

Publicatiedatum: 14 april 2015

Update Rentevisie

Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

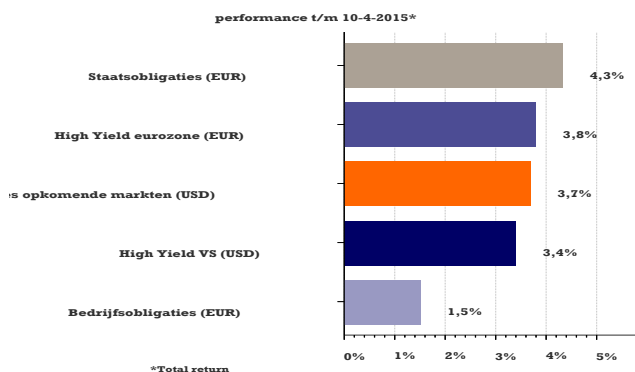
Na een voor obligatiebeleggers heel goed 2014 zijn de eerste maanden van dit jaar ook verrassend goed. Wereldwijd hebben veel centrale banken de geldkraan verder opengedraaid, met historisch lage rentes als gevolg. In een aantal gevallen is zelfs sprake van een negatief effectief rendement op staatsobligaties. Na tegenvallende economische cijfers in de VS in het eerste kwartaal lijkt de centrale bank van de VS, de 'Fed', het moment van haar eerste renteverhoging sinds 2006 verder voor zich uit te schuiven. Wat betekent dit voor obligatiebeleggers?

Een matige economische groei, in combinatie met deflatie in de eurozone, heeft de Europese Centrale Bank (ECB) eind januari doen besluiten om de lang verwachte 'kwantitatieve verruiming' (quantitative easing, QE) aan te kondigen. Tussen maart dit jaar en tot minstens september 2016 koopt de ECB maandelijks voor €60 mrd. aan (staats)obligaties op. In totaal gaat het dus om een bedrag van 1140 miljard euro. Hiermee komt de omvang van de balans van de ECB weer op het niveau van begin 2012, ongeveer €3000 mrd. De inflatie in de eurozone bedroeg in maart -0,1% op jaarbasis. De ECB tracht met de lage beleidsrente ('refirate' van 0,05%), de negatieve depositorente (-0,2), de langetermijn-herfinancieringsprogramma's (TLTRO's) en dus nu dan ook de QE de inflatie in de eurozone richting de doelstelling van iets minder dan 2% te krijgen.

Meer stimulering door centrale banken

Niet alleen de ECB maar ook andere centrale banken hebben in het eerste kwartaal verdere monetaire stimulering aangekondigd. Wereldwijd zijn er sinds begin dit jaar al meer dan twintig stimulerende maatregelen genomen door centrale banken om de afnemende inflatie, of deflatie, tegen te gaan. De belangrijkste oorzaak van de afnemende inflatie is de dalende olieprijs. Deze is sinds juni vorig jaar met zo'n 50% gedaald als gevolg van de te grote productie ten opzichte van de vraag. Voor landen die in belangrijke mate afhankelijk zijn van olie-export, zoals Venezuela en Rusland, is dit een grote tegenvaller. Voor olie-importerende landen en -regio's, zoals India, China en de eurozone, heeft het juist een positief effect op de economische groei. Immers, door lagere energiekosten kunnen consumenten meer uitgeven aan andere zaken. Vooral in de eurozone zien we hiervan nu al de positieve effecten.

Behaalde rendementen per categorie (2015 t/m 10 april)



De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met service fee. Deze service fee moet in mindering worden gebracht op het rendement. Bron: Thomson Reuters Datastream, 10 april 2015

High Yield VS (USD): BofA ML HY Master II Index, High Yield eurozone: BofA ML euro high yield, obligaties opkomende markten: J.P. Morgan EMBI Global Div. Composite (USD), bedrijfsobligaties: Citigroup EUROBIG Corporate Index, staatsobligaties: Citigroup EMU GBI All Maturities Index (EUR).

Sterkere dollar en lage olieprijs drukken rente VS

Naast alle aangekondigde stimuleringsmaatregelen en de dalende olieprijs viel nog iets op. De Amerikaanse dollar, afgelezen aan de DXY, een toonaangevende dollarindex, is in het eerste kwartaal ruim 8% in waarde gestegen ten opzichte van een mandje wereldwijd gespreide valuta's. Beleggers reageerden hiermee op de monetaire stimuleringsmaatregelen door centrale banken. Maar ook anticipeerden zij zodoende op een aanstaande renteverhoging door de Fed. De duurdere dollar resulteerde in de VS in het eerste kwartaal in economische tegenwind doordat Amerikaanse producten op de exportmarkten duurder werden (of minder opbrachten in dollars gerekend). Mede door de lagere olieprijs, die negatief uitwerkte op de Amerikaanse energiesector, heeft dit geleid tot merendeels tegenvallende economische cijfers. In veel gevallen kwamen cijfers over de Amerikaanse economie, zoals de winkerverkopen en orders voor duurzame goederen, lager uit dan werd verwacht. Alleen de arbeidsmarkt toonde een verder herstel. Maar ook daar vielen de cijfers over de maand maart tegen ten opzichte van de verwachting. Dit betekent niet automatisch het einde van de groei van de Amerikaanse economie maar geeft wel aan dat de verwachtingen te hoog gespannen waren (of nog zijn) en dat het groeimomentum iets is verzwakt.

Amerikaanse 10-jaarsrente naar 2,5% eind 2015?

Het gevolg is wel dat de verwachtingen voor het moment van de eerste verhoging van de beleidsrente door de Fed, de eerste sinds juni 2006, naar achteren zijn geschoven. In onze Rentevisie 2015 gaven we al aan dat dit niet voor het derde kwartaal zou gaan gebeuren en daar ziet het nog steeds naar uit. Als gevolg van de tegenvallende economische cijfers en de lage inflatie (0% in februari), is de Amerikaanse 10-jaarsrente sinds het begin van 2015 met 28 basispunten ('0,28%') gedaald naar 1,89%. Toch verwachten we dat de Amerikaanse economie verder zal herstellen en dit jaar met ongeveer 3% zal groeien. De inflatie zal naar verwachting wel laag blijven (door de lagere olieprijs) en aan het einde van dit jaar uitkomen op ongeveer 0,3% op jaarbasis. Bovendien zullen, naarmate de effectieve rendementen op veilige staatsobligaties van andere landen verder dalen of laag blijven, naar verwachting steeds meer beleggers hun heil zoeken in Amerikaanse staatsobligaties. Tegen deze achtergrond verwachten we dat de Amerikaanse 10-jaarsrente kan oplopen naar ongeveer 2,5% aan het einde van dit jaar. Dat is dus iets lager dan onze eerdere schatting van iets onder de 3% in Rentevisie 2015. Dit betekent wel dat de koersen van langlopende Amerikaanse staatsobligaties onder druk komen.

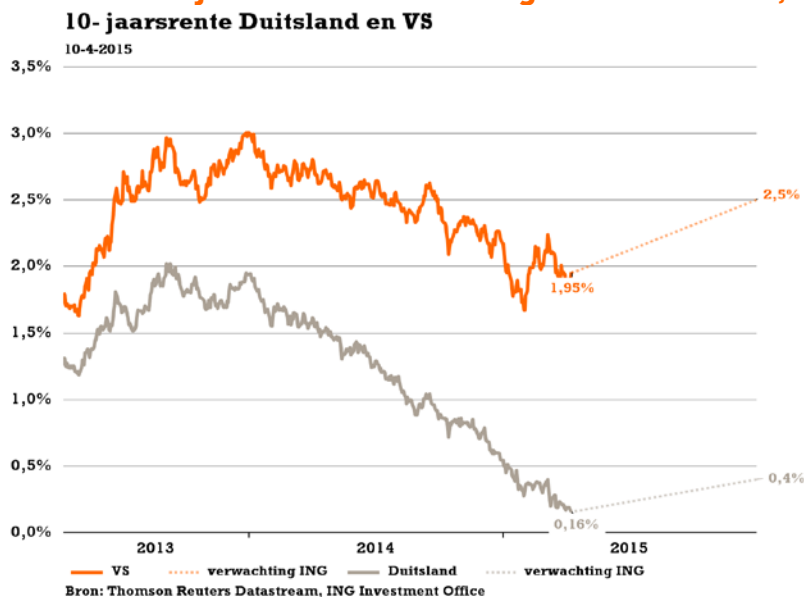
ECB haalt 'bazooka' te voorschijn

Op 22 januari kondigde de ECB haar onconventionele opkoopprogramma (de 'bazooka') aan. Zoals gezegd, koopt de ECB sinds maart maandelijks voor €60 mrd. aan (staats)obligaties op. Als argument stelt de ECB (kort gezegd) dat het rentebeleid als instrument 'bot' is. De rente staat immers al praktisch op 0% zonder dat gewenste stijging van de inflatie (en groei) heeft plaatsgevonden. Daarom zijn er volgens de ECB andere maatregelen noodzakelijk zijn om de inflatie in de eurozone op te stuwen richting de gewenste 2%. Vandaar QE. Het opkopen van staatsobligaties heeft ervoor gezorgd dat de rentes op staatsobligaties van eurolanden verder zijn gedaald. Zo is de Duitse 10-jaarsrente sinds het begin van dit jaar met 40 basispunten gedaald tot het historisch lage niveau van 0,14%. De Nederlandse 10-jaarsrente daalde naar 0,3%. Alle rentes daalden, met uitzondering van de Griekse staatsobligaties. Die maken nog geen deel uit van het opkoopprogramma en de politieke spanningen leidden juist tot koersdruk bij Griekse obligaties en dus hogere effectieve rendementen. De actie van de ECB heeft Europese obligatiebeleggers tot nu toe geen windeieren gelegd. De Citigroup EMU GBI Index, onze benchmark voor staatsobligaties, heeft dit jaar een rendement gemaakt van ruim 4%. Dat is meer dan we voor het hele jaar 2015 hadden verwacht. Onder andere de lage inflatie in de eurozone en het opkoopprogramma van de ECB hebben ervoor gezorgd dat inmiddels zo'n 35% van de uitstaande staatsobligaties uit de eurozone een negatieve effectieve rente hebben. Zo hebben Duitse en Finse staatsobligaties met een looptijd tot 7 jaar een negatief rendement. Maar niet alleen de rentes op staatsobligaties van 'kernlanden' van de eurozone (zoals Duitsland, Finland en Nederland) zijn gedaald. Ook die van eurolanden uit de 'periferie' (zoals Spanje en Italië). Hierdoor zijn de rentverschillen, zoals we al verwachtten, verder afgenomen.

Rente eurozone blijft nog lang laag

Als gevolg van het opkoopprogramma van de ECB zullen de rentes in de eurozone naar verwachting nog langere tijd laag blijven. Wel kan er wat opwaartse druk ontstaan als de Amerikaanse rentes iets oplopen. Beleggers zullen er dan namelijk wat sneller voor kiezen om de laagrentende staatsobligaties uit de eurozone om te ruilen voor Amerikaanse staatsobligaties met een hogere rente. We verwachten dat de marktrente (het 'effectief rendement') op de Europese staatsobligatiebenchmark (de Duitse 10-jaarsrente) oploopt van de huidige 0,14% naar ongeveer 0,4% aan het einde van 2015. Dit is een forse neerwaartse bijstelling van de 1,25% die we nog verwachtten in onze vorige Rentevisie. Door de opkoopactie van de ECB zou de Duitse 10-jaarsrente tussentijds mogelijk zelfs nog even onder de 0% kunnen komen. Ondanks de iets verder aantrekkende groei (ongeveer 1,5%) zal de inflatie maar net positief worden. We verwachten dat deze in december zal zijn opgelopen tot 0,1% (jaar op jaar) van de huidige -0,1%. Ook zullen de rentverschillen binnen de eurozone door het opkoopprogramma van de ECB verder afnemen. Tegen deze achtergrond hanteren we in de beleggingsstrategieën van ING een onderwogen positie in staatsobligaties. Daarbinnen hebben we een voorkeur voor staatsobligaties uit de periferie van de eurozone.

Verwachte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland, VS per eind 2015



10-jaarsrente VS

10-jaarsrente Duitsland

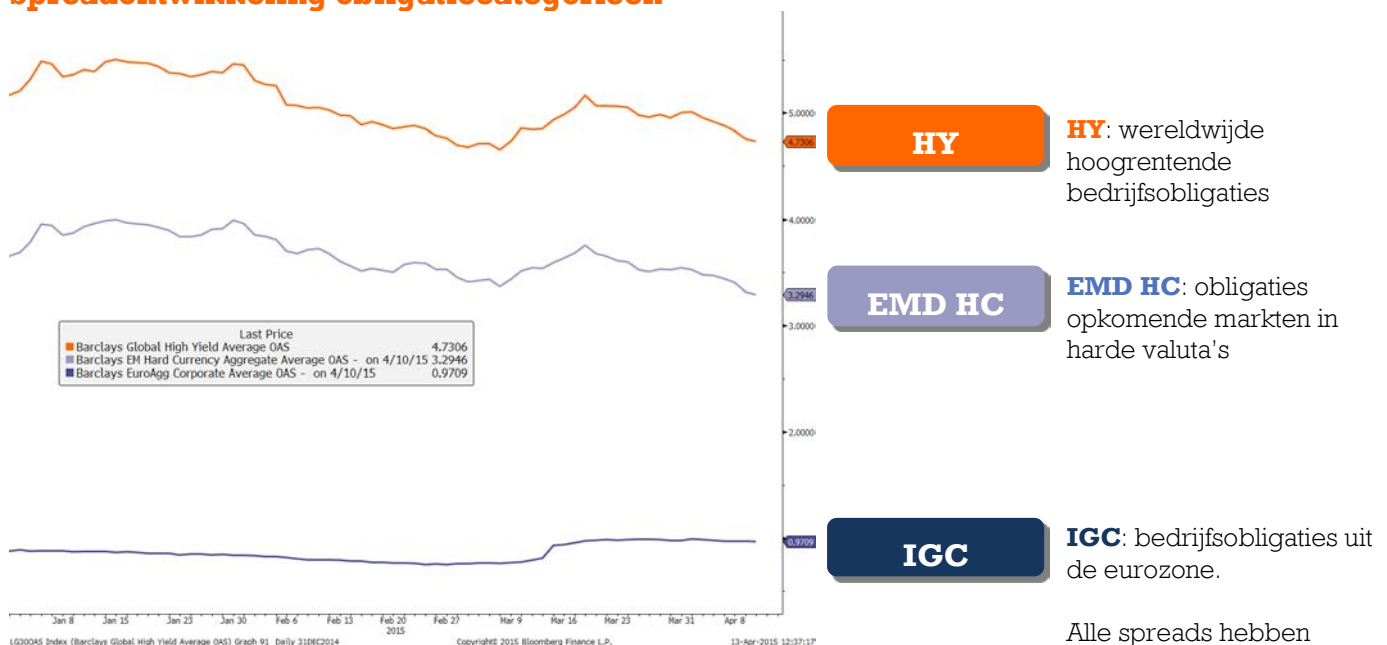
De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een servicefee. Deze komen ten laste van het rendement.

Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office (verwachting), 10 april 2015.

Investment grade credits: QE is stuwende kracht

De overeenkomsten tussen het eerste kwartaal van 2015 en dat van vorig jaar zijn talrijk. Ook toen zorgde de dalende kapitaalmarktrente voor een sterke performance van eersteklas bedrijfsobligaties (investment grade credits, IGC). Door die daling houdt de 'jacht op inkomsten' (dus op beleggingen die rente of dividend opleveren) door beleggers ook aan op het gebied van investment-grade credits. Het grote verschil met vorig jaar is dat de risico-opslag in de marktrente ('spread') nauwelijks is gedaald als gevolg van het grote aantal nieuwe bedrijfsobligaties dat op de markt is gekomen. Bedrijven profiteren van de huidige lage rente door op deze lage niveaus hun schulden te (her)financieren. Ondanks de sterke toename van het aantal obligaties lijken de kenmerken en omstandigheden (de 'fundamentals') van deze beleggingscategorie nog gezond. Wel vinden we op dit moment hoogrentende bedrijfsobligaties (high-yieldobligaties, HY) aantrekkelijker vanwege het hogere effectieve rendement en de lagere rentegevoeligheid (duratie). Daarom hebben we in januari de weging van IGC verlaagd van overwogen naar neutraal ten gunste van HY (verhoogd naar overwogen).

Spreadontwikkeling obligatiecategorieën



HY

HY: wereldwijde hoogrentende bedrijfsobligaties

EMD HC

EMD HC: obligaties opkomende markten in harde valuta's

IGC

IGC: bedrijfsobligaties uit de eurozone.

Alle spreads hebben betrekking op Barclays' obligatie-indices. Bron: Bloomberg, 13 april 2015.

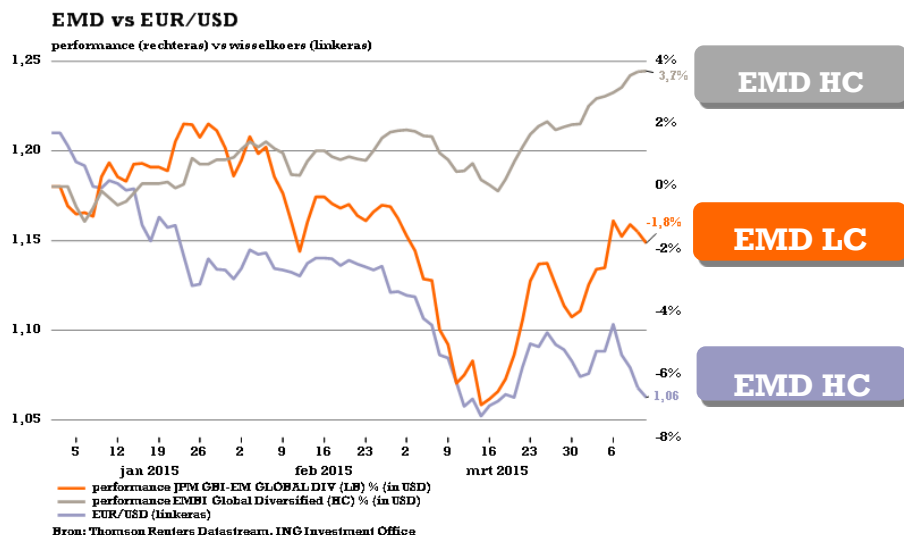
High-yieldobligaties: lage olieprijs drukt koersen

Ook in het eerste kwartaal van 2015 zorgde de verder gedaalde olieprijs voor grote verschillen in rendement tussen Europese en Amerikaanse high-yieldobligaties (HY). Sinds de daling van de olieprijs - vorig jaar juni noteerde deze nog bijna \$100 tegen \$52 dollar nu (WTI), liggen vooral de koersen van Amerikaanse high-yieldobligaties uit de energiesector onder druk. De wereldwijde HY-index bestaat voor ongeveer 70% uit Amerikaanse high-yieldobligaties, 25% uit Europese leningen en het overige deel uit obligaties uit de rest van de wereld. De sector energie maakt ongeveer voor 10% deel uit van de wereldwijde HY-index. Binnen het Amerikaanse deel is de weging van de sector energie ongeveer 15%. Vandaar dat de beweging van de olieprijs van grote invloed is op de HY obligatiemarkt. Nu de olieprijs iets lijkt te stabiliseren, dalen ook de spreads op de HY-obligaties uit de Amerikaanse energiesector. Halverwege december 2014 was de spread op deze categorie nog ruim 600 basispunten, nu is dit afgenomen tot 490 basispunten. In onze Rentevisie 2015 schreven we dat de daling van HY-obligaties overdreven vonden en dat we een herstel verwachtten. We hebben daarom in januari de weging van HY nog iets verder verhoogd. Sindsdien heeft de categorie inderdaad een herstel laten zien en we verwachten dat dit verder gaat. Het gemiddelde effectieve rendement op wereldwijd gespreid HY bedraagt bijna 6,5%. Ondanks de verwachte grote volatiliteit gaan we voor heel 2015 uit van een rendement van ongeveer 6,5%, een relatief aantrekkelijke rendementsverwachting ten opzichte van andere obligatiecategorieën. Wel houden we rekening met toenemende volatiliteit naarmate het moment van de renteverhoging door de Fed nadert. Ook zal door de afgenomen liquiditeit in de HY-markt de volatiliteit naar verwachting toenemen.

EMD: obligaties in lokale valuta onder druk

Door de gedaalde rente op Amerikaanse staatsobligaties hebben obligaties uit opkomende markten (emerging markets debt, EMD) in harde valuta's (hard currency, HC) het dit jaar tot nu toe goed gedaan. De J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified heeft een rendement behaald van 3,7% (in USD t/m 10 april). De angst voor een hoog tempo van opeenvolgende renteverhogingen door de Fed is de afgelopen weken iets afgenomen. Dit weegt zwaarder dan de verzwakte fundamentals van een aantal opkomende markten. Zoals we hierboven al beschreven, hebben vooral olie-exporterende landen last van de sterk gedaalde olieprijs. Hierdoor is de financiële positie verslechterd van een aantal landen binnen de opkomende markten. Ook bleven de bestedingen en investeringen in de ontwikkelde economieën achter bij de verwachtingen. Hierdoor is de export van onder andere China in het eerste kwartaal veel minder sterk gegroeid dan verwacht. Dit heeft weer geleid tot lagere grondstoffenprijzen. Een aantal belangrijke opkomende landen is van die grondstoffen afhankelijk. Toch zijn de fundamentals nu veel beter dan aan het einde van bijvoorbeeld de jaren negentig van de vorige eeuw, toen er een financiële crisis was in enkele opkomende markten. Maar toen stond in verhouding veel meer schuld van opkomende markten uit in Amerikaanse dollars. De performance van staatsobligaties uit opkomende markten in lokale valuta is met een min van 1,8% (in USD t/m 10 april) wat tegenvallend. De belangrijkste oorzaak van deze teleurstellende performance is de waardedaling van veel valuta's van opkomende markten ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dit komt door de verwachting van beleggers dat de Fed niet lang meer zal wachten met het verhogen van de beleidsrente. De renteverlaging door een aantal centrale banken uit de opkomende markten heeft niet voldoende positief effect gehad om de daling van de valuta's te compenseren.

Rendement en EUR/USD



De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een service fee. Deze gaan ten koste van het rendement.

Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office, april 2015.

Voorkeur voor EMD in HC

Voor 2015 verwachten we een positief resultaat op obligaties uit opkomende markten. Voor de door ons gehanteerde benchmark (J.P. Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified, in USD) verwachten we een totaalrendement van ongeveer 5%. In de huidige omgeving van lage kapitaalmarktrentes blijven beleggers opzoek naar rendement. Obligaties uit opkomende markten bieden een aantrekkelijk effectieve rente (HC 5,4%, LC 6,2%). Bovendien verwachten we geen sterke stijging van de Amerikaanse rente waardoor een grote kapitaalsuitstroom naar verwachting zal uitblijven. Wel verwachten we toenemende volatiliteit als gevolg van de onzekerheid rondom het beleid van centrale banken. Vooralsnog heeft EMD in harde valuta's onze voorkeur.

Conclusie: er zit weinig extra's meer in het vat

De rendementsverwachtingen voor staatsobligaties zoals we die in onze Rentevisie 2015 publiceerden, waren niet rooskleurig. We hielden rekening met koersdalingen. Niets bleek minder waar, tenminste tot medio april. Tot nu toe presteren staatsobligaties uit de eurozone, met een rendement van ruim 4%, het beste van alle obligatiecategorieën. De QE van de ECB heeft de rentes verder gedrukt. En ondanks de door ons gehanteerde onderweging van staatsobligaties, heeft het vastrentende deel van de beleggingen in onze beleggingsstrategieën in het eerste kwartaal van 2015 een prima rendement behaald. Ongeacht onze negatieve rendementsverwachtingen voor staatsobligaties (vanaf de huidige niveaus) blijven we in deze obligatiecategorie belegd. Staatsobligaties bieden namelijk als enige beleggingscategorie bescherming in tijden van crisis of grote onzekerheid op de financiële markten. Wel zullen we, wanneer we dat wenselijk achten, de rentegevoeligheid van de obligaties verder verlagen. We houden vooralsnog een voorkeur voor staatsobligaties uit de periferie van de eurozone. Verder handhaven we onze overweging van HY in onze beleggingsstrategieën. De grootste risico's voor de obligatiemarkten zijn naar onze mening een hoog tempo van rentverhogingen door de Fed en een veel sterker dan verwachte groei in de eurozone. Zolang beide achterwege blijven, zullen de kapitaalmarktrentes naar onze verwachting iets oplopen en de spreads verder dalen.

Positionering vastrentende waarden per april 2015

	-	=	+
Allocatie obligaties			
Staatsobligaties	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Bedrijfsobligaties	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Hoogrentende bedrijfsobligaties	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Opkomende markten	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling, geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM).