

## Credit Quarterly Outlook: actieve managers komen tot leven

Risicovolle beleggingen zijn duur, ook al zijn de fundamentals positief nu de wereldeconomie op volle toeren draait. De technische factoren helpen ook niet mee: eind dit jaar laten centrale banken een gat achter dat voor particuliere beleggers vrijwel onmogelijk te dichten is. Onze positionering is voorzichtig, maar wel actief.

### In het kort

- Fundamentals nog steeds gunstig voor credits, met name groei
- De krappe spreads maken credits duur
- Technische factoren steeds kwetsbaarder, vooral in de VS

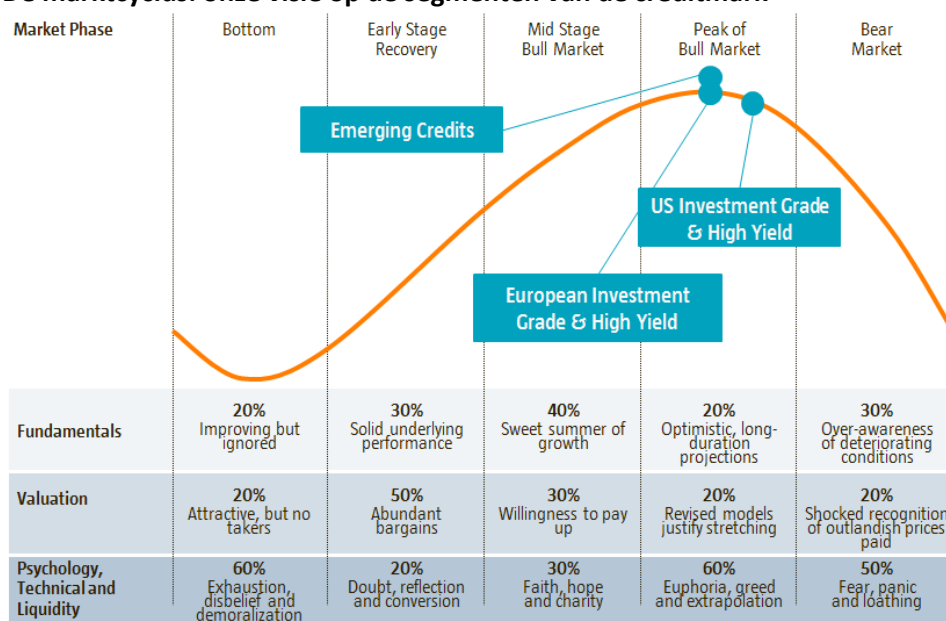
Toch is er geen reden tot paniek. Sterker nog, op dit soort momenten komen actieve managers juist tot leven. De kans is namelijk groot dat de volatiliteit toeneemt, nu de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) is begonnen met kwantitatieve verkrapping en de Europese Centrale Bank (ECB) op het punt staat haar aankoopprogramma voor bedrijfsobligaties af te bouwen. De verschillen binnen ons beleggingsuniversum worden hierdoor groter, wat kansen oplevert voor issuerselectie.

Wereldwijd gezien hebben we een duidelijke voorkeur voor Europa, waar highyieldobligaties extra *carry* bieden en investmentgradebedrijven over het algemeen behoudender zijn dan in de VS. Daarnaast hebben we een voorkeur voor financiële instellingen, omdat we verzekeraars en banken als afdekking kunnen gebruiken als de rente stijgt.

### In welke fase van de creditcyclus zitten we?

Verschillende tekenen wijzen erop dat de cyclus zich in een vergevorderd stadium bevindt. Het is alleen lastig om het exacte omslagpunt te voorspellen, want de markten kunnen behoorlijk lang op zo'n hoge stand blijven staan. In onze ogen lopen de Amerikaanse markten voorop en die hebben net de piek van de bullmarkt achter de rug.

### De marktcyclus: onze visie op de segmenten van de creditmarkt



In onze Outlook kijken we altijd naar drie aspecten: fundamentals, waarderingen en technische factoren.

### **Fundamentals: aanhoudende groei en een zwakke dollar**

De fundamentals voor bedrijfsobligaties zijn nog steeds gunstig. Er zijn drie aanjagers van de wereldwijde groei: de VS, Europa en China. In de eerste twee regio's is er sprake van een evenwichtige groei, terwijl die in China afneemt maar nog steeds hoog is.

Hoelang duurt de economische cyclus in de VS nog? Wellicht stelt de fiscale stimulering het einde nog even uit, maar tegelijkertijd versterkt deze stimulering de onevenwichtigheden – een eventuele recessie is dan alleen maar heviger. De inflatie is nog steeds zeer gematigd, maar alle ingrediënten voor een stijging zijn al aanwezig. Zo zijn de arbeidsmarkten krap. Babyboomers gaan met pensioen en daardoor neemt de beroepsbevolking af. Het gevolg hiervan is dat arbeid schaars wordt en dus duurder. Bovendien heeft de VS een *twin deficit* en is er het gevaar van toenemend protectionisme.

Het schuldniveau van Amerikaanse bedrijven is onhoudbaar hoog. In Europa is de groei solide en bovendien breedgedragen in de hele eurozone. Het risico is duidelijk niet afkomstig uit Europa. Maar als de groei in de VS vertraagt, zal Europa hier niet immuun voor zijn.

Voor opkomende markten is het van belang de Amerikaanse dollar in de gaten te houden. De markt maakt zich niet druk over een mogelijke verdere verzwakking van de dollar. Gezien het oplopende *twin deficit* zou het vrij logisch zijn dat de waarde van de dollar nog verder gaat dalen. Maar gebeurt dit niet, dan ziet het er niet goed uit voor *emerging market debt*. Buitenlandse leners hebben de dollarmarkt gebruikt voor hun financiering. Dus een dalende dollar versterkt hun balans, maar een stijgende dollar leidt tot precies het tegenovergestelde.

### **Waarderingen: alles is duur**

Hoe je er ook naar kijkt: de creditmarkten zijn in alle ratingcategorieën duur, zowel in Europa als de VS. Toch blijven we bij onze voorkeur voor Europa. De spreads van highyieldobligaties daar zijn namelijk nog iets hoger dan die in de VS met een vergelijkbare rating. Voor investmentgradeobligaties zijn de spreads redelijk vergelijkbaar, al zijn Europese bedrijven over het algemeen wat behoudender.

In deze regio zien we bovendien nog steeds wat waarde binnen obligaties van financiële instellingen. Obligaties van verzekeraars zouden een soort afdekking moeten zijn tegen de stijgende rente, omdat dan hun winstgevendheid stijgt. Hetzelfde geldt voor obligaties van banken, die profiteren van het teruglopende aantal slechte leningen en van sterkere balansen.

### **Technische factoren lijken steeds kwetsbaarder**

We hebben het al uitgebreid gehad over het uitlopen van de Libor-OIS-spread. Deze spread geeft het verschil weer tussen de risicovrije rente van centrale banken en de rente die banken betalen op de interbancaire markt, en is daarmee een maatstaf voor de gezondheid van het bankstelsel. Een oplopende spread betekent dat het duurder wordt om te lenen in dollars. Voor buitenlandse beleggers wordt het dus duurder om het dollarrisico af te dekken, waardoor zij minder happig zijn op Amerikaanse obligaties. De kans bestaat zelfs dat ze deze obligaties massaal gaan verkopen.

Ook blijft het belangrijk om de wereldwijde centrale banken in de gaten te houden. De ECB en de Bank of Japan (BoJ) verruimen nog steeds meer dan de Fed aan het verkrappen is. Toch komt er eind 2018 een moment waarop de balans doorslaat naar verkrapping.

We zien dat veel meer bedrijven gebruikmaken van kapitaalmarktfinanciering en dus niet meer lenen van banken. Aangezien kapitaalmarkten over het algemeen sneller inspringen op een veranderende omgeving dan kredietadviseurs, kunnen de kredietvoorwaarden voor bedrijven veel sneller worden aangescherpt dan tot nu toe het geval is geweest.

### **Voorzichtige positionering**

Voor het grootste deel van onze creditportefeuilles binnen investment grade, high yield en opkomende markten houden we onze betapositie onder één. De verwachting is dat de volatiliteit toeneemt nu centrale banken hun steun intrekken. De verschillen binnen ons beleggingsuniversum worden hierdoor groter, wat kansen oplevert voor issuerselectie.

We hebben nog steeds een voorkeur voor credits in euro's boven credits in dollars. Onze portefeuille met emerging market debt in harde valuta's blijft voorzichtig gepositioneerd, omdat opkomende markten het staatrisico van een plotseling stijgende dollar niet inprijzen. In Europa zien we nog steeds waarde in obligaties van financiële instellingen.

Lees de volledige (Engelstalige) Outlook