

Rentevisie

Update september 2013

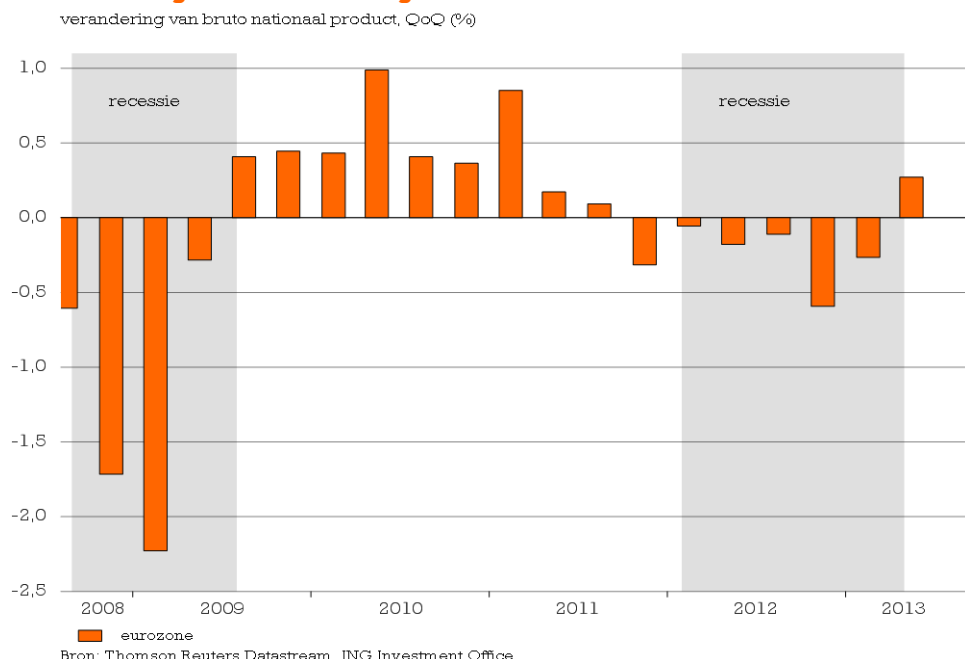
Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

'Normalisering'. Dat is de stempel die de rentestijging op de kapitaalmarkt sinds begin mei heeft gekregen. De daling van de obligatierentes sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 komt mede door het stimuleringsbeleid van centrale banken. Maar er komen steeds meer tekens van een aantrekkende wereldwijde economische groei. Het is dan ook logisch dat we steeds meer rekening moeten houden met het terugschroeven van de stimuleringsmaatregelen. Echter, alleen al het zinspelen op het afbouwen van het stimuleringsprogramma door de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, de 'Fed', leidde tot koersdalingen op de beurzen, al zijn veel koersen alweer wat hersteld. Beleggingen in de opkomende markten hebben tot nu het meeste te lijden gehad. Niet alleen aandelenkoersen maar ook de obligatiekoersen staan onder druk. In deze update van onze Rentevisie kunt u lezen wat de huidige situatie betekent voor beleggers.

Staatsobligaties Europa

Halverwege augustus was het renteverval tussen Italiaanse en Duitse staatsobligaties gedaald tot 2,3%, het kleinste verschil in meer dan twee jaar. De zorgen over het uiteenvallen van de eurozone zijn sinds vorig jaar zomer sterk afgenomen. Het geloof in de geruststellende woorden van Mario Draghi, de president van de Europese Centrale Bank (ECB), is blijkbaar nog steeds erg groot. In aanvulling op het vorig jaar aangekondigde steunprogramma van de ECB ('Outright Monetary Transactions', OMT), en de verlaging van de belangrijkste beleidsrente in mei tot 0,5%, heeft Draghi in juli ook nog eens aangegeven dat de ECB de rente ook de komende tijd nog laag zal houden. Een verdere renteverlaging is zelfs nog mogelijk. Nadat in de eerste twee weken van juli de 10-jaarsrente op Duitse staatsobligaties daalde richting 1,5%, is deze inmiddels weer opgelopen tot 1,9%. De oorzaak hiervan moet vooral worden gezocht in de betere economische ontwikkelingen in de eurozone. Zo is de recessie na 6 kwartalen eindelijk voorbij. In het tweede kwartaal van 2013 was er sprake van 0,3% economische groei in vergelijking met het kwartaal ervoor. Dit betekent echter nog niet dat het overall even goed gaat. De Nederlandse economie liet een krimp zien van 0,2% en is dus nog niet uit de recessie. Portugal (+1,1%) en Spanje (-0,1%) deden het beter. Ook Italië liet een verbetering zien: van -0,6% in het eerste kwartaal naar -0,2% in het tweede. De economische motor van Europa is nog steeds Duitsland. De Duitse economie groeide in het tweede kwartaal met 0,5% en de signalen in het derde kwartaal tot nu toe duiden op een groeiversnelling.

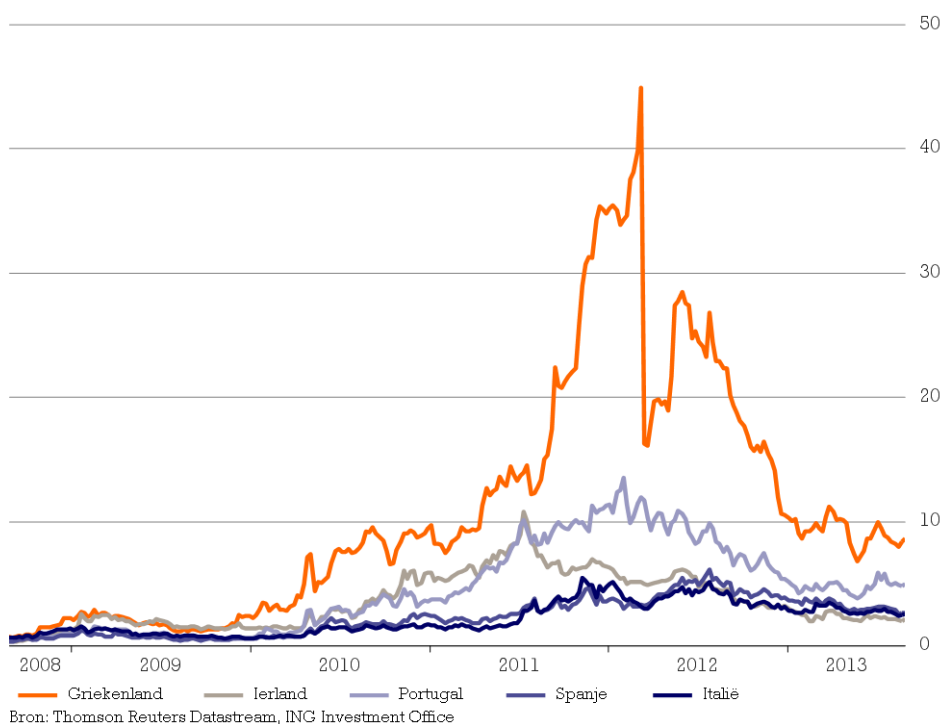
Economische-groeiontwikkeling eurozone



Bron: Thomson Reuters Datastream, augustus 2013

De inflatie in de eurozone bedroeg in juli slechts 1,6% en we denken dat die gedurende het derde kwartaal zelfs verder zal afnemen. Dit geeft de ECB ruimte om de rente indien nodig verder te verlagen. Er zijn dus twee opvallende bewegingen: 1) de rente in de kernlanden (zoals Duitsland en Nederland) is opgelopen als gevolg van betere economische cijfers en 2) het renteverskil (de risico-opslag) tussen de zuidelijke eurolanden en Duitsland is afgenomen. We verwachten dat de renteverskillen tussen deze 'perifere' landen en de kernlanden verder zal afnemen. Dit geldt met name voor Italië en Spanje.

Renteverkil Zuid-Europese en Duitse 10-jarige staatsobligaties



Bron: Thomson Reuters Datastream, augustus 2013

Gaan de obligatierentes nu nog verder omhoog?

In de vorige update van onze Rentevisie schreven we dat de marktresen op 'veilige' staatsobligaties niet veel verder meer zouden stijgen. De werkelijkheid was iets anders. De 10-jaarsrente in de VS steeg namelijk verder van 2,16% naar 2,9% (27 augustus: 2,76%) en in Duitsland steeg de 10-jaarsrente van 1,49% naar 1,93% (27 augustus: 1,85%). Voor beide geldt dat deze boven de door ons verwachte bandbreedte zijn uitgekomen. De belangrijkste oorzaak hiervan zijn de aantrekkende wereldwijde groei (vooral in de VS) en de daardoor toenemende kans op een minder sterk stimulerend beleid van de Fed. Beleggers vrezen dat wanneer de Fed minder staatsobligaties zal opkopen, de marktrente verder zal oplopen. In samenhang met de rente in de VS is ook de rente op Duitse staatsobligaties opgelopen. Hier komt bij, dat de premie die beleggers bereid zijn te betalen voor de veiligheid van Duitsland als debiteur, is afgenomen. Dat komt doordat beleggers menen dat het debiteurenrisico van staatsobligaties uit de periferie is afgenomen. Al deze ontwikkelingen kunnen we samenvatten onder het kopje 'normalisatie'. Maar betekent dit dan ook dat de obligatierentes over een brede linie verder zullen oplopen? Het antwoord hierop bestaat uit meerdere delen. De 'korte' marktrente (tot 2 jaar looptijd) zal voorlopig nog laag blijven. Deze staat namelijk onder sterke invloed van de beleidsrentes van de belangrijkste centrale banken: de Fed en de ECB. Beide hebben aangegeven deze voorlopig niet te verhogen. De Fed funds rate staat voorlopig op 0-0,25%, de refi rate van de ECB op 0,5% waarbij de ECB nog ruimte heeft de rente verder te verlagen. De 'lange' marktrente, oftewel de kapitaalmarktrente (vanaf 2 jaar looptijd, maar meestal wordt de 10-jaarsrente als maatstaf gebruikt) zal volgens ons niet veel verder oplopen vanaf de huidige niveaus.

Argumenten tegen het scenario van sterk oplopende rentes

Toegegeven, in de vorige update van onze Rentevisie zaten we er met onze verwachting voor de 10-jaarsrente naast (vooral voor de VS). We hadden de recente snelle stijging niet verwacht. Waarom denken we nu toch weer dat de rentes vanaf de huidige niveaus op korte termijn niet heel veel verder zullen oplopen? We zijn het eens met de visie van normalisatie vanaf de recente historisch lage niveaus maar denken niet dat de kapitaalmarktrentes in een steile beweging zullen oplopen. Veel van de argumenten die u hieronder kunt lezen, hebben we al eerder genoemd. Toch maken ze deel uit van het volledige beeld, vandaar de herhaling. Zo is de Europese schulden crisis nog steeds niet voorbij. De verdere integratie van de eurozone zal de komende jaren nog voor diverse momenten van oplopende spanningen zorgen. Van tijd tot tijd zullen beleggers dus de 'veilige havens' van Duitse en Nederlandse staatsobligaties opzoeken en zullen de rentes daarvan weer kunnen dalen door de toenemende vraag. Op 22 september vinden bijvoorbeeld de Duitse parlementsverkiezingen plaats en kan in de aanloop daar naartoe de behoefte van beleggers aan veiligheid weer toenemen. Dit zou de vraag naar Duitse staatsobligaties stimuleren met lagere rentes als gevolg. En ondanks het recente einde aan de recessie zal de economische groei in Europa naar verwachting de komende jaren slechts zeer gematigd blijven als gevolg van het terugdringen van schulden door de private en publieke sector. Bedrijven en consumenten zullen daarom naar verwachting in vergelijking met voor de crisis weinig investeren, respectievelijk besteden en overheden moeten hun zuinige beleid voortzetten. (Dit laatste ondanks het feit dat sommige landen iets meer tijd hebben gekregen van 'Brussel' om hun tekorten terug te dringen). Ook zal de inflatie naar verwachting laag blijven en mogelijk verder afnemen doordat de hoge werkloosheid voorlopig nauwelijks of geen ruimte biedt aan loonstijging. Bovendien zal de ECB indien noodzakelijk het OMT-programma uitvoeren en obligaties van noodlijdende landen opkopen. Ook hierdoor zullen de renteniveaus van staatsobligaties gedrukt worden. Pas wanneer het vertrouwen van beleggers in de oplossing van de schulden crisis nog verder toeneemt en de vooruitzichten voor wat betreft de economische groei (en inflatie) toenemen, zullen de effectieve rendementen van staatsobligaties van met name Europese kernlanden verder oplopen. We denken dat in dit scenario de rentes op obligaties uit de kernlanden en die van perifere landen meer naar elkaar toe zullen bewegen door de afnemende angst voor het uiteenvallen van de eurozone. Maar ook zolang deze angst niet substantieel toeneemt, zijn de effectieve rentes op staatsobligaties van perifere eurolanden aantrekkelijk. De hogere effectieve rentes op Spaanse en Italiaanse staatsobligaties bieden bovendien een aardige buffer wanneer het algemene renteniveau iets oploopt. Ondanks de verwachting dat een belegging in staatsobligaties van de kernlanden weinig uitzicht op een aantrekkelijk direct rendement biedt, blijven we in onze beleggingsstrategieën toch nog steeds in deze categorie beleggen. Dit vanwege het veilige karakter. Deze staatsobligaties bieden namelijk dekking, mocht de Europese schulden crisis weer opblazen. De zekerheid van de terugbetaling van de hoofdsom is in dat geval belangrijker dan het rendement op het kapitaal.

Staatsobligaties VS: bandbreedte verwachting verhoogd

In de VS circuleert het grapje "Ooit geprobeerd tandpasta terug in de tube te stoppen? Zo makkelijk heeft de Fed het met het verminderen van de monetaire verruiming". Sinds Fed-president Ben Bernanke in mei opperde om mogelijk dit jaar het opkopen van sommige soorten leningen af te bouwen (in de VS ook wel 'tapering' genoemd) is de kapitaalmarktrente (10-jaarsrente) fors opgelopen. Beleggers hebben duidelijk niet gewacht op de daadwerkelijke tapering. Veel rentes stegen en de obligatiekoersen daalden. Voor de Fed was dit vervolgens een reden om met geruststellende woorden te komen. De snel oplopende rente zou immers een risico kunnen vormen voor de nog broeze economische groei. Ook hypotheekrentes stegen namelijk snel. Dit geeft eens te meer aan dat centrale bankiers hun

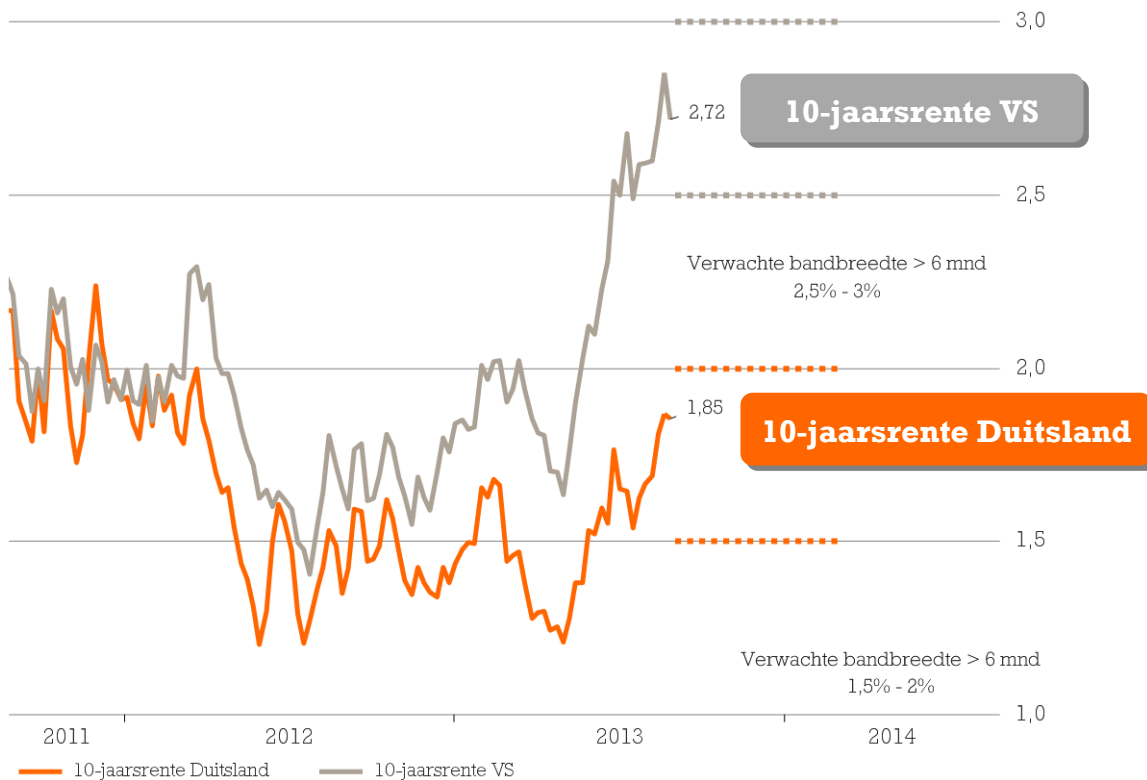
woorden zorgvuldig moeten kiezen. Al hun uitspraken worden door de financiële markten op een goudschaaltje gewogen en kunnen makkelijk een eigen leven gaan leiden. Dat er uiteindelijk een einde komt aan de stimulering, is voor iedereen wel duidelijk. En laten we duidelijk zijn: dat is een goede zaak. We zien de 'patiënt' liever verder gaan zonder krukken dan met krukken. Wanneer de Fed zal beginnen met taperen, hangt af van de economische cijfers. Belangrijk zijn hierbij de werkgelegenheids cijfers die al een aantal maanden verbeteren. De kans is daarom groot dat de Fed bij haar eerstvolgende rentebesluit op 18 september een vermindering van het opkoopprogramma zal aankondigen. Iedere maand koopt de Fed nu nog voor USD 40 miljard aan hypothecaire obligaties op en nog eens USD 45 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties. Naar verwachting zal de Fed eerst de aankoop van staatsobligaties stapsgewijs verminderen. Dit betekent dus niet dat de Fed meteen stopt met stimuleren, het wordt alleen om te beginnen iets minder. Want zolang het werkloosheidspercentage in de VS niet lager is dan 6,5% en de inflatie niet hoger is dan 2,5% zal de Fed haar monetaire stimulering voortzetten, aldus Fed-president Ben Bernanke. Daarnaast zal de Fed de beleidsrente "zo lang mogelijk, zo laag mogelijk" houden. Het belangrijke officiële rentetarief, de Fed funds rate, (onder andere van invloed op de debetrente op creditcardschulden) staat al geruime tijd op 0-0,25% en dit zal de Fed tot minimaal halverwege 2015 ook zo houden, zo heeft Bernanke gezegd. Toch loopt de 10-jaarsrente in de VS steeds verder op. Waar houdt dit op? Dat is lastig te beantwoorden. Ten eerste geldt dat ook hier sprake is van herstel naar een 'normaler' niveau. Zoals gezegd, is de rentestijging sneller gegaan dan we hadden verwacht. Hoewel een exacte berekening van het 'juiste' renteniveau niet is te maken, kunnen we wel een indicatie daarvan geven. De rentetarieven zijn namelijk een weerspiegeling van de economische groei (verwachting), inflatie (verwachting) en van het monetaire beleid van de centrale bank. Op basis van deze 3 factoren kunnen we een schatting maken als we de beschikbare data interpreteren. Voor de groei nemen we de inkoopmanagerindex als indicator, voor de factor inflatie gebruiken we de consumentenprijzen (zonder de beweeglijke prijzen van voedsel en energie) en als factor voor het monetaire beleid nemen we de 3-maands Libor-rente (een rente die banken elkaar berekenen). Op basis van deze factoren zou de 10-jaarsrente zo rond de 3,5% moeten uitkomen. Dat is dus nog een stuk hoger dan het huidige niveau van 2,76%. Het verschil kan voor een groot deel worden verklaard door de obligatie-opkoopprogramma's van de Fed. Inmiddels heeft de Fed zo'n 1500 miljard dollar (!) aan staatsobligaties opgekocht. Afgaand op verschillende macro-economische studies zou dit de kapitaalmarktrente met ongeveer 0,6 procentpunt hebben gedrukt. Wanneer we dit in onze schatting meenemen, zou de 'juiste' rente ongeveer 2,9% bedragen, heel dicht bij het huidige niveau dus. Volgens dit eenvoudige model zou het huidige renteniveau dus niet overdreven hoog zijn en zou het volledig afbouwen van QE er uiteindelijk toe kunnen leiden dat de rente 0,6 procentpunt oploopt wanneer de andere 3 factoren niet veranderen. Daarmee dringt de vraag zich naar voren "Wat kunnen we van deze 3 factoren verwachten?". Ten eerste verwachten we dat de beleidsrente van de Fed minimaal tot begin 2015 laag zal blijven. De 3-maands Libor-rente zal dan ook laag blijven (nu 0,26%). De Amerikaanse economische groei zal naar verwachting dit jaar nog laag zijn maar volgend jaar verder aantrekken. De inflatie (exclusief voedsel- en energieprijzen) zal echter niet heel veel verder oplopen, voornamelijk doordat er nog een geen gevaar is voor fors stijgende lonen. De werkloosheid is immers nog hoog en er is nog lang geen sprake van een tekort op de arbeidsmarkt. Onze conclusie is dan ook dat – mede door de onzekerheid die kan ontstaan door politieke discussies over het Amerikaanse schuldenplafond en mogelijke twijfel aan het herstel van de mondiale economische groei - de rentes in de VS de komende maanden niet veel verder zullen stijgen vanaf de huidige niveaus. Het terugschroeven van het opkoopprogramma door de Fed is volgens ons al goeddeels verdisconteerd in de huidige lagere obligatiekoersen. Een nog 'steilere rentecurve' met dus een lage korte rente en een hoge, oplopende lange rente, achten we op korte termijn niet waarschijnlijk. Wel hebben we de bandbreedte voor onze renteverwachting voor de 10-jaarsrente verhoogd naar tussen de 2,5% en 3% voor de komende 6 maanden.

Ook iets hogere bandbreedte verwachtte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland

Ook voor Duitsland verhogen we de bandbreedte van de door ons verwachte 10-jaarsrente van 1,3% - 1,6% naar 1,5% - 2% voor de komende 6 maanden. Deze verhoging volgt op de eerdere verlaging zoals aangegeven in onze update van de Renterevisie in juni. Ook hebben we onlangs de 'duratie' (gemiddelde resterende looptijd, maatstaf voor de rentegevoeligheid) verhoogd van de Europese staatsobligaties in onze beleggingsstrategieën. Hierdoor is het effectieve rendement gestegen maar is ook de rentegevoeligheid toegenomen. We verwachten dus dat de rente in de kernlanden de komende maanden iets kan oplopen - maar niet heel veel verder. Ondanks het ingezette herstel zullen de groei- en inflatiepercentages voorlopig laag blijven, geen reden dus voor fors oplopende rentes. Omdat we verwachten dat het renteververschil tussen de kernlanden en de periferie zal afnemen, hebben we de weging van staatsobligaties uit de periferie verhoogd ten koste van staatsobligaties uit de kernlanden. Door deze wijziging neemt het gemiddelde effectieve rendement op de beleggingen in staatsobligaties toe binnen de ING-beleggingsstrategieën.

Bandbreedte verwachte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland, VS

27-8-2013



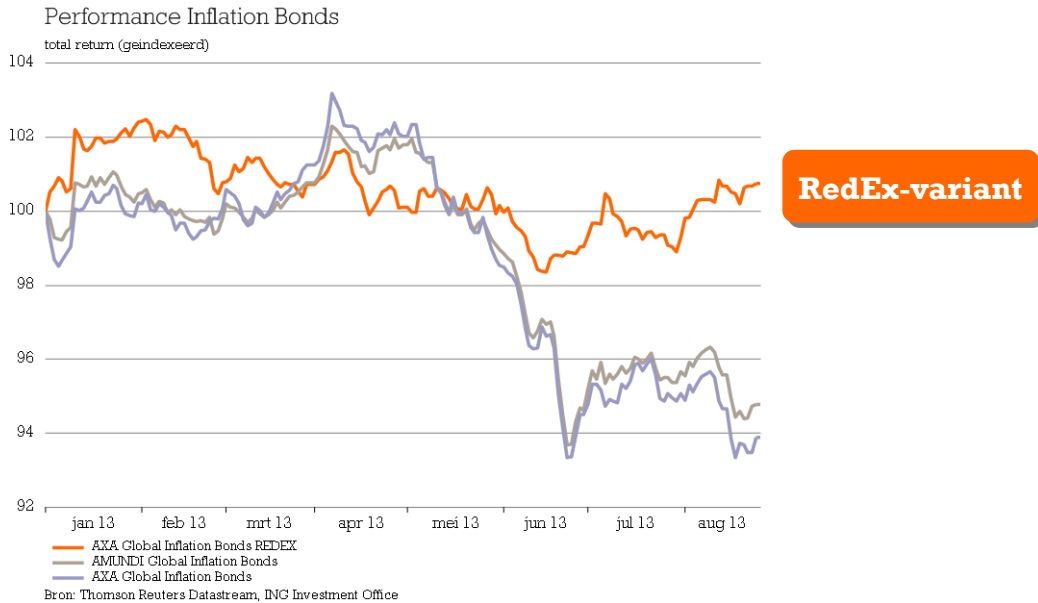
Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office

Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office (verwachting), 27 augustus 2013

Inflatie: gematigde ontwikkeling

De inflatie in zowel de VS als de eurozone is de afgelopen maanden iets opgelopen naar 2% respectievelijk 1,6%. Het huidige inflatieniveau is voor de Fed waarschijnlijk geen belemmering om te beginnen met tapering. De bezorgdheid voor eventueel optredende deflatie (à la Japan tot voor kort) lijken immers wat naar de achtergrond te zijn geschoven. Een zeer lage inflatie is economisch ongewenst. Maar voor de ECB zal het huidige inflatieniveau waarschijnlijk geen reden zijn om een volgende renteverlaging aan te kondigen. We verwachten dan ook niet dat de ECB dit jaar het officiële rentetarief nog verder gaat verlagen. We hebben in de beleggingsstrategieën een wijziging aangebracht binnen de inflatiegekoppelde obligaties ('inflation-linked bonds'). Deze zijn vanwege hun lange duratie erg gevoelig voor rentebewegingen op de kapitaalmarkt. Wanneer de kapitaalmarktrente oploopt vanwege betere economische groeiverwachtingen, loopt normaal gesproken ook de verwachte inflatie op. In een normale situatie zou bij inflatiegekoppelde obligaties dan het negatieve effect van een hogere rente grotendeels, of zelfs meer dan, gecompenseerd worden door oplopende inflatieverwachtingen. Dit was vanaf mei dit jaar echter niet het geval. De rente liep op maar tegelijkertijd **daalde** de inflatieverwachting juist. Het mes sneed dus in negatieve zin aan twee kanten voor inflatiegekoppelde obligaties - met sterk dalende koersen als gevolg. Sinds halverwege de maand juni is de verwachte inflatie toch weer iets opgelopen. Voor inflatiegekoppelde obligaties was dit echter niet genoeg om het waardeverlies als gevolg van de opgelopen rente te compenseren. Omdat we verwachten dat de kapitaalmarktrentes niet heel ver meer zullen dalen (eerder wat zullen oplopen) vanaf de huidige niveaus, maar de inflatieverwachting uiteindelijk wel verder zal oplopen, hebben we in onze beleggingsstrategieën een gedeelte van de beleggingen in inflatiegekoppelde obligaties omgezet naar de zogenoemde RedEx-variant van hetzelfde fonds. 'RedEx' staat hierbij voor 'reduced exposure': gereduceerde blootstelling aan de renteontwikkeling. Bij de RedEx-variant wordt ernaar gestreefd om de rentegevoeligheid zoveel mogelijk te dempen. De schommeling van de marktrentes hebben dus veel minder effect op de waarde. Dit 'hedgen' van de rente-exposure (duratie) gebeurt via (beursgenoteerde) derivaten. Wat overblijft na het hedgen van de duratie is dus de exposure naar de inflatie(verwachting) in de markt. Als de marktrente oploopt zonder dat de inflatieverwachting toeneemt (de reële rente loopt dus op) zoals we in april en mei hebben gezien, dan daalt de koers van de gewone variant veel sterker dan die van de RedEx-variant.

Geïndexeerde waardeontwikkeling gewone en RedEx-variant inflation-linked bond funds

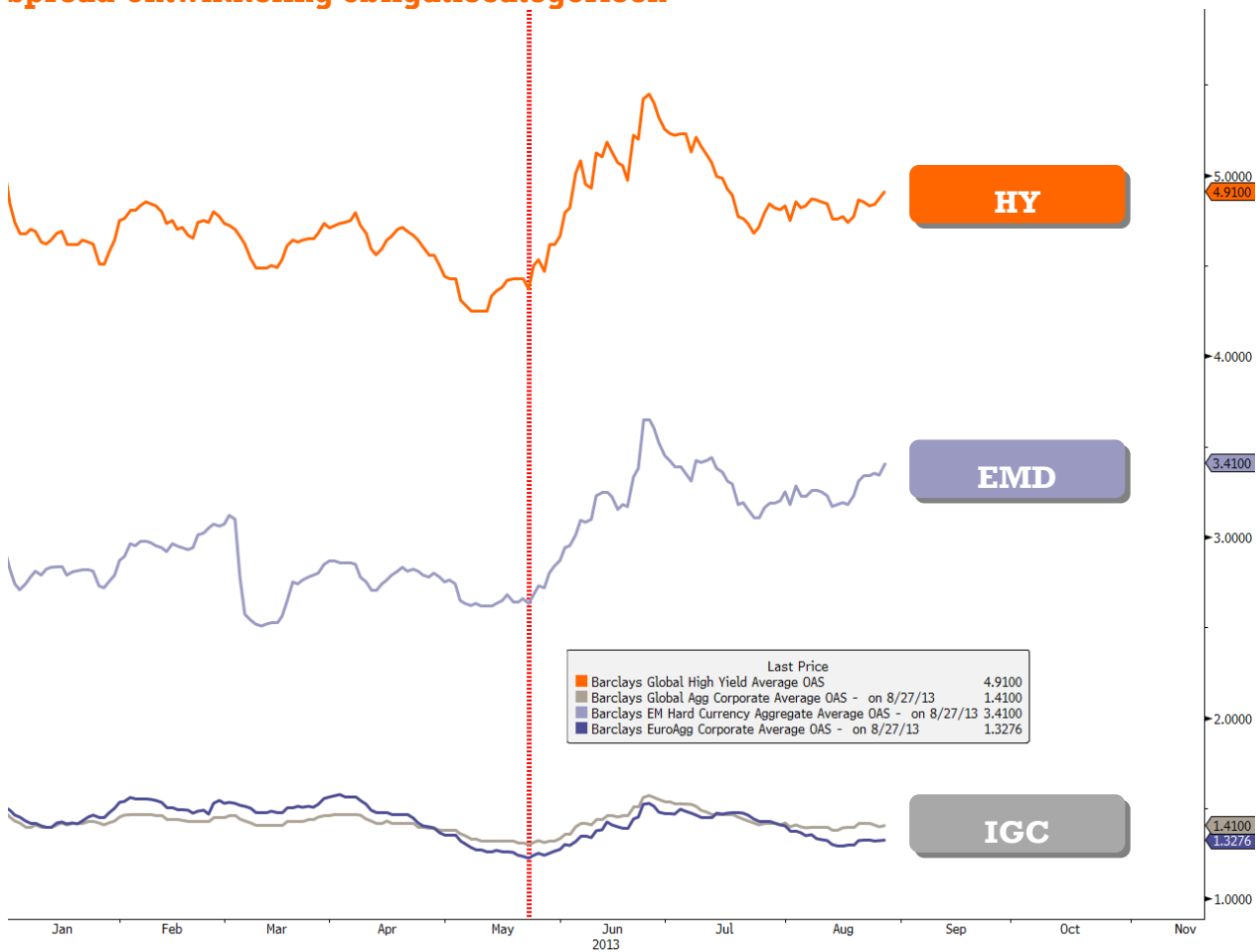


De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Er is geen rekening gehouden met de kosten van beleggen, zoals een service fee. Deze komen ten koste van het rendement. Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office, juli 2013.

Creditspreads: risico-opslagen in de marktrentes van bedrijfsobligaties

Als hogere kapitaalmarktrentes het gevolg zijn van betere vooruitzichten voor de economische groei, dan zullen de risico-opslagen in de marktrente ('creditspreads' of kortweg: spreads) van bedrijfsobligaties ten opzichte van 'veilige' staatsobligaties normaal gesproken afnemen. In zo'n situatie zullen bedrijven immers veelal profiteren van de aantrekkelijke economie en zal dat een positieve uitwerking hebben op de kredietwaardigheid - met een lagere risico-opslag (spread) als gevolg. Sinds 22 mei is echter niet alleen de kapitaalmarktrente gestegen, maar zijn ook de spreads op hoogrentende ('high yield', HY) en investment grade bedrijfsobligaties (IGC) opgelopen. Zoals u in de grafiek op de volgende pagina kunt zien, zijn de spreads sinds eind juni weer wat afgenomen. Dit is niet alleen te danken aan meevallende economische cijfers maar ook geruststellende woorden van diverse Fed-bestuurders. Zij gaven in verschillende toespraken aan dat er voorlopig nog geen einde komt aan het stimulerende centralebankbeleid in de VS. Dit neemt niet weg dat de Fed-bestuurders wel een geleidelijke vermindering van de stimulering vanaf september mogelijk achten. Wij gaan ervan uit dat de spreads na een volatiele periode weer zullen afnemen en zal leiden tot een relatieve outperformance ten opzichte van staatsobligaties uit de eurozone.

Spread-ontwikkeling obligatiecategorieën



LG300AS Index (Barclays Global High Yield Average OAS) Graph 91 Daily 31DEC2012

Copyright© 2013 Bloomberg Finance L.P.

28-Aug-2013 14:20:17

Oranje: wereldwijde hoogrentende bedrijfsobligaties (HY), grijs wereldwijde bedrijfsobligaties (IGC), lichtblauw: obligaties opkomende markten (harde valuta) (EMD), donkerblauw: bedrijfsobligaties eurozone (IGC). Alle spreads hebben betrekking op Barclays-obligatieindices.

Bron: Bloomberg, 28 augustus 2013

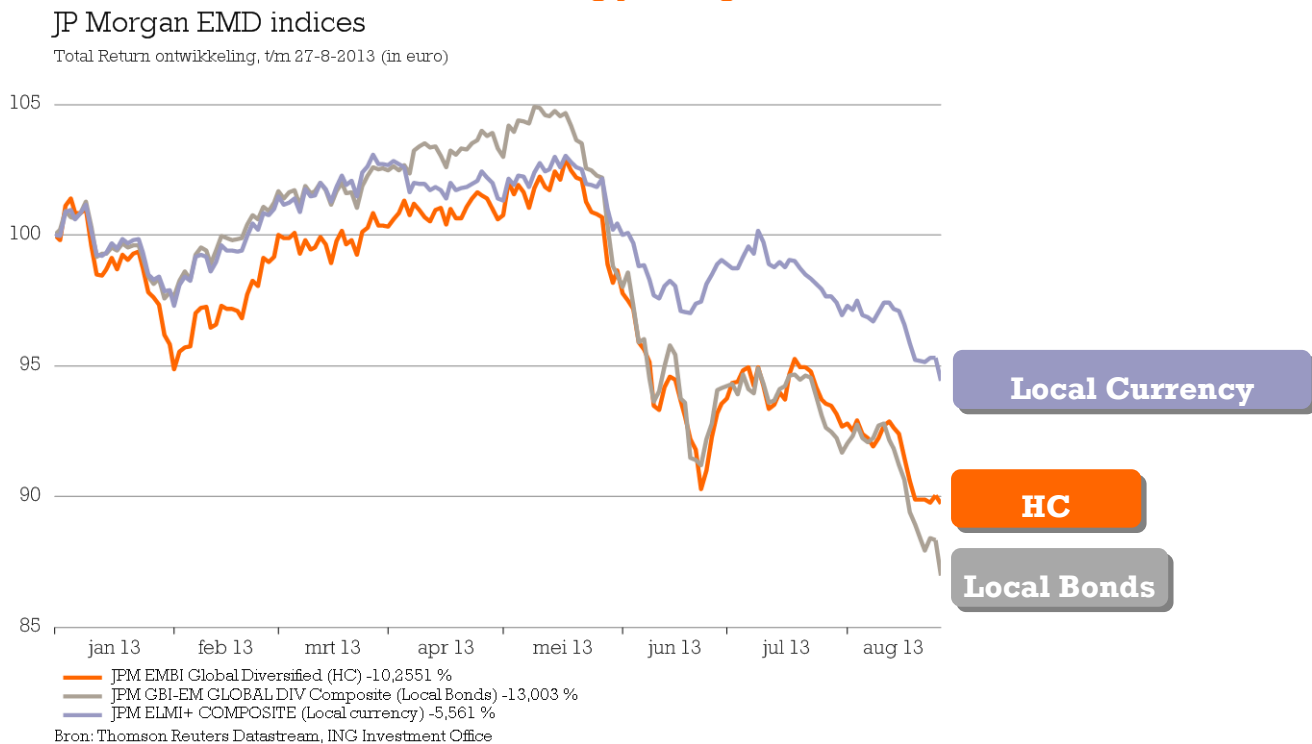
Binnen de vastrentende beleggingscategorieën zijn we het meest enthousiast over hoogrentende bedrijfsobligaties ('high yield', HY). Deze obligatiecategorie biedt namelijk de beste bescherming tegen oplopende rentes. Dit komt doordat de koersdaling als gevolg van stijgende kapitaalmarktrentes meer dan gecompenseerd wordt door een dalende risicopremie (spread). De hogere kapitaalmarktrente moet dan wel het gevolg zijn van een hogere economischegroeiervachting en dus niet het gevolg van angst voor minder stimulering (zoals we dat in mei en juni hebben gezien)! Binnen IGC hebben we inmiddels naast 'covered bonds' (pandbrieven) ook een gedeelte belegd 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.

Overige spreadproducten: EMD stelt teleur

De meest opvallende obligatiecategorie is die van obligaties uit opkomende markten ('emerging market debt', EMD). De rendementen in 2013 zijn tot nu toe zeer teleurstellend. Dit komt vooral door de opgelopen 10-jaarsrente in de VS als gevolg van de onzekerheid over de tapering door de Fed. Door de hogere rente in de VS en tegenvallende economische ontwikkelingen (lage groei en oplopende inflatie) in een aantal opkomende markten, is er de afgelopen maanden veel kapitaal uit de opkomende markten teruggetrokken. Doordat het beleid van veel centrale banken uit de ontwikkelde markten de afgelopen jaren sterk gericht was op een lage rente, "vluchtten" veel beleggers naar de opkomende markten omdat de daar te behalen rendementen hoger waren. Nu een matiging van dit zeer lage rentebeleid door de Fed dreigt, worden investeringen voor een deel teruggehaald. Dit heeft geresulteerd in een omgekeerde kapitaalstroom en negatieve koersontwikkelingen op de financiële markten. Veel opkomende landen hebben te maken met een zwakkere valuta, met alle gevolgen van dien. Bovendien heeft een aantal opkomende landen

inmiddels te maken met een verslechterende 'externe positie' (lopende rekening) doordat er in verhouding meer wordt geïmporteerd dan geëxporteerd. Hierdoor is de afhankelijkheid van kapitaal uit het buitenland juist toegenomen. Door de opgelopen rentes, de opgelopen spreads en zwakkere valuta zijn alle EMD-categorieën vanaf mei hard geraakt en laten verliezen zien. Obligaties uit opkomende markten uitgegeven in Amerikaanse dollars (HC) verloren tot nu toe ruim 10%, obligaties uit opkomende markten uitgegeven in lokale valuta (Local Bonds) verloren 13% en kortlopende obligaties uit opkomende markten uitgegeven in lokale valuta (Local Currency) verloren dit jaar 5,6%. (in euro, t/m 27-8-2013)

Geïndexeerde rendementsontwikkeling JPMorgan EMD-indices



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 2013.

Overweging EMD gehandhaafd

Ondanks de geschetste toegenomen onzekerheid op de financiële markten zijn de fundamentele langetermijnvooruitzichten voor opkomende markten naar onze mening onverminderd positief. Belangrijke sterke punten ten opzichte van ontwikkelde markten zijn onder andere de evenwichtiger huishoudboekjes van de publieke en private sectoren, de lagere schuldratio en kleine tekorten op de lopende rekening en de begroting. Vanzelfsprekend zijn hier ook een aantal uitzonderingen op te noemen, zoals bijvoorbeeld India. Maar de huidige situatie is wel anders dan die van eind jaren '90. Veel opkomende markten hebben in de afgelopen 15 jaar aanzienlijke reserves aan buitenlandse valuta's opgebouwd. En de meeste landen in deze regio zijn die nog steeds aan het vergroten, zij het op een minder grote schaal. Deze middelen kunnen ze tot op bepaalde hoogte gebruiken om de eigen valuta te beschermen. Bovendien hebben deze landen vaak minder kortlopende schulden uitstaan en hebben zij relatief minder schuld uitstaan in buitenlandse valuta's. Het doorvoeren van de nodige hervormingen kan echter wel tot sociale onrust leiden, zoals onlangs in Brazilië en Turkije was te zien. Dit laatste is een belangrijk risico voor de verdere ontwikkeling van de opkomende markten. Heel belangrijk is ook de ontwikkeling van China. Eerder dit jaar maakten we ons nog zorgen over de ontwikkeling van de Chinese economische groei. Vandaar dat we de weging van opkomende markten in onze strategieën in maart en april hadden verlaagd. De laatste weken zagen we echter een aantal meevallende economische cijfers en zijn we minder negatief geworden over China. Dit kan een positieve uitwerking hebben op andere opkomende markten - die vaak belangrijke (grondstoffen)exporteurs zijn naar China. Maar minstens zo belangrijk is het groeiherstel in andere belangrijke economische regio's, zoals in de VS, de eurozone en Japan. Ook dit zal volgens ons een positief effect hebben op de ontwikkelde markten. We handhaven daarom onze overweging in EMD.

Conclusie vastrentende waarden

We handhaven onze overweging van spreadproducten en de onderweging van staatsobligaties. Binnen staatsobligaties hebben we nu ongeveer 30% belegd in inflation-linked obligaties waarvan ongeveer de helft in een Redex-variant. We hebben daarnaast de weging van staatsobligaties uit de periferie van de eurozone verhoogd ten koste van de weging van staatsobligaties uit de kernlanden.

Positionering

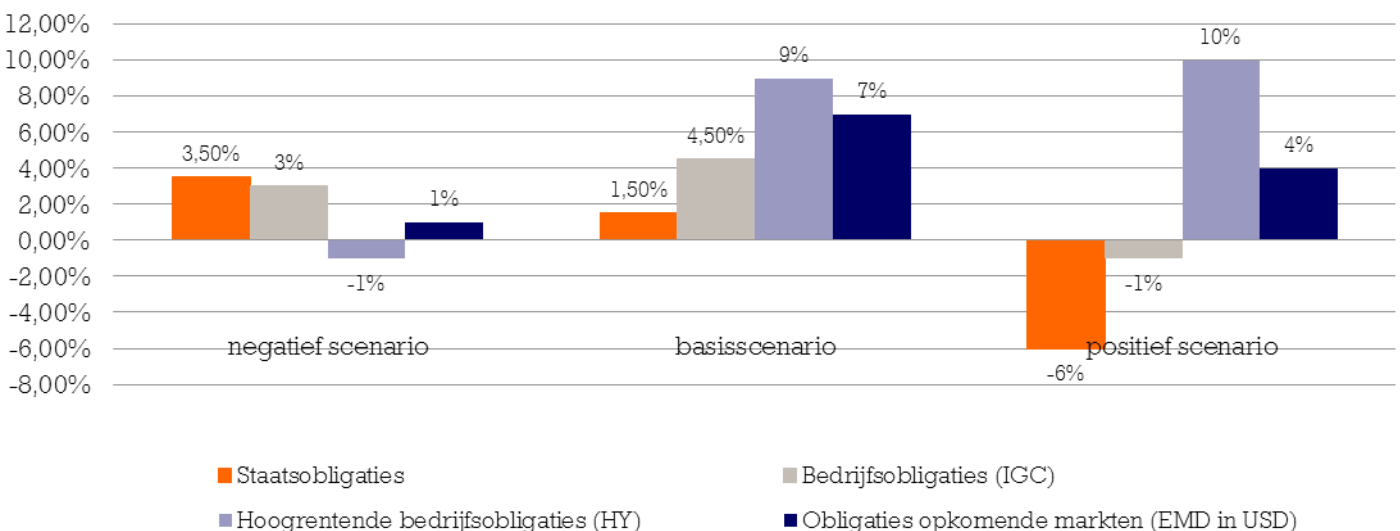
Allocatie obligaties

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

Mogelijke beleggingsresultaten in 3 scenario's

Hieronder is in het diagram onze taxatie weergegeven van mogelijke gemiddelde rendementen per obligatiecategorie in drie verschillende scenario's. Deze scenario's plaatsten we ook in eerdere publicaties van de *Update Rentevisie*, evenals in onze jaarvisie *Visie 2013: nieuwe wegen naar rendement*. In het diagram ziet u per vastrentende beleggingscategorie het te verwachten rendement voor 2013. Het rendement is opgebouwd uit verwachte rente-inkomsten plus verwachte koersontwikkeling. Tussen deze scenario's ontbreekt het huidige scenario van een oplopende rente zonder een verdiscontering van hogere groei, die tot uiting komen in lagere spreads. Hierdoor presteren alle obligatiecategorieën veel slechter dan verwacht. Alleen HY en ICG laten een bescheiden positief rendement zien. De sneller dan verwachte rentestijging past dus niet in ons basisscenario voor dit jaar maar ook niet in de andere scenario's. Het lijkt er meer op dat de rendementen ergens tussen het basisscenario en het positieve scenario zullen uitkomen. Het totaal rendement van HY zal wel wat lager uit kunnen komen en EMD zal nog behoorlijk wat moeten inlopen om een positief totaalrendement te behalen. Voor de volledigheid: noch aan de scenario's, noch aan de schattingen kunnen rechten worden ontleend. De genoemde percentages zijn dan ook uitsluitend indicatief.

Mogelijke beleggingsresultaten 2013: 3 scenario's.



Bron: ING Investment Office, februari 2013

Negatief scenario

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

Basisscenario

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

Positief scenario

Rente staatsobligaties + 125 basispunten, spread IGC +/- 70 basispunten, spread HY +/- 250 basispunten, spread EMD +/- 130 basispunten.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. U kunt uw gehele inleg verliezen.

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).

