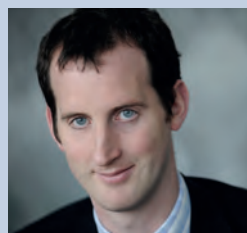


DE VOORUITZICHTEN VOOR FIXED INCOME



Financial Investigator legde een 16-tal vermogensbeheerders een tweetal vragen voor over de vastrentende markten. Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Door Jolanda de Groot



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Voor de komende periode signaleren we dat de bedreigingen op de middellange termijn toenemen. Het grootste risico voor in euro's gednomineerde bedrijfsobligaties is de eventuele afbouw van het monetaire beleid van de ECB. De cruciale vraag is of deze afbouw ordelijk verloopt, want de ECB was in de afgelopen jaren de grootste koper van staats- en bedrijfsobligaties in de markt. Er zal waarschijnlijk meer volatiliteit in de markt komen, maar tegelijkertijd komt er een onderscheid tussen fundamenteel gezonde en ongezonde bedrijven. Daardoor neemt het belang van een gedegen kredietanalyse weer toe. Daaruit kunnen ook weer kansen ontstaan.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

De komende periode concentreren we ons vooral op het behoud van kapitaal. We houden rekening met stijgende rentes en uitlopende creditspreads, aangezien de economische groei weer begint aan te trekken, met name in Europa, en hierdoor de verschillende centrale banken hun balans gaan inkrimpen.

Door het beleid van de ECB, die maandelijks grote hoeveelheden obligaties opkoopt, is de risico-opslag tussen een bedrijf met een slechte kredietwaardigheid en een bedrijf met een goede kredietwaardigheid steeds kleiner geworden. Ook om deze redenen kijken we structureel naar mogelijkheden om de kwaliteit van de portefeuille verder te verbeteren. Daarnaast onderzoeken we hoe we de portefeuille verder kunnen verduurzamen. We zien mogelijkheden in groene obligaties en social impact bonds.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Ten aanzien van credit in het algemeen zijn we voorzichtig geïmponeerd, vanwege de vermindering van monetaire steun later dit jaar. Binnen Investment Grade Credit hebben we over het algemeen een voorkeur voor US Dollar bedrijfsobligaties, vanwege het stevigere fundament van de Amerikaanse economie. Daarentegen blijven we voorzichtig ten aanzien van Europese credits, waar de krappe waarderingen een sterk contrast vormen met de structurele zwakte van de eurozone. We zijn eveneens defensief geïmponeerd ten aanzien van UK Credits, vanwege de lastige Brexit-onderhandelingen en de implicaties daarvan voor het binnenlandse consumentenvertrouwen en de bedrijfsinvesteringen.

High Yield en opkomende markten hebben dit jaar goed gepresteerd, maar er is tegenwind op komst door de terugvallende monetaire steun. Het recente mini-tantrum liet het al zien: beide zijn zeer gevoelig voor stijgende yields op staatspapier en opkomende markten kunnen dubbel geraakt worden wanneer de Amerikaanse dollar opnieuw sterker wordt.

Ten aanzien van staatsobligaties denken we dat structurele factoren ervoor zorgen dat lage yields aanhouden. Dat is inderdaad ons basisscenario, zelfs als het terugtrekken van monetaire steun op korte termijn voor volatiliteit zorgt. Het is interessant te zien dat de yield curves van Amerikaanse staatsobligaties in 2017 minder steil zijn geworden. Een teken dat de Fed de neutrale rentestand bereikt, ook al hebben er nog maar een paar renteverhogingen plaatsgevonden.

Om het eenvoudig te stellen: teneinde de mondiale schuldenberg vol te houden, moeten de yields laag blijven. Het onvermogen van beleidsmakers om de structurele problemen op te lossen, baart echter zorgen. Het staartrisiko dat beleggers het vertrouwen in centrale banken verliezen neemt toe, resulterend in zwakke valuta en mogelijk zelfs veel hogere yields.

Andrew Bosomworth, Managing Director, PIMCO



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Beleggers zullen de komende jaren moeten navigeren op uitdagende kapitaalmarkten. Zij lopen tegen hoge waarderingen op de aandelen-, obligatie- en vastgoedmarkten aan, waardoor markten tegen perfectie zijn geprijsd en er weinig ruimte voor tegenvallers is. We verwachten niet dat er op hele korte termijn een correctie plaatsvindt, maar de wereld-economie staat wel aan de vooravond van een aantal belangrijke kenteringen. Dit geldt voor het monetaire- en begrotingsbeleid, de handel, en niet te vergeten de geopolitieke omstandigheden. Hierdoor groeit de onzekerheid. Wij houden een ommekeer in de krediet-cyclus en zelfs een recessie in de komende drie tot vijf jaar voor waarschijnlijk. En als het zover komt, hebben de politieke beleidsmakers en centrale bankiers maar weinig speelruimte om daarop te reageren. Dus als zich een recessie voordoet, dan kan die pijnlijker uitpakken dan verwacht.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Obligatiemarkten hebben een asymmetrisch risicoprofiel: bij een rente van bijna nul procent is het rendementspotentieel beperkt en zijn verliezen lastig op te vangen. We selecteren daarom primair op kapitaalbehoud. We zijn terughoudend over obligaties en aandelen die sterk profiteerden van het ruime monetaire beleid, zoals obligaties van landen uit de eurozone-periferie en langlopend schuld papier. Wij zien op dit moment interessantere beleggingsmogelijkheden buiten de eurozone. Bijvoorbeeld hypotheekgerelateerde obligaties uit de VS en Denemarken, obligaties en aandelen uit opkomende markten, en in US-dollars uitgegeven 'investment grade' obligaties van ondernemingen met goede vooruitzichten.

Michael Collins, CFA, Managing Director and Senior Portfolio Manager, PGIM Fixed Income



What are the biggest opportunities and threats for Fixed Income investors? Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

Overall, we believe global economic fundamentals and market technicals still present value-adding fixed income opportunities. We look for bonds to outperform cash-based returns over the intermediate-to-long term given steep yield curves and the potential for tighter spreads.

Modest global growth, subdued inflation prospects and aging demographics will likely keep intermediate and longer-term rates low for some time, albeit with bouts of volatility. Given the ongoing 'search for yield', we prefer spread products: US money center banks and select European banks, high yield bonds given low default expectations, and high-quality structured product, including AAA-rated CLOs and CMBS. Hard currency emerging market bonds have also performed well this year, along with select local rate markets. In this sector, we prefer a barbell strategy of shorter-maturity, higher-yielding bonds along with longer-maturity, higher-quality bonds.

Flexibility and active management are particularly important today. Not all fixed income sectors and industries are moving through the credit cycle at the same pace. Commodities have already had a recession, many industrial companies have levered up, old-line retail is weak, but banks remain fundamentally sound.

While it's probably too early to call an end to the long phase of gradual growth and abundant liquidity, risks may grow in the coming months. These include global geopolitical risks as well as the potential synchronized monetary policy 'normalization' by the Federal Reserve and European Central Bank.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Hoewel de rente kunstmatig laag is, zien wij nog geen dreiging van een snel stijgende rente in de kernlanden. Ook nog niet als de ECB haar opkoopprogramma tempert, want schaarste aan Duitse en Nederlandse staatsobligaties houdt deze rente voorlopig laag. Dat beperkt ook een eventuele rentestijging van andersoortige obligaties, die op een bepaald renteverskil handelen ten opzichte van deze kernlanden. Aangezien de inflatiedoelstelling nog bij lange na niet gehaald wordt, zal het depositotarief nog langere tijd laag blijven, hetgeen de korte rente verankert.

Mooie kansen zien wij in perifere staatsobligaties, zoals die van Ierland en Spanje, waar relatief goede rendementen met gunstige fundamentals zijn gecombineerd. Wij zien ook nog voldoende kansen in bedrijfsobligaties. Deze geven extra rendement en profiteren van de cyclische opswing in Europa, terwijl de risico's beperkt blijven door nog conservatieve balansen en gematigde kapitaalinvesteringen. High Yield obligaties en obligaties van opkomende markten bieden nog meer rendement, waar wij de risico's beheersen door de relatief korte looptijden en spreiding via fondsen.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Als oplossing voor de lage rente en geringe renteverschillen hebben wij een goed gediversifieerde all-weather portefeuille samengesteld. Deze is belegd in staatsobligaties van de kern ('anker' voor eventuele crises), perifere staatsobligaties, bedrijfsobligaties, obligaties van opkomende markten en High Yield. Niet-traditionele obligaties geven de portefeuille extra diversificatie tegen een acceptabel resultaat. Voordeel is de flexibiliteit van deze beleggingsstrategieën, waardoor deze een lage en soms negatieve correlatie met andere vastrentende asset classes opleveren.



What are the biggest opportunities and threats for Fixed Income investors? Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

In the current low EUR rate environment we continue to stay away from the EUR aggregate market and look for genuine flexible absolute return investment strategies. One exception to this would be short term floaters.

Within credit we prefer strategies with solid fundamentals and attractive valuations that bear a limited or modest credit risk. Noteworthy are USD investment grade credits hedged to EUR at around 3-5 years maturity. Within the high yield space we continue to favor strategies composed of CDS indices that can capture yield with a limited interest rate exposure. In addition we believe CDS currently look cheap versus high yield cash bonds with an approximate 1% yield pick-up.

On the emerging market front, we believe corporate bonds offer attractive opportunities. Emerging markets are well supported by improving macro and credit fundamentals and have a stable institutional investor base. Moreover, EM corporate bonds in hard currencies have on average a lower duration, which should help limit the impact of rising rates. Finally, valuations remain attractive as they offer higher yields than Developed Market and EM Sovereign bonds of similar credit and interest rate risk.

On the convex front we favour global convertible bonds which tend to respond very appropriately to rising interest rates. Indeed their interest rate sensitivity is minimized by the optional feature. Their sensitivity to equities is also a supporting factor as we remain bullish on most large equity markets. They additionally benefit from attractive valuations in Japan and Europe specifically.

Richard Ford, Head of European Fixed Income, MSIM (Morgan Stanley Investment Management)



What are the biggest opportunities and threats for Fixed Income investors? Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

For many years the expression 'buy bonds, wear diamonds' has reflected the trend to lower yields, higher prices. Today the million dollar question is how long the 'goldilocks' scenario can last (or more simply put: when should one sell and somewhat more challengingly, what to buy?).

If one accepts the ECB policy mix of negative rates coupled with bond purchases is the key support for markets, then the challenge is to judge when policy will change. Policy targets inflation, so what is the likelihood of inflation expectations exceeding 2% in Europe? Market consensus, supported by ECB rhetoric, suggests not in 2017. Hence, the challenge is to stay invested at what appear expensive levels, consistent with city folklore that 'being right too early (and selling) is just as unprofitable as being wrong (and holding to earn the carry)'.

Specific opportunities have changed little from last year: higher yielding, lower quality credits offering excess yield still have some value. Strategies like Buy and Maintain that target illiquidity risk premium to add yield while minimising frictional costs are popular and consistent with current conditions.

Many of the risks to markets are unchanged, known and assumed in the price: national politics, tapering, geo-political tensions, and a reduction in global aggregate demand. Event driven volatility is an opportunity to buy the dip, looking to the ECB policy mix to support markets, while recognising cash balances are high so efficiency of execution is key.

Michael Hasenstab, Chief Investment Officer, Templeton Global Macro – Franklin Templeton Investments



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

We zijn optimistisch over het makro-klimaat in verschillende opkomende markten en zien aantrekkelijke waarderingen op wereldwijde obligatie- en valutamarkten.

In de VS verwachten we nog steeds dat de rentevoeten zullen stijgen. We vinden dat de Fed de rentevoeten in gestaag tempo moet blijven optrekken. We hebben netto negatieve posities in de euro en Japanse yen omdat we toenemende renteversillen verwachten met de VS, aangezien de Fed haar beleid verstrakt terwijl de ECB en BoJ een soepel monetair beleid aanhouden. De shortposities in de euro en yen vertegenwoordigen directionele visies op de valuta, alsook afdekkingen tegen een mogelijk sterke US dollar. De shortpositie in de euro is ook een afdekking tegen eurosceptische politieke risico's en onopgeloste structurele risico's in Europa.

Elders hebben we ons gericht op landen die minder kwetsbaar zijn voor externe factoren en meer profiteren van binnenlandse activiteiten.

In Azië geven we de voorkeur aan landen met een sterke binnenlandse groei die minder blootgesteld zijn aan China, zoals India en Indonesië. In Latijns-Amerika kiezen we voor landen die zich hebben afgekeerd van populistische experimenten die in het verleden mislukten, zoals Brazilië en Argentinië, en nu een meer stabiel beleid volgen in een zakelijk klimaat.

Hoewel de markten op kortere termijn kunnen afwijken van de fundamentals, komen ze op lange termijn wel tot uiting. Dankzij onze vaak tegendraadse standpunten kunnen we beleggingskansen vinden, zeker tijdens volatiele periodes waarin we inspelen op verkeerd geprijsde obligaties.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Het QE-programma is eindig. Vanuit de optiek van de ECB is het namelijk effectief en dat betekent dat het na verloop van tijd niet meer nodig zal zijn. Of dat moment er nu al is, blijft de vraag. De belangrijkste doelstelling van het ECB-beleid is namelijk nog niet bereikt. De inflatie blijft te laag. Daarnaast spelen een complexe Brexit en Italiaanse bank- en politieke problemen. Het lijkt daarom nog vroeg om het ruime monetaire beleid af te bouwen.

Er is wel een andere reden waarom QE eindig zou kunnen zijn. Met de huidige regels van de ECB zou de voorraad opkoopbare obligaties op korte termijn opraken. Dit is een van de grootste bedreigingen voor beleggers in Europese staatobligaties van dit moment. De ECB bouwt het QE-programma af, mogelijk om de verkeerde redenen. De financiële markten kunnen genadeloos zijn op het moment dat centrale banken interventie terugdraaien. Eind juni kregen we daar al een heel klein voorproefje van. Obligaties zijn duurder dan ooit, maar als het programma verkleind wordt of de regels worden aangepast, kan hier een snelle correctie plaatsvinden.

In deze correctie kunnen kansen liggen, bijvoorbeeld wanneer minder Duitsland wordt gekocht, ten gunste van Italië of Frankrijk. Of wanneer obligaties korter dan een jaar gekocht kunnen worden. Op langere termijn zijn er vooral risico's voor beleggers. Als de ECB niet meer koopt, valt er veel vraag weg en zal er een nieuw prijsevenwicht ontstaan.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Spreadcategorieën binnen obligaties bieden op dit moment de beste kansen. Zowel de Amerikaanse economie als die van de eurozone wordt steeds sterker. Hierbij passen hogere obligatierentes en dus lage of negatieve beleggingsresultaten op staatsobligaties. Tegen deze achtergrond vinden we risicovollere obligatiecategorieën aantrekkelijk. Het beleid van de centrale banken kan een bedreiging vormen, vooral een plotselinge koerswijziging. Bijvoorbeeld te sterk verkrappende centrale banken naar aanleiding van fors oplopende inflatie. Anderzijds kunnen tegenvallende economische ontwikkelingen leiden tot voortgezet ruim (of zelfs nog ruimer) monetair beleid - met oplopende risicopremies tot gevolg.

Waar en hoe moet je op dit moment in fixed income beleggen?

Bedrijfsobligaties zijn de 'place to be'. Binnen de categorie investment grade vinden we mortgage bonds interessant. De steeds beter draaiende economie en verder aantrekkende huizenmarkten in de VS en Europa bieden ruimte voor lagere risicopremies bij hypotheekobligaties. Bovendien is bij een deel van deze obligaties de rente variabel. Ook high-yieldobligaties vinden we nog steeds aantrekkelijk. De gunstige economische ontwikkeling zal het aantal faillissementen naar verwachting laag houden. Met emerging market debt zijn we inmiddels iets voorzichtiger. Hogere obligatierentes en een wat sterkere dollar kunnen leiden tot iets hogere risicopremies en ook tot zwakkere valuta's van opkomende markten. Actief beheerde beleggingsfondsen zijn geschikte instrumenten om voldoende spreiding te kunnen aanbrengen in deze categorieën. Individuele staatsobligaties met een lage duration en inflation-linked obligaties zijn een goede aanvulling om het risico binnen obligaties te beperken.

James McAlevey CFA, Senior Portfolio Manager, Aviva Investors



What are the biggest opportunities and threats for Fixed Income investors? Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

With the unprecedented monetary policy experiment of recent years slowly drawing to a close, bonds seem to be entering a challenging period. Although central banks will be in no rush to remove this stimulus, we expect government bonds are in for an especially tough time since that is the asset class they have predominantly bought.

However, while rising government bond yields will continue to exert an influence on other asset prices, there are reasons to believe corporate bonds could hold up reasonably well. Supply looks set to shrink as the financial engineering of recent years begins to unwind. Meanwhile, faster economic growth should boost profits, in turn leading to a general strengthening of balance sheets and reduced default rates.

Subordinated (less highly rated) debt issued by banks whose balance sheets are in a healthy state is among our favourite investments as we believe the prospective returns on offer to be relatively attractive. We also like emerging market debt denominated in local currencies, with prices still not having fully recovered from the dramatic sell-off which followed the so-called taper tantrum of 2013.

With the actions of central banks having lulled investors into erroneously believing that volatility will remain depressed forever, we also like trades that stand to profit from a pick-up in volatility.

Given that attractive opportunities are relatively scarce at present, we see merit in selecting funds which have the ability to take both 'long' and 'short' positions, and to profit from an anticipated pick-up in volatility by holding 'derivative' instruments.

Erick Muller, Head of Investment Strategy, Muzinich & Co



What are the biggest opportunities and threats for fixed income investors?

The search for income will remain a main objective for investors. With expensive valuations in equities markets, no material US fiscal stimulus and the slow but inevitable decline in global liquidity, Fixed Income will keep its safer status versus more volatile and uncertain assets such as Equities, Commodities or foreign exchange. The investors' focus may shift from capital appreciation to capital preservation with income generation. The US High Yield market provides an interesting caution against any risk of rising interest rates next year. Emerging markets are economically performing well and private debt is stabilizing (except China). On the risk side, the geopolitical situation is becoming 'unpredictable' which may shock strategic asset allocation decisions and may create 'liquidity gaps' in the most risky assets.

Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

Liquidity premium is not overvalued yet and we find value, for those who can give up liquidity, into Private Debt or Loans markets. These asset classes would form the anchor of an Income oriented portfolio. We recommend combining these investments with a very flexible liquid fixed income portfolio to shape the total portfolio risk profile according to market conditions and global liquidity. We find little value in government bonds of Investment grade corporate bonds at these levels of yield, leverage and spreads. We like the gradualist approach chosen by the central banks and have overweighted corporate emerging market debt when possible and US High Yield.



What are the biggest opportunities and threats for Fixed Income investors? Where and how to invest in Fixed Income at this moment?

The good news for Fixed Income investors as we head into the remainder of 2017 is the dearth of clouds on the macroeconomic horizon. Global economic growth continues, albeit modestly by long-term standards, and the biggest question mark concerns whether faster developed-market growth is coming due to greater capital investment and rising business optimism or whether slower growth lies ahead due to the deflationary effects of technology and lower-cost imports.

That faster-or-slower question is nagging at central bankers as they try to shift monetary policy away from their extremely accommodative activities of the post-crisis period. For Fixed Income investors, therefore, the challenges and risks of the next several months will lie in navigating markets that are anticipating and responding to the action, or inaction, of central banks. While most people are focused on US policy, we believe there is more significant risk in what course the European Central Bank chooses.

Currently, finding meaningful opportunities in the Fixed Income marketplace is difficult because valuations are high. Rather than assuming greater risk for very little extra return, we are recommending that investors take prudent positions within, rather than across, the Fixed Income spectrum. We see opportunities in certain specific emerging markets where the fundamental outlook is improving and where policies are in place that support Fixed Income returns. We also see developed market opportunities in strategies such as bank loans and in niches where there are still opportunities to harvest market mispricings. The illiquidity premium in small-cap direct lending is an example of such mispricing.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

We verkeren in een 'goldilocks' scenario, waarin de economische omstandigheden precies goed zijn: de groei is sterk en evenredig en de inflatie is beperkt maar niet deflatoir. Tegen deze achtergrond zijn de centrale banken voorzichtig en houden ze per saldo vast aan een soepel monetair beleid. Dit accommoderende beleid biedt volgens ons de beste kansen voor obligatiebeleggers.

We richten ons op de segmenten die profiteren van zowel de sterke groei als de vraag van beleggers die - bij overvloedige liquiditeit en lage rentes - op zoek zijn naar rendement. We zijn vooral positief over Europese banken, die hun kapitaalbuffers blijven versterken. De ratio's kernvermogen/vreemd vermogen en geleend vermogen/eigen vermogen liggen duidelijk boven de minimumvereisten. We zijn daarom bereid om lager in de kapitaalstructuur te beleggen voor extra rendement - al blijft de effectenselectie hierbij cruciaal en richten we ons op hoogwaardige banken.

Een van de grootste risico's voor obligatiebeleggers is dat de groei en de inflatie de verwachtingen overtreffen. We verwachten niet dat de centrale banken hun balansen voor eind 2018 zullen gaan inkrimpen, maar een forse verbetering van het macro-economische klimaat zou leiden tot een erg sterke beleidsverkrapping om oververhitting van de economieën te voorkomen.

Aangezien de toekomst onzeker blijft en de obligatiemarkten afhankelijk zijn van de beleidsrichting van centrale banken, pleiten we voor een flexibele aanpak - om risico's te vermijden en in te spelen op de meest aantrekkelijke kansen, waar ook ter wereld.

Hendrik Tuch, Head of Rates and Money Markets, Aegon Asset Management



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Centrale banken hebben wereldwijd in de afgelopen jaren de financiële markten gedomineerd met hun lage rentetarieven en opkoopprogramma's. Dit beleid heeft voor stabiliteit gezorgd, maar tegelijkertijd beleggers gedwongen om meer beleggingsrisico's te nemen, met name in hun obligatieportefeuilles. Markttrentes en spreads zijn gedaald tot historisch lage niveaus, de kans op negatieve rendementen op obligaties is dan ook groot. Een snelle verkrapping van het monetaire beleid kan ook aandelenbeurzen schaden, maar wij verwachten dat centrale banken slechts geleidelijk hun beleid aanpassen.

Wij zien nog goede kansen in minder liquide beleggingen, zoals hypotheekleningen en consumentleningen. Deze bieden een aanzienlijke spread en zullen bij een stijging van de marktrente een beduidend hogere performance laten zien ten opzichte van liquide obligaties.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Wij bereiden onze portefeuilles voor op een normalisering van het rentebeleid van centrale banken. Vooral actieve posities, zoals een onderweging qua rentegevoeligheid en het inspelen op een versteiling van de rentecurve, zullen een bijdrage leveren aan het relatieve rendement. Ook verlagen wij de weging van bedrijfsobligaties: de historisch lage spreads bieden weinig compensatie voor risico van toenemende volatiliteit op de financiële markten. Wij leggen in onze portefeuilles de nadruk op een actief beleggingsbeleid. De economische cyclus en het beleid van centrale banken zijn daarbij belangrijke factoren.

Raymond Verstraelen, Manager Rates Team, Achmea Investment Management



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Op dit moment vormen de hoge waarderingen voor 'spread'-producten de grootste bedreiging voor de fixed income-markten. Een voorbeeld hiervan is high yield. De hoge waarderingen hangen nauw samen met de extreem lage vergoeding op veilig staatsobligatiepapier en de extreem lage volatiliteit binnen de financiële markten. Hierdoor zijn veel beleggers op zoek gegaan naar extra rendement. Het is nu echter wel oppassen: krijgen beleggers nog wel voldoende extra rendement voor het risico dat ze nemen? De US Fed geeft aan door te gaan met het normaliseren van het beleid. Ook het ECB-beleid lijkt aan de vooravond van een ommekeer te staan. Daarnaast zijn er een hoop geopolitieke ontwikkelingen, zoals Brexit en Noord Korea, om er twee te noemen. Genoeg ingrediënten dus voor een correctie van de 'spread'-markten.

Ondanks de risico's kunnen waarderingen natuurlijk nog wat verder oplopen. Hiervoor is dan wel continuering van de relatief sterke economische groei nodig, zonder dat inflatie de pan uit rijst. Dat laatste lijkt wel te lukken. De vraagtekens liggen meer bij de economische groei. Zo is bijvoorbeeld de werkgelegenheid in de toonaangevende economieën al sterk. Nu we wat later in de economische cyclus zijn gekomen, is het de vraag of we het huidige groeitempo kunnen volhouden. Samenvattend zou een langetermijnbelegger op dit moment niet te agressief naar yield moeten zoeken. Een correctie in de komende maanden lijkt onvermijdelijk en biedt kansen op betere instapniveaus.

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Op dit moment verkeren we in een 'goldilocks'-scenario waarin de economische omstandigheden precies goed zijn: de groei is sterk en evenredig en de inflatie is beperkt maar niet deflatoir. Tegen deze achtergrond zijn de centrale banken voorzichtig en houden ze vast aan een soepel monetair beleid.

Mooie kansen worden gesignaleerd in perifere staatsobligaties, zoals die van Ierland en Spanje, waar relatief goede rendementen worden gecombineerd met gunstige fundamentals. Goede kansen zijn ook te vinden in minder liquide beleggingen, zoals hypotheekleningen en consumentleningen. Deze bieden een aanzienlijke spread en zullen bij een stijging van de marktrente een beduidend hogere performance laten zien ten opzichte van liquide obligaties.

De Fed geeft aan door te gaan met het normaliseren van het beleid. Het ECB-beleid lijkt aan de vooravond van een ommekeer te staan. Het QE-programma is eindig maar het lijkt nog te vroeg om het ruime monetair beleid al af te bouwen. De belangrijkste doelstelling van het ECB-beleid is namelijk nog niet bereikt. De inflatie blijft te laag. Daarnaast spelen een complexe Brexit en Italiaanse bank- en politieke problemen.

Er is wel een andere reden waarom QE eindig zou kunnen zijn. Met de huidige regels van de ECB zou de voorraad opkoopbare obligaties op korte termijn opraken. Dit is een van de grootste bedreigingen voor beleggers in Europese staatsobligaties en in euro's gedenomineerde bedrijfsobligaties op dit moment. Een ander groot risico voor obligatiebeleggers wordt gevormd door de hoge waarderingen van 'spread'-producten. Een voorbeeld hiervan is High Yield. De hoge waarderingen hangen nauw samen met de extreem lage vergoeding op veilig staatsobligatiepapier en de bijzonder lage volatiliteit binnen de financiële markten. Hierdoor zijn veel beleggers op zoek gegaan naar extra rendement. Het is nu echter wel oppassen: krijgen beleggers nog wel voldoende extra rendement voor het risico dat ze nemen?

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Interessante beleggingsmogelijkheden worden op dit moment gezien buiten de eurozone. Bijvoorbeeld in hypotheekgerelateerde obligaties uit de VS en Denemarken, bedrijfsobligaties uit opkomende markten gedenomineerd in lokale valuta waarvan de prijzen nog niet volledig zijn hersteld van de dramatische sell-off die volgde op de zogenaamde taper-tantrum van 2013. Denk ook aan in US-dollars uitgegeven 'investment grade' obligaties van ondernemingen met goede vooruitzichten.

Een andere interessante categorie betreft sub-ordinated debt uitgegeven door banken met een gezonde balans. Niet-traditionele obligaties geven de beleggingsportefeuille extra diversificatie tegen een acceptabel resultaat. Het voordeel van deze laatste categorie is de flexibiliteit, waardoor deze een lage en soms negatieve correlatie met andere vastrentende asset classes oplevert.

Individuele staatsobligaties met een lage duration en inflation-linked bonds zijn een goede aanvulling om het risico binnen obligaties te beperken.

