



# Markt voor high yield-obligaties wordt mondiaal

Een echt wereldwijde high yield-strategie kan diversificatievoordelen bieden.

november 2019

## KERNPUNTEN

- Een actief beheerde wereldwijde high yield-portefeuille kan profiteren van niet-synchroon lopende kredietcycli, verschillen in relatieve waarde en rendementsverschillen tussen regio's.
- Dankzij mondiale spreiding kan zo'n portefeuille resultaten opleveren met minder risico dan een traditionele, op de VS gerichte high yield-strategie.
- De high yield-markt, die van oudsher geconcentreerd was in Noord-Amerika, breidt zich uit naar Europa en de opkomende markten.

Obligatiebeleggers doen er misschien goed aan te kijken naar hoger renderende sub-investment grade-strategieën, nu centrale banken overal ter wereld weer grijpen naar monetaire verruiming met zeer lage of zelfs negatieve rendementen voor investment grade-obligaties tot gevolg. In deze situatie komen

de diversificatievoordelen van een echt mondiale high yield-portefeuille extra goed van pas. Een wereldwijde high yield-strategie kan namelijk profiteren van niet-synchroon lopende kredietcycli, relatieve-waardeverschillen en geopolitieke gebeurtenissen die tot waarderingverschillen kunnen leiden. Daarnaast kan de spreiding van een

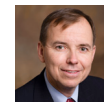
## (Fig. 1) Wereldwijd high yield: gunstige risico/rendementsverhouding

Vijfjarige standaardafwijking en rendement op jaarbasis  
Per 30 juni, 2019



In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Bronnen: Zephyr StyleADVISOR. Data-analyse door T. Rowe Price.



**Mark Vaselkiv**

*Co-portefeuillemanager, Global High Income Bond strategie*



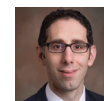
**Michael Della Vedova**

*Co-portefeuillemanager, Global High Income Bond strategie*



**Michael Connelly, CFA**

*Associate portefeuillemanager, Global High Income Bond strategie*



**Samy Muaddi, CFA**

*Lid van het Global High Income Bond portefeuille-management team en portefeuillemanager voor de Emerging Markets Corporate Bond strategie*

# 4,5 biljoen USD

De wereldwijde high yield-markt heeft inmiddels een omvang van meer dan 4,5 biljoen dollar.

dergelijke portefeuille resultaten opleveren met minder risico dan een traditionele, op de VS gerichte high yield-strategie.

## Risico- en rendementcijfers tonen voordelen van een wereldwijde high yield-portefeuille

Deze opvatting wordt bevestigd door de risico- en rendementcijfers over de vijf jaren eindigend op 30 juni 2019, zoals weergegeven in figuur 1. De ICE BofA Merrill Lynch Global High Yield Index (USD Hedged) (BAML Global HY) – de belangrijkste benchmark voor onze Global High Income Bond-strategie en een geschikte referentie voor het wereldwijde high yield-universum – noteerde in die periode een beter rendement dan de traditionelere ICE BofA Merrill Lynch U.S. High Yield Index (BAML U.S. HY), bij een lagere volatiliteit.

In figuur 2 is bovendien te zien dat een allocatie naar wereldwijd high yield, vertegenwoordigd door BAML Global HY, tijdens scherpe dalingen van de high yield-markt aanzienlijk minder verloor en het in opgaande markten soms beter deed dan de Amerikaanse high yield-markt. Over de 10 jaar tot eind juni 2019 deed de BAML Global HY het beter in neergaande markten, terwijl ook in positieve omstandigheden voor high yield een iets beter rendement werd behaald. Over kortere perioden was de downside capture ratio van de BAML Global HY beter: zo pakte de wereldwijde benchmark slechts 73% van de daling van de BAML U.S. HY over de 12 maanden tot eind juni 2019.

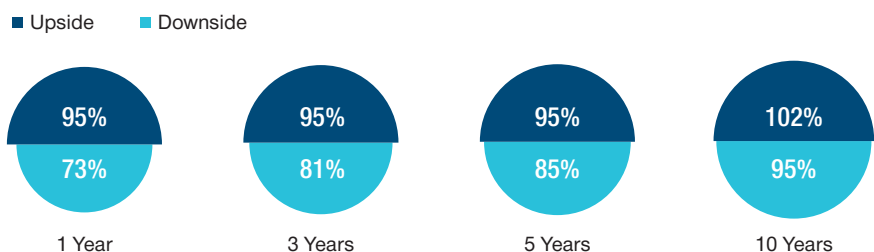
## Wereldwijde component kan volatiel zijn, zodat grondig onderzoek nodig is

De wereldwijde high yield-markt heeft inmiddels een omvang van meer dan 4,5 biljoen dollar. Tien jaar geleden werd de markt gedomineerd door Noord-Amerikaanse emittenten, maar tegenwoordig is deze veel breder en internationaler geworden met bedrijven uit Europa en opkomende markten. Dat komt vooral doordat de uitgifte buiten de VS is toegenomen terwijl de Amerikaanse high yield-markt iets gekrompen is – trends die naar verwachting zullen aanhouden. Zoals in figuur 3 te zien is, is de Europese high yield-markt sinds 2008 meer dan verviervoudigd en bedraagt deze nu bijna een derde van die van de Amerikaanse markt. De Europese markt heeft bovendien veel minder exposure aan energiegerelateerde sectoren, wat gunstig kan zijn wanneer de grondstoffenprijzen dalen.

In de opkomende markten is de high yield-markt eveneens sterk gegroeid en heeft nu een omvang van bijna een biljoen dollar. Hier wordt de bedrijfsobligatiemarkt vooral gebruikt om bestaande leningen tegen gunstigere voorwaarden te herfinancieren. De balansen van bedrijven in opkomende markten zijn vaak gezonder dan die van bedrijven in de ontwikkelde markten, met minder vreemd vermogen en een betere verhouding tussen kasstroom en schulden. Ook bieden bedrijfsobligaties uit opkomende markten gemiddeld een hogere credit spread<sup>1</sup>. Zowel de Europese als de opkomende high

## (Fig. 2) Aantrekkelijke upside/downside capture ratio

Rendement BAML Global HY als percentage van de BAML U.S. HY  
Per 30 juni 2019



Bronnen: Zephyr StyleADVISOR. Data-analyse T. Rowe Price.

<sup>1</sup> De credit spread meet het verschil tussen het rendement van een obligatie met kredietrisico en dat van een staatsobligatie van hoge kwaliteit met een vergelijkbare looptijd.

yield-markten zijn minder ontwikkeld dan de Amerikaanse en worden door beleggers minder gevolgd. Zo maken beleggers die zich specialiseren in bedrijfsobligaties in opkomende markten maar 5% van die markt uit.<sup>2</sup> Dit geringe aandeel gespecialiseerde beleggers resulteert in een inefficiëntere markt en schept voor goede actieve beheerders meer kansen om te profiteren van onjuiste waarderingen en aantrekkelijke relatieve waarde.

Omdat macro-economische en politieke gebeurtenissen, evenals ESG-kwesties, een grote invloed op het rendement van internationale obligaties kunnen hebben, vullen wij onze fundamentele credit-analyse aan met de inzichten van onze staatsobligatie- en ESG-analisten. Hun bijdrage is onmisbaar bij de vaststelling van de regionale allocaties en helpt ons landspecifieke valkuilen te mijden, zoals de turbulentie in Turkije in de eerste helft van 2018. Wij profiteerden van de onjuiste waarderingen in Turkije door aan het begin van de tweede helft van 2018 enkele zorgvuldig geselecteerde emittenten toe te voegen.

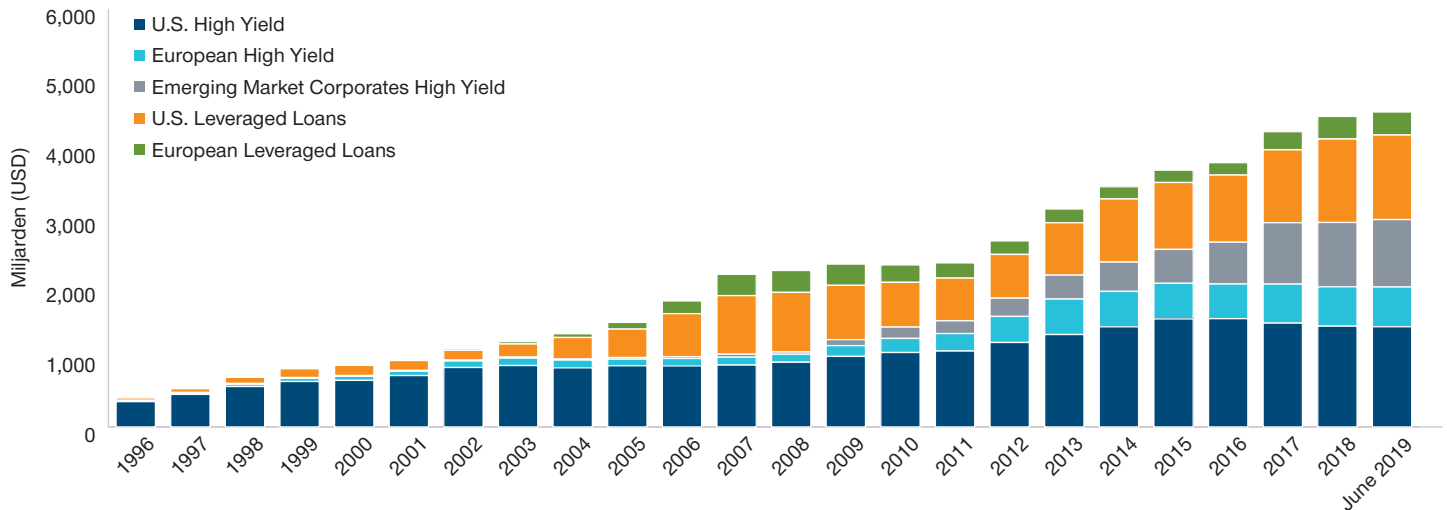
### Kansen in Europa

Altice is een voorbeeld van een Europese high yield-emittent die de voordelen van een gedetailleerde credit-analyse en een flexibele benadering van de portefeuille-opbouw perfect illustreert. Deze multinationale provider van kabel- en telecommunicatiediensten heeft een complexe kapitaalstructuur en is, via diverse entiteiten, een van de grootste uitgevers van sub-investment grade obligaties in Europa.

Wegens teleurstellende winstcijfers van Altice's Franse activiteiten eind 2017 kwamen de obligaties onder druk te staan en besloot oprichter Patrick Drahi de functie van CEO van de Franse tak op zich te nemen. Op dat moment verkochten wij al onze posities in het Franse Altice-complex en kochten secured notes van de andere werkmaatschappij, Altice International, waar we betere waardekanalen zagen. Naarmate Altice in 2018 vorderde met de verkoop van belangen begonnen we weer posities in obligaties van de Franse tak in te nemen, omdat wij een consolidatie in

**(Fig. 3) Het wereldwijde high yield-universum groeit snel**

Omvang van de verschillende segmenten van de wereldwijde high yield-markt  
Per 30 juni 2019



Bronnen: Credit Suisse en J.P. Morgan Chase & Co. (zie Aanvullende informatie).

<sup>2</sup> Bron: J.P. Morgan (zie Aanvullende informatie).

“In het algemeen zijn wij van mening dat de bredere spreiding van een wereldwijde high yield-portefeuille kan helpen tijdelijke omslagen in het marktsentiment ten opzichte van bepaalde emittenten, landen of regio's, te compenseren.

de Europese telecommunicatiemarkten voorzagen. Deze posities deden het goed, hetgeen de voordelen toont van de toepassing van fundamenteel onderzoek in combinatie met een langetermijnanalyse om hiermee voorbij het negatieve marktsentiment te kijken.

### Kansen in opkomende markten

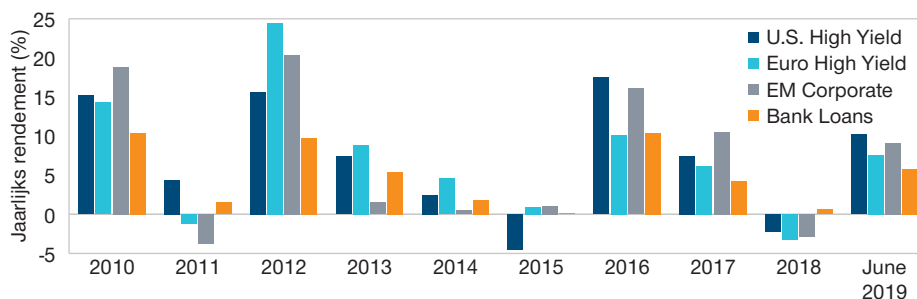
De idiosyncratische aard van het wereldwijde high yield-universum schept vruchtbare kansen om alfa<sup>3</sup> te genereren. Ter voorbeeld zijn we in het algemeen positief gestemd over Minerva, een Braziliaanse producent van rundvlees met vestigingen in heel Zuid-Amerika. De obligaties van Minerva schoten in 2018 omhoog na de overname van concurrent National Beef, waardoor Minerva 's werelds tweede producent van rundvlees werd. Later in 2018 bouwde Minerva zijn vreemde vermogen af door delen van zijn Zuid-Amerikaanse activiteiten te verkopen en de opbrengsten te gebruiken om schulden af te lossen. Wij verwachten dat de wereldwijde vraag naar rundvlees verder zal stijgen wat, in combinatie met de lage hefboom en het aantrekkelijke rendement, onze positieve kijk op de obligaties van Minerva ondersteunt.

Tot dusver heeft een wereldwijde benadering van high yield-beleggen geresulteerd in hogere rendementen met een lager risico, uitgedrukt in standaardafwijking. Maar zoals altijd in het high yield-segment is er wel durf voor nodig. Vanwege de blootstelling aan opkomende markten waar het politieke en economische systeem minder ver ontwikkeld zijn, moeten beleggers altijd alert zijn op geopolitieke ontwikkelingen en ESG-risico's. Dit vereist een stevig, ervaren researchteam dat zich geheel op opkomende markten toelegt.

Bovendien kan de liquiditeit van de markt in opkomende regio's behoorlijk problematisch zijn, hoewel de situatie verbeterd is doordat de markt de afgelopen jaren groter en volwassener is geworden. Tegelijkertijd kunnen volatiliteit en economische onzekerheid ook lucratieve kansen met zich meebrengen. In het algemeen zijn wij van mening dat de bredere spreiding van een wereldwijde high yield-portefeuille kan helpen tijdelijke omslagen in het marktsentiment ten opzichte van bepaalde emittenten, landen of regio's, te compenseren.

### (Fig. 4) Rendementsverschillen tussen regio's

Jaarlijks rendement van segmenten van de wereldwijde high yield-markt  
Per 30 juni 2019



### In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Bronnen: BofA Merrill Lynch, J.P. Morgan Chase & Co. en S&P/LSTA (zie Aanvullende informatie). Amerikaanse high yield vertegenwoordigd door de BofA Merrill Lynch U.S. High Yield Index; Europese high yield door de BofAMerrill Lynch European Currency High Yield Constrained ex Subordinated Financials Index Hedged to EUR; bedrijfsobligaties uit opkomende markten door de J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified Index; en bankleningen door de S&P/LSTA Performing Loan Index.

<sup>3</sup> Alfa is het extra rendement van een belegging ten opzichte van de benchmark.

### Leningen zijn een andere bron van diversificatie

Bankleningen zijn een ander segment van de wereldwijde high yield-markt dat een nuttige bron van spreiding buiten de Amerikaanse high yield-markt kan zijn. Bankleningen bieden kansen om te profiteren van waarderingsverschillen in de kapitaalstructuur van een bedrijf of om exposure te krijgen naar aantrekkelijke “loan-only” emittenten. Leningen zijn in de kapitaalstructuur vaak hoger in rang dan obligaties, waardoor ze eerder recht hebben op terugbetaling als de emittent failliet gaat. Maar omdat de criteria voor de verstrekking van leningen achteruitgaan, is een gedegen fundamentele analyse voor bankleningen even belangrijk als voor high yield-obligaties.

### Wereldwijd high yield als kernallocatie

Naarmate de wereldwijde credit-markten zich verder ontwikkelen, zou

een wereldwijde high yield-portefeuille naar onze mening een kernallocatie moeten zijn zodat beleggers ten volle kunnen profiteren van de kansen in het sub-investment grade-universum. Een actief beheerde wereldwijde high income-portefeuille kan profiteren van niet-synchroon lopende kredietcycli, verschillen in relatieve waarde en rendementsverschillen tussen regio's, zoals in figuur 4 te zien is, zonder dat het risico hoger hoeft te zijn dan bij een op de VS gerichte strategie. Ook is er potentieel om te profiteren van onrealistische / onjuiste waarderungen als gevolg van de altijd aanwezige economische en politieke onzekerheid in de wereld. Verder is het belangrijk te vermelden dat onze wereldwijde high income strategie het valutarisico van niet-dollarbeleggingen afdekt, zodat onze creditsselectie de voornaamste motor voor het rendement zal zijn.

### WAT WE MET BELANGSTELLING VOLGEN

De prijzen van obligaties van oliemaatschappijen staan onder druk, nu beleggers de duurzaamheid van minder kredietwaardige exploratie- en productiebedrijven (E&P) en aanbieders van olievelddiensten in hun overwegingen gaan betrekken. Energiegerelateerde emittenten vormen een kleiner deel van de Europese dan van de Amerikaanse high yield-markt. Ook kunnen we de exposure naar volatiele energieprijzen beperken en tegelijkertijd de allocaties naar de olie- en gasector handhaven door obligaties te kopen die zijn uitgegeven door kwalitatief hoger aangeschreven mid-stream bedrijven die olieproducten verwerken, opslaan en vervoeren.

**Belangrijkste risico's**—De volgende risico's zijn materieel relevant voor de in dit materiaal beschreven strategie: Transacties in effecten uitgedrukt in buitenlandse valuta's kunnen onderhevig zijn aan wisselkoersschommelingen. Deze kunnen de waarde van een belegging beïnvloeden. Schuldeffecten kunnen blootstaan aan nadelige veranderingen in de vermogenspositie als gevolg van afwaardering of wanbetaling. Dit kan de waarde van een belegging beïnvloeden. Beleggingen in high yield-obligaties brengen een hoger risico mee.

#### Aanvullende informatie

© 2019 CREDIT SUISSE GROUP AG en/of gelieerde ondernemingen. Alle rechten voorbehouden.

Copyright © 2019, S&P Global Market Intelligence (en gelieerde ondernemingen, indien van toepassing). Het is niet toegestaan informatie, data of materiaal waaronder ratings (“content”) in enige vorm te verspreiden of te kopiëren zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de desbetreffende partij. Deze partij, de met haar gelieerde ondernemingen en haar leveranciers (“content-leveranciers”) staan niet in voor de juistheid, deugdelijkheid, volledigheid, tijdigheid of beschikbaarheid van content en zijn niet aansprakelijk voor fouten en omissies (door nalatigheid of anderszins), ongeacht de oorzaak, of voor de resultaten die zijn verkregen door het gebruik van deze content. Content-leveranciers zijn niet aansprakelijk voor schade, kosten, onkosten, juridische kosten of verliezen (waaronder verlies van inkomsten, winst of kansen) in verband met gebruik van de content. Een verwijzing naar een bepaalde belegging of een bepaald effect, een rating of een opmerking betreffende een belegging die onderdeel is van de content, is geen aanbeveling om de belegging of het effect te kopen, te verkopen of te houden, zegt niets over de geschiktheid van een belegging of effect en mag niet worden beschouwd als beleggingsadvies. Credit ratings zijn meningen en geen feiten.

De informatie is verkregen van bronnen die betrouwbaar worden geacht, maar J.P. Morgan staat niet in voor de volledigheid of juistheid ervan. De index wordt gebruikt met toestemming. De index mag niet worden gekopieerd, gebruikt of verspreid zonder voorafgaande schriftelijke toestemming J.P. Morgan. Copyright © 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

## INVEST WITH CONFIDENCE<sup>SM</sup>

T. Rowe Price focuses on delivering investment management excellence that investors can rely on—now and over the long term.

# T.RowePrice<sup>®</sup>

### Important Information

This material is being furnished for general informational purposes only. The material does not constitute or undertake to give advice of any nature, including fiduciary investment advice, and prospective investors are recommended to seek independent legal, financial and tax advice before making any investment decision. T. Rowe Price group of companies including T. Rowe Price Associates, Inc. and/or its affiliates receive revenue from T. Rowe Price investment products and services. **Past performance is not a reliable indicator of future performance.** The value of an investment and any income from it can go down as well as up. Investors may get back less than the amount invested.

The specific securities identified and described above do not necessarily represent securities purchased or sold by T. Rowe Price. This information is not intended to be a recommendation to take any particular investment action and is subject to change. No assumptions should be made that the securities identified and discussed above were or will be profitable.

The material does not constitute a distribution, an offer, an invitation, a personal or general recommendation or solicitation to sell or buy any securities in any jurisdiction or to conduct any particular investment activity. The material has not been reviewed by any regulatory authority in any jurisdiction.

Information and opinions presented have been obtained or derived from sources believed to be reliable and current; however, we cannot guarantee the sources' accuracy or completeness. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. The views contained herein are as of the date written and are subject to change without notice; these views may differ from those of other T. Rowe Price group companies and/or associates. Under no circumstances should the material, in whole or in part, be copied or redistributed without consent from T. Rowe Price.

The material is not intended for use by persons in jurisdictions which prohibit or restrict the distribution of the material and in certain countries the material is provided upon specific request. It is not intended for distribution to retail investors in any jurisdiction.

**Australia**—Issued in Australia by T. Rowe Price Australia Limited (ABN: 13 620 668 895 and AFSL: 503741), Level 50, Governor Phillip Tower, 1 Farrer Place, Suite 50B, Sydney, NSW 2000, Australia. For Wholesale Clients only.

**Canada**—Issued in Canada by T. Rowe Price (Canada), Inc. T. Rowe Price (Canada), Inc.'s investment management services are only available to Accredited Investors as defined under National Instrument 45-106. T. Rowe Price (Canada), Inc. enters into written delegation agreements with affiliates to provide investment management services.

**DIFC**—Issued in the Dubai International Financial Centre by T. Rowe Price International Ltd. This material is communicated on behalf of T. Rowe Price International Ltd. by its representative office which is regulated by the Dubai Financial Services Authority. For Professional Clients only.

**EEA ex-UK**—Unless indicated otherwise this material is issued and approved by T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Luxembourg which is authorised and regulated by the Luxembourg Commission de Surveillance du Secteur Financier. For Professional Clients only.

**Hong Kong**—Issued by T. Rowe Price Hong Kong Limited, 6/F, Chater House, 8 Connaught Road Central, Hong Kong. T. Rowe Price Hong Kong Limited is licensed and regulated by the Securities & Futures Commission. For Professional Investors only.

**New Zealand**—Issued in New Zealand by T. Rowe Price Australia Limited (ABN: 13 620 668 895 and AFSL: 503741), Level 50, Governor Phillip Tower, 1 Farrer Place, Suite 50B, Sydney, NSW 2000, Australia. No Interests are offered to the public. Accordingly, the Interests may not, directly or indirectly, be offered, sold or delivered in New Zealand, nor may any offering document or advertisement in relation to any offer of the Interests be distributed in New Zealand, other than in circumstances where there is no contravention of the Financial Markets Conduct Act 2013.

**Singapore**—Issued in Singapore by T. Rowe Price Singapore Private Ltd., No. 501 Orchard Rd, #10-02 Wheelock Place, Singapore 238880. T. Rowe Price Singapore Private Ltd. is licensed and regulated by the Monetary Authority of Singapore. For Institutional and Accredited Investors only.

**Switzerland**—Issued in Switzerland by T. Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 6th Floor, 8001 Zurich, Switzerland. For Qualified Investors only.

**UK**—This material is issued and approved by T. Rowe Price International Ltd, 60 Queen Victoria Street, London, EC4N 4TZ which is authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority. For Professional Clients only.

**USA**—Issued in the USA by T. Rowe Price Associates, Inc., 100 East Pratt Street, Baltimore, MD, 21202, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission. For Institutional Investors only.

© 2019 T. Rowe Price. All rights reserved. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE, and the Bighorn Sheep design are, collectively and/or apart, trademarks of T. Rowe Price Group, Inc.