



Counterpoint Weekly 18–24 april 2022

Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist

Lionel Balle

Head of Fixed Income
Strategy

Bill Street

Group Chief
Investment Officer

Blik op het oosten: beleggen in Aziatisch highyield

Na een mager begin van 2022 zijn Aziatische highyield (HY) obligaties sinds half maart aan een opmerkelijk herstel bezig. We hebben ten opzichte van investmentgrade (IG)-obligaties in USD een tactisch overwogen positie aangehouden. Wat zijn de belangrijkste kenmerken van de Aziatische HY-markt en wat zijn onze vooruitzichten voor de beleggingscategorie?

Wat u moet weten

- Sinds begin 2022 bedroeg het totaalrendement op Aziatische HY-obligaties -11% doordat de risicopremies verruimden, de rente op Amerikaanse Treasuries steeg en het wanbetalingspercentage hoog bleef. Dit is in lijn met het rendement van USD IG-obligaties, waardoor het rendement van onze tactische positie sinds begin dit jaar vlak is. Sinds de oprichting in maart 2021 heeft de tactische positie een negatieve bijdrage van -0,7% aan het rendement van onze modelportefeuille geleverd.
- De omstandigheden blijven moeilijk voor deze beleggingscategorie en ook het verslechterde beleggerssentiment ten gevolge van de oorlog in Oekraïne was een negatieve factor. Maar sinds half maart wordt de beleggingscategorie ondersteund door de verwachtingen over meer overheidssteun.
- Hoewel in de afgelopen weken de rendementsvooruitzichten licht zijn afgenomen, is er in Aziatisch HY nog steeds een wanbetalingspercentage ingeprijsd dat boven onze verwachtingen ligt. We verwachten dat de risicopremies vanaf nu licht zullen verkrappen, waardoor deze samen met de aantrekkelijke rentes van 3-4% boven USD IG voor een aantrekkelijk rendementsvooruitzicht zorgen.

Hoe heeft de tactische overweging van Aziatisch HY in 2022 tot nog toe gepresteerd?

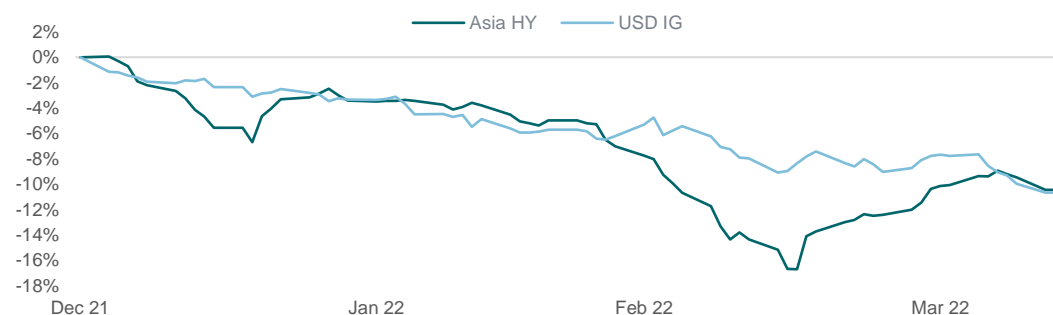
Op basis van onze benchmark index (JPM JACI Non-Investment Grade) hebben Aziatische HY-obligaties sinds begin dit jaar 11% moeten prijsgeven. In de loop van dezelfde periode zijn investmentgrade (IG)-obligaties in USD, die we in de portefeuille hebben verlaagd voor de financiering van de overweging van Aziatisch HY, ongeveer evenveel gedaald (fig. 1). Het effect van de tactische positie op het rendement van de modelportefeuille sinds begin dit jaar (ytd) was derhalve vrijwel nihil.

Het negatieve absolute rendement op Aziatisch HY was te wijten aan een combinatie van hogere risicopremies (+130 bps ytd), stijgende risicovrije rentes (de Amerikaanse vijfjaarsrente steeg van 1,3% tot 2,6%) en een aanhoudend hoog wanbetalingspercentage, doordat de omstandigheden voor Chinese vastgoedontwikkelaars moeilijk blijven. Na een korte pas op de plaats tussen half januari en half februari werd de beleggingscategorie ook negatief beïnvloed door het verslechterende wereldwijde sentiment ten gevolge van de oorlog in Oekraïne. Maar sinds het dal van half maart is Aziatisch HY 7% gestegen, hoofdzakelijk dankzij ondersteunende uitspraken van Chinese overheidsfunctionarissen. Dankzij een relatief lage gevoeligheid voor renteveranderingen (gemiddelde duration van slechts drie), was het negatieve effect van de forse stijging voor Aziatisch HY veel minder dan voor USD IG-obligaties, die een gemiddelde duration van circa acht hebben.

De "drie rode lijnen"-regelgeving die China in augustus 2020 heeft ingevoerd, stelt strenge eisen aan de schuldenniveaus van vastgoedbedrijven

Figuur 1: Totaalrendement van Aziatisch HY en USD IG-obligaties sinds begin 2022

Het effect van deze tactische positie op het rendement van de modelportefeuille was per saldo nihil, sinds 1 januari 2022



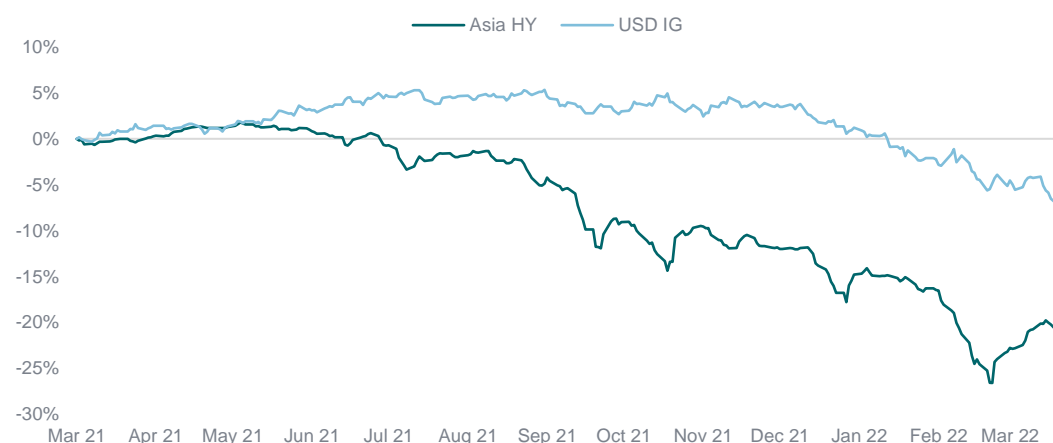
Bronnen: Bloomberg, Quintet Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Hoe heeft de tactische overweging sinds de start gepresteerd?

We hebben eerst in maart 2021 een overwogen positie geopend en in augustus 2021 de omvang van de positie vergroot, nadat de spreads met ongeveer 700 bps waren verruimd. Sindsdien zijn de risicopremies verder verruimd en nam het aantal wanbetalingen toe. Dit leidde ertoe dat Aziatische HY-obligaties slechter presteerden dan USD IG (figuur 2). Sinds de opening heeft deze tactische positie een negatieve bijdrage van 0,7% op het rendement van de modelportefeuille geleverd.

Figuur 2: Totale rendement van Aziatisch HY en USD IG-obligaties sinds maart 2021

De spreads verder verruimd en het aantal wanbetalingen nam toe, waardoor Aziatische HY-obligaties slechter presteerden dan USD IG.



Bronnen: Bloomberg, Quintet Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Wat waren de belangrijkste aanjagers van het rendement?

De belangrijkste tegenwind voor Aziatische HY-obligaties sinds de zomer van 2021 was afkomstig van de omvangrijke Chinese vastgoedsector, die in de loop van die periode met ~40% tot ~30% van de nominale waarde van de index daalde (en met slechts 20% van de actuele marktwaarde). De aanleiding voor de zwakte van de vastgoedsector was de strengere regelgeving door de Chinese overheid, waarmee werd beoogd om de vastgoedbubbel te laten leeglopen en de vastgoedsector tot schuldafbouw te dwingen.

We verwachten dat het wanbetalingspercentage in 2022 hoog zal blijven

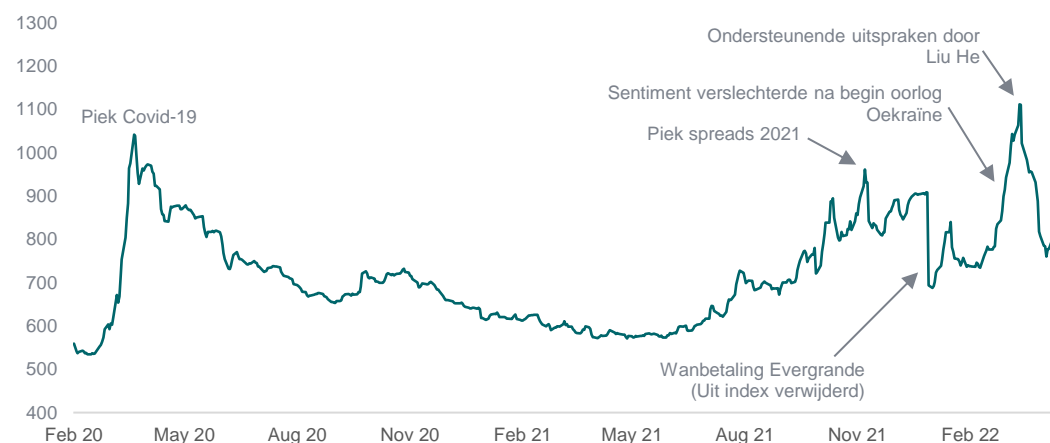
Van groot belang hierbij is de Chinese "drie rode lijnen"-regelgeving die in augustus 2020 is ingevoerd, die strenge eisen stelt aan de schuldenniveaus van vastgoedbedrijven, en bedoeld is om naleving af te dwingen van de beleidslijn dat "huizen zijn om in te wonen, niet om te speculeren". Hierdoor zijn de indicatoren van de huizenmarkt snel afgekoeld, verslechterde het beleggerssentiment voor de sector en verloren veel emittenten toegang tot de kredietmarkten. De wanbetaling eind 2021 van Evergrande, een vastgoedontwikkelaar die door sommigen als "too big to fail" werd beschouwd en die voor de crisis goed was voor ongeveer 4% van de index, benadrukte de ernst van de situatie eens te meer. Ondertussen begonnen ook de sterkere emittenten druk op hun obligaties te ervaren, waardoor de bezorgdheid over verdere besmetting toenam. Het wanbetalingspercentage bij Aziatisch HY is in 2021 met ongeveer 20% toegenomen. Dit komt volledig voor rekening van de Chinese vastgoedsector.

Aan het begin van 2022 bleef de Chinese vastgoedmarkt gebukt gaan onder het zwakke beleggerssentiment en hadden veel ontwikkelaars met problemen te kampen, onder meer Shimao, Logan en Sunac. Bovendien hadden meer risicodragende activa te lijden onder de oorlog tussen Rusland en Oekraïne, het normaliserende beleid van de Fed en bezorgdheid over inflatie.

Positief nieuws was dat de sinds half maart door de Chinese autoriteiten aangekondigde beleidswijzigingen en nieuwe verruimingsmaatregelen een positieve impact op het sentiment hadden, terwijl de vastgoedindicatoren recentelijk lijken te stabiliseren. Een groot aantal emittenten was erin geslaagd om hun aflossingsverplichtingen uit te stellen, waardoor ze vooralsnog het hoofd boven water houden. De Aziatische risicopremies hebben hun recente verruiming weer grotendeels ingeleverd en bevinden zich weer bijna op niveaus van half februari (figuur 3).

Figuur 3: Spread Aziatisch HY sinds 2020 en belangrijkste gebeurtenissen

De risicopremies zijn onlangs weer grotendeels teruggekomen en bevinden zich weer bijna op niveaus van half februari

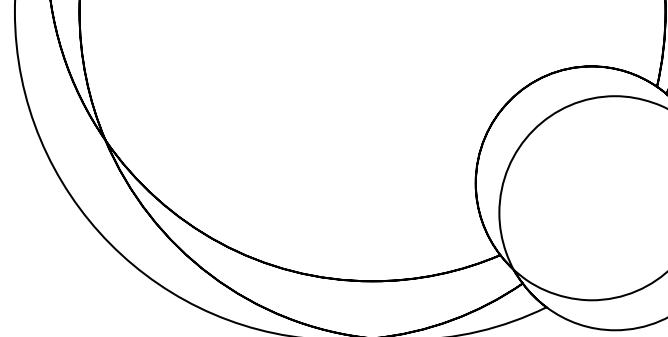


Bronnen: Bloomberg, Quintet Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Waarom hebben we de positie na het negatieve rendement niet gesloten?

Het veranderen van tactische posities op basis van afgelopen rendementen (bijv. door het invoeren van een 'stoploss'-strategie) is volledig gebaseerd op terugkijken naar het verleden; volgens ons leidt dit niet tot goede beleggingsresultaten. Ons proces beoordeelt de aantrekkelijkheid van beleggingscategorieën op vooruitkijkende basis. Gezien het feit dat prognoses nooit perfect zijn, kunnen we er soms naast zitten.

In ons beleggingsproces benaderen we onzekerheid op twee manieren. In de eerste plaats monitoren en evalueren we voortdurend onze tactische posities, en met name posities die sterk afwijken van onze oorspronkelijke verwachtingen. In het geval van de tactische Aziatische HY-positie hebben we herhaaldelijk ons beleggingsuitgangspunt herzien en onze overtuiging bevestigd dat de belangrijkste aanjagers voor aantrekkelijk toekomstig rendement nog steeds intact waren



(met name de aantrekkelijke waarderingen en tekenen van aanhoudende overheidssteun om de markt te stabiliseren).

Als tweede zorgt een omvattend risicobeheersingskader dat onze tactische posities binnen vastgestelde en beheersbare risicodrempels blijven, zodat ze geen onevenredig grote impact op het portefeuillerendement als geheel hebben. Dit grondige evaluatie- en risicoproces helpt ons om tactische posities structureel te beheren, in tijden van goede en slechte rendement.

Wat zijn onze vooruitzichten voor Aziatisch HY?

In ons basisscenario verwachten we dat Aziatisch HY in de komende 12 maanden een totaalrendement van 5 tot 8% zal genereren. De huidige risicopremies compenseren een wanbetalingspercentage van 12-13% binnen Aziatisch HY (en circa 40% van de Chinese vastgoedontwikkelaars). We verwachten dat het wanbetalingspercentage in 2022 hoog zal blijven, maar tot iets onder de 10% zal dalen, waardoor een lichte verkrapping van de risicopremies ten opzichte van de huidige niveaus mogelijk is. De omvangrijke verruimingsmaatregelen van de Chinese overheid (zie de volgende vraag) zullen waarschijnlijk worden aangevuld met extra steunmaatregelen voor de economie en de vastgoedsector, waardoor het sentiment verder zou moeten verbeteren en de woningmarkt zou moeten stabiliseren.

Naast het lichte stijgingspotentieel blijft de huidige rentevergoeding een belangrijke aanjager van het rendement. Op indexniveau bedraagt het huidige rendement 11%, waarvan volgens ons naar schatting 7-8% zal worden gerealiseerd (na verrekening van gemiste couponbetalingen of van waarschijnlijke wanbetalingskandidaten). Dat is nog steeds 3-4% boven de huidige rente op USD IG-obligaties. Na aftrek van de door ons verwachte kredietverliezen zou het totaalrendement in de komende 12 maanden op 5 tot 8% moeten uitkomen.

De onzekerheid omtrent de vooruitzichten van ons basisscenario is vrij groot. Figuur 4 is een weergave van het totaalrendement volgens verschillende risicopremie- en kredietverliesscenario's voor de komende 12 maanden.

Figuur 4: Totaalrendement Aziatische HY-obligaties bij verschillende scenario's voor de komende 12 maanden

De onzekerheid omtrent de vooruitzichten van ons basisscenario is aanzienlijk

		kredietverlies (%) over 12 maanden*					
		2%	4%	6%	8%	10%	12%
Spreadniveau over 12 maanden	500	16,1%	13,4%	10,7%	8,4%	6,1%	3,9%
	600	13,1%	10,4%	7,7%	5,4%	3,1%	0,9%
	700	10,1%	7,4%	4,7%	2,4%	0,1%	-2,1%
	750	8,6%	5,9%	3,2%	0,9%	-1,4%	-3,6%
	800	7,1%	4,4%	1,7%	-0,6%	-2,9%	-5,1%
	900	4,1%	1,4%	-1,3%	-3,6%	-5,9%	-8,1%
	1000	1,1%	-1,6%	-4,3%	-6,6%	-8,9%	-11,1%
Wanbetalingspercentage uitgaande van 30% herstel*		2,9%	5,7%	8,6%	11,4%	14,3%	17,1%
Wanbetalingspercentage Chinees vastgoed**		9,5%	19,0%	28,6%	38,1%	47,6%	57,1%

De Chinese overheid is sinds vorig jaar haar interventies geleidelijk aan het afbouwen, en grijpt hoofdzakelijk in gedurende periodes van grote stress

*Kredietverlies wordt bepaald op basis van de combinatie van wanbetalings- en herstelpercentages; een wanbetaling van 8,6% met een herstelpercentage van 30% betekent bijv. een kredietverlies van 6%. ** 30% van de index op basis van de nominale waarde
Bronnen: Bloomberg, Quintet Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

Wat heeft de Chinese overheid gedaan om de situatie aan te pakken?

De Chinese overheid is sinds vorig jaar haar interventies met betrekking tot de vastgoedsector geleidelijk aan het afbouwen, en grijpt hoofdzakelijk in gedurende periodes van grote stress. Gezien het belang van de vastgoedmarkt voor de Chinese economie als geheel, is er de overheid veel aan gelegen om de negatieve impact te beperken, omdat dit een bedreiging zou vormen voor hun ambitieuze groei-doelstelling voor 2022. Tegelijkertijd willen de regelgevende instanties een herhaling voorkomen van de excessen op de vastgoedmarkt uit het verleden. De centrale bank heeft haar reserve requirement ratio (RRR) en de rentetarieven verlaagd, om banken te stimuleren meer leningen voor vastgoedprojecten te verstrekken. Voor de komende maanden zijn verdere renteverlagingen waarschijnlijk. De overheid heeft ook het voortouw genomen bij enkele schulderstructureringen om voor een ordelijk verloop te zorgen.

In 2022 heeft regelgevende instantie haar interventies geïntensiveerd, onder meer door de beperkingen op vastgoedleningen en hypotheekleningen en de toegang voor projectontwikkelaars tot liquiditeiten afkomstig van aanbestedingen te versoepelen. Tegelijkertijd heeft de Chinese centrale bank (PBoC) voor liquiditeitsinjecties gezorgd om de markt te ondersteunen. In maart 2022 vond er een doorbraak plaats, toen vicepremier Liu He expliciet aankondigde de economie, en meer in het bijzonder projectontwikkelaars, te gaan ondersteunen, omdat de overheid er alles aan wil doen om de economie te ondersteunen. Dit was aanleiding voor een sterke rally van Aziatisch HY vanaf het dieptepunt. Begin april heeft de PBoC de ontwerp-tekst bekend gemaakt voor een wet inzake financiële stabiliteit en een financieel stabiliteitsfonds. We verwachten dat de overheid in de komende maanden met aanzienlijke aanvullende ondersteuningsmaatregelen zal komen.

Wanneer zal de activaklasse weer terugkeren naar zijn 'initiële' waarde?

Wanneer we voorlopende beleggingsbeslissingen nemen, is rendement uit het verleden geen bruikbare dictator. Uiteraard zouden onze tactische posities als geheel een positieve bijdrage aan de portefeuillerendement moeten leveren. Sinds we het proces in 2020 hebben ingevoerd, heeft dit inderdaad voor een aanzienlijke *outperformance* gezorgd. Maar er zullen altijd enkele tactische posities zijn die niet naar verwachting zullen presteren en gedurende hun levensduur een negatief effect op het rendement zullen hebben. De belangrijkste vraag is altijd of voorlopende vooruitzichten aantrekkelijk genoeg blijven om een tactische positie te rechtvaardigen, ongeacht de in het verleden behaalde rendement.

In ons basisscenario verwachten we niettemin voor de komende 12 maanden een totaalrendement van 5 tot 8%, wat volgens ons aantrekkelijk is in vergelijking met het lagere rendement van USD IG. Het rendementsverschil tussen Aziatisch HY en USD IG-obligaties sinds maart 2021 (toen we de positie hebben geïnitieerd) is -14%. Daarom is het onwaarschijnlijk dat de tactische positie deze verliezen in de loop van onze tactische beleggingshorizon volledig zullen goedmaken.

Hoeveel zou de beleggingscategorie bij een negatief scenario moeten inleveren?

De volatiliteit van Aziatische HY-obligaties blijft door de grote onzekerheid voorlopig hoog. In een ongunstig scenario, waarin de steunmaatregelen van de overheid aan de verwachtingen beantwoorden en de vastgoedmarkt er niet door stabiliseert, zouden de spreads weer tot hun eerdere pieken (ongeveer 1.000bp) kunnen verruimen. Vastgoedontwikkelaars zouden blijven kampen met forse financieringstekorten en de wanbetalingspercentages binnen de sector zouden tot boven de 50% uitstijgen (en boven 15% voor Aziatisch HY). Hierdoor zou de daling van Aziatisch HY over een periode van 12 maanden op -9% tot -11% kunnen uitkomen.

Een dergelijk resultaat zou een forse impact hebben op de bredere Chinese economie, aangezien de vastgoedsector goed is voor bijna 25% van de Chinese groei. Volgens ons is een dergelijk slecht scenario onwaarschijnlijk.

Wat zou een aanleiding zijn om de tactische overweging in Aziatisch HY te verlagen of te sluiten?

Een positieve ontwikkeling zou zijn dat als de spreads zouden verkrappen tot een niveau dat overeenstemt met onze wanbetalingsprognoses, en hierdoor het door ons verwachte stijgingspotentieel wordt gerealiseerd, zouden we geleidelijk beginnen met het afbouwen van de positie.

Aan de andere kant zijn er ook mogelijke negatieve katalysatoren voor een herbeoordeling en voor een eventuele sluiting van de tactische positie. Indien de Chinese overheid de komende maanden zou nalaten haar onlangs bekendgemaakte voornemens met concrete verruimingsmaatregelen waar te maken, dan zouden we het beleggingsuitgangspunt heroverwegen. Daarnaast zou een forse verslechtering van de groeivoorzichten voor China of voor Azië als geheel aanleiding zijn voor ons om onze wanbetalingsvoorzichten opnieuw te evalueren, waardoor deze beleggingscategorie minder aantrekkelijk zou kunnen worden.

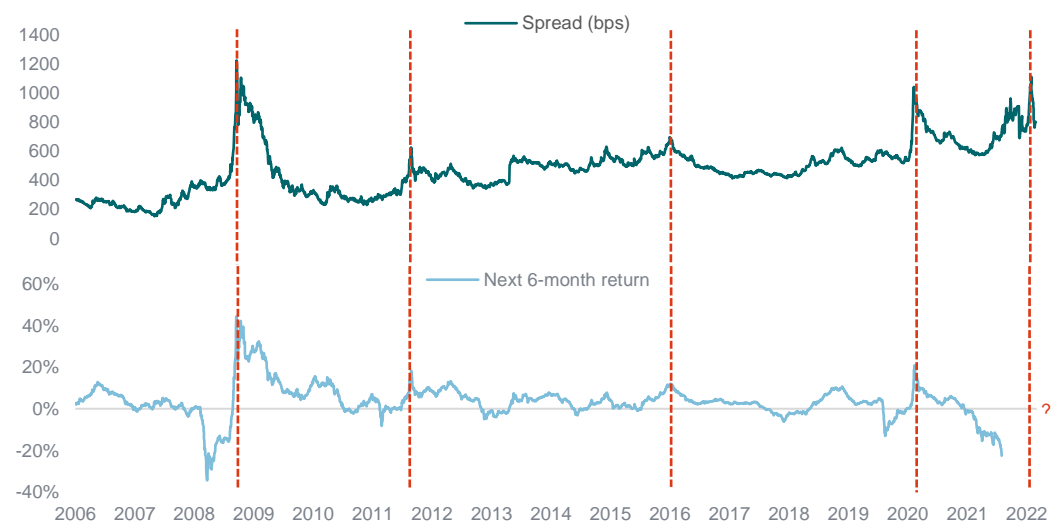
Waarom hebben we een tactische overweging in Aziatisch HY?

Drie kernfactoren ondersteunen onze positieve vooruitzichten voor Aziatisch HY en dus de tactische overweging:

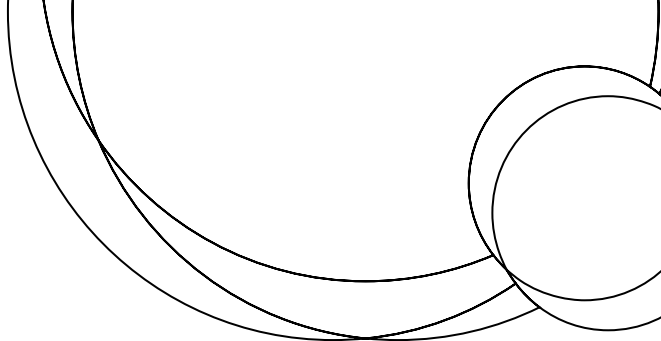
1. In de huidige waarderingen is nog steeds een iets hoger wanbetalingspercentage ingeprijsd dan we voor de komende 12 maanden verwachten, waardoor Aziatisch HY nog steeds een licht stijgingspotentieel heeft. Uit figuur 5 blijkt dat door de hoge risicopremies in het verleden er in de komende zes maanden een aantrekkelijk rendement ontstaat.
2. De geschatte stijging van het rendement van 3-4% ten opzichte van USD IG-obligaties blijft aantrekkelijk.
3. Onze verwachting is dat er op de ondersteunende uitspraken van de Chinese overheid concrete maatregelen zullen volgen, waardoor het verruimend beleid versneld en het sentiment en de vastgoedmarkt worden ondersteund.

Figuur 5: Hoge risicopremies zouden gunstig moeten zijn voor aantrekkelijke rendement in de komende zes maanden

Aziatisch HY biedt aantrekkelijke waarderingen



Bronnen: Bloomberg, Quintet Opmerking: In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), en Quintet Luxembourg (Luxemburg).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (18 april 2022) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2022. Alle rechten voorbehouden.