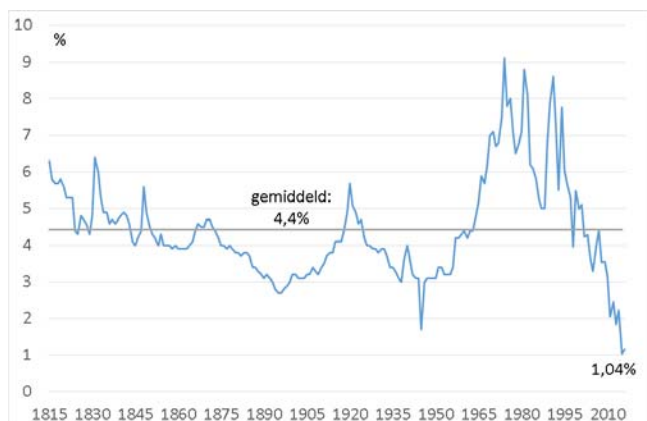


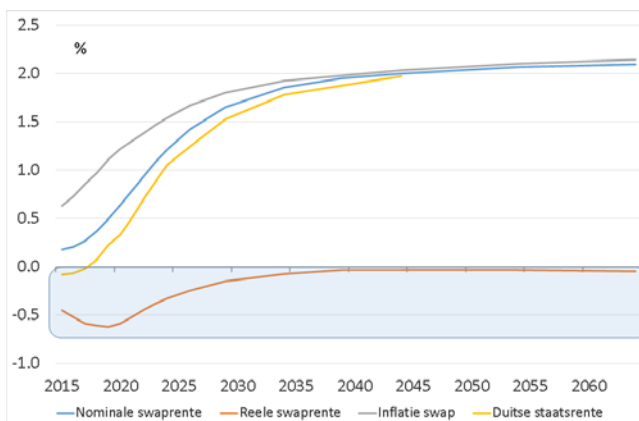
Kapitaalmarktrentes hebben historische dieptepunten bereikt. Zo noteerde de 10-jaars rente op Nederlandse staatsleningen recent 1,04% (28 augustus 2014) en de 30-jaars Euro swaprente 1,74% (28 augustus 2014). Drijfveren zijn de schulden crisis, een extreem ruim monetair beleid, een kwakkelende economie, een dalende inflatie en vraag naar liquide risicovrije activa – mede gedreven door regelgeving (zoals EMIR, Solvency II, FTK).

**Nederlandse lange staatsrente (1814-2014)**



Bron: F&C, Agenschap van de Generale Thesaurie, Bloomberg, sept. 2014

**Rentetermijnstructuren in Euroland (10 september 2014)**



Bron: F&C, Bloomberg, 10 september 2014

Met rentes zo dicht bij 0% is een veelgehoorde opvatting dat rentes alleen maar kunnen stijgen en daarmee wordt de vraag gesteld of renterisico nog wel afgedekt moet worden. Toch moet beseft worden, dat 0% geen absolute ondergrens vormt. Sinds 2010 worden negatieve rentes waargenomen in Euroland. Zo zijn reële swaprentes inmiddels in alle looptijden negatief: van een 1-jaars horizon tot maar liefst een 55-jaars horizon. Nominale staatsrentecurves laten in het korte segment al negatieve rentes zien. Hoewel onwaarschijnlijk<sup>1</sup>, zijn ook voor lange nominale rentes negatieve tarieven geen onmogelijkheid. Het optreden van deflatie (zoals bijvoorbeeld in Japan sinds midden jaren negentig), verder dalende inflatieverwachtingen voor de lange termijn in Europa of het thema vergrijzing dat op de voorgrond treedt zouden mogelijke triggers kunnen zijn.

Ondanks dat F&C - in lijn met de consensus - iets hogere rentes voorziet in de komende jaren (wegens o.a. een aantrekkende wereldeconomie, optimisme ten aanzien van productiviteitsgroei, een stijgende inflatie buiten Europa en een krappere Fed beleid), wordt in deze marktvisie dieper ingegaan op negatieve rentes en daarmee de vraag of rentes nog lager kunnen.

**NEGATIEVE RENTES – DE THEORIE**

In theorie wordt (of beter gezegd; ‘werd’) doorgaans een ondergrens van 0% verondersteld voor rentes: zowel nominaal als reëel. Argumenten voor een nominale ondergrens zijn dat geldverstrekkers geldnemers anders zouden financieren en dat bij negatieve rentes simpelweg geld onder het matras bewaard zou kunnen worden om beter af te zijn. Aanvullend is het voornaamste argument voor een 0%-ondergrens voor reële rentes dat tijdswaarde positief is (met andere woorden: men bezit liever iets nu dan in de toekomst). Wel zijn er enkele praktische aspecten waarom de ondergrens niet exact nul is, maar iets lager.

Zo kan fysiek geld gestolen worden of verloren gaan. Wat dat betreft zouden de negatieve rentes die beleggers bereid zijn te accepteren gelijk moeten zijn aan de kosten die gepaard met het beveiligen van geld (bijvoorbeeld het huren van een kluis). Ook is het lastig om met fysiek geld grote en internationale transacties te doen. Wederom is er dus een reden waarom beleggers genoeg zouden nemen met een negatieve rente op een bankrekening, namelijk een ‘gemakspremie’ voor het kunnen uitvoeren van transacties. Tot slot dienen staatsobligaties van veilig geachte landen (zoals Duitsland) soms als vluchthaven bij onrust op de financiële markten. Er zijn dus redenen om aan te nemen, dat in de praktijk de ondergrens voor rentes niet exact nul is, maar iets lager. Rentes onder 0% kunnen worden gezien als een premie voor het veilig en gemakkelijk stallen van geld.

<sup>1</sup> Naast de verwachting omtrent groei en inflatie bevatten lange rentes ook een termijnpremie en een vergoeding voor inflatieonzekerheid

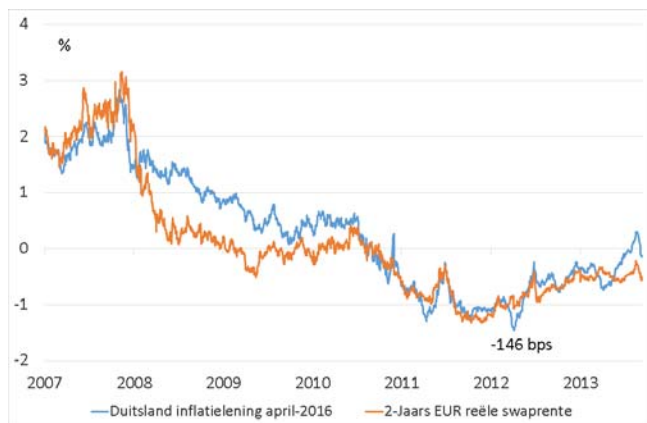
## NEGATIEVE RENTES – DE PRAKTIJK

In januari 2010 kon voor het eerst een negatief tarief worden waargenomen in Europa voor de 2-jaars reële EUR swaprente. In augustus 2011 volgde de 2-jaars reële Duitse staatsrente. Niet veel later volgden ook nominale rentes. De Zwitserse nominale 2-jaars staatsrente (luidend in CHF) kende de primeur op 17 augustus 2011<sup>2</sup>. Andere landen als Denemarken, Duitsland, Finland, Oostenrijk en zelfs kortstondig Nederland volgden in de afgelopen twee jaar. Sinds eind augustus 2014 heeft ook Frankrijk zich in deze rij gevoegd.

De geobserveerde dieptepunten in het 2-jaars segment in nominale en reële termen waren respectievelijk -0,44% (Zwitserland) en -1,46% (reële euro swaprente). Dergelijke forse negatieve renteniveaus zijn mogelijk een aanwijzing voor het bestaan van een veiligheidspremie, die beleggers bereid zijn te betalen tijdens de financiële crisis.

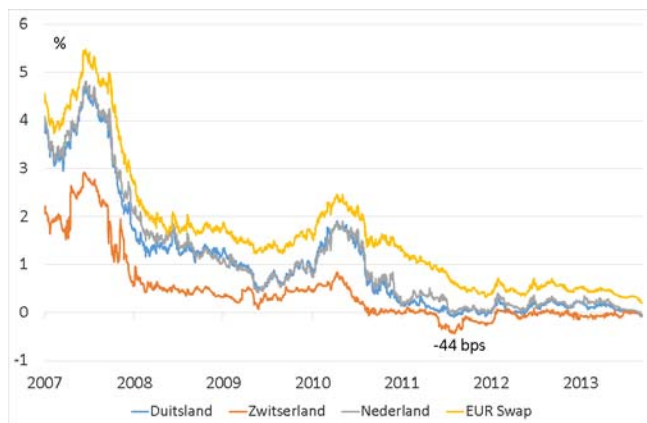
De Europese Centrale Bank (ECB) schreef geschiedenis op 5 juni 2014 door voor de Depositorente een negatief tarief in te voeren (-0,10% en per 4 september zelfs verder verlaagd tot -0,20%). Dit is de rentevoet waartegen kredietinstellingen te allen tijde “overnight” depositos kunnen plaatsen bij de centrale bank. Menig instelling –zoals ‘custodians’- heeft deze verlaging inmiddels doorvertaald naar de eindgebruikers, waardoor partijen rente moeten betalen voor het stallen van geld op een kortlopende deposito.

Korte reële rentes in Euroland



Bron: F&C, Bloomberg, 10 september 2014

2-Jaars nominale rentes Europa



Bron: F&C, Bloomberg, 10 september 2014

<sup>2</sup> In de jaren zeventig heeft de Zwitserse centrale bank ook negatieve rentes ingevoerd voor buitenlandse rekeningen om de kapitaalinstroom af te remmen als gevolg van de oliecrisis.

<sup>3</sup> Overige componenten zijn premies voor kredietrisico, liquiditeit en inflatieonzekerheid. Voor meer detail wordt verwezen naar de F&C marktvisie “Handvatten voor een reëel beleggingsbeleid”, juni 2013, [www.fandc.nl/actueel/marktvisies](http://www.fandc.nl/actueel/marktvisies)

## SAMENHANG NOMINALE EN REËLE RENTES

Om beter te begrijpen hoe met name reële rentes negatief kunnen worden, is het nuttig om dieper in te gaan op de samenhang tussen nominale rentes en de twee voornaamste onderliggende componenten: te weten de reële rente component en de component voor inflatieverwachtingen<sup>3</sup>.

### THEORIE

Eerder werd al gesteld dat in theorie 0% de ondergrens behoorde te zijn voor de nominale rente (‘geld in een matras vormt een goedkoper alternatief’) en voor één van de twee componenten van de nominale rente, namelijk de reële rente (‘tijds waarde geld is positief’). Voor de andere nominale rentecomponent - de inflatieverwachting - geldt echter geen theoretische ondergrens van 0%. Bij een inflatieswap wordt de gerealiseerde inflatie uitgeruild voor de verwachte inflatie. Arbitrage zorgt dat deze twee aan elkaar gelijk zijn (de inflatierisicopremie daargelaten). Mocht de markt bijvoorbeeld een inflatie van -5% (oftewel deflatie) voorspellen, dan zal de inflatieswap ook daadwerkelijk handelen op -5%.

### PRAKTIJK

Nominale renteswaps –net zo goed als nominale obligaties- worden daadwerkelijk verhandeld in de praktijk. Hetzelfde geldt voor inflatieswaps. Ook hiervoor bestaat een actieve markt. Reële renteswaps worden in de praktijk echter nagenoeg niet afzonderlijk verhandeld<sup>4</sup>. Hoewel reële rentetarieven wel waarneembaar zijn, is deze informatie veelal een residu; een afgeleide van de markt voor nominale renteswaps en inflatieswaps (of simpeler gezegd: het verschil tussen deze twee).

Door de theorie (nominale en reële rente kennen een ondergrens van 0%, inflatieswaps niet) te combineren met de praktijk (nominale rente en inflatie worden afzonderlijk verhandeld, reële rente is een residu) kunnen wellicht enkele bijzondere observaties binnen de vastrentende markt worden verklaard.

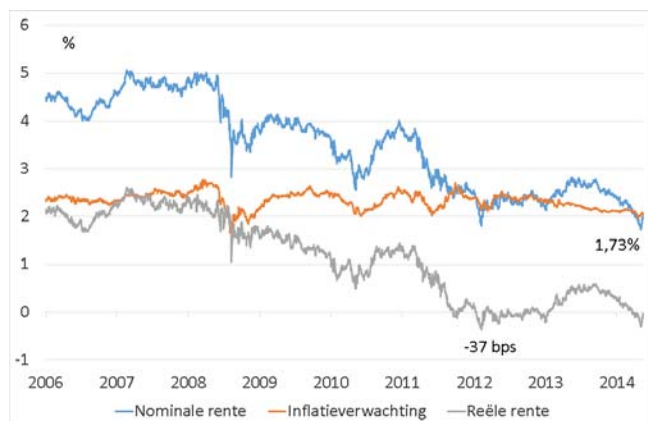
## NEGATIEVE REËLE RENTE IN DE EUROZONE

Ingegeven door de kredietcrisis vluchten beleggers naar obligaties met als gevolg dalende nominale rentes sinds 2008. Prijzen in de inflatieswapmarkt daarentegen zijn vrij stabiel gebleven. Inflatieverwachtingen voor de lange termijn schommelen al geruime tijd rond de 2%, mogelijk verankerd door de inflatiedoelstelling van de ECB en ondersteund door een zeer ruim monetair beleid<sup>5</sup>. Deze combinatie (dalende nominale rentes, relatief stabiele inflatieverwachtingen) kan verklaren waarom reële rentes –als residu- negatief zijn geworden in Europa sinds begin 2012.

<sup>4</sup> Wel worden inflatie geïndexeerde obligaties verhandeld in de praktijk, maar deze kennen ook een vergoeding voor de inflatie. De reële rente wordt dus niet afzonderlijk verhandeld.

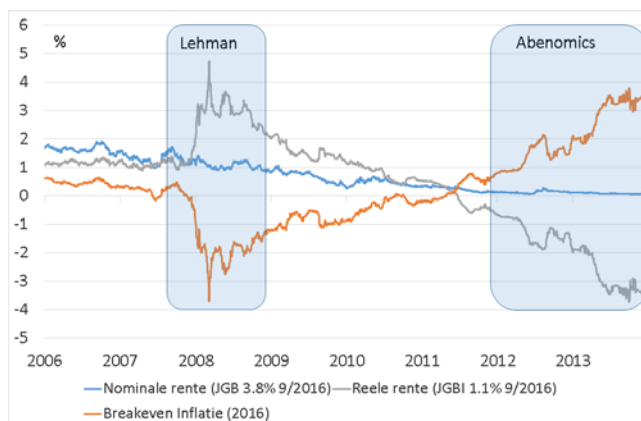
<sup>5</sup> Wel zijn in het afgelopen jaar de inflatieverwachtingen voor kortere horizonnen (1 tot 10 jaar) aanzienlijk gedaald, in lijn met de gerealiseerde inflatie (slechts 0,3% j-o-j in augustus in Euroland).

### 30-Jaars EUR swaprente



Bron: F&C, Bloomberg, 10 september 2014

### Ontwikkeling Japanse korte rente



Bron: F&C, Bloomberg, 10 september 2014

### STIJGENDE REËLE RENTE IN JAPAN TIJDENS CRISIS

Tegenwoordig wordt vaak geroepen dat Europa een Japan-scenario tegemoet gaat. Daarmee wordt gerefereerd aan o.a. de 10-jaars staatsrente in Japan die in 1998 voor het eerst onder de 1% dook en 16 jaar later per saldo zelfs nog lager staat (0,5%) in plaats van teruggekeerd te zijn naar hogere niveaus uit het verleden. Een nadere analyse geeft aan dat deze parallel niet geheel opgaat. In beide regio's is sprake van lage rentes, een reële economie die niet echt reageert op monetaire stimulans, alsook een demografische tegenwind (zie de 'bijlage'). Maar verschillen zijn er ook. Daar waar in Europa de rentes laag zijn bij een lage reële rente, zijn de lage rentes in Japan toe te schrijven aan de lage inflatie(-verwachtingen) component.

Na het omvallen van Lehman eind 2008 deed zich in Japan daarom een totaal andere situatie voor. Ook in Japan daalden nominale rentes toen de onrust op de financiële markten toenam. De inflatieverwachtingen namen echter fors af en werden zelfs negatief (-4%). Dit was in lijn met de werkelijke inflatie die daalde in de loop van 2008 en uiteindelijk zelfs omsloeg in deflatie. De 'residu-hypothese' kan verklaren waarom de reële rente destijds juist fors opliep (van circa +1% tot maar liefst +4%), namelijk als gevolg van deflatieverwachtingen in combinatie met een ondergrens van 0% voor de nominale rente. Economisch kan de abrupte stijging van de reële rente dan ook niet verklaard worden, aangezien de Japanse economie instortte. Zo kromp de economie in het eerste kwartaal van 2009 met maar liefst -9,4% ten opzichte van een jaar daarvoor.

Het tegenovergestelde doet zich voor sinds "Abenomics" eind 2012: stijgende inflatieverwachtingen (wegens een ruim monetair beleid) in combinatie met een laag blijvende nominale rente (wegens het opkopen van staatsobligaties) zorgen ervoor dat reële rentes dalen en zelfs negatief zijn worden.

### Ontwikkeling Japanse economie



Bron: F&C, Bloomberg, 2e kwartaal 2014

De rentedaling in Euroland begint sinds eind 2013 steeds meer gelijkenissen te vertonen met het Japan-scenario. Zo zijn het niet louter meer de reële rentes die afnemen. Ook de gerealiseerde inflatie (0,3% in augustus) is aanzienlijk gedaald en in lijn daarmee de inflatieverwachtingen, met name voor kortere horizons. De 2-jaars en 5-jaars Euro inflatieswaps daalden recente bijvoorbeeld tot slechts ½% en 1% respectievelijk.

### Euroland inflatie: gerealiseerd en verwacht (inflatieswaps)



Bron: F&C, Bloomberg, september 2014

<sup>6</sup> Abenomics refereert aan het economische beleid dat werd ingezet door Shinzo Abe, die in december 2012 werd verkozen tot premier van Japan.

## SAMENVATTING

Sinds 2010 beseffen financiële markten dat 0% niet meer als ondergrens geldt voor rentes, noch reëel noch nominaal. Verklaringen zijn een premie voor liquiditeit en veiligheid, alsook de complexe samenhang tussen nominale rentes, reële rentes en inflatieverwachtingen. Ook bleek dat daar waar vaak parallellen worden getrokken tussen Japan en Europa aangaande demografie en lage rentes, dit niet volledig terecht is wanneer het aankomt op de onderliggende ontwikkelingen binnen de rentemarkt. Zo werden in Europa negatieve reële rentes waargenomen volgend op de Lehman-crisis, terwijl deze in Japan destijds juist stegen en het de inflatieverwachtingen waren die de rente deden dalen.

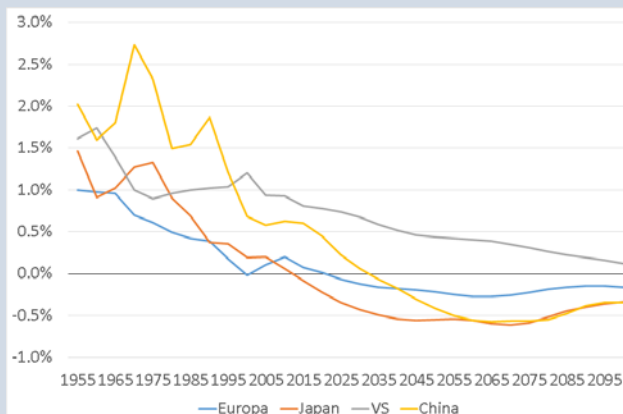
De belangrijkste boodschap is dat ook met rentes dicht bij 0% niet automatisch kan worden aangenomen, dat rentes alleen maar kunnen stijgen. Rentes kunnen zelfs negatief worden. (ook in de lange looptijdsegmenten, al zij het niet waarschijnlijk). Enkele triggers kunnen zijn: een daling van de inflatieverwachtingen op lange termijn (nu nog circa 2%) en gebrek aan vertrouwen dat de ECB haar doelstelling waarmaakt, het optreden van deflatie en toenemende vergrijzing. In haar basisscenario voorziet F&C overigens nog steeds iets hogere rentes in de komende jaren, wegens o.a. een aantrekkende wereldeconomie, optimisme ten aanzien van productiviteitsgroei, een stijgende inflatie buiten Europa en een krasser Fed-beleid.

## BIJLAGE: DEMOGRAFISCHE TEGENWIND

Zowel Europa als Japan ondervinden demografische tegenwind. In beide regio's is de bevolkingsgroei nagenoeg tot stilstand gekomen, daar waar de Japanse bevolking in het midden van de vorige eeuw nog groeide met 1,5% per jaar (in vergelijking met Europa in dezelfde periode, waar de groei tussen de 0,5% en 1% lag). De Verenigde Naties (VN) projecteren dat de Japanse bevolking in de komende decennia gaat krimpen; cumulatief maar liefst -15% tussen nu en 2050. Ook voor Europa wordt vanaf 2020 een krimpende bevolking voorzien, zij het in mindere mate (cumulatief grofweg -5% tot 2050). Deze ontwikkeling kan een structureel drukkend effect op rentes uitoefenen. De macro-economische theorie geeft namelijk aan, dat economische groei bepaald wordt door twee factoren: bevolkingsgroei en productiviteitsgroei (wat betreft het laatste heeft F&C een positief toekomstbeeld).

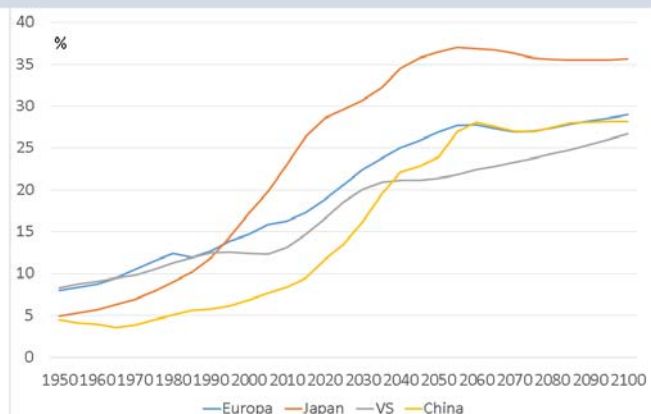
De bevolkingsgroei vertelt nog niet het hele verhaal. Niet alleen zal de absolute omvang van de bevolking afnemen, de samenstelling zal wijzigen. In de afgelopen decennia is de bevolking al aanzienlijk vergrijsd, met name in Japan. De projecties van de Verenigde Naties geven aan dat het percentage 65-plussers aanzienlijk verder zal toenemen: in Europa tot iets meer dan een kwart van de bevolking en in Japan tot zelfs een derde. Overigens geven de VN-data aan, dat ook China binnen 1 à 2 decennia te maken krijgt met demografische tegenwind: over 20 jaar zet ook daar een bevolkingskrimp in en zal de vergrijzing zijn verdubbeld. Het zijn de Verenigde Staten die deze eeuw naar verwachting op demografisch vlak er positief uitschieten (al zal ook daar de vergrijzing toenemen en de bevolkingsgroei iets afnemen - maar wel positief blijven).

Bevolkingsgroei(projecties)



Bron: F&C, Verenigde Naties, september 2014

Percentage 65-plussers



Bron: F&C, Verenigde Naties, september 2014