

HOGE OLIEPRIJS RAAKT BEDRIJFSOBLIGATIES

De Arabische wereld is in rep en roer en daarmee is de olieprijs weer het gesprek van de dag. Wat betekent een stijgende olieprijs voor beleggers in bedrijfsobligaties?

TEKST: RICHARD KLIJNSTRA (KEMPEN CAPITAL MANAGEMENT)

Grondstoffen zijn duurder geworden en als gevolg daarvan zijn de voedselprijzen hoger. De inwoners van landen in het Midden-Oosten en Afrika waar nu zo veel onrust is, merken dat dagelijks. Verder toenemende onrust in deze landen kan ertoe leiden dat het aanbod van ruwe olie in gevaar komt, met explosief stijgende prijzen als gevolg. Een dergelijk doemscenario roept herinneringen op aan de beginjaren zeventig, toen Nederland noodgedwongen de autolozing zondag invoerde. Zover komt het nu hopelijk niet, maar de verwachting is wel dat de olieprijs doorstijgt als gevolg van een toenemende vraag uit opkomende economieën. Een verdere stijging van de olieprijs naar een niveau van 150 dollar per vat op korte termijn is een risico.

Een explosief oplopende olieprijs door een beperkt aanbod en een groeiende vraag doet de meeste sectoren geen goed. Als belegger in bedrijfsobligaties proberen wij bij de samenstelling van onze portefeuille in te schatten wat de invloed is van hogere olieprijsen op de diverse sectoren.

SCENARIO 2008

De olieprijs is in de afgelopen twee jaar scherp gestegen van een lage prijs van 40 dollar per vat na de val van Lehman Brothers tot boven 110 dollar nu. De vorige keer dat de olieprijs fors steeg en piekte was in de eerste helft van 2008. Die situatie laat zich goed vergelijken met het eventuele sce-

nario van een stijging van de olieprijs naar 150 dollar. De olieprijs nam in het tweede kwartaal van 2008 toe van 100 naar 140 dollar, terwijl de spread van de euro-investmentgrademarkt afnam van 1,71 naar 1,46 procent, of anders gezegd, daalde van 171 naar 146 basispunten.

In bijgaande tabel is te zien hoe de spread zich ontwikkelde per sector ten opzichte van de iBoxx Corporate Index, de benchmark die de performance van bedrijfsobligaties van betere kwaliteit ('investment grade') in beeld brengt. 'Koploper' in deze tabel is de autosector, die niet minder dan 28 basispunten bij deze benchmark achterbleef. Hoge olieprijsen doen autoproducenten

ten geen goed. Een hogere olieprijs werkt als een belasting op de consument. Energie en staal zijn belangrijke grondstoffen voor autobedrijven en vooral de merken met weinig 'pricing power' zien hun marges onder druk komen wanneer olie en in het kielzog daarvan staal duurder worden. Positief effect van de hogere olieprijs is dat er meer vraag komt naar zuinige auto's.

Na de autosector volgt de mediasector, die erg cyclisch is en sterk reageert op veranderingen in het economisch klimaat. De top-3 wordt gecompleteerd door de sector Travel & Leisure, waar vlieg- en cruisevaartmaatschappijen onder vallen. Hogere energieprijzen doen deze sector geen goed, omdat verwacht mag worden dat de reislust bij hogere tarieven afneemt.

AFWIJKING SPREAD VAN IBOXX CORPORATE INDEX

iBoxx Euro Automobiles	28
iBoxx Euro Media	24
iBoxx Euro Travel & Leisure	22
iBoxx Euro Utilities	14
iBoxx Euro Industrial Goods & Services	10
iBoxx Euro Chemicals	7
iBoxx Euro Food & Beverage	5
iBoxx Euro Insurance	5
iBoxx Euro Personal & Household Goods	2
iBoxx Euro Retail	-2
iBoxx Euro Construction	-3
iBoxx Euro Banks	-5
iBoxx Euro Energy	-7
iBoxx Euro Basic Resources	-10
iBoxx Euro Telecommunications	-11

In het tweede kwartaal 2008 nam de spread van bedrijfsobligaties uit de autosector ten opzichte van de benchmark met 28 basispunten toe. Een oplopende spread drukt de prijs van de desbetreffende bedrijfsobligatie. Bedrijfsobligaties in telecom noteerden in het tweede kwartaal 2008 het hoogste rendement.

KOOPKRACHT

Ondernemingen in chemie, constructie, transport en andere industriële bedrijven met een hoog energieverbruik hebben weliswaar last van hogere olieprijsen, maar ze kunnen de kosten vaak doorberekenen aan hun klanten. Wanneer de stijging van de olieprijs explosief is en aanhoudt, zal dat waarschijnlijk niet volledig lukken. Voor nutsbedrijven maakt het uit of ze gereguleerd zijn, omdat ze dan hogere energiekosten mogen doorberekenen. Bedrijven die op nucleaire wijze of op waterkracht elektriciteit opwekken, kunnen profiteren van hogere tarieven, omdat ze minder last hebben van hogere olieprijsen.

De retail kan op dit moment geen hogere grondstofkosten gebrui-