

Rentevisie

Update december 2013

Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

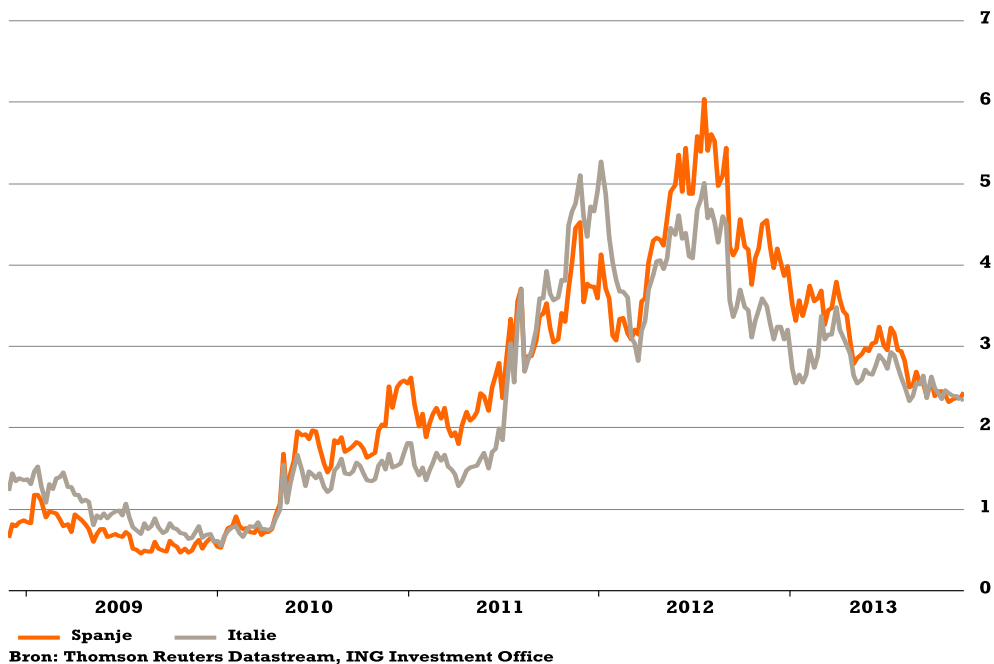
Gaat de Amerikaanse centrale bank, de 'Fed' nu wel of niet op korte termijn de monetaire stimulering afbouwen? Al sinds Fed-voorzitter Ben Bernanke in mei van dit jaar opperde de stimuleringsmaatregelen terug te schroeven, zijn de financiële markten in beroering. Mede daarom heeft de Fed in september, tegen de verwachtingen in, besloten om die zogenoemde 'tapering' uit te stellen. Vooruitlopend op de mogelijke start van die tapering liepen kapitaalmarktrentes namelijk in korte tijd flink op. Dit heeft een drukkend effect op de economische groei. Nu Janet Yellen, de beoogde opvolgster van Bernanke, heeft aangegeven dat het economische herstel in de VS nog niet overtuigend is, zal de tapering volgens ons waarschijnlijk pas in maart volgend jaar beginnen. In deze update van onze Rentevisie kunt u lezen wat dit betekent voor beleggers.

Staatsobligaties Europa: renteverschillen worden kleiner

Het uitblijven van spanningen en crises in de eurozone heeft ervoor gezorgd dat de renteverschillen tussen de kernlanden (onder andere Duitsland en Nederland) en de 'perifere' landen als Spanje en Italië verder zijn afgenomen. Dit heeft niet alleen te maken met het geloof in de daadkracht van Mario Draghi, de president van de Europese Centrale Bank (ECB), maar ook met het toegenomen vertrouwen van beleggers in het economisch herstel in de perifere landen. Het verschil tussen de effectieve rendementen van Spaanse en Italiaanse 10-jarige staatsobligaties en die van Duitsland is inmiddels gedaald tot 2,40% respectievelijk 2,33%. Eind augustus bedroeg dit verschil nog 2,66% voor Spanje en 2,54% voor Italië. In het derde kwartaal groeide de Spaanse economie met 0,1% ten opzichte van het kwartaal ervoor en heeft hiermee de recessie achter zich gelaten. De Italiaanse economie kromp in dezelfde periode met 0,1%. De bbp-groei van de eurozone bedroeg slechts 0,1% terwijl deze in het tweede kwartaal nog 0,3% was. Hieruit valt op te maken dat de groei in de eurozone nog erg zwak is en de verschillen tussen de landen best groot zijn. Dit beeld zal volgens ons in het komende jaar (2014) niet veel veranderen. Zoals gezegd, het beleid van de ECB is van belang voor de markt in Europese staatsobligaties. Naast de trage economische groei speelt ook desinflatie (afnemende inflatie) een belangrijke rol in het beleid van de ECB. De inflatie in de eurozone daalde in oktober naar 0,7% op jaarbasis. Dit was voor de ECB een belangrijke reden om op 7 november de beleidsrente (de 'refi rate') te verlagen naar het historische dieptepunt van 0,25%. Hiermee wordt geprobeerd om deflatie (negatieve prijsontwikkeling) te voorkomen. Deflatie heeft namelijk een verlamdend effect op de economische groei en is een situatie waar economieën vaak maar moeilijk uit kunnen komen. Bij het ECB-besluit om de beleidsrente te verlagen zal ook de relatief hoge waardering van de euro een rol hebben gespeeld. Een 'dure' munt verzwakt namelijk de concurrentiepositie van de eurozone op de exportmarkten.

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

10-jaars renteverschil met Duitsland



Bron: Thomson Reuters Datastream, december 2013

Onze verwachtingen voor staatsobligaties uit de eurozone

We verwachten dat de kapitaalmarktrente in de eurozone nog geruime tijd laag zal blijven. Wel zal de Duitse 10-jaarsrente in 2014 iets kunnen oplopen als gevolg van een aantrekkende economische groei. We denken daarbij aan een niveau van ongeveer 2,25% tegen het einde van 2014. Voor de komende 6 maanden is onze verwachting dat de Duitse rente binnen een bandbreedte beweegt tussen de 1,5% en 2%. Daarnaast verwachten we dat het renteverschil (de risico-opslag of 'spread') tussen de zuidelijke eurolanden en Duitsland verder zal afnemen. Deze afname van het renteverschil wordt wel 'convergentie' genoemd. 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: de Fed en de 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 een langere tijd laag zullen houden. Op dit moment hanteren we een iets lagere duratie, dan de benchmark voor Europese staatsobligaties.

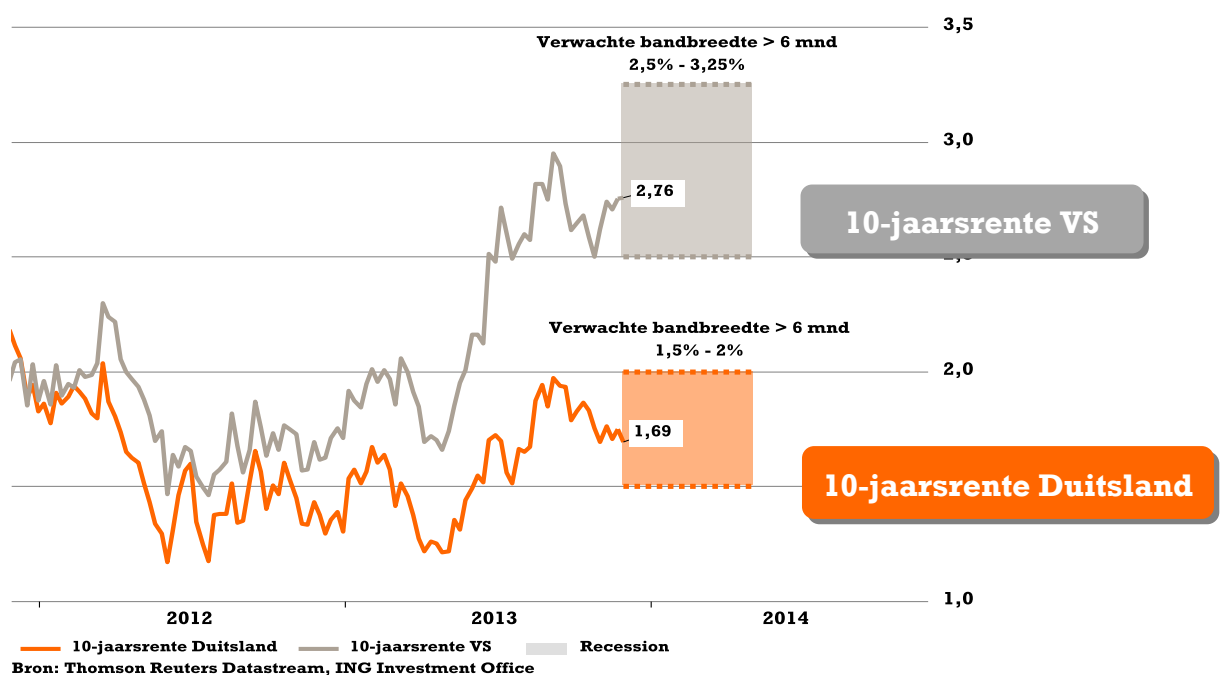
Staatsobligaties VS: tapering (wel/niet) stuurt de koersen

Sinds Fed-president Ben Bernanke in mei opperde om mogelijk dit jaar het opkopen van sommige soorten leningen af te bouwen, in de VS tapering (temperen) genoemd, is de 10-jaars kapitaalmarktrente fors opgelopen: van 1,93% op 21 mei tot 3% op 5 september 2013. Beleggers hebben dus niet afgewacht tot het moment waarop zij verwachtten dat de Fed met de tapering zou starten: 18 september. Veel marktrentes stegen en obligatiekoersen daalden. Groot was daarom de verrassing toen de Fed besloot om op dat moment nog geen begin te maken met tapering. Het maandelijkse opkoopprogramma van USD 40 miljard aan hypothecaire obligaties en USD 45 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties blijft voorlopig dus nog onverminderd in stand. De belangrijkste reden om het programma nog niet terug te schroeven, is de nog steeds zwakke arbeidsmarkt. Hoewel het werkloosheidspercentage gedaald is van 10% in 2009 naar nu 7,3%, maakt de Fed zich nog steeds zorgen over de zwakte van het economische herstel en de arbeidsmarkt in het bijzonder. De Fed stemt haar beleid af op de arbeidsmarkt en de hoogte van de inflatie. Zolang het werkloosheidspercentage in de VS hoger is dan 6,5% en de inflatie lager 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, (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 de

verwachting. Tijdens de Fed-vergadering van eind oktober is wederom besloten om het opkoopprogramma van USD 85 miljard ongemoeid te laten. Als gevolg van het uitstel van de tapering in september daalde de Amerikaanse 10-jaarsrente weer: van 3% in september naar 2,5% eind oktober. Inmiddels is de Amerikaanse 10-jaarsrente weer iets opgelopen (naar 2,75%) en blijft niet zozeer de vraag of, maar vooral wanneer de Fed zal beginnen met taperen. Wij denken dat de Fed dit in maart zal doen. Voor die tijd zijn er namelijk nog een aantal kwesties die voor onzekerheid kunnen zorgen waardoor zich eerder geen geschikt moment zal voordoen voor de Fed om de start van de tapering aan te kondigen. Zo komen er nog onderhandelingen over het Amerikaanse begrotingstekort en het verhogen van het staatsschuldplafond. Ook zal Fed-voorzitter Ben Bernanke begin volgend jaar worden opgevolgd. Al met al lijken de eerstkomende maanden geen periode waarin de Fed voor verrassingen wil zorgen. Dit neemt niet weg dat de kans bestaat dat de tapering toch al op 18 december of 29 januari zal worden aangekondigd. Dit zijn namelijk de eerste twee data waarop de Fed haar zeswekelijkse vergadering houdt (de bijeenkomst van het 'Federal Open Market Committee', FOMC, waarin het beleid wordt bepaald). De speculatie hierover zal toenemen wanneer economische cijfers over de VS steeds meer duiden op het aantrekken van de economie en de arbeidsmarkt in het bijzonder. De komende 6 maanden verwachten we een bandbreedte voor de 10-jaarsrente van tussen de 2,5% en 3,25%.

Bandbreedte verwachte 10-jaarsrente staatsobligaties Duitsland, VS

29-11-2013



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office (verwachting), 2 december 2013

Inflatie of desinflatie?

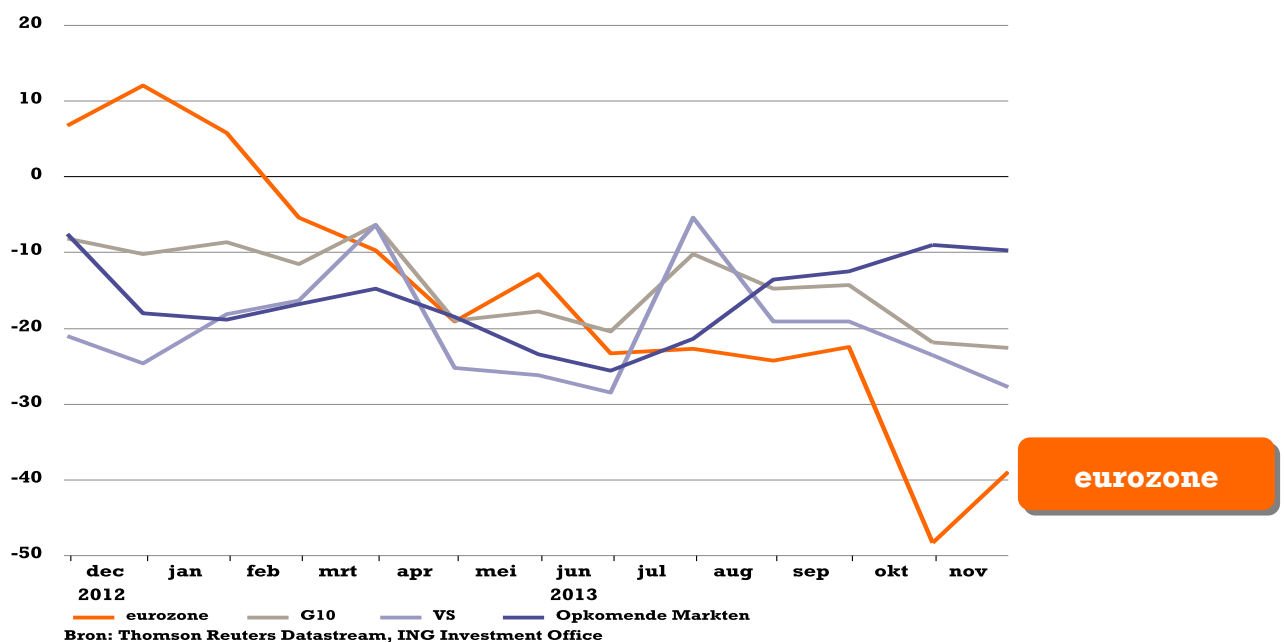
De inflatie in zowel de VS als de eurozone is de afgelopen maanden onverwacht sterk afgenomen: naar 1% respectievelijk 0,7%. Dit zijn inflatieniveaus die duidelijk onder de doelstelling (rond de 2%) van de centrale banken liggen. Hiermee komt de bezorgdheid voor eventueel optredende deflatie (à la Japan tot voor kort) weer bovendrijven. De zorg voor deflatie was voor Mario Draghi, de ECB-voorzitter, een van de belangrijkste redenen om begin november de beleidsrente, tegen onze verwachting in, te verlagen naar 0,25%. Dit geeft overigens ook aan dat de angst voor (hyper)inflatie als gevolg van het zeer ruime monetaire beleid van de centrale banken op dit moment niet terecht is. De lage inflatie heeft ermee te maken dat veel van de gecreëerde liquiditeit niet buiten het banksysteem terecht komt, bijvoorbeeld in de vorm van een sterkere kredietverlening. Zolang dit niet het geval is, zal de inflatie niet snel oplopen. Toch zien we langzaam maar zeker wel wat tekenen verschijnen die duiden op aanstaande prijsstijgingen. Zo lopen in de VS de lonen al enige tijd op, net als het aantal wekelijks gewerkt (over)uren. Dit kan ertoe leiden dat er op niet al te lange termijn toch wat looninflatie kan ontstaan. In de eurozone speelt dit maar in zeer beperkte mate. Alleen in Duitsland zou hier wellicht

sprake van kunnen zijn. Dat de inflatie lager uitvalt dan verwacht, zien we ook terug in de zogenoemde inflatie-verrassingsindicator zoals die wordt bijgehouden door Citigroup. Alleen in de opkomende markten viel de gerapporteerde inflatie in de afgelopen weken iets hoger uit dan verwacht. Dit heeft te maken met de verdere verzwakking van een aantal valuta's door de angst voor tapering in de VS en de daaropvolgende terugtrekking van kapitaal uit de opkomende markten.

Hoe aantrekkelijk zijn inflatiegekoppelde obligaties?

Door de opgelopen kapitaalmarktrente en de lage inflatie hebben inflatiegekoppelde obligaties ('inflation-linked bonds') dit jaar een negatieve performance laten zien. Deze obligaties zijn vanwege hun lange gemiddelde resterende looptijd ('duratie') erg gevoelig voor rentebewegingen op de kapitaalmarkt. Simpel gezegd: wanneer de kapitaalmarktrente harder oploopt dan de inflatieverwachting, is dit ongunstig voor inflatiegekoppelde obligaties. Dit was het geval in de periode van mei tot begin september. Sindsdien is de rente min of meer gelijk gebleven, net zoals de inflatieverwachtingen. Dit brengt ons bij de vraag of beleggen in inflatiegekoppelde obligaties op dit moment nog wel zinvol is. Wij denken van wel. We verwachten een voortzetting van het mondiale economische herstel, dus ook in de VS en de eurozone. Dit zal naar onze verwachting leiden tot een iets hogere inflatie(verwachting). Ook omdat de groei van China naar verwachting op een hoog niveau zal stabiliseren en de prijs van grondstoffen kan opdrijven. We zien een hogere inflatieverwachting al enigszins terug in de inflatie-indicator zoals die door de Fed wordt gebruikt, de zogenoemde 'Five-year Forward Breakeven Inflation Rate'. Voor eind 2014 verwachten we een gemiddeld niveau van 1,8% in de VS en 1,5% in de eurozone. Wanneer de kapitaalmarktrente minder snel oploopt dan de inflatie(verwachting), kunnen inflatiegekoppelde obligaties een positief rendement opleveren. Zij presteren dan beter (of althans minder slecht) dan gewone ('nominale') obligaties. Dit geldt nog sterker voor beleggingsfondsen die beleggen in inflatiegekoppelde waarvan de rentegevoeligheid (duratie) is afgedekt.

Inflatie verrassingsindex



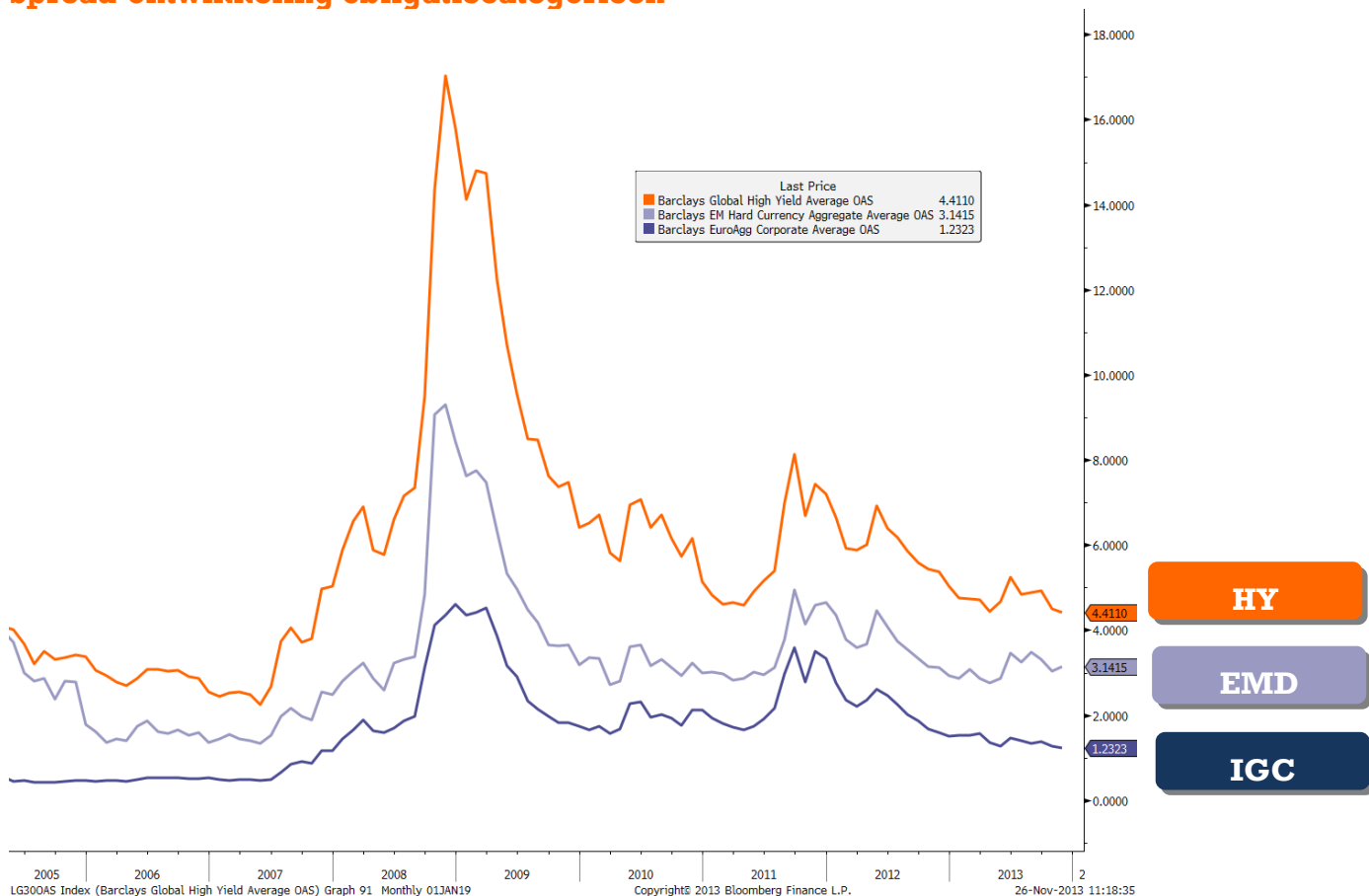
Bron: Thomson Reuters Datastream, ING Investment Office, december 2013.

Creditspreads: risico-opslagen in de marktrentes van bedrijfsobligaties

Een combinatie van aantrekkende economische groei en lage rente vormt een gunstig beleggingsklimaat voor bedrijfsobligaties. Bedrijven kunnen dan beter presteren en er zijn minder faillissementen: ze worden kredietwaardiger. Daarbij kunnen ze zich vaak tegen aantrekkelijke rentes financieren doordat beleggers op zoek zijn naar een hoger effectief rendement dan dat van staatsobligaties. Hierdoor zijn de afgelopen jaren de risico-opslagen in de marktrente ('creditspreads' of kortweg: spreads) van bedrijfsobligaties ten opzichte van 'veilige' staatsobligaties afgenomen. Nadat vanaf mei dit jaar de kapitaalmarktrente steeg, stegen ook de spreads op hoogrentende obligaties

(high-yieldleningen, HY) en investment grade bedrijfsobligaties (IGC). Maar vanaf juni zijn deze, zoals u in de grafiek hieronder kunt zien, weer wat afgenomen. Dit is niet alleen te danken aan meevallende economische cijfers maar ook aan de acties van de centrale banken. Zo stelde de Fed, zoals gezegd, de tapering uit en verlaagde de ECB haar beleidsrente. Hoewel we niet verwachten dat de spreads gaan dalen naar de 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.

Spread-ontwikkeling obligatiecategorieën



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

Bron: Bloomberg, 26 november 2013

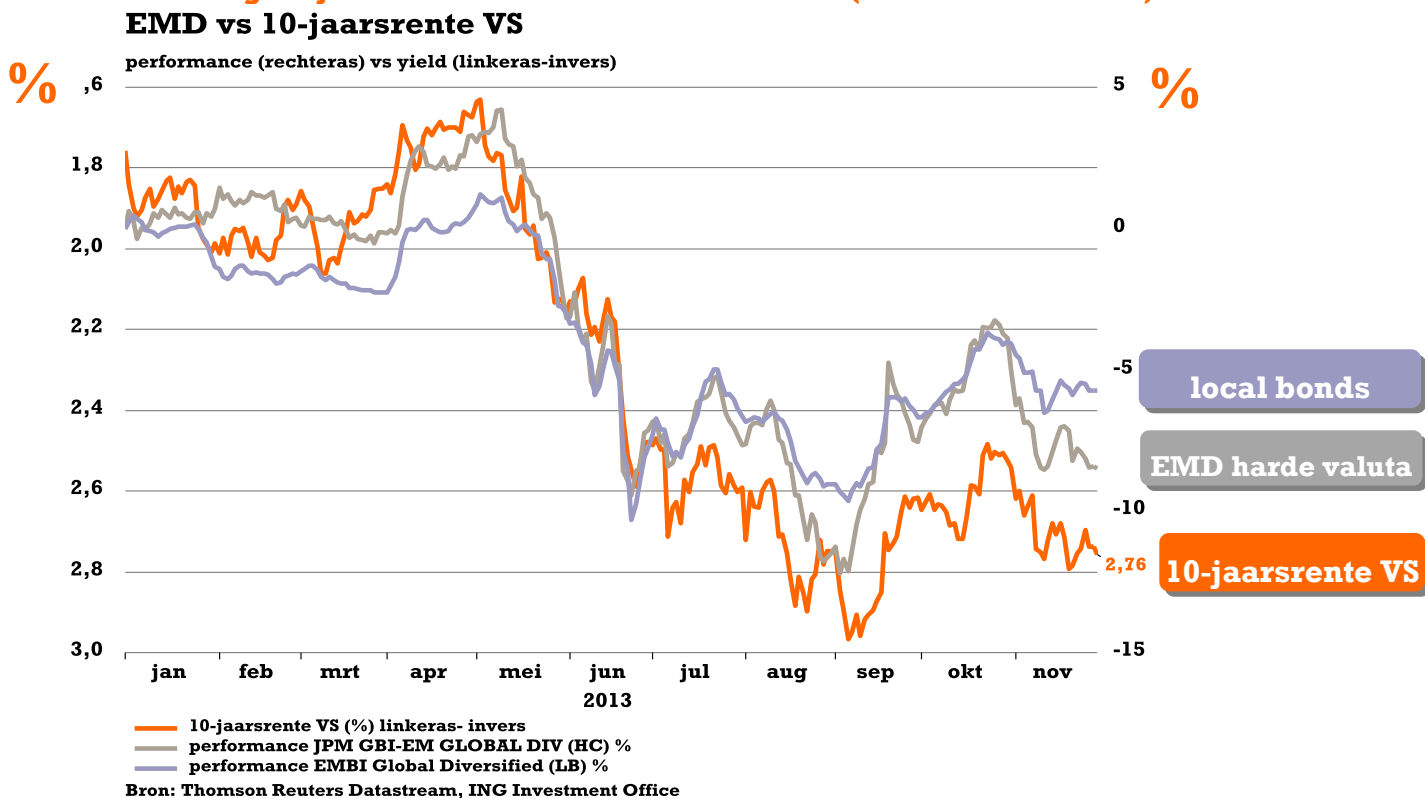
Spreadproducten: high-yieldleningen aantrekkelijk

Binnen de vastrentende beleggingscategorieën zijn we nog steeds het meest enthousiast over hoogrentende bedrijfsobligaties. Deze obligatiecategorie biedt namelijk de beste bescherming tegen oplopende rentes. Dit komt doordat de eventuele koersdaling als gevolg van stijgende kapitaalmarktrentes gecompenseerd wordt door de dalende gemiddelde risicopremie ('spread') in het effectieve rendement. De hogere kapitaalmarktrente moet dan uiteraard wel het gevolg zijn van een hogere economische-groeiverwachting en dus niet van angst voor minder stimulering zoals we dat in mei en juni hebben gezien. Binnen IGC beleggen we naast '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 kredietwaardigheid van de Amerikaanse consument langzaam.

Overige spreadproducten: last van 'tapering'

Wanneer de Fed overgaat tot tapering, zal er kapitaal worden onttrokken aan de opkomende markten. Dat is de conclusie die beleggers hebben getrokken als het gaat om de koersontwikkeling van obligaties uit opkomende markten ('emerging market debt', EMD) sinds mei van dit jaar. Tot dat moment was er nog niet veel aan de hand en leek deze categorie op weg naar weer een goed jaar wat de performance betreft. Maar zoals u in de volgende grafiek kunt zien, gooiden de opmerkingen van Ben Bernanke over mogelijke tapering roet in het eten. Een scherpe daling van de obligatiekoersen volgde vanaf 22 mei. Sinds het dieptepunt in augustus zijn de koersen wel weer enigszins hersteld maar staat er onder de streep nog steeds een dikke min. Veel opkomende landen hebben te maken met een zwakkere valuta, met alle gevolgen van dien. Dit betreft vooral de landen met een hoge inflatie en een tekort op de lopende rekening - doordat die in verhouding meer importeren dan exporteren. Deze landen, Brazilië, Indonesië, India, Turkije en Zuid-Afrika worden ook wel de "fragiele vijf" genoemd. Deze landen zullen nadrukkelijker 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 gekozen regeringen een duidelijk mandaat van de kiezer krijgen voor hervormingen. Ondertussen reageren beleggers redelijk nerveus op de aanstaande tapering door de Fed. In de onderstaande grafiek is goed te zien dat obligaties uit opkomende markten uitgegeven in Amerikaanse dollars (HC) en uitgegeven in lokale valuta (Local Bonds) in koers dalen (rentes lopen op) wanneer de rente op Amerikaanse 10-jarige obligaties (Treasuries) oploopt. Zoals we al eerder hebben aangegeven, zal deze rente in de komende 6 maanden naar verwachting nog iets verder kunnen oplopen richting 3,25%. Wanneer dit gebeurt, zullen de koersen van obligaties uit opkomende markten waarschijnlijk ook weer dalen, zij het naar verwachting iets minder scherp dan in de periode mei-juni. Voor de komende maanden zijn we daarom iets terughoudender wat obligaties uit opkomende markten aangaat. Op de iets langere termijn zijn we wel positief voor deze obligatiecategorie.

Ontwikkeling 10-jaarsrente VS en rendement EMD (HC en local bonds)



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, december 2013.

Conclusie: minder EMD, meer periferie

We handhaven onze overweging van spreadproducten maar verlagen de weging van opkomende markten naar onderwogen. Dit komt ten gunste van staatsobligaties uit de periferie (zoals Italië en Spanje). De onderwening van staatsobligaties wordt hierdoor iets kleiner. Binnen staatsobligaties is ongeveer 30% belegd in inflation-linked obligaties waarvan ongeveer de helft in een 'duratieneutrale' variant.

Positionering

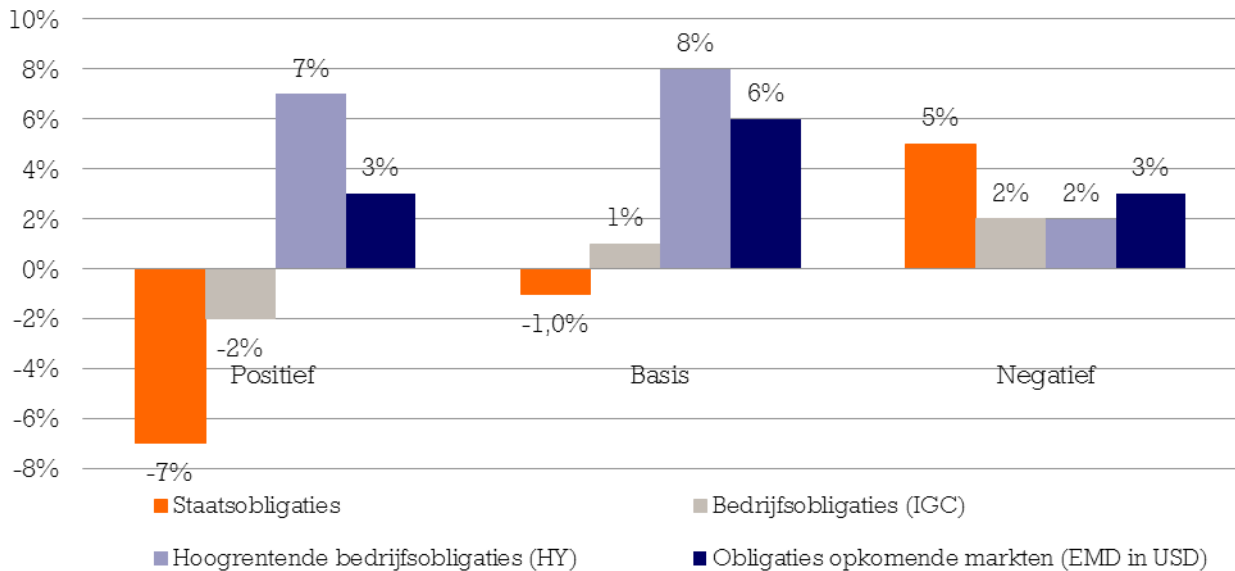
Allocatie obligaties

| | - | = | + |
|---------------------------------|---|---|---|
| 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 voor het komende jaar. In het diagram ziet u per vastrentende beleggingscategorie het te verwachten rendement voor 2014. Het rendement is opgebouwd uit verwachte rente-inkomsten plus verwachte koersontwikkeling. 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 2014: 3 scenario's.



Bron: ING Investment Office, november 2013

Negatief 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 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).