

Investment update

Achmea Investment Management

Actief beheer staatsobligaties biedt volop kansen!

De afgelopen paar jaar is de volatiliteit op de obligatiemarkten weer behoorlijk toegenomen. Jarenlang werd de markt verstoord door grote opkoopprogramma's van de centrale banken en negatieve rentes waardoor de beweging in de markt beperkt was. Vervolgens speelden extreme gebeurtenissen zoals corona en de energiecrisis een grote rol in de beweging van de rente. Nu de marktomstandigheden enigszins normaler zijn geworden biedt het actieve beheer van staatsobligatieportefeuilles meer mogelijkheden om extra rendement toe te voegen.

Volatiliteit in de markt is terug

Sinds de centrale banken gestopt zijn met het opkopen van obligaties, moeten alle nieuwe uitgiftes door de markt worden opgevangen. Daarnaast is het monetair beleid weer geheel afhankelijk van de ontwikkelingen op het gebied van economie en inflatie zonder verstoringen door corona of extreme energieprijzen. Deze factoren leiden tot een toegenomen volatiliteit en inefficiënties op de markt, zeker nu ook president Trump de markten bijna dagelijks opschrikt met berichten over importtarieven, vervanging van Powell of andere geopolitieke zaken. Beleggers moeten continue hun verwachtingen aanpassen aan de nieuwe ontwikkelingen en daarom schiet de markt regelmatig te ver door naar boven of beneden. Juist deze bewegingen bieden kansen voor de actieve belegger. Door middel van een consistente beleggingsanalyse en flexibel gebruik van diverse performedrijvers kan er door de waan van dag heen gekeken worden en waarde worden toegevoegd.

Perfomedrijvers

Bij het actief beheer van staatsobligatieportefeuilles onderscheiden we 5 verschillende bronnen om rendement toe te voegen:

- **Duratie:** positionering in risicovrije rente
- **Curve:** relatieve positionering op looptijdensegmenten van de rentecurves
- **Landen:** relatieve positionering in obligatiemarkten van landen
- **Allocatie:** positionering in (sub)asset classes zoals overheidsgerelateerde obligaties en swaps
- **Selectie:** keuze van individuele obligatie

AUTEURS



Rob Dekker
Senior Portfolio Manager
Fixed Income

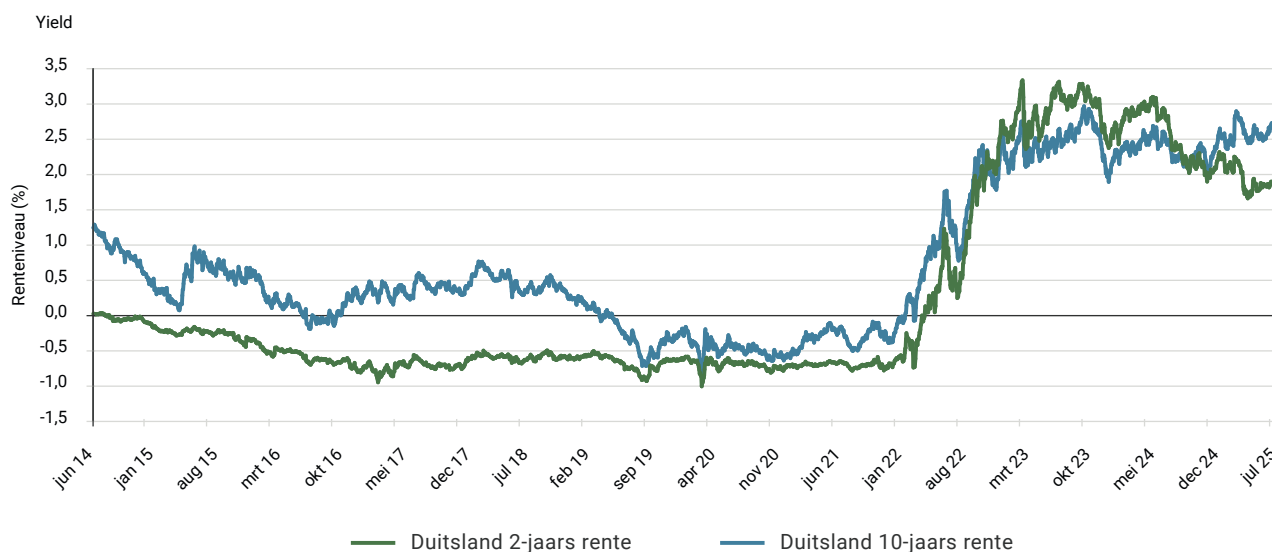


Jeroen Tange
Portfolio Manager
Staatsobligaties

"For the investor who knows what he is doing, volatility creates opportunity"
- John Train



Figuur 1: Ontwikkeling Duitse 2-jaars en 10-jaars staatsobligatierentes



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Om een stabiele outperformance te genereren is het belangrijk om door de tijd heen gebruik te maken van alle performancedrivers en niet te veel focus te leggen op bijvoorbeeld alleen duratie. Er zijn namelijk regelmatig periodes waarin de rente weinig richting laat zien. In bovenstaande grafiek is duidelijk te zien dat de Duitse 2-jaars rente (groene lijn) in 2014 negatief werd en vervolgens jarenlang weinig beweging liet zien.

Ook de 10-jaars Duitse rente (blauwe lijn) is tussen 2019 en 2021 beperkt bewogen wat de mogelijkheden op het gebied van duratie en curve verminderde. In de huidige markt zien we juist wel weer de nodige volatiliteit in de rente en ook de curve laat significante bewegingen zien. Zo is 2-jaars rente dit jaar gedaald terwijl langlopende rentes juist zijn gestegen. Een duidelijke keuze voor een bepaald looptijdsegment kan dus momenteel een groot verschil maken.

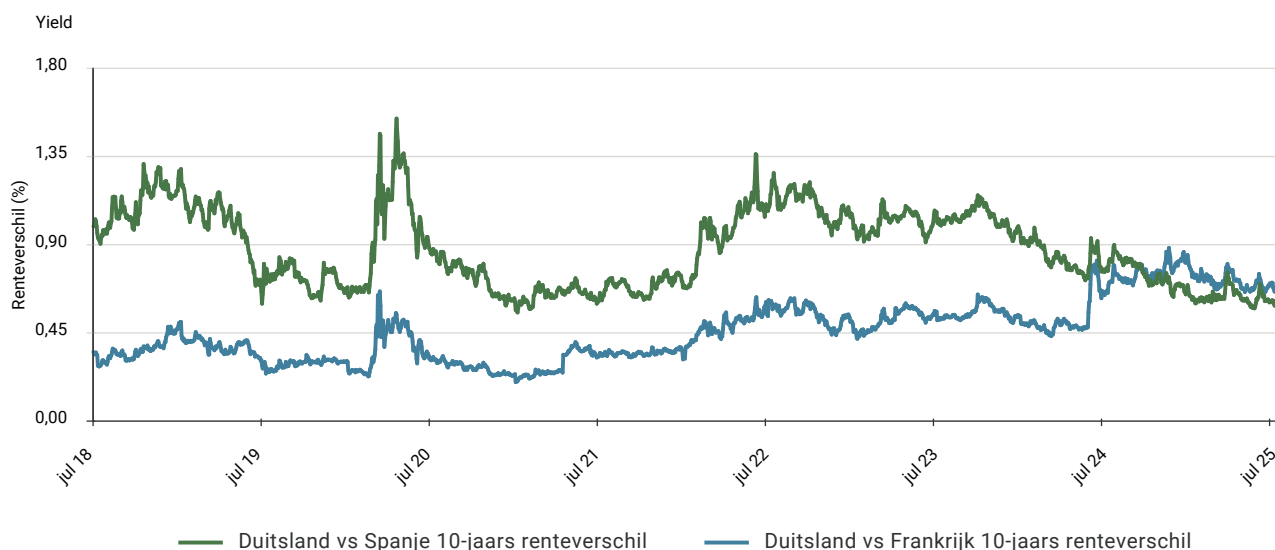
Landenspreads afhankelijk van fiscale situatie

Op het gebied van landen zijn er meerdere interessante ontwikkelingen en zijn er de afgelopen jaren volop mogelijkheden geweest voor de actieve belegger. De coronacrisis in 2020 en oplopende inflatie in 2021/2022 leidden tot grote bewegingen in landenspreads. Waar in deze jaren landenspreads vaak gelijktijdig omhooggingen (in risk-off situaties) of omlaag (door risk-on of ECB aankopen) zien we nu verschillen in landenspreads

ontstaan op basis van de fundamentele ontwikkelingen in een land. Economische groei, de grootte van de schuld, het jaarlijks overheidstekort en niet in de laatste plaats de politieke situatie zijn weer belangrijke factoren die de spread van een land beïnvloeden. De obligatiemarkt heeft hiermee zijn functie als scherprechter voor een deel weer terug; landen die de schulden te ver uit de pas laten lopen, moeten beleggers een hogere rentevergoeding betalen. Zeker in de jaren dat de ECB alle obligaties opkocht, was deze stok achter de deur zo goed als verdwenen. In de grafiek op de volgende pagina zien we een actueel voorbeeld hoe de fundamentele ontwikkeling van een land ook zichtbaar is in de rente die een land betaalt.

Het renteverskil (spread) tussen de 10-jaars Franse rente en de 10-jaars Duitse rente (blauwe lijn) is geleidelijk aan opgelopen terwijl de Spaanse 10-jaars rente versus Duitsland (groene lijn) juist een daling laat zien. Dit weerspiegelt ook de verschillen tussen beide landen; Spanje heeft onder andere een hogere economische groei waardoor de schuld/bbp-ratio de laatste jaren is gedaald richting de 100%. In Frankrijk is de schuld ratio juist opgelopen door het te hoge begrotingstekort van de afgelopen jaren. Inmiddels is de rente die Spanje moet betalen dan ook lager dan die van Frankrijk. De actieve belegger die een duidelijke visie heeft op de ontwikkelingen in beide landen kan van deze beweging profiteren.

Figuur 2: Ontwikkeling renteverval Duitsland/Spanje en Duitsland/Frankrijk



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Allocatie naar overheidsgerelateerde obligaties en swaps

Een andere mogelijkheid om waarde toe te voegen aan de staatsobligatieportefeuille is om tijdelijk staatsobligaties om te ruilen naar overheid gerelateerde obligaties zoals de Europese Unie (EU) of de KfW. Deze obligaties hebben wel een sterke link met staatsobligaties maar toch net een andere dynamiek. Zo bewegen deze meer mee met de swaprente dan met de Duitse rente en daarnaast speelt de uitgifte van nieuwe obligaties hier een grote rol. Zeker nu de EU steeds meer op Europees niveau wil gaan financieren, ontstaan er genoeg mogelijkheden om gebruik te maken van de spread bewegingen tussen beide categorieën.

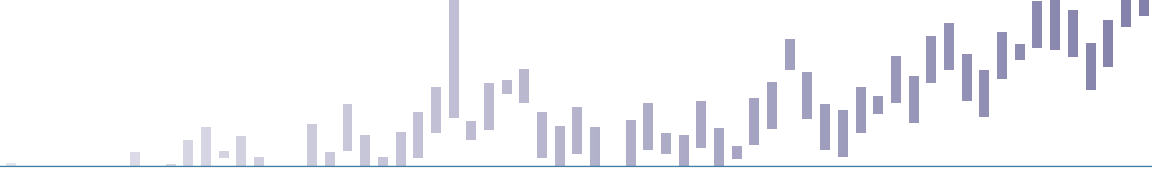
Selecteren van de goedkoopste obligatie

Nu de ECB niets meer koopt en de markt alle nieuwe uitgiftes zelf moet opvangen, zien we ook weer grotere verschillen ontstaan tussen obligaties met nagenoeg dezelfde risicokarakteristieken. Een bottom-up selectieproces kan dus ook extra rendement toe voegen zonder het risico in de portefeuille te verhogen. Om de goedkoopste obligaties te selecteren monitoren wij alle staatsobligaties en vergelijken wij deze met een theoretische curve, met de swapcurve en de vergelijkbare Duitse obligatie. Op deze manier wordt snel zichtbaar welke obligaties het aantrekkelijkst zijn. In de tabel hieronder is bijvoorbeeld goed te zien dat de Italiaanse obligatie met een looptijd tot juli 2029 een hogere yield (2,41%) geeft dan zowel de iets kortere als de iets langer lopende omliggende obligaties.

Tabel 1: Overzicht van kortlopende Italiaanse staatsobligaties (BTPS) met kerncijfers yield, duratie, roll-down en spread ten opzichte van Duitse Staatsobligaties (DBR)

Bond ID	Green	Maturity	TTM	Maturity Bucket	Yield	Mod. Dur	Model_Yield	1Y Roll	RV	Swap spread	Nearest Bond ID	Bond spread
BTPS2.800DEC28		2028-12-01	3.37	3-5	2.20	3.19	2.23	18.83	-3.48	6.81	DBR0NOV28	28.65
BTPS4.100FEB29		2029-02-01	3.54	3-5	2.32	3.23	2.27	19.40	4.91	18.34	DBR 2500FEB29	38.08
BTPS.4500FEB29		2029-02-15	3.58	3-5	2.27	3.50	2.27	19.52	-0.46	13.29	DBR 2500FEB29	33.50
BTPS2.800JUN29		2029-06-15	3.90	3-5	2.36	3.67	2.34	20.32	1.73	18.22	DBR0AUG29	36.24
BTPS3.350JUL29		2029-07-01	3.95	3-5	2.41	3.68	2.35	20.40	6.21	23.00	DBR0AUG29	41.65
BTPS3.000AUG29		2029-08-01	4.03	3-5	2.35	3.73	2.37	20.55	-1.69	17.70	DBR0AUG29	35.54
BTPS5.25NOV29		2029-11-01	4.28	3-5	2.36	3.83	2.42	20.88	-5.98	15.61	DBR2.100NOV29	29.77

Bron: Bloomberg, Achmea IM

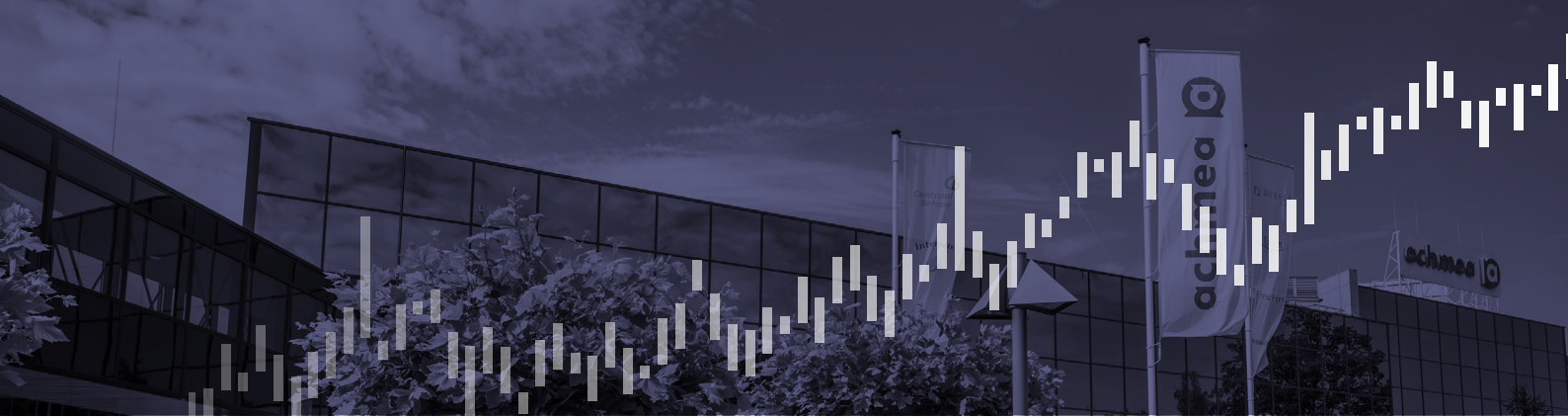


Stabiele outperformance met lage tracking error

Door flexibel om te gaan met alle performance drijvers kan er over langere periode een stabiele outperformance worden behaald. Op sommige momenten zijn de mogelijkheden voor bijvoorbeeld duratie posities beperkter maar bieden landenspreads of een allocatie naar een andere categorie juist meer kansen. In de huidige markten zien wij op alle onderdelen genoeg volatiliteit om rendement toe te voegen. Door te diversificeren over de verschillende performancedrivers kan er met relatief kleine posities genoeg extra rendement worden behaald. Op deze manier kan de portefeuille actief worden beheerd met een relatief lage tracking error ten opzichte van de benchmark.

De constante druk van nieuwe uitgiftes die door de markt moet worden opgevangen leidt tot inefficiënties waar de actieve belegger van kan profiteren. Ook de macro economische ontwikkelingen leiden vaak tot een overreactie. Daarnaast spelen er continue diverse thema's in de markt zoals verkiezingen of nieuwe pensioenwetgeving die voor korte of langere termijn invloed hebben op de markt.

Met een duidelijke visie op het gebied van groei en inflatie, de fundamentele ontwikkelingen van landen en een sterke focus op het selecteren van de juiste obligatie zijn er dus kansen genoeg voor de actieve obligatiebelegger!



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, impactbeleggen, maatschappelijk verantwoord beleggen, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94. Of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door:

Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.