

De kapitaalmarktrente staat al sinds langere tijd onder forse neerwaartse druk. De laatste maanden kwam de daling in een stroomversnelling, waarbij begin dit jaar nieuwe historische dieptepunten werden bereikt. Zo tikte de 30-jaars Duitse staatsrente op 6 januari intra-day zelfs even 1,1% aan en is de Duitse rente voor obligaties tot vijf jaar negatief. Rentenniveaus in de Eurozone zijn daarmee vergelijkbaar met die in Japan. De voor pensioenfondsen belangrijke (30-jaars) swaprente daalde tijdelijk tot een dieptepunt van 1,17%.

30-jaars swaprentes



Bron: Bloomberg, 9 januari 2015

De rente veerde overigens na de bewuste 6 januari weer flink op (tot bijna 1,4% op 9 januari), maar toch dient zich een aantal vragen aan:

- Wat zijn de oorzaken van de nog lagere rente?
- Is de daling structureel of tijdelijk?
- Wat betekent de lage rente voor de dekkingsgraad en het afdekkingsbeleid van pensioenfondsen?

Veel huizen, waaronder ook F&C, gaan uit van een laag blijvende maar wel geleidelijk oplopende rente op de langere termijn (zoals onder meer verwoord in de 'F&C Beleggingsnota 2015'). Deze verwachting is vooral gebaseerd op de aantrekkende groei in de VS en een daarmee gepaard gaande oplopende inflatoire druk en verkrapping van het monetaire beleid. Deze zou namelijk ook wereldwijd de rente mee omhoog trekken, hoewel de rente in de Eurozone (gegeven de structureel mindere dynamiek) niet uit eigen beweging omhoog gaat. Vooralsnog is de beweging echter tegengesteld, waarbij vooral opvalt dat de rentedaling een wereldwijd fenomeen is geworden: ook in de VS, Japan en bijvoorbeeld Groot-Brittannië zijn rentes fors lager geworden. Wat is er veranderd?

DALENDE OLIEPRIJS

Allereerst is de olieprijs heel hard gedaald. Van meer dan \$100 per vat olie (Brent, WTI) halverwege vorig jaar tot onder de \$50 in januari dit jaar. Parellel daaraan is de dollar sterk geapprecieerd. Een euro kost bijvoorbeeld nog maar USD 1.18, terwijl begin vorig jaar nog USD 1.35 tot 1.40 moest worden betaald. De lagere olieprijs duidt wat ons betreft niet op een heel ander groeibeeld.

Achtergrond is meer dat de vraag- en aanbodcurves van de olieprijs buitengewoon steil zijn. Aanbodvergrotingen vergen namelijk jarenlange investeringen, net als vermindering van de vraag (efficiënter produceren, consumeren). Kleine vraag- en aanbodveranderingen kunnen heel grote prijsveranderingen veroorzaken.

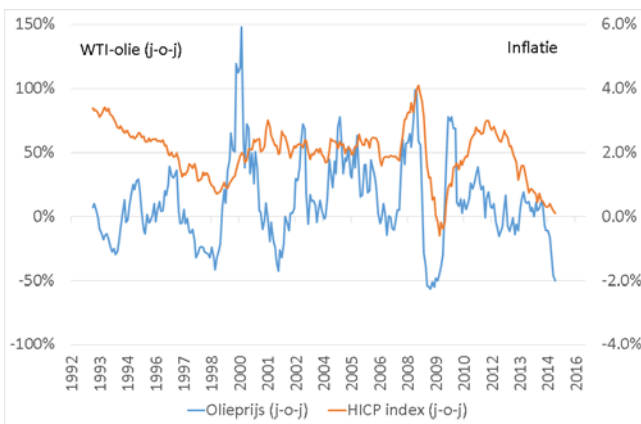
Het gegeven dat Amerika de laatste jaren meer energie zelf is gaan produceren (onder andere via fracking en schaliegas), moderne auto's zuiniger rijden en de groei in China is afgezwakt, verklaart al voor een groot gedeelte de daling van de olieprijs. Recente conjunctuurgegevens bevestigen wat ons betreft dat de groei in Amerika nog steeds solide is en in Europa weliswaar zwak maar positief.

Het effect van de lagere olieprijs op de groei is per saldo positief. De Amerikaanse (en Britse) consument ziet het besteedbaar inkomen stijgen en geeft dit ook daadwerkelijk uit. Het effect voor de groei in de Eurozone zal iets minder groot zijn doordat ook de euro is gedeprimeerd, maar de bestedingen zullen ook hier iets kunnen toenemen. China krijgt ook een stimulans. Daar tegenover staat dat enkele olieproducerende landen - met name Rusland, Venezuela - in de problemen zijn gekomen. Als olieprijsen echter niet te veel verder doorschieten kan het crisisgevaar wellicht worden afgewend. Dit licht verbeterde (conjunctuur)beeld helpt wel te verklaren waarom de aandelenmarkten slechts beperkt zijn geraakt ten opzichte van de bewegingen op de rentemarkt.

DEFLATIE IN DE EUROZONE

Het effect van de lagere olieprijs op inflatie en rente is namelijk wel aanzienlijk. Het gewicht van energie in de HICP (Harmonised Index of Consumer Prices, de maatstaf voor inflatie in de Eurozone) is 10,8%. Gegeven een prijsdaling van 50% van de olieprijs vertaalt dit zich in een bijdrage aan de totale inflatie van Europa van circa enkele procentpunten. Dit effect zal geleidelijk zijn en - bij onveranderde oliepijzen - de komende jaren tot een lage inflatie leiden met in 2015 waarschijnlijk deflatie. In de Eurozone was eind december al sprake van een licht negatieve inflatie in de jaar-op-jaar cijfers, oftewel deflatie. De European Central Bank (ECB) wordt wel gedwongen te reageren. Verwacht wordt dat de ECB de komende maanden het monetaire verruimingsprogramma (quantitative easing) verder uitrolt. Dit kan eigenlijk alleen worden toegepast door staatsleningen op te kopen. Andere markten zoals de asset-backed securities (ABS) markt waar de ECB zijn pijlen op wil richten, zijn te klein en nog in ontwikkeling. Actie van de ECB dient in theorie neerwaartse druk tot gevolg te hebben op reële rentes, terwijl inflatieverwachtingen gestimuleerd worden.

Olieprijsdaling drukt de inflatie



Bron: F&C, WTI, Bloomberg, januari 2015

De sterke dollar en lage olieprijs verminderen op korte termijn de noodzaak tot renteverhogingen in de VS. Voornamelijk neemt de Fed een afwachtende houding aan. Verhogingen van de korte rente worden nog wel verwacht, maar in mindere mate dan markten eerst hadden ingeprijsd.

IS HET LANGE RENTENIVEAU FUNDAMENTEEL GERECHTVAARDIGD?

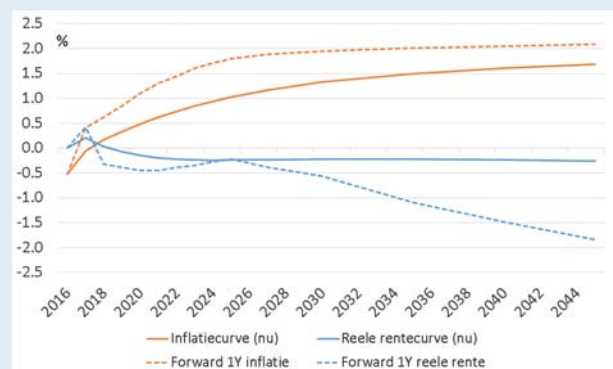
De 30-jaars nominale euro swaprente noteert momenteel 1,4%. Dit tarief kan ook gezien worden als een optelsom van de 30-jaarsinflatieswap en de 30-jaars reële rente, die beide afzonderlijk af te lezen zijn in de financiële markt: respectievelijk +1,5% en -0,2%. Deze langetermijntarieven bevatten impliciet de ontwikkeling voor de inflatie en de korte reële rente in de komende drie decennia. Deze projecties hebben wij gefilterd uit de huidige inflatiecurve en de huidige reële rentetermijnstructuur (weergegeven in onderstaande figuur).

Wat betreft de (1-jaars) inflatie prijst de markt op korte termijn deflatie in. Dit valt te rechtvaardigen door de forse daling van energieprijzen. Vervolgens gaat de markt uit van een geleidelijk oplopende inflatie om te stabiliseren op een niveau van 1¼% - 2% in jaren 2025-2045. Dit is nagenoeg gelijk aan de ECB prijsstabiliteitsdoelstelling voor de middellange termijn. Kortom, het inflatiebeeld dat zit opgesloten in de lange nominale rente is niet onredelijk.

Dan de reële rente: de markt prijst in dat de 1-jaars rente negatief zal worden en op een 30-jaars horizon zelfs zal dalen tot maar liefst bijna -2%. Dit lijkt absurd. Echter, reële economische groei kent uiteindelijk slechts twee fundamentele drijvers: bevolkingsgroei en productiviteitsgroei. En zoals hiervoor aangegeven zal de bevolking in Europa vanaf 2025 gaan krimpen. Kwalitatief lijkt het pad voor de reële rente dus zo gek nog niet, maar de bevolkingskrimp tot midden deze eeuw zal slechts circa -0,2% op jaarbasis bedragen. Tezamen met onze optimistische visie ten aanzien van technologische vooruitgang zijn wij daarom wel van mening dat het (negatieve) niveau is doorgeschoten.

Samengevat is het lage nominale renteniveau fundamenteel goed te verklaren, al is deze wel iets te veel doorgeschoten naar onze mening.

Wat verwacht de euro swapmarkt van inflatie en reële rentes?



Bron: F&C, Bloomberg, 9 januari 2015

STRUCTURELE FACTOREN EUROZONE

De rente is wel het hardst gezakt in de Eurozone. Naast de wellicht tijdelijke thema's en risico's van een Griekse exit uit de Eurozone ('Grexit') en Rusland (die negatieve effecten ondervindt van de lage olieprijs en overigens mede daarom ter compensatie meer olie produceert) zijn er nog steeds de structurele factoren die een neerwaartse druk op de rente geven, zoals:

- Vergrijzende, op termijn dalende bevolking. In enkele landen waaronder Italië neemt de bevolking al af. Volgens projecties van de Verenigde Naties zal de bevolking vanaf 2025 in Europa als geheel gaan krimpen. Bij de beroepsbevolking is reeds sprake van een krimp.
- Te weinig politiek draagvlak voor het stimuleren van de groei, met name in Frankrijk dat steeds meer als de zieke man van Europa wordt gezien.
- Zuidelijke landen proberen zich via lagere prijzen uit de recessie te concurreren (dit kan namelijk niet langer via een devaluatie van de nationale valuta).

GEEN AANPASSING RENTEVISIE

Wij zien in de daling van de rente geen aanleiding de visie aan te passen. Rentes zullen voor een langere periode laag blijven, maar op de langere termijn wel omhoog tenderen. Wel zal het niveau naar verwachting lager zijn. Er is te weinig grond te veronderstellen dat de rente snel weer naar niveaus van 2% tot 3% (voor 30-jaars swaps) zullen gaan. Met rentes beneden de 2% - en mogelijke uitschieters naar boven, maar ook naar beneden - bevindt de Eurozone zich in ieder geval voor wat betreft het rentebeeld in het Japanscenario.

ACTUELE DNB RENTECURVE

Voor Nederlandse pensioenfondsen zijn de gevolgen in eerste instantie dat de dekkingsgraden per eind januari bij het huidige rentebeeld lager zullen zijn. DNB heeft per 1 januari 2015 de driemaandsmiddeling laten vallen. Eind december bedroeg de driemaandsgemiddelde 30-jaars euro swaprente nog circa 1,7%. Het werkelijke niveau bedraagt nu 1,4%. Dat zorgt ervoor dat de verplichtingen meer in waarde stijgen dan de matchingactiva. De beleidsdekkingsgraad (belangrijk voor bijvoorbeeld continuïteitsanalyse en toekenning van indexatie) zal op de gemiddelde dekkingsgraad van de voorbije twaalf maanden zijn gebaseerd. Toch denken wij dat de op de actuele curve gebaseerde rente ook een belangrijk ijkpunt zal blijven.

Gegeven de neerwaartse druk op dekkingsgraden is het niet gemakkelijk de renteafdekking te verlagen, mochten fondsen de visie hebben en willen implementeren dat de recente rentebeweging een tijdelijke is.