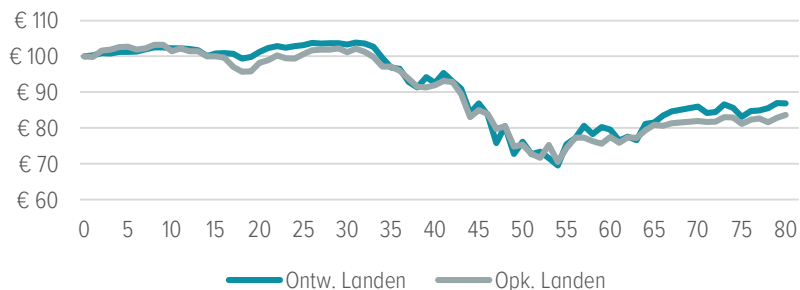


# Vooruitzichten voor het hoogrentende spectrum

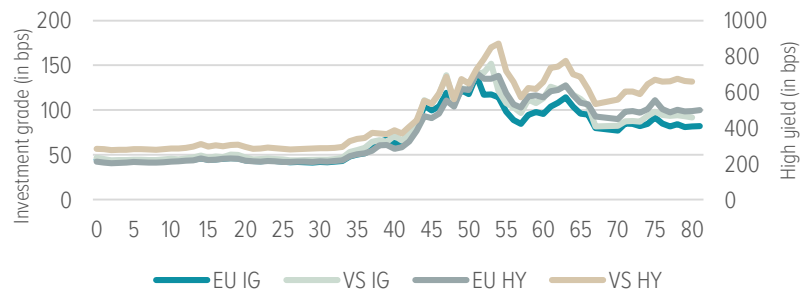
# Inleiding

- Sinds de uitbraak van het coronavirus hebben financiële markten forse bewegingen laten zien;
- De liquiditeit is vooral op vastrentende markten verslechterd, dit heeft de neerwaartse koersbewegingen versterkt;
- Wij zijn van mening dat het hoogrentende vastrentende spectrum niet alleen door fundamentele oorzaken, maar ook door technische oorzaken sterk in waarde is gedaald. Hierdoor is het economisch scenario dat deze markten momenteel inrijzen naar onze mening te negatief;
- In ons basisscenario van een U- of W-vormig herstel denken wij dat er aantrekkelijke mogelijkheden binnen dit spectrum liggen op een termijn van 12 tot 18 maanden.

## Aandelenmarkten herstellen

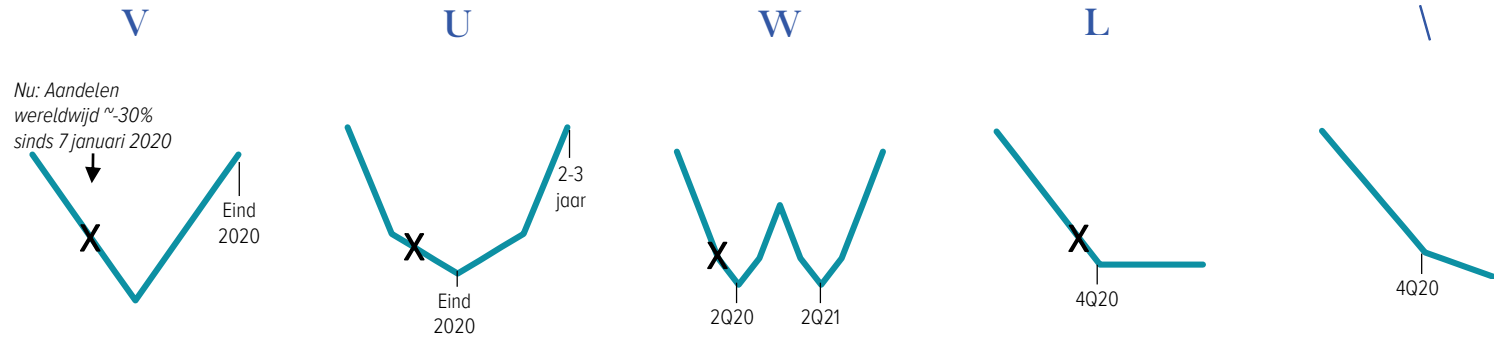


## Kredietopslagen lijken te stabiliseren



# Korte termijn scenario's – V, U, L, W of \

## Economische groei per scenario



## Toelichting

Momenteel lijkt het U- of W-scenario ons het meest waarschijnlijk. Wegens 'war-like' fiscale uitgaven van overheden wordt de economische schade van het virus gemitigeerd, daarnaast nemen centrale banken hun verantwoordelijkheid middels het verschaffen van liquiditeit en monetaire verruiming. Of het herstel van de economie daadwerkelijk haar intrede zal maken, is voornamelijk afhankelijk van het aantal en de duur van de besmettingen en de eventuele ontwikkeling van een vaccin.

Momenteel zwakt het aantal besmettingen in Europa af en wordt binnen de farmaceutische industrie alles-op-alles gezet voor het vinden van een vaccin. Het is de verwachting dat in de loop van 2021 een vaccin beschikbaar zal zijn, derhalve lijken het L- en \-scenario minder waarschijnlijk. Indien de fiscale stimuli van overheden de bedrijven voldoende kunnen ondersteunen om deze moeilijke periode te overbruggen, ter voorkoming van faillissementen en stijging van de (permanente) werkloosheid, dan lijkt economisch herstel het meest waarschijnlijk.



# Eigenschappen hoogrentende categorieën

	Valuta	Huidige yield <sup>1</sup>	Gemiddelde yield <sup>2</sup>	Huidige risico-opslag [bp] <sup>1</sup>	Gemiddelde risico-opslag [bp] <sup>2</sup>	Lange termijn verwachte wanbetalingen <sup>3</sup>	Verwachte <i>recovery rate</i> <sup>3</sup>
USD HY	USD	8.2%	7.0%	750	500	3%	30%
Euro HY	EUR	5.8%	5.2%	630	460	2%	40%
EMD HC	USD	6.8%	5.6%	615	325	4%	40%
EMD LC	MIX	5.3%	6.3%			4%	40%
Leveraged Loans USD	USD	8.8%	5.8%	800	400	3%	60%
Leveraged Loans EUR	EUR	8.0%	4.8%	780	400	3%	60%
Direct Lending	EUR	9%	5.8%	870	500	3%	70%
Structured Credit	USD	11.4%	5.3%	1000	350	1%	50%

Mede op basis van de bovenstaande cijfers berekenen wij korte en lange termijn rendementsverwachtingen. Korte termijn wanbetalingspercentages (*default rates*) kunnen op verschillende manieren worden ingeschat. Waar deze niet direct af te leiden zijn uit bijvoorbeeld risico-opslagen of CDS derivaten, vertrouwen wij op de marktkennis van zowel interne als externe bronnen. Deze zijn per asset class tekstueel toegelicht.

Korte termijn rendementsverwachtingen (12-18 maanden) worden geschat als de som van *carry* (het rendement behaald als gevolg van het aanhouden van de belegging), normalisatie van risico-opslagen naar een scenario-afhankelijke risico-opslag en verwachte verliezen. Voor het berekenen van onze korte termijn rendementsverwachtingen gaan wij uit van een U-vormig herstelscenario. In het specifieke geval van EMD LC houden wij ook rekening met enig rendement als gevolg van normalisatie van valuta.

# Verwachtingen Hoogrentende spectrum

Categorie	Ingeprijsd economisch scenario <sup>1</sup> (12-18 maanden)	Verwacht rendement <sup>1</sup> (12-18 maanden)	Verwacht lange termijn rendement <sup>2</sup>
USD HY	In het geval van een U-vormig herstel, verwachten wij een <i>default rate</i> van rond de 8%; Dit is gebaseerd op cijfers die aangeven dat momenteel 8% van de index op een <i>distressed</i> niveau handelt (>1500bps risico opslag t.o.v. risicovrije obligaties). De Amerikaanse overheid is bovendien niet terughoudend om ook HY bedrijven te steunen wanneer het gaat om bedrijven die als strategisch belangrijk worden gezien. Daarbovenop komt nog het recent ingevoerd beleid van de Fed rondom het kopen van HY ETF's. De enorme monetaire en fiscale stimuluspakketten zullen een dempend effect hebben op de wanbetalingen.	8%	6.5%
EUR HY	Voor Europa verwachten wij bij een U-vormig herstel een <i>default rate</i> van ~5%; gelijk aan het deel van de index dat momenteel handelt op <i>distressed</i> niveau (>1500bps risico opslag t.o.v. risicovrije obligaties). Het verschil in <i>default rate</i> tussen de US en de Eurozone is het gevolg van de samenstelling van de index; De energiesector in de USD HY index is groter dan het gewicht van deze sector in de Europese variant. Bedrijven in de energiesector ondervinden uiteraard veel last van de lage (of zelfs negatieve) olieprijs.	7%	5.5%
EMD HC	De (veelal kleinere) landen in het EMD HC universum worden hard geraakt door het virus en de gedaalde olieprijs. Bovendien hebben deze landen minder fiscale en monetaire mogelijkheden om de impact van het virus te bestrijden. Het hoge aantal steunaanvragen bij het IMF is hier bewijs voor. Voor EMD HC verwachten wij bij een U-vormig herstel een <i>default rate</i> van 5%. Risico opslagen staan momenteel op historisch hoge niveaus en 5% (9 landen) van de index handelt op <i>distressed</i> levels (>1500bps risico opslag t.o.v. risicovrije obligaties).	9%	7.0%
EMD LC	Opkomende landen die schuld papier uitgeven in lokale valuta zagen rentes op deze obligaties korte tijd oplopen. Eind maart waren deze rentes al weer grotendeels teruggekeerd naar het niveau van begin maart. Het effect van de mondiale coronacrisis en de vele renteverlagingen komt echter bovenal tot uiting in de sterk gedaalde lokale valutakoersen. Tevens ondervinden olieproducerende landen in de EMD LC index sterke tegenwind als gevolg van de gedaalde olieprijzen. Wij verwachten in een U-scenario dat, mede dankzij enige verwachte <i>inflow</i> in de beleggingscategorie als gevolg van het herstel in wereldwijde economische activiteit, het niveau van de lokale valuta op korte termijn enigszins zal normaliseren. De opkomende landen zullen zo lang mogelijk monetair willen verruimen om de economie te stimuleren, wat een neerwaartse druk geeft op de waarde van de valuta. Op basis van de impliciete <i>default rate</i> in CDS derivaten verwachten wij 3% wanbetalingen.	8%	4.5%

1737



<sup>1</sup> Per 16 april 2020 geschat in lokale valuta.

<sup>2</sup> Lange termijn rendement verwachtingen in het centraal scenario van KCM (10 jaar, geannualiseerd). Lange termijn hedgekosten (USD naar EUR) worden per 31-3-2020 geschat op -1.2%.

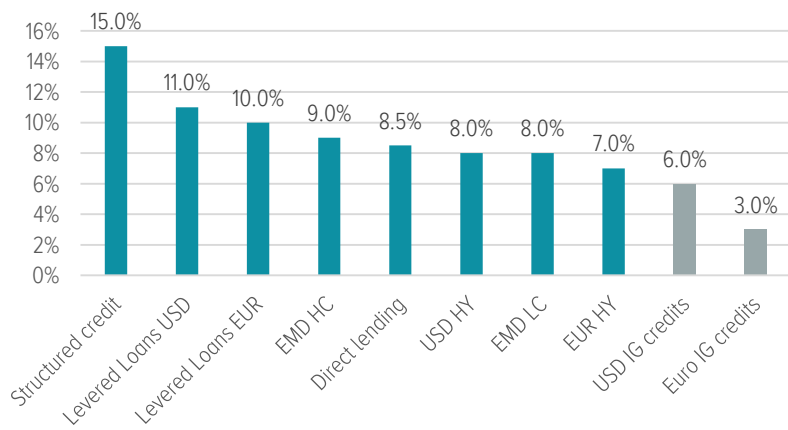
# Verwachtingen Hoogrentende spectrum

Categorie	Ingeprijsd economisch scenario <sup>1</sup> (12-18 maanden)	Verwacht rendement <sup>1</sup> (12-18 maanden)	Verwacht lange termijn rendement <sup>2</sup>
Leveraged loans	In maart droogde de toch al schaarse liquiditeit in de Loan markt grotendeels op. Een positief feit is dat de US Loan markt minder blootstelling heeft naar de energiesector in vergelijking met de US HY markt. Hierdoor wordt de Loan markt, die voor het grootste deel uit US leveraged loans bestaat, in mindere mate geraakt door de lage olieprijs. In tegenstelling tot de credit markt komt slechts een klein gedeelte van de uitgegeven Loans in aanmerking voor directe monetaire steun, al zullen zowel Europese als US loans indirect profiteren van het huidige stimuleringsbeleid van overheden en centrale banken. In het geval van een U-vormig herstel, verwachten wij voor de US en Europa een <i>default rate</i> van 6%.	10% (EUR) 11% (USD)	6.5% (EUR) 7.5% (USD)
Direct lending (Eur)	In het algemeen zien we dat er nog weinig kredietproblemen in de portefeuilles van onze geprefereerde managers lijken te zijn. Dit is uiteraard wel afhankelijk van hoe lang deze crisis nog aanhoudt. Maar ook bij probleemgevallen kan het verlies wellicht beperkt blijven doordat private equity eigenaren bereid zullen zijn om nieuw kapitaal in de onderneming te stoppen. Er liggen momenteel kansen op de primaire markt. Commerciële banken zijn nu minder bereid om leningen te verstrekken doordat andere bedrijven hun bestaande kredietlijnen al voltrekken. Direct lending partijen krijgen nu kansen om nieuwe leningen tegen betere voorwaarden en convenanten aan te gaan. We prefereren hierbij nog steeds Europees boven Amerikaans direct lending.	8.5%	7.5%
Structured credit	De prijsbeweging in maart was aanvankelijk fundamenteel gedreven, ofwel een gevolg van het verslechterende economische klimaat. Technische krachten (gedwongen verkopen door beleggingsfondsen en mortgage REITs) in een illiquide markt hebben daarna echter de overhand genomen, met een stijging van de risico opslag van 630 bps als resultaat. Inmiddels is de markt gestabiliseerd en hebben we sinds eind maart een klein herstel gezien. Wij verwachten dat de technische factoren op korte termijn gedeeltelijk zullen normaliseren (een U vormig herstel scenario) waarbij zo'n 50% van de spread stijging ingelopen kan worden.	15%	9.0%

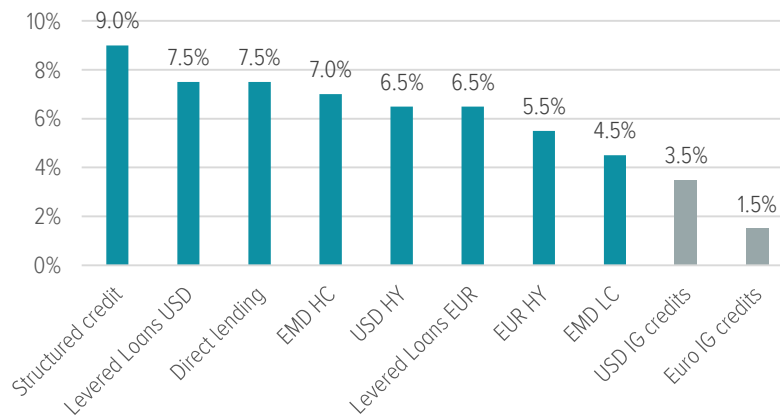


# Conclusies

## Verwacht rendement<sup>1</sup> (12-18 maanden)



## Verwacht lange termijn rendement<sup>2</sup>



Als gevolg van de *fire sale* in maart zijn hoogrentende categorieën aanzienlijk aantrekkelijker geworden. Hierbij moet wel gezegd worden dat een gedeelte van de initiële verliezen reeds zijn goedge maakt in de eerste twee weken van april. Blijvende onzekerheid rondom de economische gevolgen van de coronacrisis zorgt echter nog steeds voor aanzienlijk hogere risicopremies ten opzichte van eind januari 2019. Wanneer een U-vormig herstel optreedt verwachten wij, zowel op korte als lange termijn horizon, een goede risk-return verhouding in vooral de structured credit beleggingscategorie.



<sup>1</sup> Per 16 april 2020 geschat in lokale valuta.

<sup>2</sup> Lange termijn rendementswaarnachtningen in het centraal scenario van KCM (10 jaar, geannualiseerd). Lange termijn hedgekosten (USD naar EUR) worden per 31-3-2020 geschat op -1.2%.

# Appendix: Investment Grade Credit verwachtingen

## Eigenschappen

	Valuta	Huidige yields <sup>1</sup>	Gemiddelde yields <sup>2</sup>	Huidige risico-opslag [bp] <sup>1</sup>	Gemiddelde risico-opslag [bp] <sup>2</sup>	Lange termijn verwachte wanbetalingen <sup>3</sup>	Verwachte <i>recovery rate</i> <sup>3</sup>
Euro IG Credit	EUR	1.4%	1.8%	200	140	0.1%	30%
USD IG Credit	USD	3.0%	1.5%	235	150	0.1%	35%

Categorie	Ingeprijsd economisch scenario <sup>4</sup> (12-18 maanden)	Verwacht rendement <sup>4</sup> (12-18 maanden)	Verwacht lange termijn rendement <sup>5</sup>
Euro IG credit	Parallel aan hoogrentende categorieën liepen risico-opslagen voor hoogwaardige bedrijfsobligaties begin maart sterk op, hoewel niet naar de extreme niveaus van tijdens de financiële crisis van 2008/09. Dat komt mede doordat banken nu beter gekapitaliseerd zijn. De optelsom van overheidssteun en de enorme opkoopprogramma's van de ECB en de Fed zorgde er uiteindelijk voor dat de risico-opslagen aanzienlijk herstelden gedurende de eerste weken van april. Risico-opslagen voor IG obligaties zijn sterker hersteld dan risico-opslagen voor hoogrentende obligaties. Bovendien zien we dat sinds het initiële herstel veel IG bedrijven schuld papier uitgeven om o.a. hun balansen te versterken. In een U-vormig herstel scenario verwachten wij een <i>default rate</i> van 0.1%. Dit is gebaseerd op cijfers die aangeven dat momenteel 0.1% van de index op een <i>distressed</i> niveau handelt (>1500bps risico-opslag t.o.v. risicovrije obligaties).	3%	1.5%
USD IG credit	Een verschil met Euro IG credits is het grote percentage (~50%) BBB-gewaardeerde bedrijven in de index. Dit zorgt voor een hoog risico dat bedrijven uit de index vallen wanneer door de coronacrisis de balans verslechtert; een enkele downgrade betekent dat obligaties als junk worden geclassificeerd. De uitbreiding van het QE programma van de Fed zorgt er echter voor dat ook obligaties van deze ' <i>fallen angels</i> ' kunnen worden opgekocht. In een U-vormig herstel scenario verwachten wij een <i>default rate</i> van 0.1%. Dit is gebaseerd op cijfers die aangeven dat momenteel 0.1% van de index op een <i>distressed</i> niveau handelt (>1500bps risico opslag t.o.v. risicovrije obligaties).	6%	3.5%

<sup>1</sup> Per 16 april 2020

<sup>2</sup> Gemiddelde is berekend over een periode van 10 jaar.

<sup>3</sup> Aannames in ons meest waarschijnlijke (centrale) lange termijn scenario

<sup>4</sup> Per 16 april 2020 geschat in lokale valuta.

<sup>5</sup> Lange termijn rendementsverwachtingen in het centraal scenario van KCM (10 jaar, geannualiseerd). Lange termijn hedgekosten (USD naar EUR) worden per 31-3-2020 geschat op -1.2%.



## Disclaimer

Dit document van Kempen Capital Management N.V. (KCM) wordt u slechts ter informatie aangeboden en biedt onvoldoende informatie om een beleggingsbeslissing te kunnen nemen. De informatie in dit document is niet compleet zonder de mondelinge toelichting gegeven door een medewerker van KCM.

KCM heeft een vergunning als beheerder van diverse ICBE's en ABI's en is bevoegd om beleggingsdiensten te verlenen en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

Uit dit document mag niets worden gebruikt zonder toestemming vooraf van KCM.