

Rentevisie

Update maart 2014

Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

Op 18 december 2013 kondigde Ben Bernanke, de toenmalige voorzitter van de 'Fed', de Amerikaanse centrale bank, de start van de zogenoemde tapering aan. Sinds begin dit jaar schaalde de Fed dan ook stapsgewijs haar stimuleringsaankopen terug. Hiermee is een eind gekomen aan de onzekerheid over het moment waarop de Fed daarmee zou beginnen. De economische groei trekt inmiddels aan in grote delen van de wereld. Tegelijkertijd zijn er zorgen over het lage inflatieniveau in belangrijke regio's (Europa, Japan). Wat de huidige situatie betekent voor beleggers, kunt u lezen in deze update van onze Rentevisie.

Staatsobligaties Europa: kleinere renteverschillen...

Positieve economische ontwikkelingen in de zogenoemde perifere eurolanden (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje) hebben ertoe geleid dat beleggers meer vertrouwen kregen in de financiële toekomst van de betreffende landen. Het verschil tussen de effectieve rendementen van Spaanse en Italiaanse 10-jarige staatsobligaties en die van Duitsland is inmiddels gedaald tot 1,9% respectievelijk 1,85%. Begin december bedroeg dit verschil nog 2,4% voor Spanje en 2,35% voor Italië. In het vierde kwartaal van 2013 groeide de Spaanse economie met 0,2% ten opzichte van het kwartaal ervoor en zette hiermee de groei van het derde kwartaal (+0,1%) voort. De vooruitzichten op een verder herstel van de groei zijn goed te noemen. Dit baseren we op de recente stand van de Spaanse inkoopmanagersindex. Deze kwam over de maand februari uit op 52,3 punten, de hoogste stand in bijna 4 jaar. Een stand boven de 50 duidt op een aantrekkende economische groei. De Italiaanse economie liet over het vierde kwartaal een sterk herstel zien van +0,5%. In het derde kwartaal was de groei nog maar een magere 0,1%. Ook de inkoopmanagersindex van Italië kwam in februari met 52,3 nog ruim boven de 50 punten uit. Dit was wel de laagste stand sinds 3 maanden. We verwachten echter dat de nieuwe premier Renzi sneller de noodzakelijke hervormingen gaat doorvoeren dan zijn voorganger van plan was, wat positief is voor de groeiverwachtingen van het land.

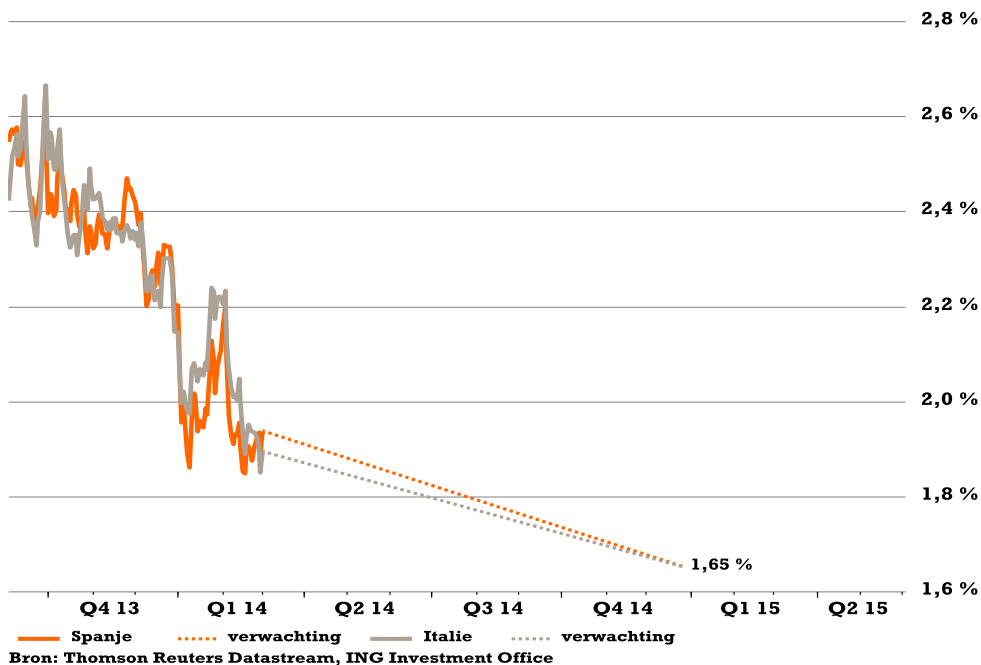
... en desinflatie

De economische groei in de eurozone is weliswaar aangetrokken (+0,3% in vierde kwartaal en lijkt te versnellen), de inflatie is echter afgenomen. De inflatie in de eurozone bedroeg in februari slechts 0,8% op jaarbasis, duidelijk onder de doelstelling van iets onder 2% van de ECB (Europese Centrale Bank). In november was het lage inflatieniveau al reden voor de ECB om de beleidsrente (de 'refi rate') te verlagen naar het historische dieptepunt van 0,25%. Hiermee probeert de ECB deflatie (negatieve prijsontwikkeling) te voorkomen. Deflatie heeft namelijk een verlamdend effect op de economische groei en is een vicieuze cirkel waaruit economieën vaak maar moeilijk kunnen ontsnappen. Even voor de duidelijkheid: van deflatie is nog geen sprake. Er is immers nog geen sprake van een negatieve

prijsonwikkeling. Wel is er sprake van desinflatie: een steeds kleinere prijsstijging – lagere inflatie dus. ECB-voorzitter Mario Draghi heeft zich in het openbaar al meerdere keren uitgelaten over deze ontwikkeling en onderkent het gevaar van deflatie. Sinds de laatste renteverlaging is de ECB echter niet meer in actie gekomen.

Renteververschil 10-jarige staatsobligaties Spanje, Italië t.o.v. Duitsland

10-jaars renteververschil met Duitsland



Bron: Thomson Reuters Datastream, maart 2014

Verwachtingen voor staatsobligaties uit de eurozone

We denken niet dat de ECB op korte termijn extra monetaire stimuleringsmaatregelen zal nemen. Ondanks de hoge werkloosheid in de eurozone van 12% en de lage inflatie, zal Draghi naar onze verwachting het verdere herstel van de economische groei willen aanzien voordat hij extra maatregelen zal aankondigen. De hoge werkloosheid is onder andere een effect van de noodzakelijke hervormingen en remt de inflatie af. Ook dalende energieprijzen drukken op de inflatie. Volgens de ECB zijn dit echter tijdelijke effecten: de werkloosheid zal afnemen en de inflatie stijgen als de economische groei verder aantrekt. Tegen de achtergrond van een licht aantrekkende economische groei en lage inflatie verwachten we dat de korte rente (<2 jaar) en de kapitaalmarktrente (>2 jaar) laag zullen blijven. Voor de Europese benchmark, de 10-jaarsrente van Duitsland, verwachten we voor de komende 6 maanden nog steeds een beweging binnen de bandbreedte 1,5% - 2%. Dit is gelijk aan onze verwachting van 3 maanden geleden (die tot nu toe is uitgekomen). Wanneer het economisch herstel inderdaad aantrekt, kan de kapitaalmarktrente eind dit jaar oplopen tot ongeveer 2,25%. Daarnaast verwachten we dat het renteververschil (de risico-opslag of 'spread') tussen de zuidelijke eurolanden en Duitsland verder zal afnemen tot ongeveer 1,65% (zie bovenstaande grafiek). Ten slotte verwachten dat de korte marktrente (tot 2 jaar looptijd) voorlopig nog laag zal blijven. Deze staat namelijk onder sterke invloed van de beleidsrentes van de belangrijkste centrale banken (Fed en ECB). De Fed funds rate, de belangrijkste Amerikaanse beleidsrente, staat voorlopig op 0-0,25%, de refi rate van de ECB op 0,25%. Beide centrale banken hebben aangegeven dat ze de beleidsrente nog lang laag zullen houden. Op dit moment hanteren we voor de vastrentende waarden in de beleggingsstrategieën van de ING een iets lagere duratie (rentegevoeligheid), dan de benchmark voor Europese staatsobligaties. We hebben sinds begin december de allocatie naar staatsobligaties uit de periferie van de eurozone iets vergroot.

Staatsobligaties VS: tegenvallende data wegen zwaarder dan tapering

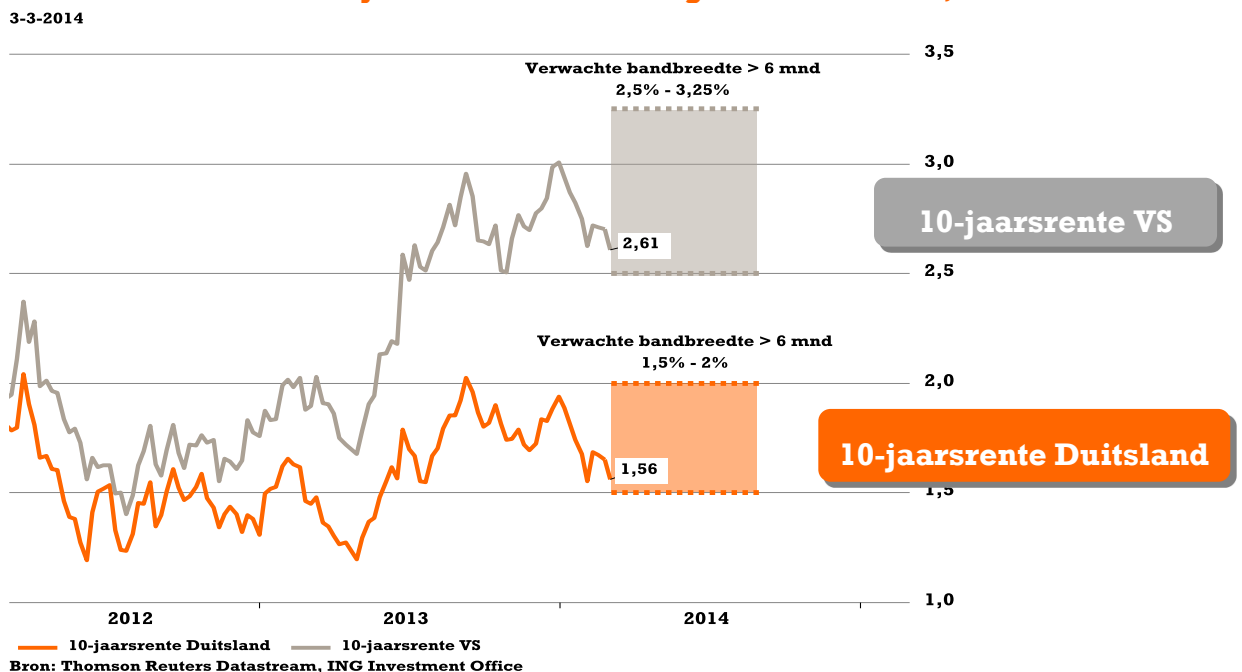
De 10-jaars kapitaalmarktrente in de VS sloot op de laatste handelsdag van 2013 op 3,03%: het hoogste niveau van het jaar. Na de aankondiging op 18 december dat de tapering in januari 2014 zou starten,

liep de rente op. Dat was het gevolg van de afnemende ondersteuning door de Fed. Een logische marktreactie gezien het feit dat het maandelijkse opkoopprogramma USD 85 miljard per maand bedroeg (USD 40 miljard aan hypothecaire obligaties en USD 45 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties) en vanaf januari 2014 met USD 10 mrd zou worden verminderd. Beleggers gingen er tegelijkertijd vanuit dat het economisch herstel van de VS onverminderd zou doorzetten. Het extreme winterweer strooide echter roet in het eten. Vanaf halverwege januari begonnen vrijwel alle gepubliceerde data over de Amerikaanse economie tegen te vallen ten opzichte van de gemiddelde analistenverwachtingen. Dit is goed te zien in de ontwikkeling van de Economic Surprise Index zoals die wordt bijgehouden door de Amerikaanse zakenbank Citigroup. Deze index over de Amerikaanse economie stond op 15 januari nog op een hoogtepunt van +72,7 maar is sindsdien gezakt tot een voorlopig dieptepunt van -15,3 (stand 3 maart 2014). Tegelijkertijd is de 10-jaarsrente gedaald naar 2,65%. Niet alleen iets neerwaarts bijgestelde groeiverwachtingen voor de VS maar ook de onrust rond een aantal opkomende markten is hiervan de oorzaak. Zo had de tapering vooral negatieve gevolgen voor opkomende landen met een begrotingstekort en een tekort op hun lopende rekening. Beleggers hebben de afgelopen maanden massaal kapitaal teruggetrokken uit deze 'zwakke' opkomende landen. Hierover later meer. Naast de zorgen over de economische vooruitzichten, zorgde ook politieke onrust in een aantal opkomende landen voor vluchtgedrag naar minder risicovolle beleggingen zoals Amerikaanse staatsobligaties (waardoor de rente daarvan daalde). Zo was/is er politieke onrust in onder andere Thailand, Turkije, Venezuela, Brazilië en op moment van schrijven ook in Oekraïne.

Rente VS, Duitsland binnen bandbreedte

We verwachten dat de Fed de beleidsrente nog lang laag zal houden. Het belangrijke officiële rentetarief, de Fed funds rate, (die onder andere de grondslag is voor de debetrente op de meeste creditcardschulden) staat al geruime tijd op 0-0,25%. Extreem laag dus, en dit zal de Fed tot minimaal halverwege 2015 ook zo houden, is onze verwachting. Het werkloosheidspercentage in de VS is inmiddels gedaald tot 6,6%. Dat is dicht in de buurt van het niveau (6,5%) dat de Fed eerder heeft genoemd als punt waarop ze mogelijk de rente weer zal verhogen. Maar de Fed kijkt ook naar andere factoren. Zo heeft haar nieuwe voorzitter, Janet Yellen, onlangs in een toespraak gezegd weliswaar door te zullen gaan met de tapering maar ook waakzaam te zullen zijn voor de negatieve effecten ervan. De Fed zal dan ook, indien nodig, het huidige tempo aanpassen van de tapering (USD 10 mrd vermindering per 6-wekelijkse Fed-vergadering). Zolang de groeiverwachtingen voor de VS niet sterk veranderen en de geopolitieke spanningen niet sterk oplopen, verwachten we dat de 10-jaarsrente in de VS zal bewegen binnen de bandbreedte tussen 2,5% en 3,25%. Daarmee is onze actuele verwachting gelijk aan die in onze vorige Rentervisie (december 2013).

Bandbreedte verwachte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland, VS

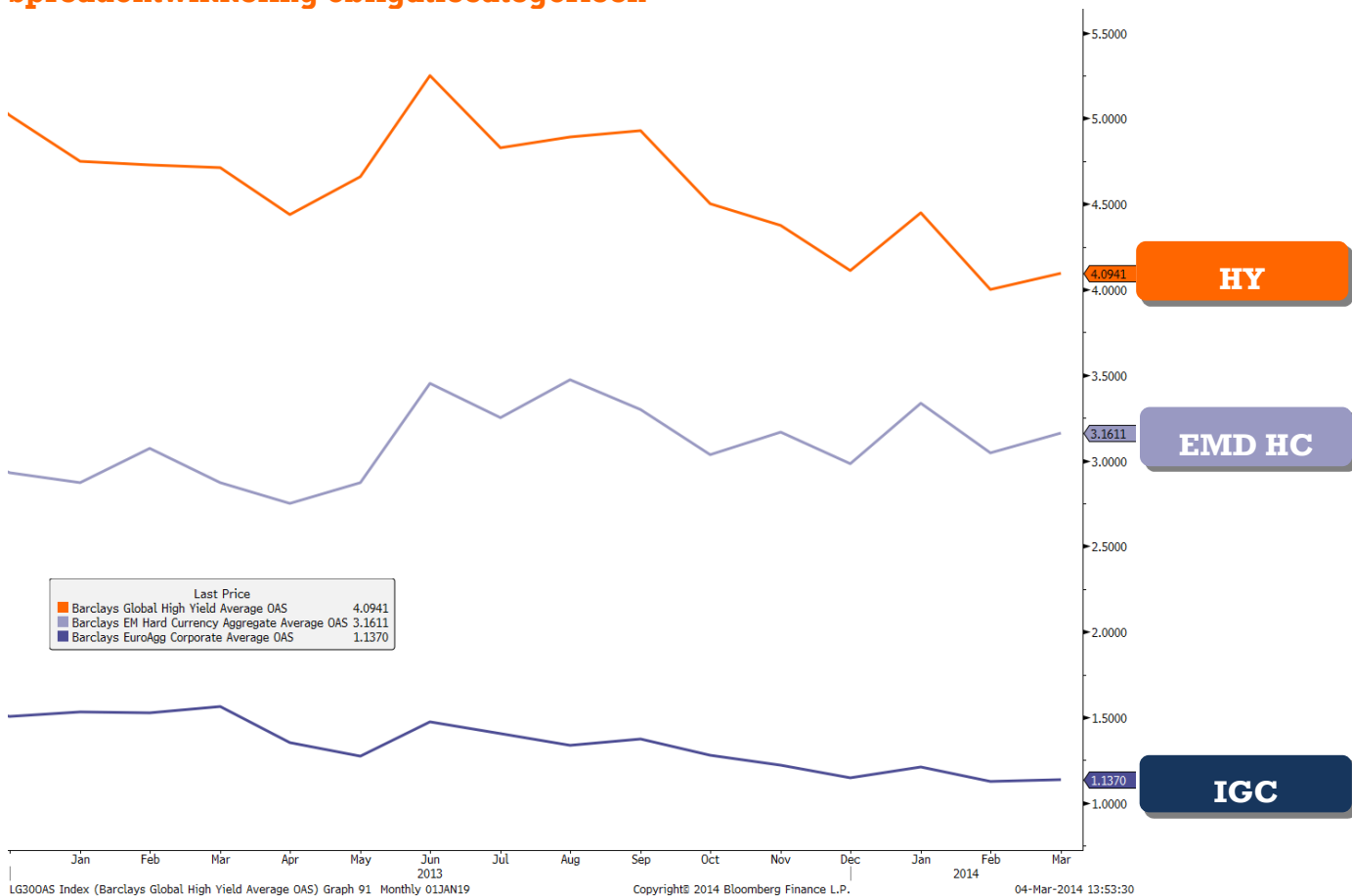


Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office (verwachting), 4 maart 2014

Creditspreads: risico-opslagen in de marktrentes van bedrijfsobligaties

De omgevingsfactoren voor bedrijfsobligaties zijn nog steeds gunstig: aantrekkende economische groei gecombineerd met een lage rente. Bedrijven zullen zo beter presteren (meer winst) en er zijn minder faillissementen (ze worden kredietwaardiger). Daarbij kunnen ze zich vaak tegen aantrekkelijke rentes (her)financieren doordat beleggers gezien de lage rentes op zoek blijven naar hogere effectieve rendementen dan die van staatsobligaties. Hierdoor zijn de afgelopen jaren de risico-opslagen in de marktrente ten opzichte van 'veilige' staatsobligaties afgenomen. Oftewel: de 'creditspreads' (of kortweg: spreads) van bedrijfsobligaties zijn gedaald. Deze trend is sinds december vorig jaar niet wezenlijk veranderd. De spreads op hoogrentende obligaties (high-yieldleningen, HY) en investment grade bedrijfsobligaties (IGC) zijn sindsdien verder afgenomen. Alleen de spread op schuld uit opkomende markten in Amerikaanse dollars ('emerging markets debt, hard currency' oftewel EMD HC) is iets opgelopen zoals u in de grafiek hieronder kunt zien. Dit was vooral het gevolg van de eerdergenoemde kapitaalstroom uit de opkomende markten naar als gevolg van de tapering en/of politieke onrust. Hoewel we niet verwachten dat de spreads gaan dalen naar de historisch lage niveaus die we in 2007 hebben gezien, denken we dat deze vanaf het huidige niveau nog wel iets kunnen afnemen. Dit zal naar verwachting resulteren in een relatieve outperformance ten opzichte van staatsobligaties van de kernlanden uit de eurozone.

Spreadontwikkeling obligatiecategorieën



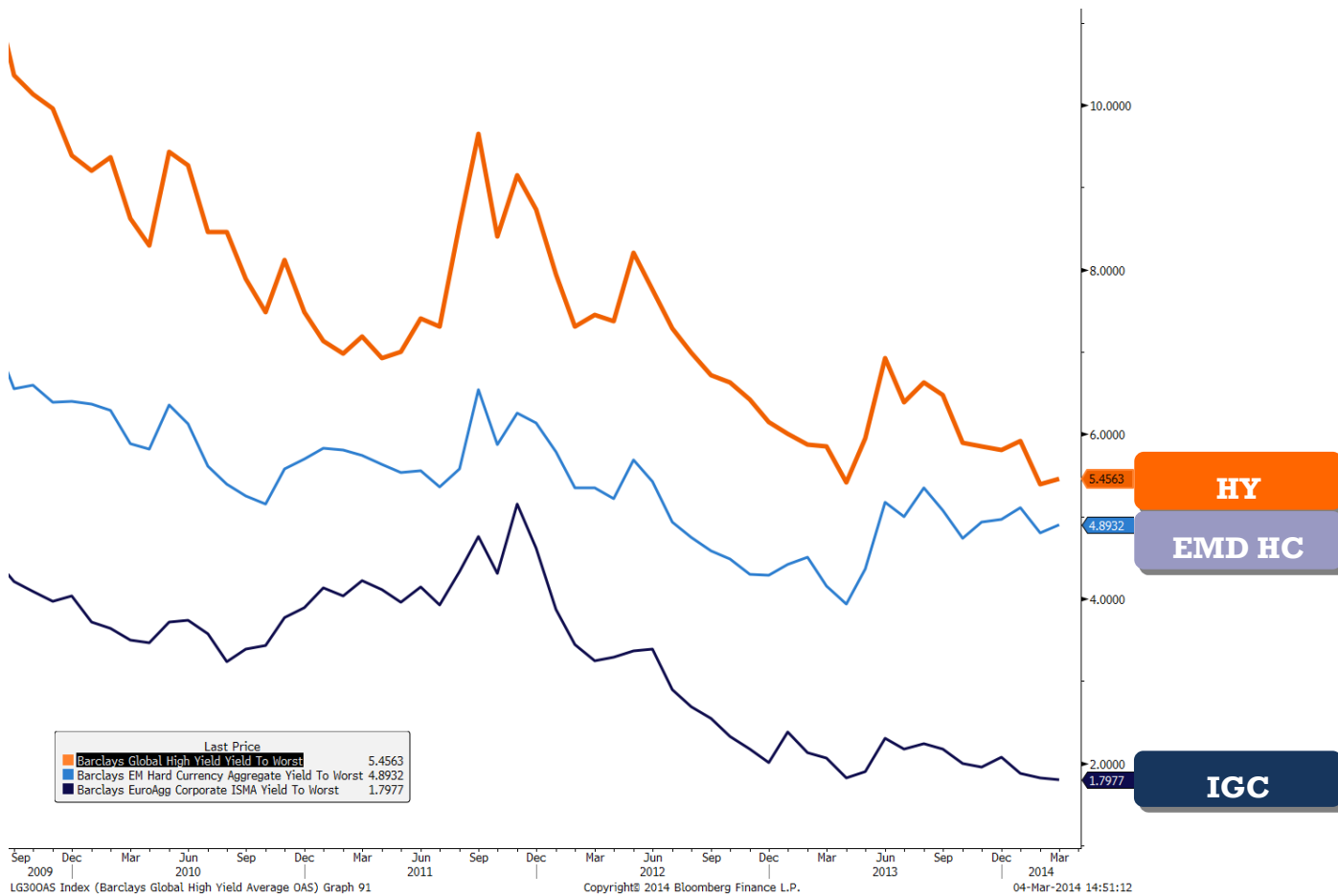
Oranje: wereldwijde hoogrentende bedrijfsobligaties (HY), **lichtblauw:** obligaties opkomende markten in harde valuta (EMD HC), **donkerblauw:** bedrijfsobligaties eurozone (IGC). Alle spreads hebben betrekking op Barclays' obligatie-indices. Bron: Bloomberg, 3 maart 2014

Spreadproducten: high-yieldleningen aantrekkelijk

Binnen de vastrentende beleggingscategorieën zijn we nog steeds het meest enthousiast over hoogrentende bedrijfsobligaties. Deze obligatiecategorie biedt namelijk niet alleen de beste bescherming tegen oplopende rentes maar profiteert ook van de lage kapitaalmarktrente. Door de lage actuele marktrentes zijn beleggers op zoek naar beleggingscategorieën die een hoger effectief

rendement (yield) bieden dan staatsobligaties. Dit stimuleert de vraag en drijft de koersen op (gevolg: lagere yields). Dit is goed af te lezen in de onderstaande grafiek. Daarnaast worden beleggers in hoogrentende bedrijfsobligaties gecompenseerd voor eventuele koersdalingen als gevolg van stijgende kapitaalmarktrentes door de dalende gemiddelde risicopremie ('spread'). De hogere kapitaalmarktrente moet dan uiteraard wel het gevolg zijn van een sterkere (verwachte) economische groei en niet van angst voor minder stimulering. Binnen investment-grade bedrijfsobligaties beleggen we naast in 'covered bonds' (pandbrieven) ook in Amerikaanse hypotheekobligaties. Deze laatste categorie biedt een relatief hoog effectief rendement en ook zijn de fundamentele ontwikkelingen positief. Zo zien we verdere verbeteringen op de arbeids- en huizenmarkt in de VS en verbetert de gemiddelde kredietwaardigheid van de Amerikaanse consument langzaam.

Yieldontwikkeling obligatiecategorieën



Oranje: wereldwijde hoogrentende bedrijfsobligaties (HY), lichtblauw: obligaties opkomende markten (harde valuta) (EMD), donkerblauw: bedrijfsobligaties eurozone (IGC). Alle yields hebben betrekking op Barclays' obligatie-indices. Bron: Bloomberg, 3 maart 2014

Overige spreadproducten: beperkt herstel EMD

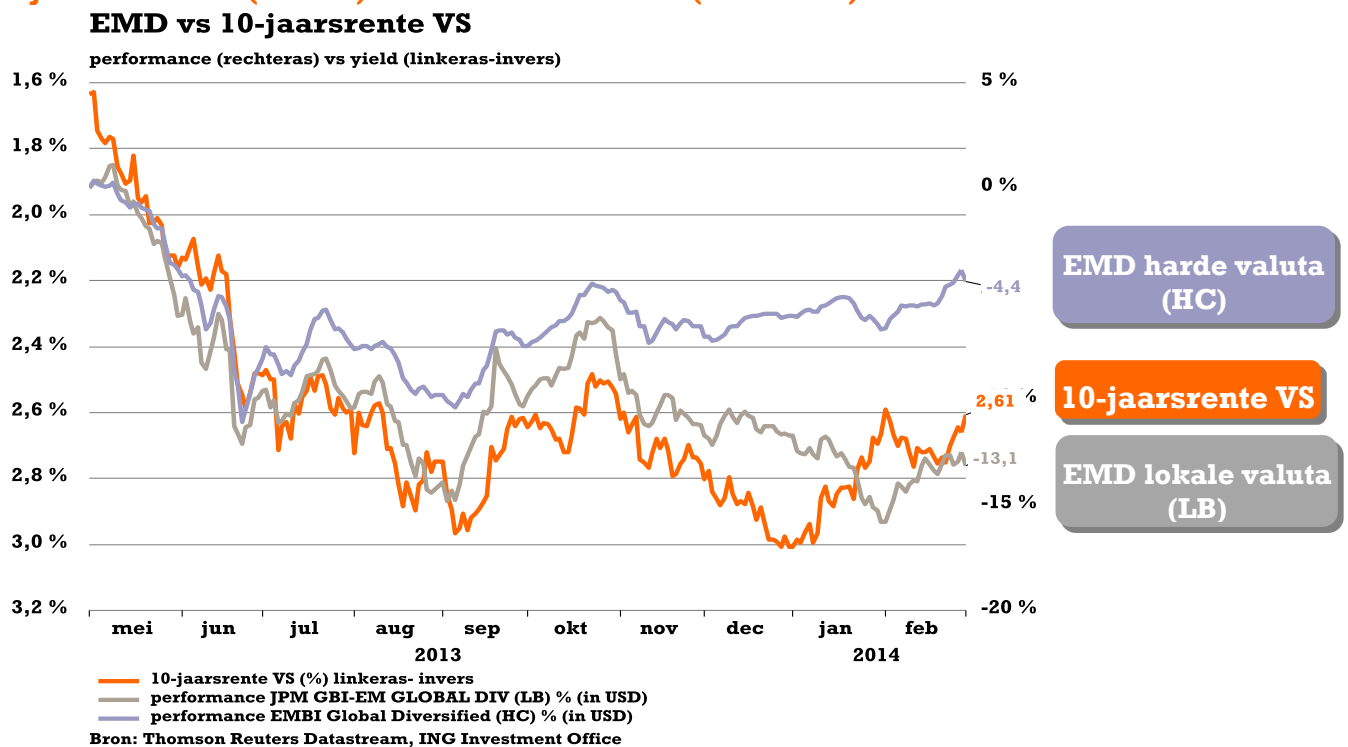
Onder andere vanwege de (angst voor) tapering door de Fed hebben beleggers al maandenlang kapitaal onttrokken aan de opkomende markten. Wanneer de kans op hogere rentes in de ontwikkelde markten toeneemt, en dus het renteververschil met dat van de opkomende markten kleiner wordt, dan wordt beleggen in opkomende markten relatief minder aantrekkelijk. Mede hierdoor staan de koersen van obligaties uit de opkomende markten al geruime tijd onder druk. Vooral obligaties in lokale valuta's (local bonds, LB) zijn sinds mei vorig jaar sterk gedaald (-13,1% totaal rendement, zie onderstaande grafiek). Obligaties uit opkomende markten in harde valuta's (EMD HC) zijn al wel iets hersteld maar staan nog steeds op een verlies van 4,4% gemeten vanaf mei 2013. In de grafiek is ook goed te zien dat EMD in HC een sterkere correlatie vertoont dan EMD in lokale valuta. Dit komt doordat een aantal valuta's van opkomende markten sinds het begin van dit jaar sterk zijn gedaald. Dit betreft vooral de landen met een hoge inflatie en een tekort op de lopende rekening doordat die in verhouding meer

importeren dan exporteren. 5 van deze landen, Brazilië, Indonesië, India, Turkije en Zuid-Afrika worden wel de 'fragiele vijf' genoemd. Zij zullen haast moeten maken met de noodzakelijke hervormingen om niet in een negatieve spiraal terecht te komen. Wel kunnen de geplande verkiezingen in deze landen eventueel soelaas bieden als de nieuw te vormen regeringen een duidelijk mandaat van de kiezer krijgen voor hervormingen.

Minder EMD, meer staatsobligaties periferie eurozone

In december 2013 hebben we in de beleggingsstrategieën van de ING de weging van obligaties uit opkomende markten verlaagd naar onderwogen. Tegelijkertijd hebben we de weging van staatsobligaties uit de perifere eurolanden verhoogd. Wanneer de politieke rust in een aantal opkomende landen weer enigszins is teruggekeerd, zullen we de allocatie naar obligaties uit opkomende markten mogelijk weer aanpassen. Voor de iets langere termijn hebben we namelijk een positieve visie op deze obligatiecategorie.

10-jaarsrente VS (invers) en rendement EMD (HC en LB)



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 komen ten koste van het rendement. Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office, maart 2013.

Inflatie stijgt naar verwachting slechts langzaam

In februari hebben we het belang in inflatiegekoppelde obligaties afgebouwd. Naar verwachting zal de inflatie in de ontwikkelde markten voorlopig maar langzaam toenemen. Deze zal dan naar verwachting vooral toenemen door stijgende huren. Mede om deze reden hebben we het belang in vastgoed verhoogd. Op deze manier proberen we eerder te profiteren van hogere huren.

Conclusie: minder inflatiegekoppelde obligaties, meer periferie eurozone

We handhaven onze overweging van bedrijfsobligaties en onderweging van opkomende markten. Daarnaast hebben we de weging van inflatiegekoppelde obligaties verlaagd en de weging van staatsobligaties uit de periferie (zoals Italië en Spanje) iets verhoogd.

Positionering per februari 2014

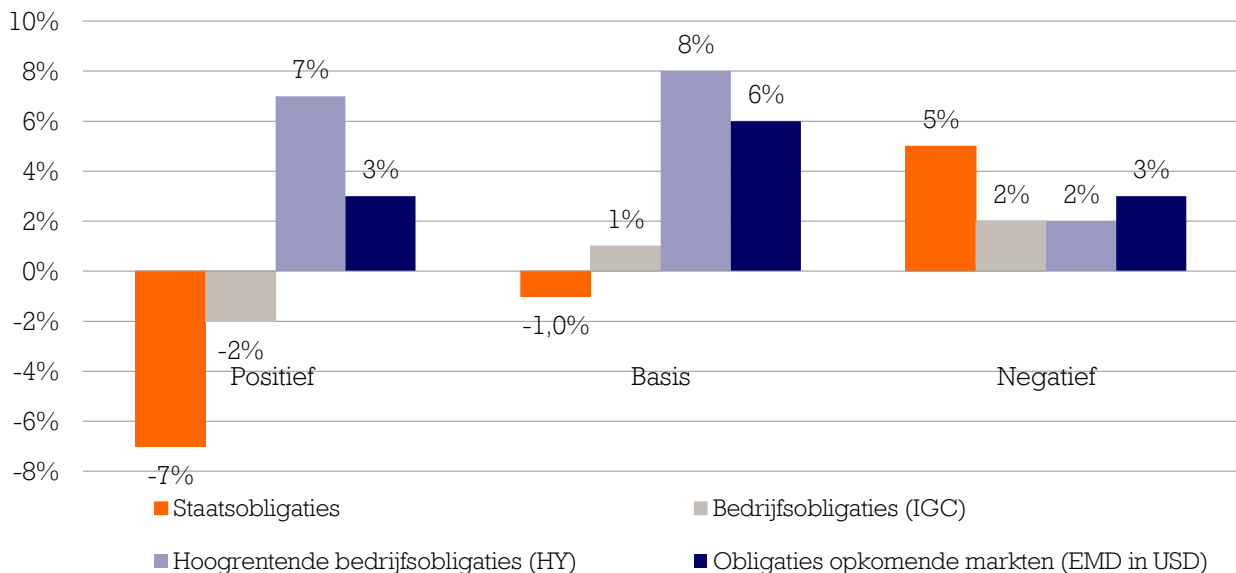
Allocatie obligaties

	-	=	+
Staatsobligaties	□	■	□
Bedrijfsobligaties	□	□	■
Hoogrentende bedrijfsobligaties	□	□	■
Opkomende markten	□	■	□

Mogelijke beleggingsresultaten in 3 scenario's

Hieronder vindt u in het diagram onze taxaties van mogelijke gemiddelde rendementen in 2014 per obligatiecategorie in drie verschillende scenario's. Het rendement is opgebouwd uit verwachte rente-inkomsten plus verwachte koersontwikkeling. De genoemde percentages zijn uitsluitend indicatief.

Mogelijke beleggingsresultaten 2014: 3 scenario's.



Bron: ING Investment Office, november 2013

Negatief economisch scenario

Rente staatsobligaties -/ 50 basispunten, spread IGC + 50 basispunten, spread HY + 175 basispunten, spread EMD + 100 basispunten.

Basisscenario

Rente staatsobligaties + 50 basispunten, spread IGC -/ 25 basispunten, spread HY -/ 125 basispunten, spread EMD -/ 65 basispunten.

Positief economisch scenario

Rente staatsobligaties + 150 basispunten, spread IGC -/ 50 basispunten, spread HY -/ 175 basispunten, spread EMD -/ 100 basispunten.

De genoemde rendementstaxaties zijn slechts prognoses en vormen geen betrouwbare indicator van toekomstige beleggingsresultaten. Het betreft bovendien brutoresultaten waarin de negatieve effecten van provisies, vergoedingen en andere lasten niet zijn verwerkt. Beleggen brengt risico's met zich mee, u kunt zelfs uw gehele inleg verliezen. De waarde van uw beleggingen is mede afhankelijk van de ontwikkelingen op de financiële markten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Loop geen onnodig risico. Voordat u begint met beleggen, is het belangrijk dat u op de hoogte bent van de kenmerken van ieder product.

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).