

## Veilige staatsobligaties tijdelijk in trek

Door Jeroen Boogaard - 20 sept 2018



**Het handelsconflict en de onrust rond Italië leveren Duitse staatsobligaties een verrassende koerswinst op. Maar zodra de geopolitieke risico's afnemen, zal de rente weer gaan stijgen, menen obligatiestrategen.**

Tegen ieders verwachting in is de Duitse tienjaarsrente dit jaar gedaald. Geniet ervan zolang het duurt, want de extra koerswinsten zijn niet bestendig. 'We zien de rente in de kernlanden van Europa weer oplopen, omdat we denken dat de huidige economische zwakte van korte duur is', zegt hoofd obligatiebeleggingen Mary Pieterse-Bloem van ABN Amro.

Ook zijn beleggers volgens haar tijdelijk meer risico-avers door alle onrust in opkomende landen en de politieke ontwikkelingen in Italië. 'De Duitse tienjaarsrente is vanuit fundamenteel opzicht gewoon veel te laag en zal in de komende twaalf maanden richting de 0,6 procent gaan.' De afbouw van de obligatieaankopen leidt tot een opwaartse rentedruk, maar Pieterse-Bloem denkt dat de impact van de eerste rentestappen een stuk groter zal zijn.

Korte duratie

Vanwege de lage rentetarieven is de bank al langer onderwogen in obligaties. En binnen deze categorie is het gewicht van staatsleningen beperkt. 'We hanteren hiervoor momenteel een heel actieve duratiestrategie, zodat we snel kunnen inspelen op veranderingen in de renteverwachtingen. In periodes van stijgende rentetarieven verkorten we de duratie om koersverlies te voorkomen', zegt Pieterse-Bloem.

'Daarnaast hebben we inflatie-geïndexeerde obligaties opgenomen, omdat we denken dat de markt de inflatierisico's in de eurozone te laag inschat. Die doen het dit jaar erg goed, vooral de Spaanse linkers.'

De positie in Italiaanse staatsleningen van de bank is hard geraakt door sterk opgelopen risico-opslagen, terwijl ook de langere duratie ten opzichte van de benchmark negatief uitpakte. Maar zegt Pieterse-Bloem: 'Het effectieve rendement van pakweg 3 procent op de tienjaarslening is nu erg aantrekkelijk, omdat wij ervan uitgaan dat Italië in de eurozone blijft en zijn obligaties in euro's zal aflossen'.

Ze vindt het echter nog te vroeg om bij te kopen vanwege de onzekerheid rond de begroting en mogelijke afwaarderingen door kredietbeoordelaars. Overigens koopt de Italiaanse schatkist nu zelf staatsschuld op en daarmee ondersteunt ze de koersen. 'Die ruimte is er omdat de Italiaanse economie er redelijk goed voor heeft gestaan. Maar de problemen van Italië komen aan het licht als daar verandering in komt, en helemaal als de Europese economie over een paar jaar weer in een recessie belandt.'

Italië

Italië zou volgens Pieterse-Bloem eigenlijk de koers van Spanje moeten volgen, dat nu de vruchten plukt van de structurele hervormingen die de afgelopen jaren zijn doorgevoerd. 'De recente koerszwakte van Spanje vanwege de perikelen in Turkije zien wij als een koopkans. Met de blootstelling van de Spaanse banken aan de Turkse economie valt het reuze mee en het besmettingsgevaar is daarom klein.'

ABN Amro kan voor zijn klanten in euromandaten ook Amerikaanse staatsleningen aankopen, maar zal het valutarisico dan normaliter altijd afdekken. De kosten daarvan doen het renteverskil met de kernlanden in de eurozone momenteel echter vrijwel teniet. Wel is het renterisico in de VS volgens de obligatiestrategie lager dan in Europa. 'Onze visie is dat de Amerikaanse tienjaarsrente niet veel meer zal uitlopen en in deze cyclus piekt op 3,25%. Dat is een neutraal tarief passend bij de huidige macro-omgeving.'

De bank voorziet een hoger risico op een Amerikaanse recessie in 2020 en denkt dat de markt hier in de tweede helft van volgend jaar op vooruit gaat lopen via een negatieve rentecurve, waarbij de lange rente onder de korte zakt. 'Dit maakt het ook voor de ECB lastig om de rente verder te verhogen. De Duitse tienjaarsrente zal pieken op circa 1 procent en blijft dus voorlopig relatief laag.' Staatsobligatiebeleggers moeten het volgend jaar doen met een totaalrendement in euro's van niet meer dan 0,5 procent, meent Pieterse-Bloem.

## Vlucht naar veiligheid

Volgens Alix Stewart, fixed income fund manager bij Schroders, zit er voor staatsobligaties wereldwijd 1 à 2 procent in het vat. Net als haar collega van ABN Amro is ze negatief over de beleggingscategorie en ziet ze de Duitse kapitaalmarktrente duidelijk oplopen. 'Zorgen over de Italiaanse politiek en het handelsconflict resulteerden in een vlucht naar veilige havens.

Maar zodra de geopolitieke risico's zijn afgenomen zal de Duitse rente zijn stijgende trend hervatten.'

Vanwege de hardnekkig lage kerninflatie in de eurozone blijft het monetaire beleid van de ECB echter naar verwachting ruim. Stewart denkt dat de Duitse tienjaarsrente daardoor voorlopig niet boven de 1 procent zal uitstijgen. Ook wereldwijd zullen de rentetarieven pieken op veel lagere niveaus dan in vorige economische cycli. 'Structurele en demografische factoren drukken de inflatie en daarmee de rente. In de VS zitten we al dicht bij de rentepiek. In onze prognoses gaan we uit van nog twee renteverhogingen dit jaar, gevolgd door twee stappen in 2019.'

Mits een inflatieschok uitblijft, verwacht Schroders geen verkoopgolf op de obligatiemarkten. 'De markt maakt zich zorgen over de afvlakking van de yield-curve en dit zal de Federal Reserve ervan weerhouden om de rente agressiever te verhogen.' Komen de VS in een recessie dan blijven Amerikaanse staatsobligaties volgens Stewart de veilige haven bij uitstek.

Zowel staatspapier uit de kernlanden van de eurozone als Amerikaanse Treasuries zijn bij Schroders onderwogen. Wel houdt Stewart er rekening mee dat de Duitse rente op middellange termijn een inhaalslag zal maken en het renteverskil met de VS als gevolg daarvan afneemt. 'De Europese economie zit in een mid-cycle dip en zal niet al te veel hinder ondervinden van het handelsconflict. Inflatie en lonen gaan op een gegeven moment weer oplopen, zodat een normalisatie van de rentetarieven valt te verwachten.'

Dit artikel is afkomstig van de redactie van Fondsnieuws, een journalistiek platform voor professionals werkzaam in de beleggingsindustrie.

[www.fondsnieuws.nl](http://www.fondsnieuws.nl)