

Rentevisie

Update augustus 2014

Door **Simon Wiersma**, Investment Manager van het **ING Investment Office**

Tegenvallende groei in de VS in het eerste kwartaal, nog geen tekens van 'verkrappend' rentebeleid van de Fed, lage inflatie en zwakke groei in de eurozone en oplopende geopolitieke spanningen. Dit was de achtergrond waartegen de rentes op Amerikaanse en Europese staatsobligaties nog verder daalden in de afgelopen maanden. Zeer verrassend, want aan het begin van 2014 was vrijwel iedereen (ook wij) ervan overtuigd dat de kapitaalmarktrentes iets zouden oplopen. Het liep dus anders. Wat dit betekent voor beleggers kunt u lezen in deze update van onze Rentevisie.

Staatsobligaties Europa: extra maatregelen ECB

Eerst even een terugblik. Wat is er de afgelopen maanden gebeurd? Op 5 juni kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) extra maatregelen aan om de kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf in de eurozone beter op gang te helpen. De verlagingen van het officiële rentetarief (de 'refi rate') en de goedkope leningen aan banken (de langetermijn-herfinancieringsprogramma's uit 2011 en 2012 oftewel LTRO's) hebben tot nu toe nog niet het beoogde effect gehad. De rentes in de 'perifere' eurolanden (zoals Spanje, Italië en Ierland) zijn sindsdien weliswaar gedaald, maar de gewenste krachtige economische groei is nog achterwege gebleven. Zo stagneerde de economische groei in de eurozone in het tweede kwartaal van dit jaar (bbp-groei: 0,0%) en bleef de inflatie in juli steken op een schamele 0,4%. Dat laatste is ver onder de doelstelling van de ECB van iets onder de 2%.

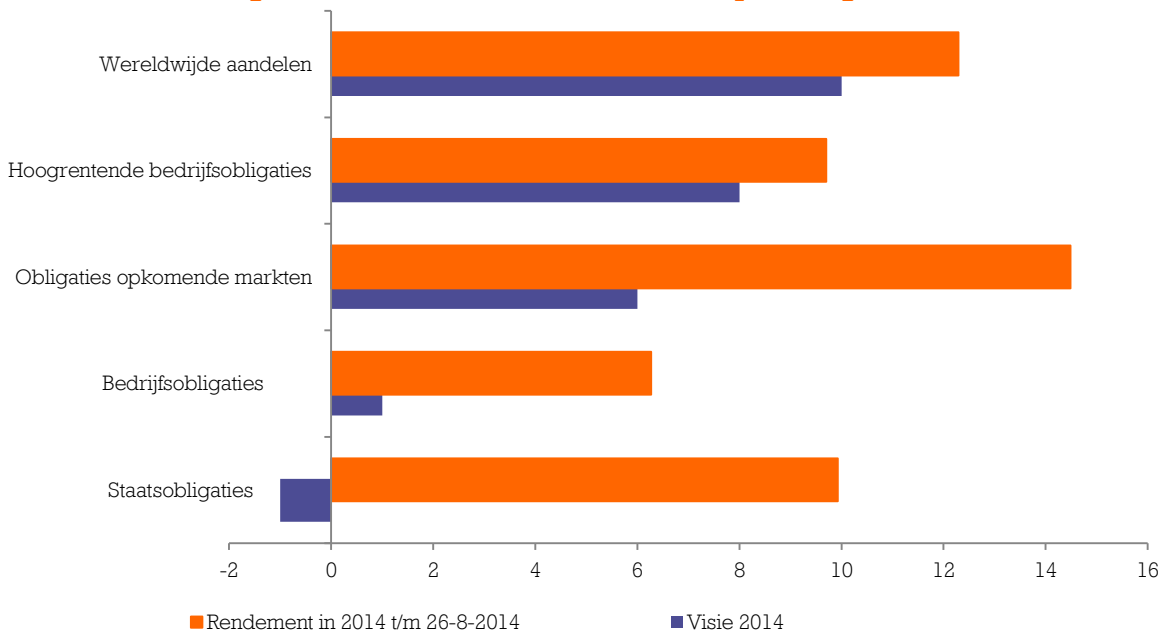
Banken lenen goedkoop van ECB

Een van de oorzaken van de tegenvallende groei en inflatie is een haperend zogenoemd 'transitiemechanisme'. Anders gezegd: de lagere ECB-leentarieven voor de commerciële banken hebben nog niet geleid tot meer kredietverlening aan bedrijven en consumenten. In juni heeft de ECB de refi rate daarom nog eens verlaagd (naar 0,15%) en moeten banken zelfs geld *betalen* (0,1%) om overtollige kasmiddelen te stallen bij de ECB. Verder kunnen banken in september en december onder bepaalde voorwaarden voor een periode van vier jaar goedkoop geld lenen bij de ECB. Dit programma wordt ook wel 'Targeted LTRO' (TLTRO) genoemd en is een aangepaste versie van de oude LTRO's uit 2011 en 2012. Daarnaast bestudeert de ECB het opkopen van asset-backed securities (ABS). Deze maatregelen moeten er voor zorgen dat Europese banken gestimuleerd worden om geld uit te lenen. Of de maatregelen ook daadwerkelijk de reële economie zullen helpen, is nog niet te zeggen. De tijd zal het leren maar wij zijn optimistisch.

Obligaties: onverwacht hoge rendementen

Wat zijn de effecten op de financiële markten tot nu toe? De kapitaalmarktrentes zijn gedaald naar historisch lage niveaus. De Duitse 10-jaarsrente daalde vorige week zelfs voor het eerst tot onder de 1%. Ook de marktrentes van staatsobligaties van niet-kermlanden in de eurozone zijn de afgelopen maanden gedaald naar historisch lage niveaus. Dat kwam mede doordat beleggers anticipeerden op mogelijke verdere maatregelen van de ECB. De performance in 2014 van deze beleggingscategorie (staatsobligaties uit de eurozone) is op dit moment ver boven onze verwachting van eind vorig jaar. Zie ook de onderstaande grafiek.

Overzicht verwachtingen voor 2014 en rendementen tot nu per categorie



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, 25 augustus 2014.

Renteverschillen eurolanden nemen af

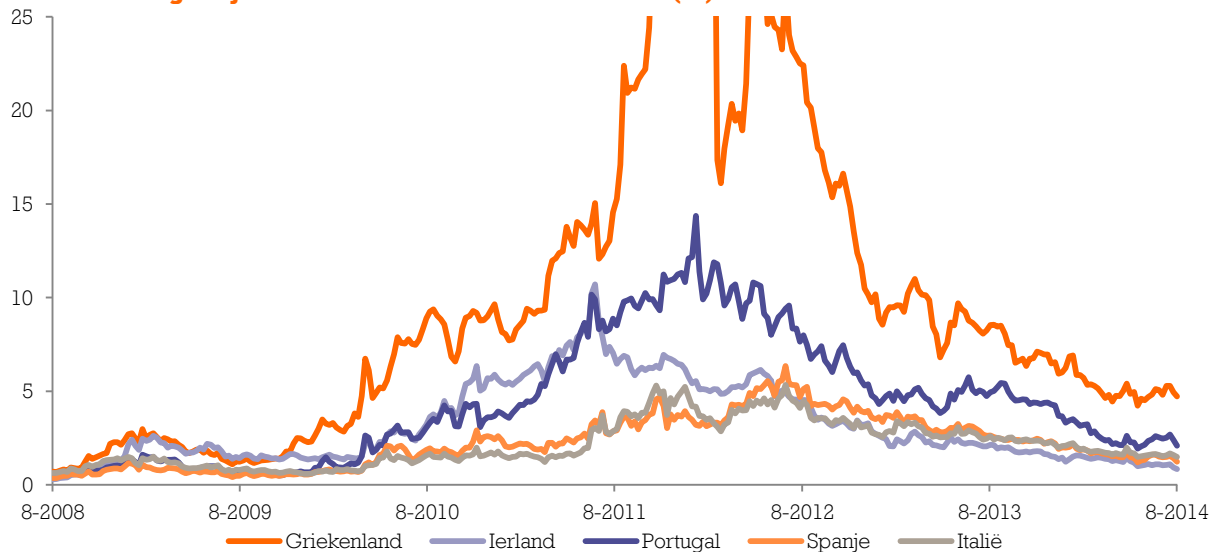
De daling van de Duitse 10-jaarsrente is niet alleen te verklaren door de krimp in het tweede kwartaal van de Duitse economie (-0,2% kwartaal op kwartaal) en de lagere groeiverwachtingen. De daling kan ook voor een belangrijk deel worden toegeschreven aan de 'vlucht naar veiligheid': de defensieve reactie van beleggers op de opgelopen geopolitieke spanningen in de wereld. Vooral de situatie rond Oekraïne en de spanningen tussen het Westen en Rusland zorgden voor meer vraag naar veilig geachte beleggingen. Tegelijkertijd liep het verschil tussen de effectieve rendementen van Spaanse en Italiaanse 10-jarige staatsobligaties enerzijds en die van Duitsland anderzijds terug tot 1,4% respectievelijk 1,6%. Begin maart bedroeg dit verschil nog 1,9% voor Spanje en 1,95% voor Italië. En dat is best opvallend. In Italië kromp de economie namelijk in het tweede kwartaal met 0,2% (kwartaal op kwartaal) na ook al een krimp van 0,1% in het eerste kwartaal. De Italiaanse economie bevindt zich dus weer in een recessie. Maar beleggers hebben er blijkbaar wel vertrouwen in dat Italië de oplopende staatsschuld kan terugbetalen. De Spaanse economie vertoont, net als die van Portugal en Ierland, wel tekenen van herstel. In deze 'perifere' eurolanden was juist sprake van aantrekkende economische groei, wat normaal gesproken de rentes opdrijft. Ook het bbp van Nederland groeide in het tweede kwartaal en kwam met 0,5% een stuk hoger uit dan in het eerste kwartaal. Toen was er nog sprake van een krimp van 0,4% als gevolg van het milde winterweer en lagere gasbaten.

Verwachtingen voor staatsobligaties uit de eurozone

Onze renteverwachtingen voor staatsobligaties uit de eurozone baseren we op de economische groei, de inflatie en het beleid van de ECB. De komende kwartalen verwachten we een iets aantrekkende economische groei en inflatie. Daarnaast verwachten we een stimulerend monetair beleid van de ECB. Tegen deze achtergrond verwachten we dat de korte rente (looptijden tot 2 jaar) en de

kapitaalmarktrente (looptijden vanaf 2 jaar) laag zullen blijven. Voor de Europese staatsobligatiebenchmark, de 10-jaarsrente van Duitsland, hebben we de bandbreedte voor de komende 6 maanden van de door ons verwachte marktrente verlaagd van 1,5% - 2% naar 0,9%- 1,5%. Vanaf het huidige niveau van net iets onder de 1% verwachten we dus een beperkte stijging. Daarnaast verwachten we dat het renteverskil (dat wil zeggen: de risico-opslag of 'spread' bovenop de rente) tussen de perifere eurolanden (Spanje, Italië, Portugal, Ierland en Griekenland) enerzijds en Duitsland anderzijds verder zal afnemen. De refi rate van de ECB staat nu op 0,15%. We verwachten dat deze voorlopig niet omhoog zal gaan. Op dit moment hanteren we voor de vastrentende waarden in onze beleggingsstrategieën een onderweging van staatsobligaties en een iets lagere duratie (rentegevoeligheid) dan die van de benchmark. Daarnaast hanteren we al geruime tijd een overweging van staatsobligaties uit de periferie van de eurozone (binnen de categorie staatsobligaties).

Ontwikkeling 10-jaarsrenteverskil met Duitsland (%)



Staatsobligaties VS: bekend worden van de zaak...

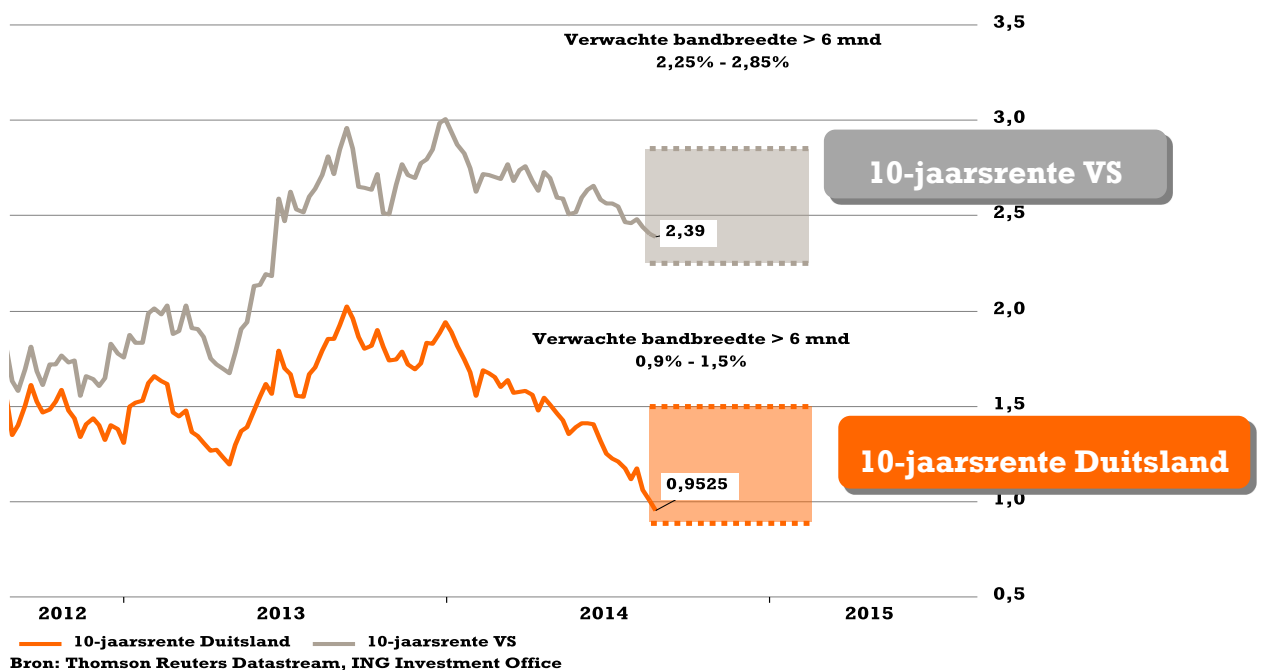
De 'tapering' (het terugschalen door de Fed van het obligatieopkoopprogramma) zou moeten leiden tot hogere kapitaalmarktrentes. Althans dat was de gedachte van beleggers gezien de marktreactie vanaf mei vorig jaar. Toen kondigde de toenmalige voorzitter van de Fed, Ben Bernanke, de tapering aan en doken de koersen van Amerikaanse staatsobligaties naar beneden. Als gevolg daarvan liep de 10-jaarsrente sterk op: van 1,6% in mei naar iets boven de 3% eind december. Het extreem slechte winterweer in de VS temperde vervolgens de economische groei (en de groeiverwachtingen) in het eerste kwartaal. Hierdoor daalde de 10-jaarsrente weer en staat deze inmiddels rond het laagste niveau van dit jaar (2,4% op 20 augustus). En dat is opmerkelijk, want de tapering is daadwerkelijk begonnen in januari maar zal waarschijnlijk al in oktober van dit jaar beëindigd worden. Dit betekent dat de Fed geen extra obligaties meer zal opkopen en de markt (de koersen) dus niet verder zal ondersteunen. Bovendien is de Amerikaanse economie in het tweede kwartaal sterk hersteld met een groei van 4% (kwartaal op kwartaal, geannualiseerd) en tonen de huizenmarkt en arbeidsmarkt steeds meer tekenen van herstel. Je zou dus verwachten dat de markt hogere rentes in zou prijzen. Waarom is het tegenovergestelde dan gebeurd? Daar is een aantal redenen voor te bedenken. Zo is de Fed ondanks het economisch herstel nog niet volledig overtuigd van een breed gedragen herstel van de Amerikaanse economie. Daarnaast is de inflatie weliswaar opgelopen maar bedraagt die op dit moment niet meer dan 2% op jaarbasis, een niveau waarover de Fed zich nog geen zorgen maakt. Een iets hogere inflatie helpt immers juist om de schuldenberg te laten slinken. Verder zijn, zoals gezegd, de afgelopen weken de geopolitieke spanningen opgelopen en zijn veel beleggers gevluht naar 'veilige havens' waaronder Amerikaanse staatsobligaties. Daarbij zijn er nog steeds veel centrale banken, vooral die uit opkomende markten, die nog steeds Amerikaanse staatsobligaties kopen om de wisselkoers van hun eigen munt laag te houden. En, ten slotte, zijn er steeds meer marktpartijen die rekening houden met het scenario van een langere periode van zwakke economische groei van de Amerikaanse economie. Als je ervan uitgaat dat deze situatie zo zal blijven, is het zo vreemd nog niet.

10-jaarsrente VS, Duitsland lagere bandbreedte

Op welk moment komt de eerste renteverhoging van de Fed? Dat is zo ongeveer het meest besproken onderwerp van economen en strategen op dit moment. Wij verwachten dat dit in het derde kwartaal van 2015 gaat gebeuren maar dat is vanzelfsprekend volledig afhankelijk van de ontwikkeling van de Amerikaanse economie. Wanneer de hierboven opgesomde factoren die zorgen voor de huidige lage 10-jaarsrente, kracht verliezen, zal de marktrente oplopen. Wel denken we dat dit moment dichtbij is. We verwachten dat de 10-jaarsrente in de VS de komende 6 maanden zal bewegen binnen een bandbreedte van 2,25% tot 2,85% zolang de groeiverwachtingen voor de VS niet sterk neerwaarts worden bijgesteld en de geopolitieke spanningen niet sterk oplopen. Daarmee is onze actuele verwachting voor de Amerikaanse rente lager dan we in onze vorige Rentervisie (van maart 2014) gaven. Toen liep onze bandbreedte van 2,5% tot 3,25%.

Bandbreedte verwachte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland, VS

25-8-2014

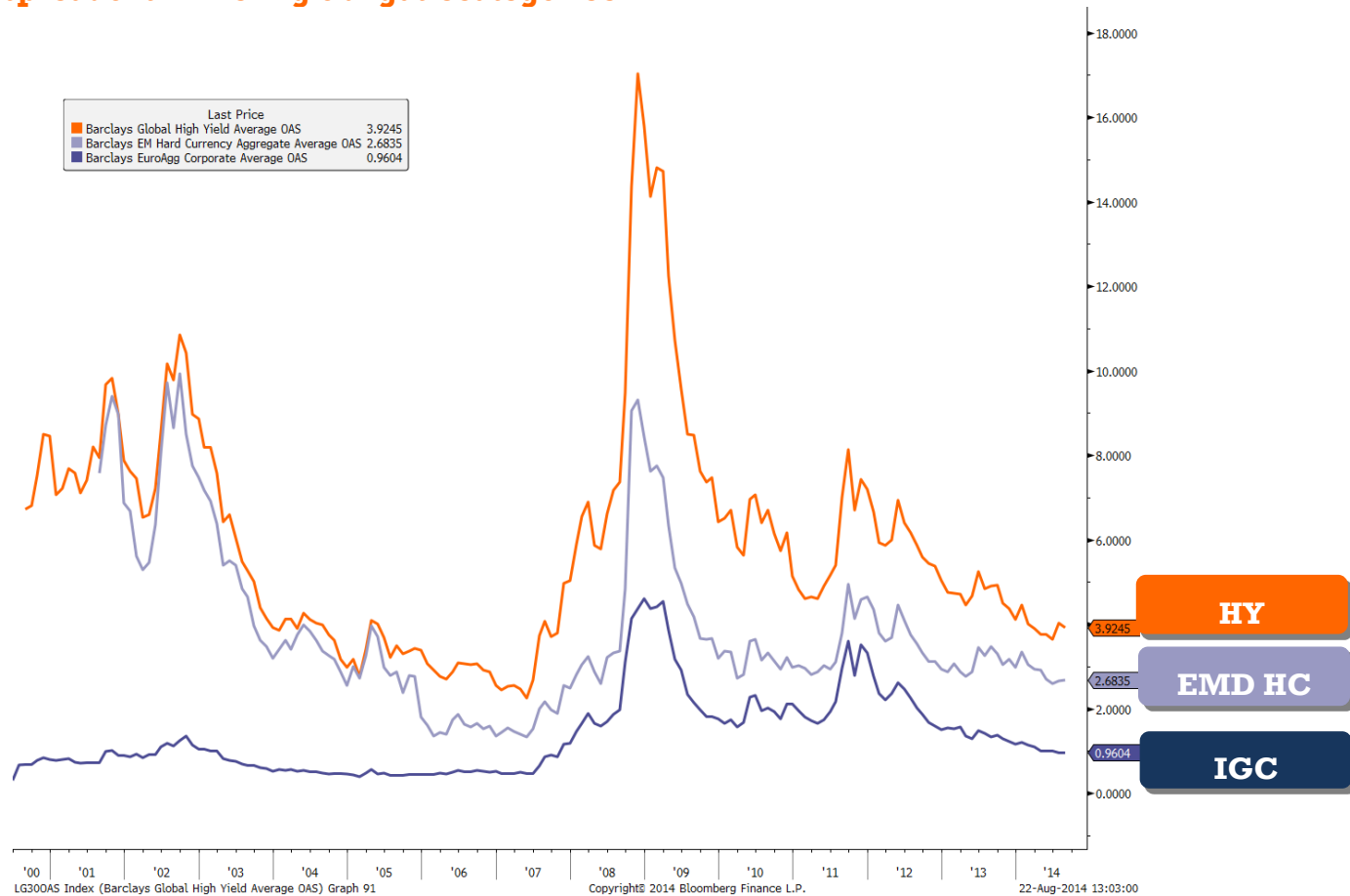


De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een service fee. Deze komen ten koste van het rendement. Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office (verwachting), 25 augustus 2014.

Creditspreads: lagere risico-opslagen

Het verrassend goede rendement op bedrijfsobligaties in de eerste helft van 2014 valt grotendeels te verklaren door de onverwacht sterke daling van de kapitaalmarktrente. Door die daling gaat de 'search for yield' op de financiële markten door. Deze vraag naar beleggingen met relatief hoge 'directe rendementen' (rente, dividend) heeft ertoe geleid dat er nog steeds een grote vraag is naar obligatie-categorieën die een iets hogere rentevergoeding bieden. Bedrijfsobligaties van een goede kwaliteit (investment grade credit, IGC) vallen in deze categorie. Naast de gedaalde kapitaalmarktrente is ook de risico-opslag (spread) in de afgelopen maanden verder afgenomen. Dit betekent dat beleggers bereid zijn om een lagere risicovergoeding te accepteren. En hoewel het effectieve rendement (yield) op IGC op historisch lage niveaus is aanbeland, geldt dit niet voor de spread. Deze was in de periode 2003-2007 nog een stuk lager dan nu. Datzelfde geldt voor de mate waarin bedrijven in deze categorie met een hefboom ('leverage') zijn gefinancierd. Dat is nog een stuk minder dan in de periode rond de eeuwwisseling en is niet overdreven hoog. Bovendien is de rentedekkingsgraad erg hoog door de extreem lage rente. De omgevingsfactoren voor IGC blijven naar verwachting gunstig: matige groei, gecombineerd met een lage rente en een ruim monetair beleid van de ECB. Tegen deze achtergrond verwachten we dat de spreads binnen IGC tegen het einde van dit jaar verder zullen afnemen.

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, 22 augustus 2014

High-yieldleningen: kans of risico?

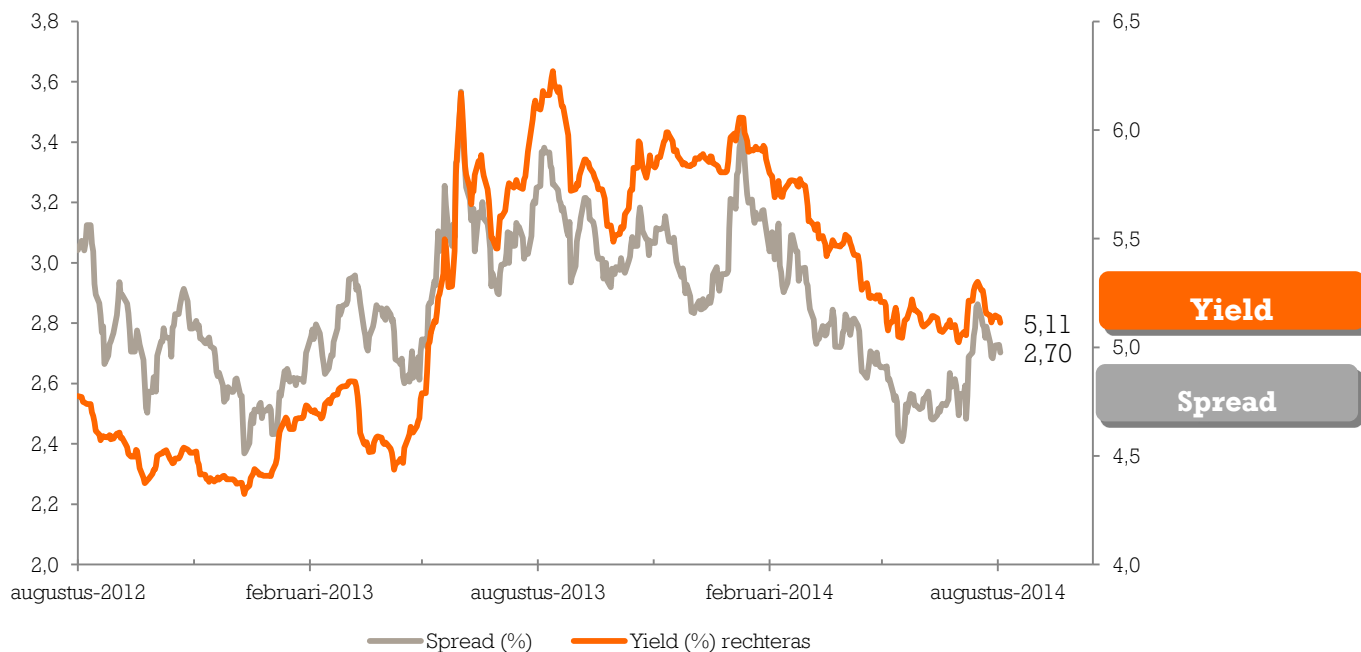
Er is de afgelopen twee maanden veel te doen geweest over de categorie hoogrentende obligaties (HY). Is deze markt nu te duur geworden of niet? De discussie werd nog eens versterkt toen Janet Yellen, de voorzitter van de Fed, een opmerking maakte dat de waardering van high-yieldobligaties mogelijk 'stretched' (overtrokken) zou zijn. Dit werd door sommige marktpartijen vertaald als 'te duur'. Hierna volgde een forse uitstroom van kapitaal uit dit deel van de obligatiemarkt na jaren van sterke instroom. De koersen daalden en de spreads liepen op. Zie ook de opwaartse beweging van de oranje lijn aan de rechterkant van bovenstaande grafiek. Inmiddels zijn de meeste koersen alweer redelijk hersteld en is er weer sprake van per saldo instroom van kapitaal. Is de toenemende zorg over HY nu terecht of niet? Wij denken van niet. Laten we een aantal punten toelichten. De spreads op HY zijn op dit moment dus nog een stuk hoger dan voor de crisis. De spread is ook relatief hoog als percentage van de totale yield. De gemiddelde kredietwaardigheid (credit rating) van de Amerikaanse HY-index (ongeveer 70% van de wereldwijde index) is op dit moment hoger dan in 2007 terwijl de spread zoals gezegd hoger is. Het aantal wanbetalingen ('defaults') is op dit moment erg laag maar dit betekent niet automatisch dat het aantal defaults vanaf nu snel zal stijgen. Op basis van de vorige kredietcycli kan dit nog wel 1,5 tot 3 jaar duren. De gemiddelde leverage (hefboomfinanciering) is de afgelopen 2 jaar ongeveer gelijk gebleven omdat veel HY-obligaties zijn gebruikt ter herfinanciering van bestaande leningen. Het herfinancieringsrisico is laag. Tot 2017 komt er naar verwachting relatief weinig nieuw aanbod van HY-obligaties. De toegenomen uitgifte van het aantal zogeheten 'covenant-lite loans' (leningen met minder strenge voorwaarden) heeft de aandacht maar past in het beeld dat er nu naar verhouding meer institutionele kopers zijn dan banken. Het aandeel van nieuwe uitgiftes van obligaties met een agressieve structuur zoals 'payment-in-kind obligaties' (PIK-obligaties) blijft laag met ongeveer 1%-2%. In 2007-2008 was dat aandeel nog 6% à 10%. De risico's bij HY liggen voornamelijk bij de

afgenomen liquiditeit. Veel handelsafdelingen van banken mogen sinds de crisis geen obligaties meer voor eigen rekening en risico ('op eigen boek') nemen, waardoor er minder handel (liquiditeit) is. Dit betekent dat de koersuitslagen op korte termijn iets groter kunnen zijn dan voor de crisis. Dit hebben we de afgelopen weken kunnen zien. Het fundamentele (economische) risico ligt veel meer bij een sterk oplopende kapitaalmarktrente als gevolg van een structureel economisch herstel. In eerste instantie zal dit echter nog kunnen worden opgevangen door afnemende spreads. Het grootste risico is een abrupt einde van het economische herstel. Als dit zou gebeuren, zullen de spreads oplopen vanwege de grotere kans op wanbetaling en faillissementen. In ons basisscenario gaan we uit van een iets oplopende kapitaalmarktrente en een matig economisch herstel. Tegen deze achtergrond zijn we positief over zowel IGC- als HY-obligaties. Beide bieden voorlopig nog een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding.

Overige spreadproducten: sterk herstel EMD

In april hebben we de wegging van obligaties uit opkomende markten (Emerging Market Debt, EMD) verhoogd van onderwogen naar neutraal nadat we deze in december 2013 hadden verlaagd. Hiervoor hadden we een aantal argumenten. Ten eerste was de kans op een rentverhoging door de Fed op korte termijn iets afgenomen. Ten tweede daalde de Amerikaanse kapitaalmarktrente als gevolg van vluchtgedrag van beleggers richting 'veilige havens'. Ten derde vond in een aantal belangrijke opkomende markten een economisch herstel plaats (China, India). Ten vierde herstelden veel wisselkoersen van buitenlandse valuta's na de forse daling in 2013. En, ten slotte, was de spread op obligaties uit opkomende markten na de koersdaling van vorig jaar wel erg aantrekkelijk geworden. Zoals uit onderstaande grafiek valt af te lezen, is sindsdien de Amerikaanse 10-jaarsrente verder gedaald en hebben zowel obligaties uit opkomende markten in harde valuta's (EMD HC) als obligaties uit opkomende markten in lokale valuta's (EMD LC) een prima rendement opgeleverd. In euro's gemeten hebben obligaties uit opkomende markten in harde valuta's zelfs het beste rendement opgeleverd in 2014 tot nu toe van alle categorieën (ruim 14%, zie allereerste grafiek in deze update).

Yield en spreadontwikkeling EMD HC



EMBI Global (HC) JPMorgan Emerging Market Bond Index Global Diversified

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, augustus 2014.

We verwachten dat de economische groei van de opkomende markten verder herstelt en de kapitaalmarktrente in de VS niet heel sterk zal oplopen. In dit scenario kunnen de risico-opslagen van obligaties uit opkomende markten verder naar beneden, wat het rendement ondersteunt.

Conclusie: iets hogere (maar nog steeds lage) kapitaalmarktrentes en lagere spreads

We handhaven onze overweging van IGC en HY in onze beleggingsstrategieën. We houden een voorkeur voor staatobligaties uit de periferie van de eurozone en hanteren een onderweging van staatsobligaties. De vooruitzichten voor obligaties uit opkomende markten zijn verbeterd. Daarom hebben we de weging in april verhoogd naar neutraal. Het grootste risico voor de obligatiemarkten is een eerder dan verwachte renteverhoging door de Fed of een abrupte terugval van de economische groei. Zolang dit niet het geval is, zullen kapitaalmarktrentes iets oplopen en spreads verder dalen.

Positionering per augustus 2014

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