

Obligaties zijn weer een stabiele en renderende portefeuille-bouwsteen

Obligaties zijn hard op weg om na de renteschok van 2022 hun vaste plaats in de beleggingsportefeuille te heroveren. Chris Iggo, Chief Investment Officer Core Investments bij AXA Investment Managers (onderdeel van BNP Paribas) vertelt waar de kansen liggen en door welke factoren de obligatieopmars in een stroomversnelling zou kunnen komen.

Door Michiel Pekelharing

Na de heftige stijging van de rente drie jaar geleden zijn veel beleggers nog huiverig om vol in vastrentende waarden te stappen. In hoeverre hebben investeerders een realistisch beeld van de rol die obligaties in hun portefeuille kunnen spelen?

‘Ik denk dat we langzaam weer in een normaal obligatieklimaat terechtkomen. De ‘rate reset’ van drie jaar geleden was heftig. Veel obligaties met een langere looptijd hebben de verliezen nog niet volledig goedgemaakt. Daardoor leeft er nog steeds een soort negatieve herinnering, alsof obligaties per definitie risicovol zijn. Maar dat beeld klopt niet meer. De obligatierendementen liggen nu op een niveau dat we in meer dan tien jaar niet gezien hebben, terwijl de kans op een

nieuwe renteschok klein is. In Europa heeft de ECB de rente al meerdere keren verlaagd en de markt verwacht dat de beleidsrente in de Verenigde Staten nog dit jaar verder daalt. Zelfs in het Verenigd Koninkrijk kan de Bank of England binnen zes maanden ruimte zien om te versoepelen. Dat alles maakt de rentecurves steiler en de reële rendementen aantrekkelijker. We zien nu de fase waarin beleggers weer beseffen dat obligaties een stabiele, inkomsten genererende bouwsteen vormen in de portefeuille.’

Dus obligaties gaan hun status als veilige haven terugwinnen?

‘Dat herstel is duidelijk zichtbaar. Wij zien stevige instromen in onze obligatiefondsen, vooral in strategieën met een korte looptijd. Beleggers willen rendement, maar zonder het renterisico van obligaties met een langere looptijd. Producten met een gemiddelde looptijd van twee tot drie jaar zijn enorm populair. Die leveren een mooie ‘carry’ op en daarbovenop komt een beetje koerswinst, doordat centrale banken de rente verlagen. Over de hele linie presteert de obligatiemarkt weer in lijn met historische gemiddelden. Wat nog ontbreekt, is de ultieme test van een flinke aandelencorrectie. Zolang die uitblijft, weten we niet of obligaties weer het krachtige diversificatiemiddel zijn dat ze ooit waren. Maar ik verwacht dat bij de volgende aandelen-sell-off de kapitaalstroom richting obligaties enorm zal zijn.’

Het 60/40-portefeuillemodel dat jarenlang als gouden standaard gold in de beleggingswereld werd door verschillende strategen doodverklaard na de rente-omslag. Is dat misschien wat voorbarig?

‘Zeker. Het 60/40-model is terug van weggeweest. Wij hebben simulaties uitgevoerd van wat een gespreide portefeuille over twintig tot dertig jaar oplevert als je periodiek herbalanceert. Dat komt nog altijd neer op rond de 10% per jaar. De ‘rate reset’ heeft dit plaatje tijdelijk verstoord. Inmiddels ligt de rente weer op een gezonder niveau, waardoor de balans tussen risico en rendement is hersteld. Obligaties dragen weer structureel bij aan totaalrendement én risicospreiding.

Eerlijk gezegd maak ik me nu meer zorgen over de 60% die beleggers in aandelen houden. Dat geldt helemaal voor aandelen

‘De combinatie van een aantrekkelijke carry en beperkte durationrisico’s maakt de korte looptijd momenteel de ‘sweet spot.’

‘Het grote risico is dat de Federal Reserve onder politieke druk de rente te snel verlaagt, vooral als Donald Trump weer invloed krijgt op het beleid.’

in de Verenigde Staten, waar waarderingen hoog zijn en de markt extreem afhankelijk is van een handvol technologieaandelen. Een aandelen-correctie zou voor obligatiebeleggers ironisch genoeg goed nieuws zijn, omdat dit de aantrekkelijkheid van fixed income verder zou vergroten.’

Waar komt het huidige obligatierendement precies vandaan? En welke segmenten springen eruit?

‘Het grootste deel van het totale rendement is inkomen uit de coupon in plaats van uit koersstijgingen. Dat is precies zoals obligaties bedoeld zijn. De beste prestaties zagen we bij high yield-leningen en schuld-papier uit opkomende markten, simpelweg omdat het aanvangsrendement daar hoog lag. Maar ook kortlopende investment grade-obligaties en inflatie-gelinkte obligaties deden het goed. De korte kant van de yieldcurve heeft de lange duidelijk overtroffen, mede doordat beleggers sceptisch zijn over de houdbaarheid van de staatsfinanciën op de langere termijn.

De combinatie van een aantrekkelijke carry en beperkte durationrisico's maakt de korte looptijd momenteel de 'sweet spot'. Tegelijkertijd zijn kredietspreads wel erg smal geworden. Beleggers krijgen weinig extra vergoeding voor het risico dat ze lopen met bedrijfsobligaties, terwijl de totale schuldenlast van ondernemingen toeneemt. Dat maakt me wat voorzichtiger. Er is een punt waarop krediet en aandelen te duur worden in verhouding tot hun risico. Wij richten ons daarom op kwaliteit. Dat zijn investment grade-obligaties van bedrijven met robuuste balansen en voorspelbare kasstromen.’



CV

Chris Iggo

Chris Iggo is Chief Investment Officer voor Core Investments en voorzitter van het AXA IM Investment Institute bij AXA Investment Managers (onderdeel van de BNP Paribas-groep). In zijn functie brengt Iggo de inzichten van de teams Research, Quant Lab en Responsible Investment samen ten behoeve van alle portefeuillebeheerders in alle asset classes. Voordat hij bij AXA IM in dienst trad, was hij vijf jaar lang Hoofd Strategie bij Cazenove Fund Management. Daarvoor werkte hij vier jaar bij Barclays Capital. Iggo heeft zowel een MSc als een BSc in Economie van de Universiteit van Londen.

De politiek lijkt een steeds grotere rol te spelen in de obligatiemarkt. Hoeveel zorgen moeten we ons maken over het begrotingsbeleid en de oplopende schuldniveaus?

‘Veel. De duration-premie in staats-obligaties wordt tegenwoordig meer bepaald door politiek dan door inflatieverwachtingen. In Frankrijk bijvoorbeeld kan de regering nauwelijks nog coalities vormen om een budget goed te keuren, wat tot hogere spreads leidt. In het VK wacht men in november op een nieuwe begroting. De kans is groot dat belastingen dan toch omhoog moeten, ondanks eerdere beloftes. En in de VS is het begrotingsbeleid ronduit los-geslagen. Beleggers zien dat en eisen een hogere rente als compensatie. Dat verklaart waarom de spreads tussen landen groter worden. We zullen vaker ‘mini-Truss-momenten’ zien, waarin markten plotseling het vertrouwen verliezen, zoals drie jaar geleden gebeurde in het VK toen premier Liz Truss een heel krakkemikkige begroting indiende. Eigenlijk gebeurt dat nu al een beetje in Frankrijk. De rentes liggen daar hoger dan in Italië of Spanje. Vijf jaar geleden was dat echt ondenkbaar. Politici weten intussen dat de obligatiemarkt niet te negeren valt. De nieuwe premier van Japan zei zelfs expliciet: ‘Ik ben geen Liz Truss’. Dat zegt alles over hoe gevoelig regeringen zijn geworden voor de reactie van beleggers.’

Zijn staatsobligaties dan nog aantrekkelijk? Of moeten beleggers hun heil zoeken in bedrijfsobligaties?

‘Eigenlijk allebei, maar dat antwoord moet ik wel wat nuanceren. Ondernemingen met een hoge kredietwaardigheid staan er financieel vaak beter voor dan overheden. Een spread van honderd basispunten boven staatsleningen is nog steeds aantrekkelijk, zeker als je dat rendement over meerdere jaren kunt herbeleggen. Maar voor high yield- of sterk geleveragede obligaties is het een ander verhaal. Daar is de vergoeding voor het risico beperkt. Kijk naar de recente problemen in de markt voor leveraged loans. De complexe, weinig transparante structuren daar doen me denken aan de periode vóór de financiële crisis. Die hoek van de markt kan nog voor onrust zorgen. Onze voorkeur ligt daarom bij kortlopende, goed gestructureerde bedrijfsobligaties. Aan de overheidskant zien we vooral waarde in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, waar 10 jaars-rentes rond hun faire waarde liggen van ongeveer 4% à 5%. Dat komt overeen met de nominale bbp-groei. Duitse Bunds zijn nog wat duur vanwege hun ‘safe-haven’-status. Frankrijk en het VK hebben juist iets hogere rentes dan gerechtvaardigd, vanwege negatieve sentimenten rond hun begrotingen. In onze portefeuilles blijven we iets korter in looptijd gepositioneerd om het risico van verdere rentestijgingen te beperken.’

Ondertussen is de Bank of Japan begonnen met het verhogen van de rente. Is een verandering in de carry trade iets waar obligatiebeleggers en andere investeerders zich zorgen over moeten maken?

‘Japan is een speciaal geval. Het land kan al decennia een hoge staatsschuld dragen omdat er een enorme binnenlandse spaarbasis is. Pensioenfondsen en verzekeraars kopen het grootste deel van de staatsleningen zelf. Omdat vergrijzing de vraag naar langlopende obligaties verkleint, verandert dat wel. Die verandering gaat echter heel langzaam. De Bank of Japan probeert voorzichtig te normaliseren, maar loopt het risico te hard te reageren op een tijdelijke inflatiepiek. Mocht de Japanse rente structureel stijgen, dan zou dat buiten-

‘Negatieve rentes? Die komen niet meer terug. Dat beleid heeft het vertrouwen in spaargeld en prijsmechanismen uitgehold. Die fout maakt niemand nog eens.’

landse markten kunnen raken. In dat scenario zouden Japanse beleggers minder in Amerikaanse of Europese staatsleningen beleggen, wat daar tot hogere rentes leidt. Ook de yen zou dan appreciëren. Voorlopig is dat nog niet het geval, maar het is een belangrijk aandachtspunt voor 2026. Wat vaak wordt overschat, is de rol van particuliere Japanse beleggers in wereldwijde kapitaalstromen. Hun buitenlandse obligatie-aankopen volgen vooral de activiteiten van Japanse verzekeraars in die landen, niet speculatieve geldstromen. Dus ja, Japan is relevant, maar vormt geen directe bedreiging.’

Als u vooruitkijkt naar 2026, waar liggen de grootste kansen en risico's voor obligatiebeleggers?

‘Op korte termijn draait alles om de carry, oftewel het inkomen uit obligaties. Dat blijft aantrekkelijk in kortlopende high yield- en investment grade-obligaties. Naarmate de Amerikaanse renteverlagingen dichterbij komen, komt er ook een moment waarop langere looptijden interessant worden. Voorlopig is een Amerikaanse 10 jaars-Treasury met 4,2% rente nog niet spannend genoeg, maar richting 5% verandert dat. Het grote risico is dat de Federal Reserve onder politieke druk de rente te snel verlaagt, vooral als Donald Trump weer invloed krijgt op het beleid. Te lage rentes kunnen inflatie opnieuw aanwakkeren. En dan is de volgende cyclus van verkrapping snel een feit. Daarom zijn we enthousiast over de inflatie-gelinkte obligaties als bescherming. In Europa speelt bovendien dat China via lagere exportprijzen deflatie exporteert. Dat drukt de Europese inflatie en kan de ECB dwingen nog verder te versoepelen, tot misschien een depositorente van 1%. Maar negatieve rentes? Die komen niet meer terug. Dat beleid heeft het vertrouwen in spaargeld en prijsmechanismen uitgehold. Die fout maakt niemand nog eens.’ ■

IN HET KORT

Obligaties zullen weer een stabiele kern van beleggingsportefeuilles worden nu rentes normaliseren en inkomstenrendementen stijgen.

Korte looptijden bieden momenteel de beste balans tussen rendement en risico. De ‘sweet spot’ ligt bij investment grade-leningen met sterke balansen.

Politiek beleid bepaalt steeds vaker de renteversillen tussen landen. Beleggers zoeken kwaliteit terwijl centrale banken richting 2026 voorzichtig versoepelen.