

# Is het tijd om mogelijkheden op de obligatiemarkt te overwegen?

Jim Leaviss, Chief Investment Officer, Public Fixed Income

September 2022

## Kernpunten

- Beleggers maken zich steeds meer zorgen over het risico van een wereldwijde economische recessie, waarbij de onzekerheid over de gasvoorziening waarschijnlijk gevolgen zal hebben voor de economische activiteit in Europa.
- Er zijn signalen dat de Amerikaanse inflatie haar hoogtepunt heeft bereikt, maar wij denken dat veel van de krachten beginnen af te nemen die de inflatie jarenlang laag hielden, zoals de globalisering.
- Na forse dalingen dit jaar zijn er volgens ons langetermijnkansen in de vastrentende sector voor flexibele en gediversifieerde beleggers.

De waarde van de activa van een fonds kan dalen en stijgen. Dat betekent dat de waarde van uw belegging zowel kan dalen als stijgen en dat u mogelijk minder terugkrijgt dan het oorspronkelijk door u belegde bedrag. Bij alle vermelde behaalde resultaten geldt dat in het verleden behaalde resultaten geen garantie bieden voor toekomstige resultaten.

## Stijgende temperaturen en prijzen

Europa heeft dit jaar een aanhoudend droge, hete, storende en onvoorspelbare zomer beleefd. De toch al zeer hoge inflatie blijft een grote zorg. De 'levensonderhoud'-crisis is verontrustend, zowel voor werknemers (meer arbeidsconflicten), consumenten en bedrijven.

Overheden proberen iets aan deze situatie te doen door een combinatie van fiscaal beleid, prijsplafonds, pleidooien voor rantsoenering en energiehandelsovereenkomsten met buurlanden (zo kan Frankrijk gas aan Duitsland leveren, terwijl Duitsland elektriciteit aan Frankrijk kan aanbieden). In het Verenigd Koninkrijk is gesproken over het bevriezen van de prijsstijgingen van energierekeningen en het terugdraaien van bepaalde belastingverhogingen; de energierekeningen stijgen van gemiddeld GBP 1.971 tot een plafond van ongeveer GBP 2.500 in oktober. Het aftoppen van de energieprijzen tot een niveau dat als relatief betaalbaar wordt beschouwd, was de eerste maatregel die de nieuwe premier Liz Truss aankondigde, maar er is gewaarschuwd dat zelfs dan veel gezinnen in grote moeilijkheden zullen raken. Intussen heeft Duitsland een pakket aangekondigd van € 65 miljard aan belastingvoordelen en steun voor de meest kwetsbare burgers.

Vooruitblikkend naar de herfst zijn er allerlei bekende gebeurtenissen die tot marktvolatiliteit kunnen leiden. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de rente recentelijk met 75 basispunten verhoogd en zei dat er in de komende maanden meer verhogingen zouden volgen, terwijl de Federal Reserve (Fed) de rente naar verwachting later in de maand opnieuw zal verhogen. Aan het eind van de maand worden er in Italië vervroegde verkiezingen gehouden, waarbij de extreemrechtse partij Fratelli d'Italia volgens de prognoses zou kunnen gaan winnen. Ondertussen houdt de bezorgdheid over de levering van Russisch gas waarschijnlijk aan en gaat de oorlog in Oekraïne door zonder iets wat op een snelle oplossing wijst.

In de Verenigde Staten is duidelijk gecommuniceerd dat het programma voor kwantitatieve verkrapping wordt aangescherpt, wat in theorie al in de prijzen tot uiting zou moeten komen. Elders houden de spanningen in Taiwan aan en wordt bijzondere aandacht besteed aan het strenge COVID-19-beleid van China en de vastgoedmarkt, waar kopers hebben geweigerd hypotheek te betalen voor woningen die niet klaar zijn en waar de prijzen flink zijn gedaald.

## Verschuiving van inflatie naar recessie

Dit jaar is ongetwijfeld een pittig jaar voor de vastrentende markten, bij een aanhoudend hoge inflatie en steeds havikachtiger retoriek van de centrale banken overall ter wereld. Bovendien zijn de zorgen en onzekerheden op de markt deze zomer nog gegroeid. Dit heeft geleid tot een flinke sell-off in de hele activaklasse; eerder dit jaar liep de 10-jaarsrente op Amerikaanse staatsobligaties op tot 3,5% tegen circa 1,5% begin 2022.

Deze bewegingen zien we breed terug in andere markten voor staatsobligaties van ontwikkelde markten, waarbij zowel de ECB als de Bank of England zijn begonnen met hun eigen renteverhogingscycli ter bestrijding van de stijgende inflatie. Begin september bereikte de yield op een 10-jaars Britse staatsobligatie 3%, het hoogste niveau sinds 2014.

De afgelopen maanden heeft er echter een verschuiving in het inflatienarratief plaatsgevonden, en de markten richten zich nu meer op het risico van een wereldwijde recessie. De yieldcurve van Amerikaanse staatsobligaties is sterk omgekeerd, wat betekent dat de obligatiemarkten door de huidige renteverhogingscyclus heen beginnen te kijken en de kans inrijzen dat de Fed in 2023 de rente verlaagt ter compensatie van de afnemende groei.

Europa loopt waarschijnlijk het grootste risico op een economische vertraging, gezien de onzekerheid over de gasvoorziening die veel impact kan hebben, in het bijzonder op de Duitse groei.

Gezien de bijna dubbelcijferige inflatie in Europa denken wij echter dat de ECB de rente voorlopig moet blijven verhogen om haar geloofwaardigheid te behouden. Het is in dit stadium alleen nog niet duidelijk hoe ver de inflatie moet dalen voordat de centrale bank bereid is het beleid weer te versoepelen. Intussen worden er wellicht andere maatregelen getroffen om de Europese groei te stimuleren, zoals hernieuwde fiscale stimuleringsmaatregelen.

In het Verenigd Koninkrijk zien we een zeer hoge inflatie in combinatie met een sterk afkoelende groei. De Bank of England lijkt ook iets minder streng in de leer dan haar tegenhangers, zelfs de ECB. Bovendien blijft het pond sterling zakken; de munt beleefde onlangs de sterkste maandelijkse daling ten opzichte van de Amerikaanse dollar sinds het brexitreferendum in 2016. Dit zorgt voor verdere druk op de kosten, aangezien import een groot deel van de Britse economie vormt. Om die redenen kan de inflatie in het Verenigd Koninkrijk langer hoger blijven dan in andere landen. Wat betreft de vooruitzichten voor het pond sterling en Britse activa in het algemeen blijven we voorzichtig.

## Welke kant gaat het op met de inflatie?

Hoewel er nog veel onzekerheid is, zijn er tekenen dat de Amerikaanse inflatie haar hoogtepunt heeft bereikt en in de rest van het jaar zou kunnen afnemen. De toeleveringsketens worden geleidelijk weer normaal, terwijl ook een aantal grondstoffenprijzen, zoals van koper en olie, zijn gezakt. Aan de vraagzijde zou de economische groei moeten gaan afkoelen door de hogere rentes en de fiscale verkrapping, wat de inflatie weer onder druk zou moeten zetten. Gezien de sterke basiseffecten denken we dat de Amerikaanse inflatie volgend jaar wel eens onder de 4% zou kunnen zakken, hoewel er duidelijk veel dynamische factoren zijn die dit traject heel snel kunnen wijzigen.

We geloven echter dat het voor de Fed na 2023 moeilijker zal worden dan voorheen om de inflatie onder de 2% te houden. Veel van de factoren die de inflatie jarenlang zo laag gehouden hebben, zouden namelijk in kracht kunnen gaan afnemen. In de toekomst zal met name de factor 'globalisering' een minder grote rol gaan spelen, zoals blijkt uit zaken als de onshoring van toeleveringsketens en het vaker opleggen van importheffingen en andere beperkende handelsmaatregelen.

Een omgeving van geleidelijk dalende inflatie en vertragende groei zou gunstig kunnen zijn voor de wereldwijde obligatiemarkten. We zijn het jaar begonnen met een aanzienlijke onderweging van de duration en hebben daarom in de loop van 2022 geleidelijk duration aan onze portefeuilles toegevoegd. Op dit moment gaat onze voorkeur uit naar een meer neutrale durationpositie.

## Kansen in krediet en elders

Ook de kredietmarkten zijn in 2022 onder druk komen te staan, waarbij het havikachtige standpunt van de Fed opnieuw een belangrijke oorzaak was van de verslechtering van het sentiment. De rente op Amerikaanse investment-grade bedrijfsobligaties is nu hoger dan op het hoogtepunt van de COVID-crisis. Het belangrijkste verschil dit keer is dat de rentestijging vooral is veroorzaakt door een hoger risicovrij tarief, terwijl de kredietspreads zelf betrekkelijk goed hebben standgehouden.

Momenteel lijken de kredietmarkten een achteruitgang in te prijzen, maar geen uitgesproken recessie. We denken dus dat het nu een goed moment is om wat kredietrisico toe te voegen, hoewel we zeer selectief blijven. We behouden onze focus op defensievere bedrijven van hogere kwaliteit die beter stand zouden moeten houden bij een meer recessionair scenario.

Het andere positieve aspect is onze verwachting dat het aantal wanbetalingen in de meeste delen van de markt laag zal blijven, omdat veel bedrijven de kans hebben aangegrepen om hun schuld voor meerdere jaren te herfinancieren. Al met al denken we dat beleggers goed worden gecompenseerd voor het nemen van kredietrisico in het high-yield segment. Op sommige gebieden blijven we echter op onze hoede, zoals bij high-yield ondernemingen met een CCC-rating, die volgens ons een veel grotere kans op wanbetaling hebben. Ook zijn er volgens ons een aantal sectoren die onder druk kunnen komen te staan, vooral retailers en Europese vastgoedbedrijven.

Een ander gebied dat er in onze ogen zeer aantrekkelijk uitziet, is schuld papier van opkomende markten. Deze activaklasse heeft dit jaar aanzienlijke drawdowns beleefd, met nu zeer hoge rendementen. Ondanks de aanhoudende kracht van de Amerikaanse dollar en de wereldwijde economische tegenwind denken we dat er nu een paar zeer aantrekkelijk geprijsde marktsegmenten worden aangeboden. De performance in regio's zoals Latijns-Amerika is bijvoorbeeld redelijk gevrijwaard gebleven van de gevolgen van de oorlog in Oekraïne en blijven veel landen daar profiteren van de hoge grondstoffenprijzen.

## Kan de rally van de Amerikaanse dollar aanhouden?

De Amerikaanse dollar was de uitbinker van 2022 en de munt steeg sterk ten opzichte van bijna alle belangrijke valuta. Deze outperformance is te danken aan het feit dat de dollar als 'veilige haven' wordt gezien en aan de aantrekkelijke renteversillen met andere landen, zoals de eurozone en Japan. Als de Fed er echter in slaagt een zachte landing te realiseren (d.w.z. de rente verhogen zonder een grote economische neergang te veroorzaken), zou de Amerikaanse dollar volgens ons vanaf dit punt kunnen verzwakken. Als we daarentegen een harde landing en een sterkere economische vertraging gaan zien, zal de dollar waarschijnlijk nog verder stijgen. Aan de andere kant van de schaal heeft de Japanse yen de afgelopen jaren zeer slecht gepresteerd. Opnieuw was het renteversil hierbij een belangrijke factor, omdat de Bank of Japan de rente op nul hield.

## Vastrentende beleggingen in de nieuwe omgeving

Nu de inflatie nog altijd erg hoog is, lijkt het alsof beleggers steeds minder mogelijkheden hebben om hun geld te parkeren. Omdat we dit jaar echter al aanzienlijke marktdalingen achter de rug hebben, zijn er volgens ons voldoende langetermijnkansen voor beleggers in vastrentende waarden.

Hoewel veel obligatiebeleggers die een te grote blootstelling aan duration hebben vermeden tijdens de sell-off dit jaar tot dusver op relatieve basis zijn beloofd, is het volgens ons nu tijd om een aantal van die posities terug te draaien. De basiseffecten zouden moeten betekenen dat de bekende jaarlijkse inflatiecijfers in de loop van 2023 gaan dalen. Dit zou goed nieuws moeten zijn voor de obligatiemarkten, vooral omdat de cyclus van rentestijgingen in de Verenigde Staten volgens ons nu bijna volledig is ingeprijsd.

Toch zal de inflatie de rest van het jaar waarschijnlijk het belangrijkste thema blijven dat de markten aanstuurt. We gaan daarom een aantal rekenmodellen zorgvuldig beoordelen om te peilen welke richting de inflatie in 2023 zal inslaan. De komende maanden krijgen de markten ook te maken met diverse belangrijke politieke gebeurtenissen, zoals de tussentijdse verkiezingen in de VS, terwijl de situatie in Oekraïne en de gevolgen daarvan voor de Europese gasvoorziening een belangrijk aandachtspunt zullen blijven.

In een onzeker klimaat is het belangrijk om een flexibele, dynamische aanpak te hanteren. Voor vastrentende waarden betekent dit de mogelijkheid om de duration, het kredietrisico en de valutablootstelling aan te passen in reactie op een snel veranderende macrosituatie. Wij benadrukken dat het belangrijk is om te kunnen beleggen in een breed scala aan vastrentende activa. Naast de meer traditionele staats- en bedrijfsobligaties blijven we ook belegd in instrumenten die beter gepositioneerd zouden moeten zijn voor een meer inflatoire omgeving, zoals aan de inflatie gekoppelde obligaties en uitgiftes met vlottende rente.