

OUTLOOK FIXED INCOME

Is de 'post-COVID-19-periode' inmiddels aan- gebroken? Of bevinden we ons, de corona- besmettingen indachtig, nog in het oog van de storm? In economisch opzicht staan in ieder geval veel seinen op groen en vertonen aandelenbeurzen knallende cijfers. Voor obli- gatiebeleggers blijft het evenwel sappelen.

Het ruime monetaire beleid van centrale banken is tot nu toe niet vaarwel gezegd, de rente niet noemenswaardig gestegen en opwaartse druk op die rente lijkt ver weg. Obligatie-inkomsten zijn nog immer pover.

Tegelijkertijd stijgen de energieprijzen, nemen personeelstekorten toe en worden productie-

processen duurder. Wat doet dit voor de inflatie? Voor de economische groei? Hoe reageren centrale banken?

Het zijn vragen die niet alleen voor obligatie- beleggers relevant zijn. Toch wordt juist in die sector elke beweging nauwgezet gevolgd in de aanhoudende zoektocht naar rende- ment.

Waar liggen de grootste kansen voor obligatie- beleggers? En welke risico's liggen op de loer? Met die twee vragen richtten we ons tot enkele fixed income-specialisten uit binnen- en buitenland. Hun antwoorden zijn zonder meer boeiend. Doe er uw voordeel mee!

Door Esther Waal

Richard Class

Managing Director, Portfolio Manager on the Global Fixed Income Team, Morgan Stanley Investment Management



Waar en hoe moet u beleggen in vastrentende waarden?

Het sterke economische post-COVID-19- herstel werd ondersteund door zeer ruim fiscaal en monetair beleid. Hoewel centrale banken zich over het algemeen aan dit beleid hebben gecommitteerd, vormt een hogere en hardnekkige inflatie een bedreiging. Daarnaast zijn vastrentende waarden in de afgelopen anderhalf jaar sterk gestegen. Hoe kun je in zo'n omgeving beleggen?

Laten we eerst eens kijken naar het duratierisico. Na meer dan tien jaar van zeer lage inflatie bieden de rentecurves van staatsobligaties nu onvoldoende compensatie als de inflatiedynamiek normaliseert. Tegelijkertijd zijn de looptijden van obligatie-benchmarks toegenomen doordat kredietnemers hun looptijdprofielen hebben verlengd. Als gevolg hiervan kan een benchmarkgerichte strategie ertoe leiden dat er meer duratierisico wordt genomen in een tijd waarin dit risico onvoldoende wordt beloond. In deze omgeving kan een

flexibele en benchmark-agnostische strategie beter presteren.

Voor wat betreft bedrijfsobligaties zijn wij van mening dat een actieve benadering van zowel sector- als obligatieselectie van cruciaal belang is. De pandemie heeft onze overtuiging op dit punt versterkt. Kredietmarkten worden gedreven door de strijd tussen ingeprijste waarderingen en sterke fundamente- als. Wij geven de voorkeur aan default risico boven credit market beta, via obligaties met een hoger rendement en een kortere looptijd. We denken dat consument-gerelateerde sectoren binnen securitized markten kansen bieden en dat er waarde is te behalen in bepaalde segmenten in opkomende markten.

Tot slot zijn wij van mening dat ESG-integratie van essentieel belang is. Ons beleggings- proces bestaat uit een combinatie van uitsluitingen, een rigoureuze bottom-up analyse en engagement om impact te maken en duurzame doelstellingen te behalen.

'Wij geven de voorkeur aan default risico boven credit market beta.'



Hans Copini

Principal Fund Manager Fixed Income, MN

‘Herfinanciering van de schuldenberg tegen hogere renteniveaus kan tot grote problemen leiden.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

De gevolgen van de wereldwijde pandemie worden pijnlijk zichtbaar. Hoewel de groei wereldwijd is aangetrokken, zijn er grote verstoringen in de mondiale productie- en aanvoerketens. Er is een groot tekort aan materialen en personeel. Dit heeft tot forse prijsstijgingen geleid en met de stijging van de energieprijzen lijkt hier nog geen einde aan te komen. Doordat de prijsstijgingen aanbodgedreven zijn, zetten zij een rem op de economische groei. Dit levert centrale banken een dilemma op. Enerzijds zou men de rente gelijk moeten houden of zelfs moeten verlagen als de groei verder inzakt, anderzijds moet een inflatoire dreiging bedwongen worden door een renteverhoging. Men kan zich trouwens afvragen of een dergelijke renteverhoging effectief is. Een ander, misschien wel groter probleem is de opgelopen schuldenberg tijdens de

pandemie als gevolg van de enorme fiscale steunpakketten. Herfinanciering van deze schulden tegen hogere renteniveaus kan tot grote problemen leiden bij zowel landen als bedrijven en particulieren. Om tijd te winnen en de rente vooralsnog ongewijzigd te laten, benadrukken centrale bankiers het tijdelijke karakter van de inflatiestijging. Daarnaast zullen eerst de steunaankopen langzaam verminderd worden voordat het rentewapen wordt ingezet. Zo kan men observeren hoe de markt hierop reageert.

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

Gegeven de vooruitzichten verwachten we weinig tot geen rendement vanuit obligaties. Hypotheekleningen met niet al te lange looptijden geven ruim 1% extra rente ten opzichte van Nederlandse staatsleningen en lijken een veilige belegging. Verder zouden inflatie-obligaties een optie kunnen zijn.

Sander Huizinga

Senior Investment Manager Fixed Income, PGGM



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Gezien de zeer krappe credit spreads, in combinatie met een verwachte verdere stijging van de rentetarieven, zijn kansen binnen bedrijfsobligaties momenteel een stuk schaarser dan bedreigingen. Aangezien kredietopslagen op vrijwel alle bedrijven momenteel lager liggen dan voor de pandemie, lijken bedrijfsobligaties in algemene zin relatief duur. Wel bieden kwalitatief hoogwaardige high yield-bedrijven een aantrekkelijkere vergoeding dan bedrijven met een lage investment grade rating. De gemiddelde credit spread op BBB- obligaties is namelijk zo'n 65 basispunten, terwijl dit voor BB+ bedrijven bijna het drievoudige is. Dit verschil is deels te verklaren door de opkoopprogramma's van de Europese Centrale Bank, die zich beperken tot bedrijven met een BBB- rating of hoger. Een andere potentiële kans betreft het kopen van sommige

nieuwe emissies waarop nog aantrekkelijke premies worden aangeboden. Vooral wanneer dit obligaties met een hoger risicoprofiel qua looptijd of subordiatie betreft of als het om bedrijven gaat waarvan de obligaties niet door de ECB worden gekocht.

Ten aanzien van bedreigingen ligt het voornaamste risico in de inflatoire druk die momenteel zichtbaar is in diverse grondstoffenprijzen. Wanneer dit centrale banken ertoe aanzet versneld hun monetair beleid aan te passen, dan zal de opwaartse druk op de rente de rendementen op obligaties verder onder druk zetten. Ook zien we dat bedrijven, nu het coronavirus meer naar de achtergrond verdwijnt, bereid zijn hun reserves weer in te zetten voor overnames en het terugkopen van aandelen, waardoor het risicoprofiel van deze bedrijven verslechtert. Voorzichtigheid blijft dus voorlopig troef in de obligatiemarkt.

‘Het voornaamste risico ligt in de inflatoire druk die momenteel zichtbaar is in diverse grondstoffenprijzen.’



Maurice Kemper

Directeur, AF Advisors

‘Gelukkig bestaat de obligatiemarkt niet enkel uit staatsobligaties.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Ontegengesteld zijn de rendementsverwachtingen voor staatsobligaties niet rooskleurig. In de vijfjaarsprognoses, die asset managers traditiegetrouw in deze maanden publiceren, staat een jaarlijks negatief rendement voor Europese staatsobligaties ingetekend. Komt de dalende trend van de rente eindelijk tot een ommekeer? Dit zou goed nieuws zijn voor institutionele beleggers met langlopende verplichtingen, zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars.

Gelukkig bestaat de obligatiemarkt niet enkel uit staatsobligaties. Er zijn immers vastrentende categorieën die de impact van een stijgende rente deels kunnen compenseren met een hogere rentevergoeding. Kredietwaardigheid en illiquiditeit bepalen in hoge mate het verschil tussen wel of niet in staat zijn een hogere rentevergoeding te bieden. Particuliere hypotheek, private bedrijfsleningen en geborgde leningen voor woningcorporaties, zorginstellingen of gemeenten zijn enkele categorieën die een aantrekkelijkere risicorendementsverhouding kennen dan staatsobligaties met een vergelijkbare rating.

Pensioenfondsen kunnen, onder voorwaarden, kiezen voor het gebruik van het transitie-FTK. Dit overgangsregime biedt, door het vervallen van de VEV- en MVEV-vereisten, mogelijkheden om de beleggingsportefeuille robuuster en met een beter risico-rendementsprofiel in te richten. Categorieën die momenteel een hoge solvabiliteitsopslag kennen door het ontbreken van een ratingklasse, of AAA-obligaties die in tegenstelling tot Euro AAA-staatsobligaties wel een opslag hebben, kunnen interessant zijn.

Overheidsgerelateerde obligaties (SSA - Sovereign, Supranational and Agency) zoals leningen van de Nederlandse Waterschapsbank (NWB), vallen onder de laatste categorie. Deze obligaties hebben in het FTK een hogere solvabiliteitsopslag dan vergelijkbare Nederlandse staatsobligaties, terwijl verschillende ratingorganisaties een AAA-rating aan de NWB hebben toegekend en de Nederlandse staat voor 17% eigenaar is. Hiermee kan een extra rendement van enkele tientallen basispunten worden gerealiseerd, terwijl het risicoprofiel beperkt wijzigt. Pensioenfondsen met ruimte in hun risicobudget profiteren uiteraard nu al van het hogere rendement. Meerdere pensioenfondsen hebben deze kans, met onze hulp, gegrepen.

Nicola Mai

Portfolio Manager, PIMCO

Where and how should you invest in fixed income at the moment?

We adopt a patient and flexible approach to investing given elevated market valuations – in both fixed income and equities. In terms of fixed income spread products, we overweight risk, but in a selective way, focusing on specific sectors and securities. Among the sectors we like housing (especially non-agency mortgages in the United States), financials, and parts of the service sector which benefit from the ongoing economic re-opening. In terms of duration, the recent rise in yields makes sense given the ongoing economic recovery and inflation volatility. On balance, however, our view is that rates will remain low, given depressing

forces like demographics and inequality, and given our expectation that inflation will moderate ahead.

Elsewhere, we see selected opportunities in Emerging Markets, which offer higher yields, but positions should be scaled appropriately here given inflation and interest rate volatility. Finally, in Europe we see the potential for a more stable policy environment, given European Central Bank support and improved fiscal cooperation with the creation of the European Union Recovery Fund. Though relatively low from a historical perspective, we see some value in BTP spreads at the current juncture.



‘Our view is that rates will remain low, given depressing forces like demographics and inequality.’



Sonja Laud

Chief Investment Officer, LGIM

'We don't think investors can ignore fixed income.'

Where and how should you invest in fixed income at the moment?

Bonds have been almost the perfect investment for the past 30 years: they provided income in the good times and protected portfolios when recessions hit. But now bond income is paltry, while many central bankers have run out of ammunition during the COVID-19 crisis and need to hike before they can cut again. It also appears that future recessions will be fought with government handouts, stoking inflation fears.

But we don't think investors can ignore fixed income. What are the alternatives? Equities have performed well given the backdrop of falling yields, rising debt and accelerating economic growth. But this support is eroded if yields rise. Perhaps investors can look at inflation protection like commodities or index-linked bonds, but these assets already look handsomely valued. Cash? Yields are even worse than

bonds and inflation would also bite into returns.

Instead, we favour optimising fixed income allocations. This could involve higher yields from steeper yield curves as we believe these still could compress if the world faces a new economic downturn. China and South Korea have interested us here in recent months. Another option is to extend credit risk into areas that still offer compensation, such as Emerging Market Debt. Or moving to less liquid, but still highly rated assets, potentially earning an illiquidity premium. This includes quasi-sovereign and sub-sovereign debt, such as regional governments.

Having said this, these options all involve adding risk to your portfolio in order to generate higher yields, suggesting that investors might have to face lower risk-adjusted returns in the future.

Iain Stealey

Chief Investment Officer within the Global Fixed Income, Currency and Commodities (GFICC) group, J.P. Morgan Asset Management



Waar en hoe moet je nu beleggen in fixed income?

Met de heropeningsgolf in het tweede kwartaal hebben we de maximale impuls voor de economische activiteit waarschijnlijk wel achter de rug, maar de kans is groot dat de groei de komende tijd boven trendmatig blijft doordat de wereldeconomie herstelt van de COVID-19-pandemie. Centrale banken zullen hun uitzonderlijke accommoderende beleid dat ze sinds vorig jaar voeren hierdoor moeten afbouwen. Hoewel dat een langzaam en weloverwogen proces wordt, zal het leiden tot een uitdagende omgeving voor traditionele vastrentende waarden, aangezien de obligatierentes waarschijnlijk gaan stijgen.

Deze omgeving opent de deur voor een flexibelere benadering om obligatieposities te beheren. Als de rentes stijgen, is het zinnig om geen of zelfs een negatieve positie in kernstaatsobligaties te hebben en

een lage algemene rentegevoeligheid te behouden. Intussen ogen bedrijven zeer gezond: de winsten blijven aantrekken, de leverage neemt af en er zijn nauwelijks wanbetalingen. Het probleem voor beleggen in bedrijfsobligaties blijven de waardeeringen, met hoofdindex-spreads die nu op de laagste cyclische niveaus liggen. We vinden het echter geen probleem om af te dalen qua kredietkwaliteit en kapitaalstructuur (hybride bedrijfsobligaties, achtergesteld bankkapitaal, high yield), gezien de sterke balansen van bedrijven. Hoewel we geen aanzienlijke verkrapping van de spreads verwachten, is er nog genoeg rente om het risico te compenseren.

Het lijkt misschien een moeilijke periode voor fixed income, maar het is niet raadzaam om de beleggingscategorie volledig te negeren. Wie met een flexibele benadering zoekt naar waarde, kan namelijk nog steeds kansen ontdekken.

'We vinden het geen probleem om af te dalen qua kredietkwaliteit en kapitaalstructuur.'



Amy Kam

Senior Portfolio Manager EMD, AVIVA Investors

‘EM corporates can offer better protection to portfolios from rising interest rates.’

Where and how should you invest in fixed income at the moment?

We think Emerging Market corporate debt is a particularly attractive asset class at present. Historically, the EM corporate debt asset class has often been overlooked by investors, partly due to its relative immaturity as an asset class and historical lack of understanding of the characteristics of the asset class relative to EM sovereigns and Developed Market credit. We believe that the asset class offers quality corporate issuers, low default rates, attractive yields and protection from rising interest rates.

EM Corporate fundamentals compare favourably to developed market peers with EM Corporates benefiting from lower leverage and higher cash balances. Whilst there has been a significant increase in DM corporate leverage over the last 10 years, leverage within EM corporates has

not increased to the same extent. Despite having stronger fundamentals, EM Credit has tended to trade at discount to similarly rated DM credits. In part this premium can be explained by the difficulty that comes with assessing not only the ability of issuers to repay debt, but also their willingness to repay the consistent cheapness of EM vs DM credit spreads, which can be viewed as an overestimation of this risk.

EM Corporate bonds tend to be lower duration than their developed market peers, which, combined with higher spreads, means that EM corporates can offer better protection to portfolios from rising interest rates. Within the EM credit space our current preference is for issuers that will benefit from the global economic recovery, such as Commodity, Transport and Industrial sectors.

Marco Teunissen

Senior Portfolio Manager, Cardano

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatie-beleggers?

Renteniveaus zijn lange tijd laag gebleven. Door stijgende inflatie en inflatieverwachtingen zien we de rente in voornamelijk lange looptijden nu iets oplopen. De ECB lijkt echter geen renteverhogingen te willen en kunnen doorvoeren en blijft vasthouden aan het beeld van een slechts tijdelijke opleving van inflatie. Ondertussen blijft de ECB obligaties opkopen. Het PEPP nood-opkoopprogramma heeft een einddatum, maar kan worden vervangen door een verhoging van het inmiddels reguliere APP-opkoopprogramma, wat een verdere stijging van de renteweerstand kan bieden.

In dit scenario van stijgende inflatie en een druk op de rente zijn inflatie-gerelateerde obligaties, inflation-linked bonds,

de meest interessante belegging. Indien de inflatiestijging van tijdelijke aard blijkt, kan de rente in lange looptijden weer snel het dalende pad inzetten. Als we kijken naar relatieve waarderingen, dan zien we dat SSA's (staatsgerelateerde obligaties en supranationals) en staatsgegarandeerde onderhandse leningen aantrekkelijker zijn dan staatsobligaties met vergelijkbare looptijden. Ondanks de 'search for yield' en stijgende interesse in illiquide beleggingen is er nog steeds compensatie aanwezig voor deze minder liquide obligaties, zonder dat concessies nodig zijn in kredietwaardigheid.

Tot slot, de compensatie voor risico in bedrijfsobligaties ligt nog steeds op een laag niveau. Een neerwaartse aanpassing van groei(verwachtingen) zou voor deze categorie slecht uit kunnen pakken.



‘In dit scenario van stijgende inflatie en een druk op de rente zijn inflation-linked bonds de meest interessante belegging.’



Harry Sugiarto

Managing Director Multi-Asset Credit Strategies,
Intermediate Capital Group

‘Obligatiebeleggers riskeren verlies als ze falen in hun begrip van de toekomst.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

Beleggen gaat, tot op zekere hoogte, over het voorspellen van de toekomst. Vandaag de dag is die toekomst hoogst onzeker: hoe zullen we leven, reizen, werken en consumeren na de pandemie? Zijn de huidige trends van voorbijgaande aard of juist meer permanent? De bedrijven waarin we investeren, worden op verschillende manieren aan de post-pandemie-periode blootgesteld. De ‘werk vanuit huis’-winnaars tegen de ‘we gaan weer naar kantoor’-winnaars geven ons verschillende toekomstbeelden die inconsistent met elkaar kunnen zijn. In sommige gevallen lenen bedrijven zwaar op basis van een bepaald toekomstbeeld,

terwijl de kredietmarkt vaak bereidwillig is. Maar de kredietmarkt kan het niet in elke situatie juist hebben.

Obligatiebeleggers riskeren verlies als ze falen in hun begrip van de toekomst en kunnen geld uitlenen tegen een visie die uiteindelijk inaccuraat kan blijken te zijn. Dat is een bedreiging. Het is ook een kans voor beleggers die de juiste kredietkeuzes maken om het kapitaal van beleggers te beheren, maar die ook in een positie zijn om assets te kopen tegen lagere waarderingen als de toekomst meer duidelijk is. We kunnen één ding met zekerheid zeggen: in tijden van onzekerheid is het selecteren van de juiste credits heel belangrijk.

CONCLUSIE

Flexibiliteit lijkt voor obligatiebeleggers het toverwoord te zijn. Een flexibele, actieve en misschien ook benchmark-agnostische opstelling is van belang om de juiste credits te selecteren, zo volgt uit de betogen van de door ons geraadpleegde fixed income-experts. Ze zijn vrij eensgezind in hun verwachtingen ten aanzien van de rente. Die zal laag blijven. Mocht er opwaartse druk komen onder invloed van stijgende inflatie, dan zal die volgens de experts door de centrale banken snel de kop in worden gedrukt.

Waar liggen dan tóch de kansen? Die zijn er genoeg, zo stellen de experts ons gerust. Maar over de gebieden waar die kansen liggen, zijn ze minder unaniem. Emerging Markets corporate bonds worden het vaakst genoemd, gevolgd door meer illiquide overheidsgerelateerde obligaties

en inflatie-gerelateerde obligaties, hoewel een enkeling aangeeft dat die laatste categorie al redelijk overgewaardeerd is. Ook genoemd zijn hypotheekleningen met niet al te lange looptijden.

Voor het selecteren van de juiste credits kijken de experts graag breder naar de markt. Ze moeten immers een inschatting maken van trends. Hoe zullen we leven, reizen, werken en consumeren na de COVID-19-pandemie? Hoe moet de enorme schuldenlast worden afgebouwd en welke rol spelen centrale banken daarbij? Wat is de impact van demografische ontwikkelingen en politieke onrust?

Hoewel voorzichtigheid geboden blijft, lijkt er wel consensus te zijn om de asset class niet te negeren. Zolang het toverwoord maar onthouden wordt.