperkt, waardoor kleinere partijen met zoveel mismatches blijven zitten dat

het inkopen van bescherming niet de moeite is. De afgelopen twee jaar zijn echter benchmarks ontwikkeld die de levensverwachting per land of regio standaardiseren. Dat is een goed begin."

Staatspapier

Naast de ontwikkelingen die op balansniveau een rol spelen, is uiteraard van belang hoe de beleggingscategorie zich in het licht van de wereldwijde crisis verder ontwikkelt. Toen de kredietbom barstte, onstond een run op kwaliteit. Beleggers zochten massaal de veilige haven van staatsobligaties. Inmiddels is het tij enigzins gekeerd: beleggers zijn de afgelopen maanden met toenemend enthousiasme teruggekeerd naar aandelen en meer risicovolle vastrentende waarden zoals bedrijfsobligaties.

Het moge echter een teken aan de wand zijn dat er desondanks nog altijd een stevige vraag is naar staatspapier – en dit ondanks een overweldigend aanbod.

Het aanbod aan staatspapier loopt de spuigaten uit. De New York Times berekent dat er aan Amerikaanse 'treasuries' gemiddeld elke seconde ruim 253.000 dollar onder de hamer gaat! Op termijn mag je toch verwachten dat dit zich gaat vertalen in een hogere rente, en omgekeerd evenredig in lagere koersen. Zeker als de oplopende overheidstekorten de kredietwaardigheid van de betreffende overheid aan het wankelen brengen. Om even bij Amerika te blijven, eind augustus maakte de regering-Obama bekend dat het begrotingstekort tot en met 2019 uitkomt op 9,05 biljoen dollar (\$9.05 trillion), bijna 2 biljoen meer dan de verwachting in februari van dit jaar. De overheidsschuld als percentage van het GDP loopt daarmee in 2019 op tot 69 procent. Niettemin

blijft de vraag naar schatkistpapier sterk; dientengevolge blijven de prijzen onaangenaam hoog en het effectieve rendement navenant laag.

"Zolang de inflatie laag is, blijven de reële rendementen op staatspapier echter best aardig," vindt Felderhoff. "En staatsobligaties zijn natuurlijk niet zo zeer interessant alleen vanuit rendementsperspectieven maar vooral ook als belegging ten opzichte van verplichtingen."

"Enerzijds zit er een conjunctureel element in de aanhoudende vraag," zegt Patrick Hendriks, Hoofd Credits bij F&C Groep. "De obligatiemarkt gelooft klaarblijkelijk slechts in een heel matig economisch herstel. Daarnaast is er inderdaad ook een belangrijk structureel element. Want in de obligatiemarkt speelt natuurlijk altijd mee dat er gekocht moet worden om verplichtingen te hedgen, helemaal los van economische visie."

Dat laatste geldt nu eens te meer omdat beleggers voor de afdekking van hun verplichtingen minder snel een beroep doen op derivaten. Hendriks: "Het D-woord valt niet meer zo goed. Het beleid ten aanzien van derivaten wordt herijkt nu de crisis de risico's in verband met onderpand en tegenpartijrisico expliciet naar voren heeft gebracht. Men is nu terughoudender met het gebruik van derivaten en men doet liever een beroep op langlopende obligaties om verplichtingen te matchen." Dat houdt de vraag naar langlopend papier hoog en drukt de lange rente.

Kredietmarkten

Hoe het ook zij, de meeste analisten zijn het roerend eens: staatspapier is voor de honden; wie een graantje wil meepikken moet toch vooral in de bedrijfskredieten.



Patrick Hendrixx en Ben Kramer, F&C



Halverwege 2008 liepen de credit spreads enorm uiteen en was er sprake van flagrante 'mispricing' van gestructureerde producten. Beleggers die juist toen bedrijfsobligaties en gestructureerde vehikels kochten, hebben veel geld verdiend, weet Roelofs. "Heel veel fondsen hebben dat echter niet gedaan en hebben juist hun high yield, credit en emerging market debt afgebouwd om in plaats daarvan in staatspapier te gaan," zegt hij. "Met alle respect, op dit moment valt er niet veel geld te verdienen met staatsobligaties. Daar komen institutionele beleggers dan ook nu in de 'rebound' van terug."

Institutionele beleggers pakken de boodschap inmiddels massaal op en storten zich in de 'credits' oftewel bedrijfsobligaties. "Daarbij is het wel van belang dat beleggers scherp onderscheid maken tussen obligaties ofwel 'credits' van ondernemingen en die van financiële instellingen," zegt Felderhoff. "De kredietmarkten in Europa bestaan voor een groot deel uit financials en je moet je natuurlijk afvragen of een pensioenfonds of verzekeraar, die zelf een financiële instelling is, aan de vastrentende kant nu wel zoveel moet uitlenen aan financiële instellingen."

De markt voor niet-financiële bedrijfsobligaties begint zich in Europa echter sterker te ontwikkelen en dit papier biedt institutionele beleggers goede mogelijkheden.

"Voor pensioenfondsen komt daar nog bij dat men op zoek moet naar extra rendement om de buffers weer aan te vullen. Zolang het fonds met een herstelplan werkt, is er weinig marge om extra risico te nemen. Dus de beste plaats om te beginnen met extra rendement genereren is aan de vastrentende kant – met behulp van 'credit exposure' oftewel blootstelling aan

bedrijfsobligaties, en in mindere mate high yield, emerging debt en ook converteerbare obligaties," zegt Hendrixx. "Een opvallende trend hierbij is dat besturen meer dan voorheen geneigd zijn aan de vastrentende kant de allocatiebeslissing bij de ingehuurd vermogensbeheerder neer te leggen."

Zijn collega Ben Kramer vult aan: "Waar we voorheen een mandaat hadden waarbij voor elke vastrentende categorie precies was aangegeven hoeveel procent daarin te investeren, zegt men nu vaak: vermogensbeheerder, bepaalt u de tactische component. Dit vereist wel transparante rapportages en educatie, maar voor ons werkt het prettig, omdat we meer van onze expertise kunnen inzetten."

Vooruitzichten

De eerste helft van dit jaar viel er in de kredietmarkten veel aardigs te beleven, met record-aantallen nieuwe uitgiftes en mooie rallies. De vraag naar bedrijfsobligaties was robuust vooral naarmate de risico-aversie wat begon terug te lopen, en het aanbod in de vorm van eerste uitgiftes was sterk. Maar de jubelende kredietmarkten begonnen tegen het einde van de zomer de eerste barsten te vertonen. De hausse in nieuwe emissies lijkt over haar hoogtepunt heen, terwijl de secundaire markt voor bedrijfsobligaties aan de dunne kant blijft. Tegelijkertijd zijn de koersen dermate hoog gestegen dat de prijzen toch wel een stuk minder aantrekkelijk zijn geworden. Bovendien neemt volgens analisten de kans op wanbetalingen naar het einde van het jaar toe, vooral voor de hoogrentende bedrijfsobligaties in het speculatieve 'junk' segment. Wat zijn de vooruitzichten?

"Over high yield zijn we nog steeds positief, maar wel wat voorzichtig, want de rally is wel heel hard gegaan. Als je kijkt naar de

total return op de index dan zit je op zo'n 45 a 50%," zegt Hendrixx. "Dit is de afgelopen maanden één van de best renderende categorieën ter wereld geweest dus het valt te verwachten dat beleggers nu even winst nemen. Dat geeft wat verkoopdruk en wat meer volatiliteit. En ja, ook het wanbetalersrisico loopt nog wat op."

"Wij vinden vooral zogeheten Investment Grade (IG) bedrijfsobligaties nog altijd interessant," zegt Julie Lamirel, Portefeuillemanager Bedrijfsobligaties bij Axa IM. "De helft van alle leningen die dit jaar in de VS zijn geherfinancierd, zijn geherfinancierd in de obligatiemarkt. In Europa zijn banken weliswaar tot nog toe meer geneigd geweest kredieten te verstrekken dan in de Verenigde Staten, en komt 90% van de kapitaalverstrekking nog steeds van banken. Maar ook hier is een verschuiving gaande omdat banken steeds meer beperkt worden door hun balans, hun kapitaal en eisen van toezichhouders. Ook binnen Europa zullen bedrijven steeds meer een beroep gaan doen op obligatiemarkten."

De rek is er zeker nog niet uit bij IG, vindt ook Hendrixx. "Investment grade heeft een redelijke rally gehad maar deze obligaties zijn nog niet waar ze historisch gezien moeten zijn. We hebben ongeveer 60% van de verwachte rally gehad dus daar zit nog heel veel potentieel," zegt hij. "Al zal het tempo waarmee spreads inlopen in het vervolg wel lager zijn."

Ook de verdeling tussen primaire en secundaire markt gaat er in het vervolg wat anders uit zien. Het zal in de primaire markt minder storm lopen dan de eerste helft van dit jaar, verwacht Lamirel. "Zo'n 80% van de bedrijfsleningen die dit jaar en volgend jaar aflopen, is in het eerste halfjaar al geherfinancierd. Volgens cijfers van Deutsche Bank is er de eerste helft van het jaar zo'n 200 miljard euro aan bedrijfsobligaties uitgegeven en kunnen we in de tweede helft van het jaar slechts 50 miljard aan nieuwe uitgiftes verwachten."

Dat is echter afgezien van de financiële sector. "Banken hebben rond de 150 miljard euro niet-gegarandeerde senior debt uitgegeven in het eerste halfjaar, en omdat ze een andere kapitaalbehoefte hebben dan gewone corporates verwachten we dat banken in de tweede helft van 2009 meer schuld papier zullen uitgeven dan andere bedrijven," zegt Lamirel. "Let wel: dat betekent niet dat banken ook meer geld zullen doorplaatsen in de vorm van kredietverstrekking. Ze gebruiken het opgehaalde

geld vooral ter versterking van hun balans en voor andere transacties.”

Naarmate de primaire markt wat gas terugneemt, ziet Lamirel de secundaire markt voor bedrijfsobligaties juist opleven: sinds deze zomer wordt er weer meer gehandeld in reeds verstrekte bedrijfsobligaties.

Ze deelt de zorgen van andere analisten over een oplopend aantal faillissementen niet, zeker als het om Europese bedrijfsobligaties gaat: “In Europa denk ik dat het percentage wanbetalers nog wel iets oploopt maar later dit jaar blijft steken op 6%. Hierin speelt mee dat banken weliswaar moeilijk nieuwe kredieten verstrekken, maar wel hun bestaande zakelijke klanten zeer terwille zijn. Ze betrachten souplesse om betalingsachterstanden te voorkomen en laten een bedrijf niet zomaar failliet gaan,” legt ze uit. “In Amerika zijn bedrijven minder proactief en banken minder behulpzaam; daar komt het wanbetalerspercentage wel wat hoger uit, op 10% en gaat richting 12%.”

Patrick Hendrikkx sluit zich daarbij aan. “De piek van de faillissementen zal waarschijnlijk pas begin volgend jaar worden bereikt maar is grotendeels al ingeprijsd. De markt rekent de wanbetalerskosten door en verdisconteert die in de huidige credit spreads, en die bieden naar ons idee voldoende compensatie voor te verwachten verliezen in de toekomst. De spreads zien er best goed uit, ook al omdat de economie zich wat herstelt.”

Een plotseling en zeer sterk herstel verwacht overigens niemand, wat goed uitkomt voor credits. Tenzij de economie zich ineens sterk herstelt, voorziet Lamirel dat er in bedrijfsobligaties meer muziek blijft zitten dan in staatspapier: “Zolang we te maken hebben met een traag herstel, zullen IG credits ten opzichte van staatsobligaties een outperformance laten zien,” zegt ze. Voor institutionele beleggers zijn IG credits dus nog altijd de ‘place to be’.

De kans bestaat natuurlijk dat het gros van de beleggers pas inhaakt als de trend alweer op zijn retour is. Juist de iets kleinere beleggers doen er daarom beter aan om niet achter de markt aan te hollen, maar in plaats daarvan te varen op een strategisch langetermijnkompas, waarschuwt consultant Gerard Roelofs.

“Los van marktontwikkelingen, zijn bedrijfsobligaties echter nog steeds belangrijk in een goed gespreide portefeuille, die diversificeert over regio's, sectoren en over verschillende kredietklassen,” vindt hij.

Naast ‘gewone’ bedrijfsobligaties zijn ook converteerbare obligaties de moeite waard, mede doordat deze categorie met zowel aandelen als obligaties een relatief lage correlatie heeft, zegt Hendrikkx. “En dan is er nog een aantal vastrentende categorieën dat in het verdomhoekje zit, maar toch de moeite waard kan zijn.” Zo als de zogenaamde ‘covered bonds’ bijvoorbeeld, obligaties met onderpand die worden uitgegeven door banken. Mede dankzij steunacties door de Europese centrale bank boezemen deze pandbrieven weer wat vertrouwen in terwijl ze toch een forse risicopremie opleveren ten opzichte van staatspapier. “Ook Asset-Bac-

ked Securities verdienen de aandacht. Er zit nog nauwelijks leven in die markt en dat is eigenlijk wel zonde want dit is een typisch langetermijnproduct en betaalt dus een liquiditeitspremie, en je kunt op dit moment nog voor triple-A papier hele mooie premies krijgen van 1,5%.”

Ingewikkeld verpakte producten met schimmige structuren zullen we niet snel terugzien, maar er zijn ook nuttige gestructureerde producten en die verdienen uiteindelijk wel weer een plaats, vindt ook Felderhoff. “Securitatatie is goed, zolang de producten die daar omheen worden gebouwd ook in het belang van de koper zijn en transparantie bieden.” ■

SWAPS OF STAATOBLIGATIES?

In de huidige marktomstandigheden is Pimco van mening dat pensioenfondsen in plaats van swaps veel beter staatsobligaties kunnen gebruiken om hun toekomstige verplichtingen te hedgen. “Want swap rates vallen lager uit dan het effectieve rendement op overheidsobligaties, ondanks het hogere kredietrisico en de hogere financieringskosten van swaps,” zegt Jeroen van Bezooijen, LDI-specialist bij obligatiebelegger Pimco.

De pensioenverplichtingen worden verdisconteerd tegen de swaprente, dus op zichzelf ligt het voor de hand om swaps te gebruiken om de verplichtingen te hedgen. “Maar langlopende swaps zijn op dit moment vrij duur ten opzichte van andere instrumenten die ook de benodigde duration geven. Het kan daarom beter zijn om de looptijd op te bouwen met behulp van staatsobligaties. De rente die je op de swap krijgt is lager dan de rente op staatspapier met dezelfde looptijd. Ten tweede: een swap is een derivaat dus je ontvangt een vaste rente en je betaalt een variable rente, en die variabele rente is momenteel juist weer relatief hoog. Een laatste punt is dat het tegenpartijrisico bij een swap groter is dan bij staatsobligaties: de bankwereld zal immers eerder omvallen dan een kredietwaardige overheid.”

Het verschil tussen de lange staats- en swap rentes is inmiddels een stuk teruggelopen, van hogere yield op staatspapier van 0,5-0,6% eerder in het jaar tot een marge van 0,1-0,2% nu. Dit maakt swaps nog steeds onaantrekkelijk in een historisch perspectief – gemiddeld genomen ligt de swap rente 0,25-0,5% boven de yield op overheidsobligaties.

Hoewel de ergste financieel-economische storm inmiddels is bedaard, zal het nog wel een paar maanden tot een jaar duren voordat de markt is genormaliseerd, zegt Van Bezooijen. “Het is dan juist een goede benadering om van die swaps af te gaan en even naar overheidsobligaties over te stappen. Want als de situatie dan normaliseert, zullen de rendementen op je overheidsobligaties een stuk beter zijn dan je rendementen op die swaps. Uiteindelijk keer je weer terug naar je swaps, maar in de tussentijd maak je wel een leuke winst.”

Tegen hedgen middels staatsobligaties in plaats van swaps wordt doorgaans het bezwaar ingebracht dat met staatsobligaties een bepaald kapitaalbeslag gemoed is, “maar dat kun je vermijden door gebruik te maken van de repomarkt,” legt Van Bezooijen uit. Bij zogenoemde ‘repo’-ofwel ‘terugkoop’contracten worden obligaties verkocht maar tegelijkertijd tegen een overeengekomen prijs en leverdatum teruggekocht.

Ook kan het argument dat het zonder swaps moeilijker wordt om toch extra rendement te verdienen op een andere manier ondervangen worden: “Je kan bijvoorbeeld ook in lange obligaties beleggen en voor de aandelenbelegging gebruik maken van aandelenfutures.”

In de praktijk zitten er wel enige haken en ogen aan de benadering die Van Bezooijen voorstaat. “De operationele set-up speelt een rol. Je moet wel de systemen hebben om die repo-posities in je portefeuille op te nemen. Aan de aandelenkant is de vereiste stap nog iets groter, want je moet dan aandelen verkopen en meer in aandelenfutures gaan. Dat is toch een hele andere invulling van je portefeuille, en er gaat enige tijd overheen voordat pensioenfondsen zo'n stap zetten.”

Ook de omvang van het pensioenfonds speelt een rol. “Voor de allergrootste fondsen is de implementatie lastig en bij fondsen kleiner dan 100 miljoen wordt het voor managers moeilijk om deze oplossing betaalbaar aan te bieden. Maar voor het gros van de pensioenfondsen is een dergelijke benadering zeker mogelijk.”