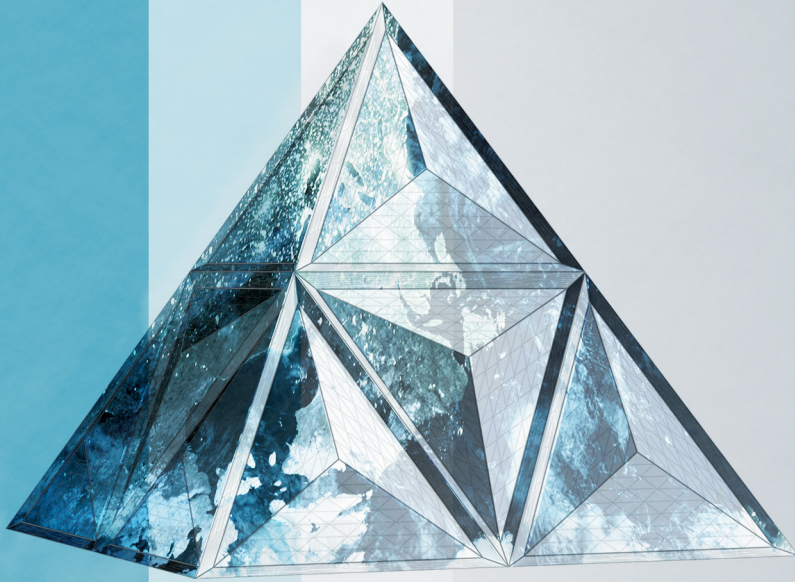
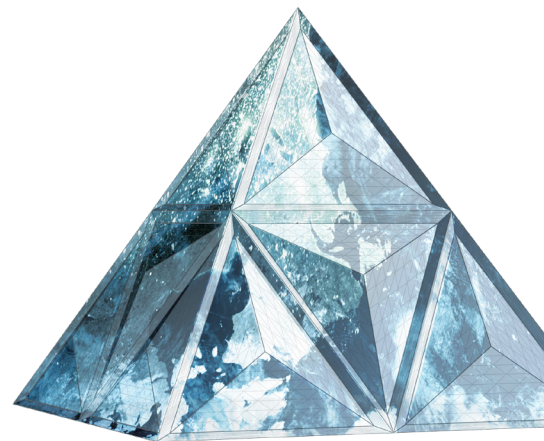


Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKT GPS
OBLIGATIES
PROGNOSES 2020





POSITIEF BLIJVEN IN EEN NEGATIEVE OMGEVING



Negatieve rentes en zwakke economische cijfers maken beleggen uitdagend. Volgens Global Head of Fixed Income Jim Cielinski is er echter ruimte voor positiviteit op het gebied van obligaties, een vermogenscategorie die zeer geschikt is voor alledaagse omstandigheden.

De prognose voor obligaties in 2020 is volgens ons afhankelijk van de vraag of het accommoderende beleid van de centrale banken effectief blijft en een wereldwijde recessie kan afwenden. Wij denken dat dit inderdaad kan. Zolang centrale banken geen fout maken, zouden reële evenwichtsrentes laag moeten blijven en de risicopremies voor het aanhouden van risicovollere activa moeten drukken. We verwachten een verlenging van de kredietcyclus, die bedrijfsobligaties en aandelen zou moeten steunen.

Waarderingen vlakken echter af, en met de krappe credit spreads en risicovrije rentes op zulke lage niveaus blijft er in sommige landen maar weinig ruimte over om met de dalende rentes de ruimer wordende spreads te compenseren. Kredietprijzen worden daardoor gevoelig voor schokken, die in het Amerikaanse verkiezingsjaar zeer waarschijnlijk zijn, terwijl volatiliteit kansen creëert voor actieve managers. Momenteel laten de economische cijfers voorzichtige tekenen van een ombuiging zien. Die zou in 2020 voor alledaagse economische omstandigheden kunnen zorgen, en beleggers zullen zich waarschijnlijk tevreden moeten stellen met bescheiden rendementen.

Onsamenhangende hoogte- en dieptepunten

De tweede helft van 2019 zat vol tegenstrijdigheden. Amerikaanse aandelen bereikten recordhoogten op een gezonde arbeidsmarkt. Toch bevonden veel inkoopmanagerindexen zich in verkrappend gebied en de groei van de Chinese economie was de langzaamste in 27 jaar. De Amerikaanse rentecurve sloeg op een zorgwekkende manier om. In augustus werd de breed gevolgde 2s10s-spread (het verschil tussen de rente op 10-jaars Amerikaans schatkistpapier en 2-jaars Amerikaans schatkistpapier) negatief. In het verleden was dit een voorbode van recessie.

Het is een grafiek die moeilijk te negeren valt, en het zou dapper zijn om te

beweren dat deze niet belangrijk is. Het signaal van een fragiele wereldeconomie die deze grafiek afgeeft, is juist. Toch laat dit beeld ook zien dat de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) vlot gehandeld heeft door de rentes snel te verlagen om de (te agressieve) verkrapping van 2018 te keren. Centrale banken overal ter wereld volgden de Amerikaanse draai: in het derde kwartaal van 2019, waren 56 van de 62 ente-ingrepen verlagingen, terwijl in hetzelfde kwartaal in 2018, 27 van de 31 aanpassingen een verhoging betrof.

Het rookgordijn van de handel

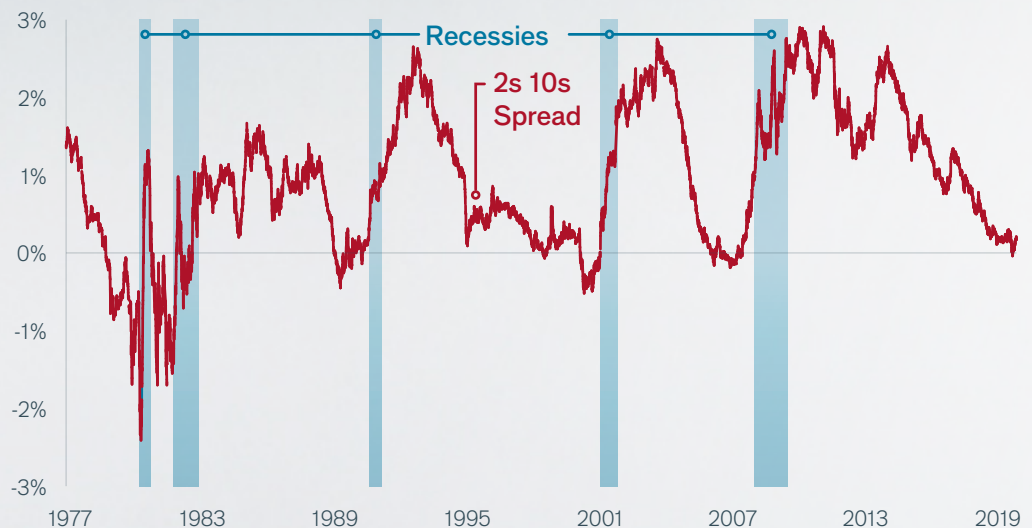
Naar onze mening was de economische zwakte in 2019 grotendeels het gevolg van de eerdere monetaire verkrapping in de twee grootste economieën ter wereld,

de VS en China. Nu beide landen hun beleid aanzienlijk versoepelen, verwachten we enig herstel. De handelsoorlog, met zijn hogere kosten en gewijzigde investeringsstromen, verergerde de wereldwijde vertraging, maar was daar niet de oorzaak van. Als de handel herstelt, maar de zwakke groei aanhoudt, dan zullen de kredietspreads waarschijnlijk verruimen en kan de handel in staatsobligaties flink oplopen. Dat zou betekenen dat de wereldwijde vertraging structureler is dan oorspronkelijk voorzien.

De consensuele rust op de markt zou verstoord kunnen worden als de werkloosheidscurve daalt. Consumptie is van cruciaal belang voor de bescherming van de Amerikaanse economie, in tegenstelling tot de zwakte

**FIGUUR 1: 10-JAARS
SCHATKISTPAPIER
CONSTANTE LOOPTIJD
MINUS 2-JAARS
SCHATKISTPAPIER
CONSTANTE LOOPTIJD**

Een negatieve 2s10s-spread was vaak een aanwijzing voor recessie; sinds 1978 trad een recessie gemiddeld 22 maanden na de omkering op.



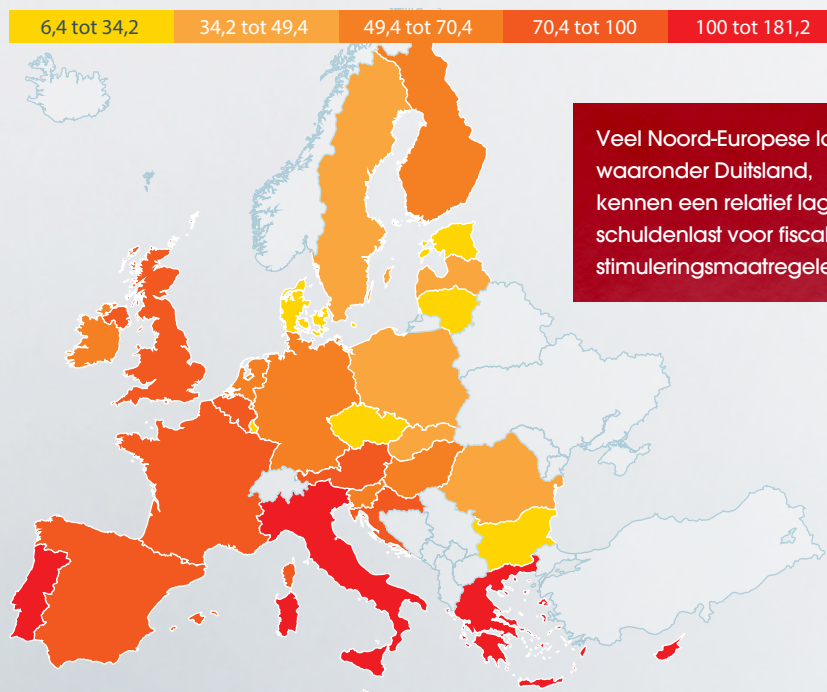
Bron: FRED Federal Reserve Bank of St Louis, 2s10s (T10Y2Y) en op NBER-gebaseerde "Recession Indicators for the United States from the Peak through the Trough" (USRECM), 31 oktober 1977 tot 31 oktober 2019.

in het op export gerichte Duitsland. De gevoeligheid van Duitsland voor broze wereldgroei betekent dat de Europese Centrale Bank (ECB) haar accommoderende beleid waarschijnlijk zal handhaven. De onbuigzame manier waarop Christine Lagarde, de nieuwe president van de ECB, de negatieve rentes verdedigt, suggereert dat zij het beleid van haar voorganger niet zal loslaten. De rente op staatsobligaties blijft hierdoor waarschijnlijk op nul hangen. We verwachten ook dat Lagarde opnieuw zal oproepen tot fiscale stimuleringsmaatregelen ter ondersteuning van het monetaire beleid van de ECB. Lage staatsschulden in Noord-Europa in een tijd van politieke onrust maakt dat deze oproepen steeds moeilijker te negeren zijn.

In China is het beleid echter minder effectief. Een reeks bankfaillissementen heeft geleid tot striktere kredietvoorwaarden, waardoor de impact van het verruimende beleid getemperd werd. Obligaties uit opkomende markten, die sterk gelinkt zijn aan China's grote vermogens, kunnen aantrekkelijker worden als het overdrachtsmechanisme van een ruimer beleid op stoom komt.

De salarisontwikkeling lijkt zijn hoogtepunt te hebben bereikt en de termijnrentes suggereren dat de inflatie in de meeste ontwikkelde markten beperkt zal blijven. Wij denken dat de consensus correct is en dat centrale banken hun inflatiedoelstellingen laag zullen houden. Waarschijnlijk zal de Fed in 2020 nog een of twee keer de rente verlagen, waarmee de federale rente dichtbij de 1,25% uitkomt. Daardoor zal

FIGUUR 2: BRUTO STAATSSCHULD ALS PERCENTAGE VAN HET BBP IN LANDEN VAN DE EUROPESE UNIE



Bron: Eurostat; uitstaande staatsschuld als een percentage van het bruto binnenlands product tegen actuele marktprijzen (code sdg_17_40). Jaarcijfer eind 2018.

de reële (na inflatie) rente nog dieper in negatief gebied wegzakken.

Nu de VS bezuinigen, zou de rentecurve steiler kunnen worden, met mogelijk welkom nieuws voor bankmarges. Voor verzekeraars en pensioenen, waarvoor het nominale niveau van de rente op staatsobligaties van belang is, zal de zoektocht naar rendement blijven aanhouden. Dit zou beleggers dieper het kredietspectrum in kunnen drijven, en verder van duration af, waardoor het risico in het systeem toeneemt.

Actief beheer

We willen in het bijzonder waarschuwen voor waarderingen. De dalende rentes zorgden in 2019 voor termijnwinsten. Omdat in veel ontwikkelde markten risicovrije rentes in basispunten gemeten worden in plaats van in procentpunten (en deze negatief zijn in delen van Europa), is dat een magere basis om rendement op te bouwen.

FIGUUR 3: WERELDWIJDE KREDIETSPREADS IN BASISPUNTEN OVER DE AFGELOPEN 10 JAAR

	INVESTMENT- GRADE- SCHULDPAPIER (G0BC)	HIGH YIELD (HW00)
HOOG	267	897
GEMID- DELD	140	519
LAAG	86	318
HUIDIG (11.11.19)	108	419

Bron: Bloomberg, ICE BofAML Global Corporate Index (G0BC), ICE BofAML Global High Yield Index (HW00), spread to worst ten opzichte van staatsobligaties, 1 basispunt = 100e van 1%, d.w.z. 0,01%. Spread to worst voor staatsobligaties is het rendementsverschil van bedrijfsobligaties ten opzichte van vergelijkbare staatsobligaties, waarbij rekening wordt gehouden met factoren zoals call-opties die het rendement lager kunnen laten uitpakken. Gegevens van 11 november 2009 tot 11 november 2019

“Een laagrentende wereld kan nominale rendementen, maar niet alle kansen tenietdoen, behalve voor degenen die zich weigeren aan te passen.”

JIM CIELINSKI
GLOBAL HEAD OF FIXED INCOME

Er zal een actievere beleggingsaanpak nodig zijn. Hiervoor moeten markten geïdentificeerd worden waar nog werkelijke rendementen bestaan en waar de beleidsrentes van centrale banken naar verwachting lager zullen uitpakken. We voorspellen nog geen wereldwijde recessie voor 2020, maar dat sluit recessies in individuele sectoren niet uit. Dit zagen we bijvoorbeeld in de energiesector in 2015, die tot een flinke verruiming van de kredietdspread in deze sector leidde.

Het baart ons zorgen dat de markt vrijwel geen onderscheid maakt tussen BBB investment-grade emittenten en BB sub-investment-grade emittenten voor wat betreft kapitaalkosten. Dit stimuleert bedrijven nauwelijks om investment-grade cijfers na te streven. Nu de kredietdspread zich vlakbij de krapste niveaus van de cyclus bevinden voor zowel investment-grade en high-yield, blijft er nog maar een kleine buffer over om beleggers te beschermen tegen een schok. En aangezien politiek de bron van recente schokken vormde, zou de Amerikaanse presidentsverkiezing een flinke horde worden.

Focus op fundamentals

Spreiding moet gehandhaafd blijven, en het vermijden van verliezen is een cruciaal belang nu de disrupatie aanhoudt. De faillissementen in 2019 zoals die van reisorganisatie Thomas Cook, waren symptomatisch voor de manier waarop technologie en veranderende consumptiepatronen de wereld nieuwe vorm geven. Kredietverstrekking aan bedrijven die er in de toekomst zullen zijn, vereist van beleggers dat ze zich aan de juiste kant van de veranderingen bevinden. Naar onze mening betekent dit dat er niet alleen aandacht aan traditionele cijfers moet worden besteed maar ook aan wat voor toekomstige beleggers en consumenten belangrijk zal zijn, zoals meer oog voor milieu-, maatschappelijke en governance (ESG)-factoren.

Hoewel het wanbetalingsrisico door de lage reële rendementen afneemt, zien we dat er minder minst wordt gemaakt op herfinanciering, vooral in Europa. Om hun schuld te financieren moeten bedrijven die geld lenen een steeds groter beroep op cashflow doen in plaats van op financiële instrumenten. In de VS ligt het rendement op aandelen lager dan de kosten ervan. Dit zal bedrijven blijven aanmoedigen aandelen terug te kopen in plaats van kapitaalinvesteringen te doen. Obligatiebeleggers moeten goed in de gaten houden of de kredietopbrengsten gebruikt worden voor obligatiehoudervriendelijke doelstellingen of dat ze negatief zullen uitpakken voor de balans.

Geen recidivisten

De zoektocht naar rendement dwingt beleggers alle vastrentende producten te overwegen. Dat kan ervoor zorgen dat de belangstelling voor door activa en hypotheek gedekte effecten toeneemt. Excessieve hypotheekschulden lagen ten grondslag aan de grote financiële crisis, maar het is niet gebruikelijk dat een sector zo snel dezelfde fout begaat. Het niveau van Amerikaanse hypotheek ligt nog lang niet op het hoogste schuldenniveau van deze cyclus. Dit is echter niet het geval voor bedrijfskredieten.

De wereldeconomie bevindt zich in een kritiek stadium. Beleggers zouden zich niet te vast moeten leggen en signalen goed in de gaten moeten houden. Arbeidsmarkten en inkomens zijn duidelijke indicatoren voor recessies, en geopolitiek en sentimentverschuivingen zullen waarschijnlijk voor marktverstoring zorgen. Zelfs bij lage rendementen blijven staatsobligaties uit ontwikkelde markten diversificatie bieden ten opzichte van aandelen. Kredietgevoelige sectoren zoals high yield-obligaties kunnen echter kwetsbaar zijn bij een aandelencorrectie. Een laagrentende wereld kan nominale rendementen maar niet alle kansen tenietdoen, behalve voor degenen die zich weigeren aan te passen aan de nieuwe orde.

LEES MEER

DE SERIE MARKT GPS: BELEGGINGSVOORUITZICHTEN
BEVAT ARTIKELN VAN DE MANAGERS VAN
ONZE AANDELEN-, OBLIGATIE-, EN ALTERNATIEVE
BELEGGINGEN-TEAMS, NAAST EEN SAMENVATTING.

Bekijk de volledige Markt GPS:
Beleggingsvooruitzichten 2020 op
[JanusHenderson.com](https://www.janus-henderson.com)

Bij Janus Henderson bespreken en bediscussiëren
onze beleggingsteams hun visie regelmatig.
Het staat ze echter vrij hun eigen mening
te vormen over de kansen en risico's op de
markt. Het commentaar van individuele
portefeuillebeheerders dat u in het deel Inzichten
op de website van Janus Henderson vindt, maakt
deel uit van onze *Knowledge. Shared.* aanpak.



De beschreven meningen zijn die van het moment van publicatie. Ze zijn alleen bedoeld ter informatie en mogen niet worden gebruikt of opgevat als beleggings-, juridisch of fiscaal advies of als een aanbod of verzoek om een effect te verkopen of te kopen, of als een aanbeveling om een effect te kopen, te verkopen of aan te houden of om een beleggingsstrategie of marktsector te volgen. Niets in dit materiaal geldt als een directe of indirecte verlening van beleggingsbeheerdiensten die specifiek zijn gericht op de wensen van klanten. Mening en voorbeelden zijn bedoeld ter illustratie van algemene thema's, zijn geen indicatie van handelsintenties, en zijn altijd onderhevig aan wijziging door veranderingen op de markt of van economische omstandigheden. Het materiaal is niet bedoeld om te aan te geven of impliceren dat de genoemde voorbeelden op dit moment zijn opgenomen in een portefeuille of dat ooit zijn geweest. Prognoses vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. We garanderen niet dat de informatie volledig of tijdig is, en bieden geen garantie voor het resultaat op basis van het gebruik hiervan. Janus Henderson Investors heeft voldoende vertrouwen in de juistheid en volledigheid van alle openbaar beschikbare informatie voor het opstellen van dit document. Prestaties uit het verleden vormen geen garantie voor toekomstige resultaten. Beleggen brengt risico's met zich mee zoals het verlies van het hoofdkapitaal of waardeschommelingen.

Niet alle producten of diensten zijn beschikbaar in alle jurisdicties. De distributie van dit materiaal of van de informatie daarin kan worden beperkt door wetgeving en mag niet worden gebruikt in jurisdicties of onder omstandigheden waarin het gebruik illegaal is. De inhoud van dit materiaal is niet goedgekeurd door een toezichthouder. Janus Henderson is niet verantwoordelijk voor een eventuele onrechtmatige, volledige of gedeeltelijke, distributie van dit materiaal aan derde partijen of voor informatie die op basis van dit materiaal werd samengesteld.

Dit materiaal mag, geheel of gedeeltelijk in welke vorm dan ook, niet worden gereproduceerd en er mag niet naar worden verwezen in andere publicaties zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming. Wij behouden ons het recht voor telefoongesprekken op te nemen voor onze wederzijdse bescherming, om onze klantenservice te verbeteren en voor regelgevingsdoeleinden voor registratie.

Uitgegeven in Europa door Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors is de naam waaronder beleggingsproducten en -diensten worden geleverd door Janus Capital International Limited (reg. nr. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. nr. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. nr. 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. nr. 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. nr. 2606646), (allen geregistreerd in Engeland en Wales te 201 Bishopsgate, Londen EC2M 3AE en gereguleerd door de Financial Conduct Authority) en Henderson Management S.A. (reg. nr. B22848 te 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburg en gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier). Adviesdiensten in de VS worden geleverd door beleggingsadviseurs die zijn geregistreerd bij de SEC en een dochteronderneming zijn van Janus Henderson Group plc. In **Canada** worden door Janus Capital Management LLC alleen in bepaalde jurisdicties producten en diensten aangeboden aan institutionele beleggers.

Uitgegeven in (a) **Singapore** door Henderson Global Investors (Singapore) Limited, toegestaan en gereguleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited Company registratienr. 199700782N, uitsluitend voor gebruik door institutionele beleggers zoals gedefinieerd in Sectie 4A van de Securities and Futures

Act, Singapore. Deze advertentie of publicatie werd niet gecontroleerd door de Monetaire Autoriteit van Singapore. (b) **Hong Kong** door Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, toegestaan en gereguleerd door de Securities and Futures Commission, (c) **Taiwan** R.O.C door Janus Henderson Investors Taiwan Limited, toegestaan en gereguleerd door de Financial Supervisory Commission R.O.C. Onafhankelijk geëxploiteerd door Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefoon: (02) 8101-1001. Goedgekeurd SICE-vergunningsnummer 023, in 2018 afgegeven door de Financial Supervisory Commission, (d) **Zuid-Korea** door Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Zuid-Korea wordt dit materiaal uitsluitend uitgegeven voor gebruik door de ontvanger die bij ontvangst van dit materiaal garandeert dat hij/zij een gekwalificeerde professionele belegger is, (e) **Japan** door Janus Henderson Investors (Japan) Limited, gereguleerd door de Financial Services Agency en geregistreerd als een firma in financiële instrumenten dat beleggingsbeheer en beleggingsadvies biedt en optreedt als agentschap en dat Type II zakelijke dienstverlening op het gebied van financiële instrumenten aanbiedt, (f) **Australië en Nieuw-Zeeland** door Janus Henderson Investors (Australië) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) en (g) het **Midden-Oosten** door Janus Capital International Limited, gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als een vertegenwoordigend kantoor. In het Midden-Oosten worden geen transacties afgesloten en bij vragen kunt u zich wenden tot Janus Henderson.

Voor andere landen/regio's in APAC: Dit materiaal is uitsluitend bedoeld ter informatie en mag niet worden verspreid aan andere personen of opnieuw gedistribueerd worden. Dit materiaal is uitsluitend uitgegeven voor institutionele beleggers (of professionele/gekwalificeerde beleggers indien een dergelijke kwalificatie van toepassing is in lokale wetgeving).

Opmerking voor lezers in China (PRC), Afrika en Colombia: Janus Henderson is (a) niet vergunninghoudend, geautoriseerd of geregistreerd door de Chinese Commissie voor effectenregulering voor beleggingsbeheer of beleggingsadviesdiensten of anderszins goedgekeurd door Chinese toezichthouders voor het verlenen beleggingsbeheerdiensten of beleggingsadviesdiensten in de Volksrepubliek China (de "PRC") (hieronder vallen, voor dit doel, niet de speciale administratieve regio's Hongkong, Macau of Taiwan). Janus Henderson Investors doet geen uitspraken over en geeft geen garanties dat het in overeenstemming is, of ooit zal zijn, met Chinese wetgeving. Dit document en de informatie daarin zijn alleen beschikbaar voor doelgericht geselecteerde institutionele beleggers in de PRC, (b) mogen in Zuid-Afrika niet gebruikt worden voor marketingdoeleinden en (c) mogen niet gebruikt worden voor het op de markt brengen van diensten en/of producten in Colombia of aangeboden worden aan inwoners van Colombia tenzij deze promotie en marketing in overeenstemming zijn met de toepasselijke regels en wetgeving.

Uitsluitend voor gebruik door professionele en institutionele beleggers. Dit materiaal mag niet worden gereproduceerd of gedistribueerd worden aan andere personen dan de ontvanger.

Buiten de VS: Uitsluitend bedoeld voor institutionele en professionele beleggers, gekwalificeerde distributeurs, zakelijke beleggers en zakelijke klanten, zoals gedefinieerd voor de van toepassing zijnde jurisdictie. **Niet voor openbare publicatie of distributie.**

Janus Henderson, Janus, Henderson, en Knowledge. Shared en Knowledge Labs zijn handelsmerken van Janus Henderson Group plc of een van diens dochterondernemingen. © Janus Henderson Group plc.