

## ARTICLE

For professional investors

October 2016

**ROBE**CO  
The Investment Engineers

# Fixed Income Quarterly Outlook: Negatieve rente, 'yield curve control' en dan?



Kommer van Trigt,  
Head Global Fixed  
Income Macro team

### In het kort

- Obligaties profiteren van wereldeconomie die geen tekenen van oververhitting of een recessie vertoont.
- EMD in lokale valuta heeft verder potentieel
- Selectief zijn in credits is belangrijk: focus op Europa en achtergestelde financials

Het wereldwijde klimaat van lage groei en lage inflatie is gunstig voor vastrentende beleggingen. In deze omgeving is de kans namelijk klein dat de Fed de officiële rente agressief normaliseert. Ondertussen komt de Bank of Japan met een nieuw experiment: 'yield curve control'.

De Bank of Japan heeft weer een kunstje geflikt. Net toen de marktpartijen gewend waren aan de kwantitatieve verruiming en de negatieve rente, kwam de centrale bank met een verrassend monetair experiment: yield curve control. Is dit een krachtig antwoord op de bewering dat centrale banken geen maatregelen meer achter de hand lijken te hebben? Of is het een teken dat het beleid uitgeput raakt?

De maatregel wordt trouwens niet voor het eerst van stal gehaald. De Fed hanteerde na de Tweede Wereldoorlog namelijk eenzelfde soort beleid. Het doel van de Amerikaanse regering en de Fed destijds was om nog een depressie te voorkomen en de werkgelegenheid te bevorderen (Employment Act uit 1946). De officiële rente werd rond de nul gehouden en de Fed bleef, net als in de oorlog, staatsobligaties kopen. Hierdoor bleef de lange rente onder de 2,5%. Tussen 1953 en 1960 stopte de Fed geleidelijk met het beïnvloeden van de koers van langlopende Treasuries, omdat de inflatie steeg.

Met het nieuwe beleid richt de BoJ zich niet alleen op de korte rente, maar ook op de 10-jaarsrente. Op die manier wil de bank een steilere yieldcurve afdwingen, wat gunstig is voor de bankensector. Het beleid kan echter ook een uitnodiging richting de regering-Abe zijn om de overheidsuitgaven op te schroeven. Als het extra uitgeven van staatsobligaties ervoor zorgt dat de rente stijgt, dan heeft de centrale bank de flexibiliteit om in te grijpen in de markt.

Maakt dit de weg vrij voor helikoptergeld? Omdat er geen sprake is van een significante financiële markt of economische crisis, denken we niet dat dit het geval is. Maar het nieuwe raamwerk biedt de Japanse centrale bank echter wel veel flexibiliteit, houdbaarheid en – wellicht in de toekomst – geloofwaardigheid als het gaat om het beleid. In onze ogen is het goed mogelijk dat de BoJ kiest voor nog meer renteverlagingen, nu het de middelen heeft om de curve stabiel te houden. We hadden anders misschien nooit het dieptepunt van de Japanse rente gezien.

De BoJ wordt beschouwd als monetair laboratorium voor onconventioneel beleid. Om die reden alleen al is het van belang de ontwikkelingen nauwlettend in de gaten te houden. Bijna elke ontwikkelde economie wordt geconfronteerd met dezelfde economische problemen, zoals een lage productiviteitsgroei, een snelle vergrijzing en een groeiende overheidsschuld. Alleen voor Japan lijkt de noodzaak groter om deze problemen aan te pakken. Het is goed mogelijk dat Japan stopt met de monetaire verruiming en weer een verruimend fiscaal beleid invoert.

### **Ons hoofdthema: lage groei, lage inflatie**

We zien geen reden om van ons basisscenario voor de wereldeconomie af te stappen. Bij dit scenario draait het om een lage groei en een lage inflatie. Het politieke risico in ontwikkelde

economieën neemt toe. De onzekerheid over het beleid neemt toe door de Amerikaanse verkiezingen in november en het Italiaanse referendum over een grondwetswijziging in december. Volgend jaar zullen er in veel Europese landen verkiezingen plaatsvinden. De Brexit-onderhandelingen, die begin 2017 officieel van start gaan, kunnen daarnaast nog meer onzekerheid veroorzaken. Opkomende economieën hebben baat bij het herstel van de grondstoffenmarkten, en in veel landen verruimen de centrale banken het monetaire beleid, ondersteund door de dalende inflatie. De bezorgdheid over de Chinese economische vooruitzichten is afgenomen, maar op de lange termijn blijven er problemen en risico's bestaan.

### **EMD in lokale valuta heeft nog meer in petto**

Deze beleggingscategorie profiteert van een wereldeconomie die geen tekenen van oververhitting of een recessie vertoont. In een dergelijke omgeving met een lage groei en een lage inflatie zal de Fed de officiële rente namelijk niet agressief normaliseren. Een deel van de wereldwijde liquiditeit die door andere centrale banken (Bank of Japan, Bank of England en Europese Centrale Bank) wordt verschaft, vindt zijn weg naar de opkomende markten. De toestroom van beleggers in deze markten bevestigt dat het technische plaatje verbetert.

De waardering van EMD in lokale valuta lijkt aantrekkelijk. Veel centrale banken hebben hun beleid de afgelopen jaren verkrappt in een poging de valuta te beschermen. Dit heeft over het hele universum geleid tot een stijging van de reële rente. Omdat de rente in de ontwikkelde landen daalde, werd het renteverskil tussen opkomende en ontwikkelde markten de afgelopen jaren groter. Dit jaar stegen de meeste valuta's in waarde ten opzichte van de Amerikaanse dollar en de euro, al hebben ze nog zeker niet het niveau bereikt van voor de tapering in 2013. De fundamentele vooruitzichten voor de meeste landen blijft zwak. Toch is er in sommige gevallen reden voor voorzichtig optimisme.

### **Geen waarde aan korte eind van Amerikaanse yieldcurve**

De geldmarkt-futurescontracten laten zien dat de verwachting dat de Amerikaanse Fed de rente verhoogt sterk is afgenomen. Voor de komende twee jaar wordt rekening gehouden met een of twee renteverhogingen. De Fed bevestigde deze geleidelijke normalisatietrend door de dotplots bij te werken. Dit zijn de voorspellingen van 16 FOMC-leden voor de rente. Vanuit waarderingsoogpunt beperken we de durationexposure in de VS tot zeven jaar.

### **Selectief zijn in credits: focus op Europa en achtergestelde financials**

Een gemiddelde waardering, positieve technische factoren en verslechterende fundamentals: dat is kort gezegd onze kijk op de algemene creditmarkt. De subsectoren verschillen onderling behoorlijk, dus er valt iets te kiezen. Wij blijven een voorkeur houden voor achtergestelde financials. De waardering is namelijk aantrekkelijk, omdat de spreads

bijna drie keer zo hoog zijn als die van senior financiële obligaties. Vanuit het standpunt van de obligatiehouder zijn de fundamentals aan het verbeteren. Banken zijn duidelijk hun schuld aan het afbouwen. Dit in tegenstelling tot veel (Amerikaanse) bedrijven, die een schuldniveau hebben dat vrijwel net zo hoog is als in 2008. Het individuele risico moet echter goed worden beheerst. Issuurselectie blijft belangrijk. We geven de voorkeur aan issuers uit het Verenigd Koninkrijk, Nederland en Zwitserland boven die uit Duitsland, Italië en Oostenrijk.

#### **Important Information**

Robeco Institutional Asset Management B.V., hereafter Robeco, has a license as manager of UCITS and AIFs from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam. Without further explanation this presentation cannot be considered complete. It is intended to provide the professional investor with general information on Robeco's specific capabilities, but does not constitute a recommendation or an advice to buy or sell certain securities or investment products. All rights relating to the information in this presentation are and will remain the property of Robeco. No part of this presentation may be reproduced, saved in an automated data file or published in any form or by any means, either electronically, mechanically, by photocopy, recording or in any other way, without Robeco's prior written permission. The information contained in this publication is not intended for users from other countries, such as US citizens and residents, where the offering of foreign financial services is not permitted, or where Robeco's services are not available

#### **Additional Information for investors with residence or seat in France**

RIAM is a Dutch asset management company approved by the AFM (Netherlands financial markets authority), having the freedom to provide services in France. Robeco France has been approved by the French prudential control and resolution authority (formerly ACP, now the ACPR) as an investment firm since 28 September 2012.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Germany**

This information is solely intended for professional investors or eligible counterparties in the meaning of the German Securities Trading Act.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Italy**

This document is considered for use solely by qualified investors and private professional clients (as defined in Article 26 (1) (d) of Consob Regulation No. 16190). If made available to Distributors and individuals authorized by Distributors to conduct promotion and marketing activity, it may only be used for the purpose for which it was conceived. Therefore, the information set forth herein is not addressed and must not be made available, in whole or in part, to other parties, such as retail clients. Robeco disclaims all liability arising from uses other than those specified herein. All rights relating to the information in this presentation are and will remain the property of Robeco.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Spain**

The Spanish branch Robeco Institutional Asset Management BV, Sucursal en España, having its registered office at Paseo de la Castellana 42, 28046 Madrid, is registered with the Spanish Authority for the Financial Markets (CNMV) in Spain under registry number 24.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Switzerland**

RobecoSAM AG has been authorized by the FINMA as Swiss representative of the Fund, and UBS AG as paying agent. The prospectus, the articles, the annual and semi-annual reports of the Fund, as well as the list of the purchases and sales which the Fund has undertaken during the financial year, may be obtained, on simple request and free of charge, at the head office of the Swiss representative RobecoSAM AG, Josefstrasse 218, CH-8005 Zurich. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which you reside, then you should be aware that due to exchange rate fluctuations the performance shown may increase or decrease if converted into your local currency. The value of the investments may fluctuate. Past performance is no guarantee of future results. The prices used for the performance figures of the Luxembourg-based funds are the end-of-month transaction prices net of fees up to 4 August 2010. From 4 August 2010, the transaction prices net of fees will be those of the first business day of the month. Return figures versus the benchmark show the investment management result before management and/or performance fees; the fund returns are with dividends reinvested and based on net asset values with prices and exchange rates of the valuation moment of the benchmark. Please refer to the prospectus of the funds for further details. The prospectus is available at the company's offices or via the [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch) website. Performance is quoted net of investment management fees. The ongoing charges mentioned in this publication is the one stated in the fund's latest annual report at closing date of the last calendar year.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in the United Kingdom**

This statement is intended for professional investors only. Robeco Institutional Asset Management B.V. has a license as manager of UCITS and AIFs from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam and is subject to limited regulation in the UK by the Financial Conduct Authority. Details about the extent of our regulation by the Financial Conduct Authority are available from us on request.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Hong Kong**

This document has been distributed by Robeco Hong Kong Limited ('Robeco'). Robeco is licensed and regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. The contents of this document have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. If you are in any doubt about any of the contents of this document, you should obtain independent professional advice.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Singapore**

This document has not been registered with the MAS. Accordingly, this document may not be circulated or distributed directly or indirectly to persons in Singapore other than (i) to an institutional investor under Section 304 of the SFA, (ii) to a relevant person pursuant to Section 305(1), or any person pursuant to Section 305(2), and in accordance with the conditions specified in Section 305, of the SFA, or (iii) otherwise pursuant to, and in accordance with the conditions of, any other applicable provision of the SFA.

This information is for informational purposes only and should not be construed as an offer to sell or an invitation to buy any securities or products, nor as investment advice or recommendation. The contents of this document have not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore ("MAS"). Robeco Singapore Private Limited holds a capital markets services licence for fund management issued by the MAS and is subject to certain clientele restrictions under such licence. An investment will involve a high degree of risk, and you should consider carefully whether an investment is suitable for you.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in Australia**

This document is distributed in Australia by Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ('Robeco') which is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence under the Corporations Act 2001 (Cth) pursuant to ASIC Class Order 03/1103. Robeco is regulated by the Securities and Futures Commission under the laws of Hong Kong and those laws may differ from Australian laws. This document is distributed only to wholesale clients as that term is defined under the Corporations Act 2001 (Cth). This document is not for distribution or dissemination, directly or indirectly, to any other class of persons. It is being supplied to you solely for your information and may not be reproduced, forwarded to any other person or published, in whole or in part, for any purpose.

#### **Additional Information for investors with residence or seat in the Dubai International Financial Centre (DIFC), United Arab Emirates:**

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai office) is regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA") and only deals with Professional Clients and does not deal with Retail Clients as defined by the DFSA.