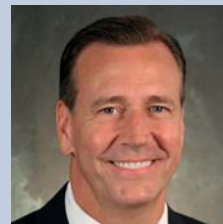
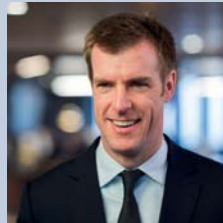
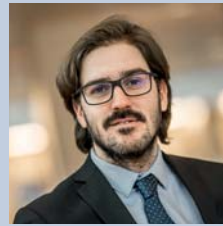
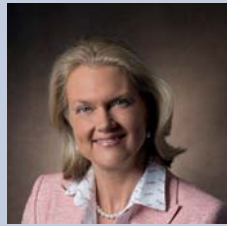


# DE VOORUITZICHTEN VOOR FIXED INCOME



Door Jolanda de Groot

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?



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> De economie ligt nog steeds op koers, maar politieke gebeurtenissen zorgen ervoor dat markten bij tijd en wijle hun kalmte verliezen. De strategie van centrale banken voor het normaliseren van de rente is helder. Het pad dat de Fed wil volgen, is nu bijna volledig ingeprijsd en vormt steeds minder een bedreiging voor obligatiemarkten. Rentes in de Verenigde Staten hebben daarom bijna hun piek voor deze economische cyclus bereikt. Dat levert in Amerika kansen op om geleidelijk aan hun posities in staatsobligaties weer op te bouwen. Op dat punt staan we in Europa nog lang niet. De ECB zal naar onze mening pas in december 2019 haar rente verhogen. Ook aan het lange eind van de curve ligt de grootste rentestijging nog vóór ons. Een traject van stijgende rentes is altijd lastig voor obligatiemarkten.

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

Ik beantwoord deze vraag even vanuit het Europese perspectief, omdat de meeste van onze klanten hier belegd zijn. Na de financiële crisis hebben beleggers veelal hun belang in staatsobligaties van de Europese kernlanden drastisch teruggeschroefd. Zelfs het aanhouden van liquiditeiten was bij de negatieve rentes van die obligaties een beter alternatief. De bulk van de obligatieportefeuille is opgeschoven naar bedrijfsobligaties. Nu de economische groei zich in een volwassener fase bevindt, en de ECB geleidelijk gaat stoppen met het aankopen van bedrijfsobligaties adviseren wij om de portefeuille nog meer te spreiden naar segmenten met andere risicokenmerken. Wij zijn in dat opzicht positief over het toevoegen van inflatiegerelateerde obligaties en Amerikaanse MBS voor extra veiligheid en Global High Yield en obligaties van opkomende landen voor extra rendement. Die laatste zijn te hard afgestraft.



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Voor obligatiebeleggers ligt de grootste bedreiging momenteel in de risicovollere spreadproducten. Dat zijn vooral landen en bedrijven die relatief veel schuld hebben uitstaan.

De afgelopen jaren voeren de centrale banken een verruimend beleid. Daardoor is de risico-opslag op veel obligaties afgenomen, terwijl de gemiddelde rating, en dus kwaliteit, is verslechterd. Nu de beleidsrente in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk verhoogd wordt en de ECB het opkoopprogramma afbouwt, neemt het risico toe dat deze spreadproducten relatief minder waard worden. Daarnaast is de economische groei al over zijn hoogtepunt heen en lijkt hij zelfs verder te gaan dalen door toenemende politieke spanningen en de handelsoorlog. Voorzichtigheid met spreadproducten is dan ook geboden.

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

Gezien bovenstaande risico's en omdat het renteververschil met veilige obligaties nog relatief laag is, is een defensieve positionering gewenst. Obligaties van landen en bedrijven waar de komende jaren veel schuld geherfinancierd moet worden, lopen het grootste risico. Deze moeten onderwogen worden. Daarnaast zijn de veiligere obligaties de laatste jaren juist verkocht in de zoektocht naar hogere rendementen en dus binnen veel beleggingsportefeuilles onderwogen. Een mooie 'wake-up call' was de marktreactie in Italiaanse en Duitse obligaties van april/mei. Ondanks de huidige lage kapitaalmarktrente zullen obligaties van veiligere landen en bedrijven met weinig schuld gaan profiteren van de toenemende risico's in de markt.

Jesús Martínez, Portfolio Manager Rates and Money Markets, Aegon Asset Management



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Data over de economische groei en het vertrouwen blijven positief. Centrale banken kunnen dan ook overwegen om het huidige buitengewone monetaire beleid aan te passen. Dit zou betekenen dat er minder interventie is op de markten, waardoor een bepaalde mate van volatiliteit kan terugkeren. Dit element geeft een belangrijke kans weer in de positionering van actieve obligatieportefeuilles: de markt kan een onderscheid gaan maken tussen verschillende typen risico's. Aan de andere kant kunnen de onverwachte consequenties van opkomende geopolitieke risico's, zoals Brexit, de handelsoorlog of negatieve ontwikkelingen in Italië, een grotere impact hebben op markten dan verwacht.

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

In tijden waarin risico's kunstmatig gedempt worden door het effect van buitengewone maatregelen door de centrale banken, zijn diversificatie en een actieve aanpak op de financiële markten aan te bevelen. Tactisch beleid kan hierbij het rendement op de portefeuille verhogen, evenals het toevoegen van illiquide beleggingen met een robuust kredietprofiel.

Wij verwachten niet dat het nog zin heeft om de rentegevoeligheid van de vastrentende waarden beleggingen op dit moment te verhogen. De kans op een (significante) rentestijging neemt toe in de komende kwartalen. Onze focus ligt dan ook op instrumenten met een hogere yield en een relatief lage duration, bijvoorbeeld door toevoeging van ABS-obligaties aan de portefeuille.

James McAlevey, Head of Rates & 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?

> As markets adjust to the end of extreme policy stimulus, volatility is likely to be higher than in recent quarters. In the adjustment phase, strategies that combine long and short positions may cut investors' reliance on the trajectory of the market and dampen volatility.

Meanwhile, US growth is running well above trend and inflation is ahead of target, so we expect the Federal Reserve will continue raising rates to the end of 2019. This has important implications for term premia and the value of the dollar, and suggests opportunities around curve steepening.

While the Fed is tightening, Australia has rates at a record low; creating significant yield differentials. We are combining long rates and short currency positions, along with protection on Australian banks, which are heavily exposed to the housing market.

Emerging markets have benefitted from cheap money, but as central banks remove liquidity, weaknesses are being revealed. Although we are cautious on those reliant on US dollar funding, there are still attractive risk reward trade-offs in local currency debt, so we have been adding exposure selectively.

Of course, ultra-low interest rates have influenced borrower behaviour, altering judgements about what 'normal' is and the scale of debt servicing obligations. As rates rise, the vulnerability of these groups may become apparent. Highly leveraged US corporates, peripheral G10 property markets and overly-indebted governments should not be ignored.



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Terwijl het opkoopprogramma van de ECB de laatste jaren dominant is geweest in de prijsvorming van obligaties, zal de zogenaamde ‘tapering’ de toevoer van liquiditeit beperken en zullen obligatieprijzen minder beïnvloed worden door de verstoorde verhouding tussen vraag en aanbod. De focus op fundamentals zal hierbij toenemen en events kunnen zorgen voor een toename in de volatiliteit van rente en obligatieprijzen, hetgeen we in Italië al zien. De spread (het rentevershil) op meer risicovolle obligaties krijgt hierbij ruimte om wat op te lopen, wat ook kansen biedt. Tegelijkertijd geldt voor kernlanden in Europa dat het begrotingstekort vrijwel verdwenen is en schaarste van obligaties aan blijft houden door de verminderde behoefte aan herfinanciering.

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

Langlopende core Europese staatsobligaties vinden we op het moment onaantrekkelijk omdat deze nog relatief duur zijn: de combinatie van een kortlopende obligatie met een lange renteswap biedt momenteel hogere rendementen voor core Europese staatsobligaties, behalve Frankrijk, en is minder gevoelig voor een stijging van spreads. We zien risicopremies in bedrijfsobligaties en covered bonds wel enigszins terugkeren, wat kansen biedt: de spread op bedrijfsobligaties, de iTraxx index, steeg bijvoorbeeld al van 43bps naar 75bps in de eerste helft van het jaar en maakt deze categorie dus interessanter. Wel is, door de groeiende focus op fundamentals in de prijsvorming van obligaties en daarbij horende volatiliteit, voorzichtigheid geboden bij het (extra) alloceren naar kredietrisico.



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

> ‘Er zijn geen goede of slechte beleggingen, alleen goede of slechte waarderingen’ is een wijsheid die onder beleggers van generatie op generatie is overgedragen. Nu de credit spreads zijn uitgelopen zonder dat er aanzienlijke stijgingen van risicovrije rentes hebben plaatsgevonden, dienen we onszelf drie vragen te stellen:

- 1) Gaan de default rates binnenkort omhoog, waarschijnlijk vanwege een economische recessie? (In dat geval is de kwaliteit van de belegging van belang);
- 2) Zijn de uitgelopen credit spreads tijdelijk of bieden deze een kans?
- 3) Blijven de risicovrije rentes schommelen rond de huidige historisch lage niveaus?

Ons uitgangspunt is dat de wereldwijde economie ondersteund zal blijven door een ruim monetair beleid en Amerikaanse fiscale stimuleringsmaatregelen. Hoewel beleidsfouten van politici of centrale bankiers een risico vormen, verwachten we geen recessie. Om deze reden bieden beleggingen in credits kansen.

Zijn de oorzaken van het uitlopen van de credit spreads blijvend? We zien de zwakte van de Europese economie als tijdelijk. De impact van idiosyncratische gebeurtenissen, zoals politieke onrust in Italië en handelsoorlog onderhandelingen, zal in de loop van de tijd afnemen. We denken dat de technische factoren meer in balans zullen komen. Historisch gezien bevinden waarderingen zich momenteel, bij uitblijven van een recessie, op aantrekkelijke niveaus. Credits bieden dus wel degelijk kansen.

Het niveau van de Europese risicovrije rente blijft een risico. Het einde van het opkoopprogramma zal een test zijn voor de vraag naar obligaties. Door de lage inflatie en het soepele monetaire beleid blijft de omvang van elke rentestijging waarschijnlijk beperkt. Onze conclusie: beleg in credits en dek risico's met betrekking tot langerlopende risicovrije rentes af.

Nathan Levy, Investment Manager, ING Investment Office



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Spreadcategorieën binnen obligaties bieden momenteel de beste kansen. Vooral in de VS groeit de economie sterk en neemt de inflatiedruk toe. In de eurozone is de groei wat afgezwakt, maar leidt het afbouwen van het obligatie-opkoopprogramma van de ECB naar verwachting tot hogere rentes. We verwachten daarom lage of negatieve beleggingsresultaten op staatsobligaties en vinden risicovollere obligatiecategorieën aantrekkelijker. Een risico is een plotselinge koerswijziging van de centrale banken, bijvoorbeeld bij sterk oplopende inflatie. Anderzijds kunnen tegenvallende economische ontwikkelingen leiden tot voortgezet ruim (of zelfs ruimer) monetair beleid - met oplopende risicopremies tot gevolg.

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

Investment grade bedrijfsobligaties hebben onze voorkeur. Hierbinnen vinden we ABS-obligaties, waaronder mortgage bonds, interessant. Verder aantrekkende arbeids- en huizenmarkten in de VS en Europa bieden ruimte voor lagere risicopremies bij hypotheekobligaties. Bovendien is bij een deel de rente variabel. Over high yield-obligaties zijn we minder enthousiast; op dit punt in de economische cyclus weegt de lage extra rentevergoeding niet op tegen het extra risico. Naarmate de cyclus vordert en rentes oplopen, neemt het faillissementsrisico toe. Positiever zijn we over emerging market debt. Door hogere rentes op Amerikaanse staatsobligaties en de sterkere dollar zijn risicopremies opgelopen en valuta's van opkomende markten verzwakt. We vinden de daling van EMD, zowel in harde als lokale valuta's, overdreven. Verder beleggen we in individuele staatsobligaties met een lage duration, aangevuld met inflation-linked obligaties om de negatieve effecten van een rentestijging te beperken.

Ben Bennett, Head of Credit Strategy, LGIM



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Ondanks robuuste economische groei en sterke bedrijfscijfers, bevindt de markt voor bedrijfsobligaties zich al sinds januari in een dalende trend. De drijvende kracht hierachter is kwantitatieve verkrapping door centrale banken, die zorgt voor minder beschikbare liquiditeit. In 2017 kon door kwantitatieve verruiming nog \$300 miljard 'extra' belegd worden; nu is er \$700 miljard nodig om alleen al de netto-uitgifte van overheidsobligaties in 2018 te compenseren.

Lange tijd was het omgekeerde het geval: beleggers in staatsobligaties werden als het ware gedwongen om te beleggen in papier met een hoger rendement. Renteverhogingen door de Fed hebben ook de rente op kortlopend Amerikaans schuld papier opgedreven. Dit zorgt voor extra druk op de wereldwijde carry-trade, waarbij beleggers dollars lenen om te beleggen in hoger renderende schuldtitels, met name in opkomende markten. Die hebben dan ook duidelijk geleden onder de hogere Amerikaanse rente.

Negatieve gebeurtenissen en de daarmee gepaard gaande krantenkoppen werden veelal genegeerd toen centrale banken de markten ondersteunden. Nu hebben ze wel een negatief effect. Structurele kwesties, zoals buitensporige wereldwijde schulden, zwakke productiviteit en politiek populisme steken de kop weer op.

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

Dus, wat nu? Voor beleggers in vastrentende waarden is het belangrijk voldoende cash klaar te hebben staan, om te kunnen instappen na een mogelijke sell-off. In opkomende landen zijn er nu al aantrekkelijke rendementen te vinden. Wij zijn nu nog voorzichtig, aangezien centrale banken hun beleid zullen blijven verkrappen totdat ze bewijs zien van een vertraging in de economie. Op dat moment zullen de waarderingen van bedrijfsobligaties waarschijnlijk nog aantrekkelijker zijn.



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

> De economie verkeert nog steeds in uitstekende vorm: de groei ligt wereldwijd boven de trend, de arbeidsmarkten blijven robuust en de inflatie laat tekenen van leven zien. Tegen deze achtergrond ontdekken wij de beste kansen op de obligatiemarkten door 'de groei te volgen', wat ons leidt naar sectoren als Europese high yield-obligaties en kortlopende gesecuritiseerde leningen in de Verenigde Staten. Europese bedrijven in het high yield-segment kenmerken zich door een afnemend schuldprofiel. Met lage wanbetalingsniveaus en een minimaal recessierisico op korte termijn, verwachten wij dat de spreads krappere kunnen worden. Verder biedt gesecuritiseerd krediet (zoals pakketjes van autoleningen en creditcardvorderingen) toegang tot de zeer sterke Amerikaanse consument. Ook biedt dit een variabele rentestructuur, wat betekent dat beleggers kunnen profiteren van stijgende rentetarieven.

Hoewel we positief zijn over de mondiale groei, is het grootste risico voor deze visie de potentiële escalatie van de heersende handelsspanningen. We verwachten niet dat dit zal gebeuren, want een complete handelsoorlog is voor geen enkele economie goed, maar het is een risico om te monitoren. Belangrijk is dat beleggers onderscheid maken tussen aangekondigde en doorgevoerde handelstarieven en handelstarieven die slechts zijn voorgesteld.

Vastrentende waarden blijven een belangrijk onderdeel van een evenwichtige portefeuille en bieden inkomsten, diversificatie en gereduceerde volatiliteit in vergelijking met andere beleggingscategorieën. Nu de verschillen op de wereldwijde markten steeds groter worden, met een aanhoudend klimaat van lage rentes in Europa, terwijl de Verenigde Staten juist te maken hebben met de risico's van stijgende rentes, is het absoluut noodzakelijk om selectief te zijn. Beleggers moeten een flexibele, benchmark-agnostische benadering van beleggen hanteren om te profiteren van kansen op de totale wereldwijde, gevarieerde obligatiemarkt.



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Hoewel de ECB haar opkoopprogramma eind van dit jaar uitfaseert, worden de lossingen herbelegd en zal de depositorente tot medio volgend jaar negatief blijven. Dit verankert de korte rente en geholpen door de schaarste aan Duitse en Nederlandse staatsobligaties, zal dit de verwachte stijging van de kapitaalmarktrente beperken. Dat beperkt ook een eventuele rentestijging van andersoortige obligaties, die op een bepaald renteverval handelen ten opzichte van deze kernlanden.

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 in de eurozone. Deze geven extra rendement (zij het beperkt) en profiteren van het economisch herstel, terwijl de risico's beperkt blijven door relatief hoge bedrijfswinsten, 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 renteverval hebben wij goed gediversifieerde 'all-weather' portefeuilles samengesteld. Behalve in staatsobligaties van de kern ('anker' voor eventuele crises), wordt belegd in perifere staatsobligaties, bedrijfsobligaties, hypotheek gerelateerde obligaties, High Yield en obligaties van opkomende markten.

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.

Hans Copini, Director Fixed Income, MN



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> De Amerikaanse centrale bank is sinds drie jaar de korte rente aan het verhogen van 0,25% tot momenteel 2% en er worden nog een aantal verhogingen verwacht. De ECB heeft aangekondigd haar opkoopprogramma aan het eind van het jaar af te bouwen, maar gaf wel aan tot na de zomer van 2019 te wachten met renteverhogingen. Door deze aanpassingen in het monetaire beleid zou je verwachten dat lange rentetarieven gaan oplopen. Dit is echter nog niet of slechts in beperkte mate het geval. De 10-jaars Duitse rente schommelt al lange tijd tussen 0,25% en 0,50% en de Amerikaanse rente is slechts beperkt gestegen tot 2,85%. Een van de redenen is dat de markt niet gelooft dat de inflatie echt gaat oplopen, in ieder geval niet in Europa. De bedreiging voor de obligatiemarkten is dat de inflatie harder stijgt dan nu verdisconteerd wordt, bijvoorbeeld door forse loonstijgingen.

De kansen doen zich voor bij gebeurtenissen die we liever niet zien, zoals een eurocrisis veroorzaakt door Italië, een toename van de handelsoorlog of een harde en ongecontroleerde Brexit. Beleggers zullen dan in obligaties van veilige landen gaan vluchten hetgeen de rente naar nieuwe dieptepunten zal leiden met koerswinsten als gevolg.

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

Emerging Markets-obligaties kunnen een aantrekkelijke belegging zijn. Een paar specifieke landen bepalen de headlines met negatief nieuws, maar de rentevergoeding is 7% en veel landen staan er gewoon goed voor. De belangrijkste vereisten zijn: een lange beleggingshorizon en stalen zenuwen!

Kam Tugnait, High Yield Portfolio Manager, Intermediate Capital Group



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Met een aantrekkende economische groei in de VS en Europa blijven fundamentele factoren stabiel en wanbetalingen laag. De Fed heeft aangegeven de rente stapsgewijs te verhogen en andere centrale banken, inclusief de ECB, volgen dit beleid voorzichtig door aan te geven dat ze het monetaire beleid minder ruim zullen maken. Deze trendverandering in het wereldwijde ruime geldbeleid geeft een onzekere periode voor veel traditionele obligatiebeleggers, die de afgelopen jaren konden profiteren van sterk positieve rendementen vanwege de lange duration.

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

Wij geven de voorkeur aan senior secured loans; deze bedrijfsschuld instrumenten zitten veelal hoger in de kapitaal structuur dan 'unsecured' obligaties en geven beleggers daardoor meer bescherming in geval van faillissement. Ze hebben dit ook historisch laten zien met hogere 'recovery rates'. Daarnaast geeft de variabele rente van senior secured loans een voordeel als de rente omhooggaat, waar instrumenten met een vaste rente een negatief prijseffect laten zien. In de vaste rente omgeving hebben we een voorkeur voor 'single B' bedrijfsschuld. Hoogrentende obligaties zijn minder gevoelig voor rentestijgingen dan 'investment grade' obligaties, en recente volatiliteit in de credit markten geeft een hogere dispersie in dit deel van de credit markt. Deze omgeving geeft bottom-up managers de kans om outperformance te genereren, helemaal als de benchmark niet nauwgezet gevolgd hoeft te worden.



### What are the biggest opportunities and threats for fixed income investors? Where and how to invest in fixed income at this moment?

> The narrative of synchronized global economic growth—among both developed and developing countries—has given way to a more volatile environment with magnified tail risks. Moreover, the heightened risk of policy mistakes may act to undermine the confidence that supported increased consumer and investment spending over the past couple of years. Against this backdrop, fixed income investors may be well-served to maintain or increase duration and pare credit risk. U.S. interest rates, in particular, stand out as being high relative to most other developed market rates. Other yield curves, like in Europe, may be too steep, pricing in more ECB rate hikes than are likely.

Within credit, non-financial corporate credit risk should be closely monitored; we believe much of the ‘alpha’ in the corporate credit sectors is likely to be derived from avoiding losers, rather than picking winners, over the next few years. The combination of modest credit spreads, heightened leverage, idiosyncratic risk, and potentially tighter financial conditions may pressure this sector. On the other hand, there is attractive value, coupled with defensive characteristics, in the senior debt of banks and in the highest quality tranches of certain asset-backed securities (for instance CLOs, CMBS). Attractive opportunities have also arisen in certain emerging market countries and sectors.

Flexible, active management is particularly important today. Navigating the tail risks and capitalizing on oversold opportunities should continue to benefit global fixed income investors.



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

> Over the cyclical horizon we expect a more synchronized deceleration of global growth as global financial conditions have tightened and the U.S. fiscal stimulus starts to fade. While it is difficult to call a market turning point, at this late stage of the cyclical expansion investors need to be aware of complacency as valuations are relatively tight, and a small amount of news or change in the direction of data can generate an outsized level of volatility.

Against this back drop bond investors may be concerned about the risk of higher rates as well as wider spreads, more than ever we would caution against a passive allocation to fixed income as increased volatility and the potential of higher rates and wider spreads could mean passive investors bear the brunt of a market re-adjustment.

On the flipside as yields have adjusted higher an active high quality global fixed income approach can generate a potential carry of around 5,0% (US\$ based investor) and over 2,0% for a Euro based investor, while still maintaining some interest rate risk to diversify against risk assets like equities. Within fixed income we are focused on the 5-7 year portion of the US yield curve which provides attractive carry versus the risk, furthermore in the event of a turn in markets these bonds are likely to outperform. Within fixed income spread sectors, we continue to underweight generic corporate credit and instead focus on a range of short-dated bend-but-don't-break positions in credit. We continue to see non-agency mortgages as a high conviction spread position based upon our positive view on the U.S. housing market. We also see agency mortgage-backed securities as reasonably priced and a good source of carry.



Steven Oh, Global Head of Fixed Income, PineBridge Investments



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

> Veel beleggers hebben een voorkeur voor passief beleggen en hanteren vaste gewichten tussen de diverse beleggingscategorieën.

Door middel van een actief selectiebeleid binnen credits en dynamischer beleid tussen diverse credit strategieën kunnen beleggers echter meer rendement genereren bij een lager risico. Een actieve multi-asset credit (MAC)-strategie kan beleggers aanzienlijk helpen om hun weg te vinden in dit marktklimaat. Passieve creditbeleggers kunnen in het nadeel zijn, omdat zij beperkt zijn door het kopiëren van een index waarin de belegger een vaste allocatie hanteert, terwijl MAC-beleggers beter in staat zijn om sneller in te spelen op de relatieve aantrekkelijkheid en samenhang tussen de diverse credit categorieën. Dit betekent in principe ook dat partijen die dit integraal dynamisch beheren minder snel beleggingskansen mislopen dan beleggers die voor elke soort credit een andere vermogensbeheerder gebruiken met een vaste allocatie.

Door een proces op te zetten dat binnen een kredietcyclus sneller in staat is te heralloceren tussen hogere en lagere senioriteit in de kapitaalstructuur, heeft een MAC- belegger het voordeel om sneller te profiteren van de veranderende risicoverhouding tussen creditspread en kredietrisico. MAC-strategieën omvatten meestal het hele spectrum van bedrijfsleningen, zoals Investment Grade, High Yield, bankleningen en CLO's (collateralized loan debt obligations) en Emerging Market Credits.

MAC maakt het mogelijk om op consistente wijze relatief over- en ondergewaardeerde effecten te identificeren en daarna te verhandelen. Een dynamische MAC-benadering biedt een credit belegger goede rendementsmogelijkheden bij doorgaans een gelijk, of zelfs lager risico.

Han Dieperink, Chief Investment Officer, Rabobank



### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> De grootste bedreiging en tegelijkertijd de grootste kans voor obligatiebeleggers is inflatie. Door inflatie wordt de waarde van de obligatie uitgehold. Nominaal krijgt de belegger aan het eind van de looptijd zijn geld terug, maar reëel is het geld aangetast door inflatie. Hoe hoger de inflatie, hoe meer centrale bankiers de rente willen verhogen. Het geld dat vastzit in obligaties kan dan niet profiteren van hogere rentes op nieuwe leningen. Tegelijkertijd vormen oplopende inflatieverwachtingen ook een kans, omdat de rente dan stijgt. Nu staat de rente op een historisch laag niveau. Wie voor de lange termijn in obligaties moet of wil beleggen, heeft baat bij een zo snel mogelijk stijgende rente. Vrijvallende obligatiegelden kunnen dan immers profiteren van die hogere rente.

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

De lage rente heeft ervoor gezorgd dat zo'n beetje alle obligatiecategorieën erg duur zijn geworden. De vergoeding voor het kredietrisico is daardoor over het algemeen onvoldoende. Een uitzondering is emerging market debt, waar de volledige Fed-verkrappingscyclus is verdisconteerd. Opvallend genoeg zijn ook inflatiegebonden obligaties relatief aantrekkelijk, evenals achtergesteld papier van financiële instellingen. Negatieve rentes in de eurozone in combinatie met de steile rentecurve maken het aantrekkelijk om lang te gaan zitten. In de Verenigde Staten is de curve juist vlak en stijgen de uurlonen, waardoor de belegger onvoldoende wordt vergoed voor het hogere inflatierisico bij langer lopende leningen. Wereldwijd zijn Amerikaanse staatsobligaties relatief aantrekkelijk.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Op dit moment lijkt de economie redelijk op koers te liggen in de VS en Europa en blijven fundamentele factoren redelijk stabiel en wanbetalingen laag. Toch ligt het gevaar op de loer dat de economische groei al over zijn hoogtepunt heen is en zelfs verder kan gaan dalen door toenemende spanningen en een handelsoorlog. Voorzichtigheid is geboden!

De Fed heeft aangegeven de rente stapsgewijs te verhogen en andere centrale banken, inclusief de ECB, volgen dit beleid voorzichtig door aan te kondigen dat ze het monetaire beleid minder ruim zullen maken. De ECB heeft aangekondigd het opkoopprogramma aan het eind van dit jaar af te gaan bouwen. De verwachting is dat de ECB de rente pas eind 2019 zal gaan verhogen.

Kwantitatieve verkrapping door centrale banken betekent minder interventie op de markten waardoor een bepaalde mate van volatiliteit kan terugkeren. De spread, het renteverskil op meer risicovolle obligaties, krijgt hierbij de ruimte om wat op te lopen hetgeen ook kansen biedt. Beleggen in producten met een variabele rentestructuur biedt ook interessante kansen omdat beleggers kunnen profiteren van stijgende rentetarieven. Mogelijke bedreigingen voor obligatiebeleggers zijn de onverwachte consequenties van opkomende geopolitieke risico's zoals Brexit, een handelsoorlog of negatieve ontwikkelingen in Italië. Een plotselinge koerswijziging van de centrale banken, bijvoorbeeld bij sterk oplopende inflatie, of bij beleidsfouten van politici, zouden mogelijk ook een risico kunnen inhouden.

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

Op basis van het huidige scenario en vanwege het geringe renteverskil tussen risicovollere obligaties en zogenaamd veilige staatsobligaties, is een defensieve positionering verstandig waarbij diversificatie cruciaal is. Obligaties van landen en bedrijven waar de komende jaren veel schuld geherfinancierd moet worden, lopen het grootste risico. Obligaties van veiligere landen en bedrijven met weinig schuld gaan profiteren van de toenemende risico's in de markt.

Interessante beleggingsmogelijkheden zijn te vinden in Emerging Market Debt, waar de volledige Fed-verkrappingscyclus is verdisconteerd. In hypotheek gerelateerde obligaties zijn goede mogelijkheden te vinden vanwege de verder aantrekkende arbeids- en huizenmarkt in de VS en Europa die ruimte bieden voor lagere risicopremies bij hypotheekobligaties. High Yield-obligaties en gesecuritiseerd krediet, zoals pakketjes van autoleningen en creditcardvorderingen bieden ook aantrekkelijke mogelijkheden.

De kans op een renteverhoging neemt in de komende periode toe. Instrumenten met een hogere yield en een relatief lage duration, bijvoorbeeld ABS-obligaties (CLO's en CMBS), zijn dan interessant, net als inflation linked bonds. Wereldwijd zijn Amerikaanse staatsobligaties relatief aantrekkelijk. Verder kan het voor beleggers in vastrentende waarden goed zijn om voldoende cash klaar te hebben staan om te kunnen instappen na een mogelijke sell-off.

