

UITGAVE 25

# Investment Letter

Achmea Investment Management



Juni 2018

## Politiek stuntwerk

**Beleggingsomgeving**  
Kans op  
recessie  
beperkt

**Marktontwikkelingen**  
Stijging  
olieprijs houdt  
aan

**Vooruitzichten**  
Rentes lopen  
uiteen

**Special**  
Renteswaps  
zijn geen  
belegging

# Kans op recessie beperkt

Wereldwijd zet de economische groei door. Wel zwakken vertrouwenscijfers af en neemt de druk op een aantal opkomende landen toe, mede door de geleidelijke normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid. Dit beleid leidt tot stijgende renteniveaus en een vervlakking van de rentetermijnstructuur in de Verenigde Staten. De kans op een recessie in de Verenigde Staten de komende 12 maanden is echter laag. Recent vroeg politiek stuntwerk van Trump en Italiaanse politici de aandacht. De unilaterale houding van de Verenigde Staten en de Italiaanse politieke ontwikkelingen zijn bedreigingen voor de status quo.

### Positieve economische groeicijfers

De gunstige economische trend zet wereldwijd door. De economische groeicijfers over het eerste kwartaal van 2018 waren positief. De Amerikaanse economie groeide met 2,9% jaar-op-jaar. Dit was het hoogste groeitempo in drie jaar. De Amerikaanse economische expansie duurt nu al bijna 9 jaar en is daarmee één van de langste uit de geschiedenis. In de eurozone bedroeg de economische groei 2,5% jaar-op-jaar. Dit niveau ligt boven de geschatte trendgroei en is voor de eurozone een sterk cijfer. Wel duiden leidende indicatoren op afzwakking van het momentum. Zo zijn enkele Europese vertrouwenscijfers, zoals het Duitse ondernemersvertrouwen, de laatste maanden wat weggezakt. Maar het vertrouwen van zowel de consumenten als de ondernemers in de eurozone ligt per saldo nog steeds op een hoog niveau. Dit betekent dat het momentum van de eurozone-economie weliswaar afzwakt, maar dat de economische groei wel doorzet.

### Opkomende landen onder druk

De meeste opkomende landen kenden de afgelopen twee jaar een gunstige groeiomgeving. De economische groei trok aan en de inflatie was gemiddeld genomen onder controle. Hierdoor konden diverse centrale banken de monetaire teugels laten vieren wat de economische expansie verder ondersteunde. In de afgelopen maanden is de macro-economische omgeving uitdagender geworden. De geleidelijke normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid begint zijn tol te eisen voor sommige opkomende landen. De Amerikaanse renteniveaus lopen op en de dollar stijgt in waarde. Kwetsbare opkomende landen, zoals Argentinië, komen hierdoor in de problemen. De Argentijnse overheid heeft het IMF om hulp gevraagd om de situatie onder controle te krijgen. De Argentijnse peso is fors in

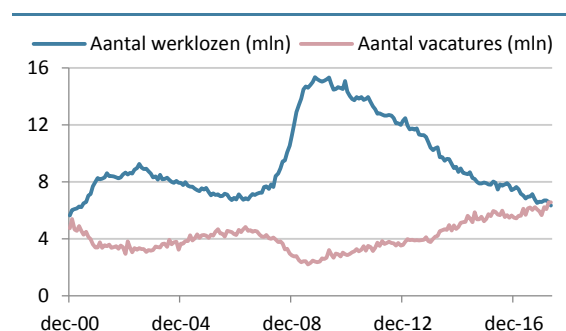
waarde gedaald en de Argentijnse centrale bank heeft de beleidsrente opgetrokken tot 40% om de val van de munt te stoppen. Vooral landen met tekorten op de lopende rekening, en die daardoor afhankelijk zijn van buitenlands kapitaal, zijn kwetsbaar voor kapitaalvlucht. Dit geldt bijvoorbeeld ook voor Turkije. Andere opkomende landen zijn beter bestand tegen de normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid. Gemiddeld genomen staan de opkomende landen er beter voor dan enkele jaren geleden. De afhankelijkheid van buitenlands kapitaal is lager, de opkomende landen profiteren van de sterke wereldwijde groeiomgeving en de landen zijn concurrerender dan in de periode 2013-2015. We verwachten daarom dat de economische problemen tot specifieke landen, zoals Argentinië en Turkije, beperkt blijven.

### Normalisatie Fed-beleid zet door

De inflatie in de Verenigde Staten loopt in een gematigd tempo op. Op basis van de brede inflatiemaatstaf bedraagt de inflatie circa 2%. Het tempo van de kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele energie- en voedselprijzen, lag op 1,8% in april. Deze cijfers liggen rond de doelstelling van de Amerikaanse centrale bank (Fed). De inflatiedruk is nog steeds beperkt gegeven de fase waarin de Verenigde Staten zich in de economische cyclus bevinden. Zeker gezien de krapte op de arbeidsmarkt. Het aantal vacatures is nagenoeg gelijk aan het aantal werklozen (zie figuur 1). Tot op heden heeft dit echter niet geleid tot sterk stijgende looninflatie. De structurele deflatoire effecten door technologische ontwikkelingen en globalisering houden de inflatiecijfers in toom. Dit geeft de Fed de ruimte om het monetaire beleid stapsgewijs te normaliseren. In maart verhoogde de Fed beleidsrente met 25 basispunten naar een bandbreedte van 1,5% tot 1,75%.

### FIGUUR 1 KRAPPE AMERIKAANSE ARBEIDSMARKT

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Op basis van de projecties van de diverse Fed-leden zitten er nog twee renteverhogingen van 25 basispunten in het vat dit kalenderjaar. Ondertussen bouwt de Fed de omvang van de centralebankbalans af. De vermindering bedraagt momenteel \$30 miljard per maand en wordt stapsgewijs verhoogd naar \$50 miljard per maand. Het balanstotaal bedraagt nu nog meer dan \$4300 miljard. De normalisatie van het monetaire beleid leidt tot zowel een stijgende korte als lange rente op de financiële markten. Hierdoor neemt het renteverskil met de eurozone steeds verder toe.

### ECB maakt geen haast met normalisatie

Een verhoging van de beleidsrente in de eurozone zit er dit kalenderjaar niet in. De Europese Centrale Bank (ECB) koopt momenteel nog elke maand voor €30 miljard aan obligaties op. Dit programma loopt nog tot en met september. We verwachten dat de ECB het opkoopprogramma in het vierde kwartaal stapsgewijs afbouwt en afrondt. De ECB heeft geen haast met het normaliseren van het beleid. Officieel omdat de inflatie nog steeds laag is, maar ook vanwege de politieke onrust in Italië. Ondanks het enorme opkoopprogramma, ondertussen is er voor bijna €2500 miljard aan obligaties opgekocht sinds 2015, schommelt de kerninflatie rond de 1%. Ook de verwachte inflatie in de eurozone voor komende jaren ligt op een zeer gematigd niveau, lager dan 2%. De eurozone is minder ver gevorderd in de economische expansie dan de Verenigde Staten waardoor er nog overcapaciteit in de economie aanwezig is. Dit beperkt de inflatiedruk.

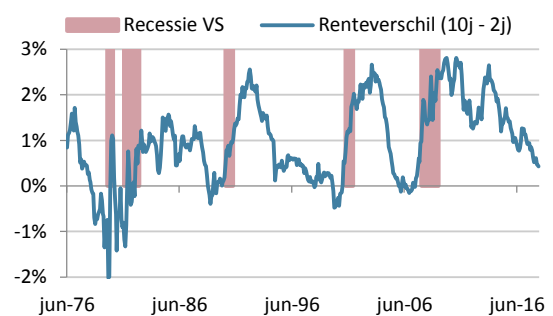
### Rentetermijnstructuur Verenigde Staten vervlakt

De geleidelijke renteverhogingen door de Fed leiden tot een vervlakking van de rentetermijnstructuur. De korte rente is namelijk sneller gestegen dan de lange rente. Een inverse rentetermijnstructuur, wanneer de korte rente hoger is dan de lange rente, wordt gezien als een redelijk betrouwbare recessie-indicator. In de afgelopen 40 jaar volgde na een inverse rentetermijnstructuur een recessie binnen één à twee jaar (zie figuur 2). Per ultimo mei bedraagt het verschil tussen de 2-jaars- en 10-jaarsrente ruim 40 basispunten. Dit is historisch gezien niet uitzonderlijk laag. Op basis van deze indicator is de kans op recessie op korte termijn dus gering. Wanneer de Fed echter doorgaat met het geleidelijk verhogen van de beleidsrente zal het korte stuk van de curve stijgen en de inflatieverwachtingen in toom houden wat de lange rente drukt. Hierdoor kan de rentetermijnstructuur

verder vervlakken en mogelijk invers worden tegen het einde van het jaar. Echter, wanneer de lange rente verder stijgt is voorlopig geen sprake van een inverse rentetermijnstructuur en is de kans op een recessie in de Verenigde Staten het komende jaar beperkt. De vraag is wel of deze recessie-indicator momenteel betrouwbaar is vanwege het onconventionele monetaire beleid dat de laatste jaren wereldwijd is gevoerd.

### FIGUUR 2 RECESSIES EN RENTEVERSCHIL VS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



### Politieke risico's hangen in de lucht

Het politieke stuntwerk speelde de afgelopen maanden een dominante rol. De unilaterale houding van de Verenigde Staten op het wereldtoneel creëert economische en politieke onzekerheid. De aanhoudende dreiging van een wereldwijde handelsoorlog blijft boven de markt hangen. De Verenigde Staten hebben toch besloten handelstarieven in te stellen op aluminium en staal voor de Europese Unie, Canada en Mexico. De eenzijdige opzegging door de Verenigde Staten van de Iran-deal geeft aan dat multilaterale afspraken tussen landen onder druk staan. De Verenigde Staten hebben daarnaast weer sancties tegen Iran ingesteld die mogelijk Europese en Aziatische landen en bedrijven raken. In Europa zijn de ogen gericht op Italië. Na de verkiezingswinst van de euro-sceptische partijen begin maart ontstond een maandenlange politieke impasse. Deze is nu doorbroken, maar ging gepaard met hoge volatiliteit op de financiële markten. De winnaars van de verkiezingen, de Vijfsterrenbewegingen en Lega, gaan een coalitie vormen. Ondanks de grote politieke verschillen tussen deze partijen, zijn ze eensgezind in de afkeer van Brussel en zetten ze in op forse budgettaire expansie via belastingverlagingen en meer overheidsuitgaven. Op basis van de gepresenteerde plannen zal een confrontatie volgen met de Europese Unie.

# Stijging olieprijs houdt aan

De totaalrendementen in de eerst vijf maanden van 2018 laten een gemengd beeld zien. Aandelenmarkten noteren een kleine plus terwijl de meeste vastrentende beleggingen in het rood staan. Rentenniveaus en risico-opslagen lopen op. De rentestijging is het sterkst in de Verenigde Staten waardoor het renteverskil met de eurozone verder toegenomen is. De olieprijs zet de opwaartse trend van de afgelopen maanden door.

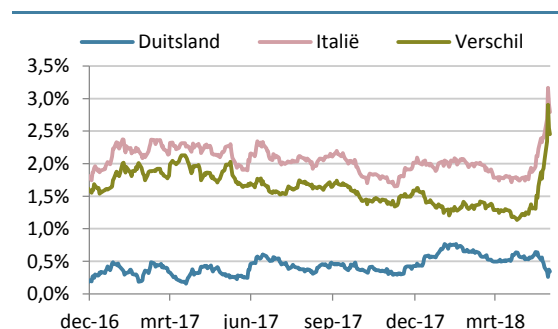
## Olieprijs loopt verder op

De financiële markten hebben een aantal volatiele maanden achter de rug. De normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid, de (geo)politieke ontwikkelingen en de problemen in een aantal opkomende landen drukken hun stempel op de beleggingsomgeving. Ondertussen blijft de macro-economische situatie gunstig en is er sprake van een verdere stijging van de bedrijfswinsten. De totaalrendementen voor de diverse beleggingscategorieën tonen dan ook een gemengd beeld (zie figuur 3). Deze rendementen passen bij de laat-cyclische fase waarin de (Amerikaanse) economie zich bevindt. Aandelenmarkten laten over de eerste vijf maanden van het jaar een kleine plus zien. De meeste vastrentende beleggingscategorieën staan in het rood. In mei gingen Italiaanse staatsobligaties hard omlaag. De Italiaanse 10-jaarsrente steeg fors waardoor het renteverskil met Duitsland toenam (zie figuur 4). Duitse staatsobligaties profiteerden van de politieke onrust in Italië. De Amerikaanse 10-jaarsrente slechtte in april tijdelijk de 3%-grens en bereikte het hoogste niveau sinds 2011. De Duitse kapitaalrente staat op het lage niveau van bijna 0,4%.

De diverse kredietcategorieën staan in de min. Vooral obligaties uit opkomende landen in harde valuta staan onder druk. Dit komt zowel door de stijgende Amerikaanse kapitaalmarktrente als door een stijging van de risico-opslag. De beleggingscategorie grondstoffen behaalt dit jaar het hoogste rendement. De prijs voor een vat Brent olie is opgelopen tot bijna \$80. De robuuste wereldwijde economische groei stuwt de vraag naar olie op. Daarnaast houdt de OPEC zich aan de eerder afgesproken maatregelen om de oliemarkt in balans te brengen. In Venezuela is sprake van een instortende olieproductie door jarenlang economisch wanbeleid. De Amerikaanse sancties tegen Iran kunnen tot een beperking van de Iraanse olie-export leiden. De Amerikaanse dollar apprecieert de laatste weken. Dit vindt plaats ten opzichte van zowel de euro als de opkomende landencurrency's.

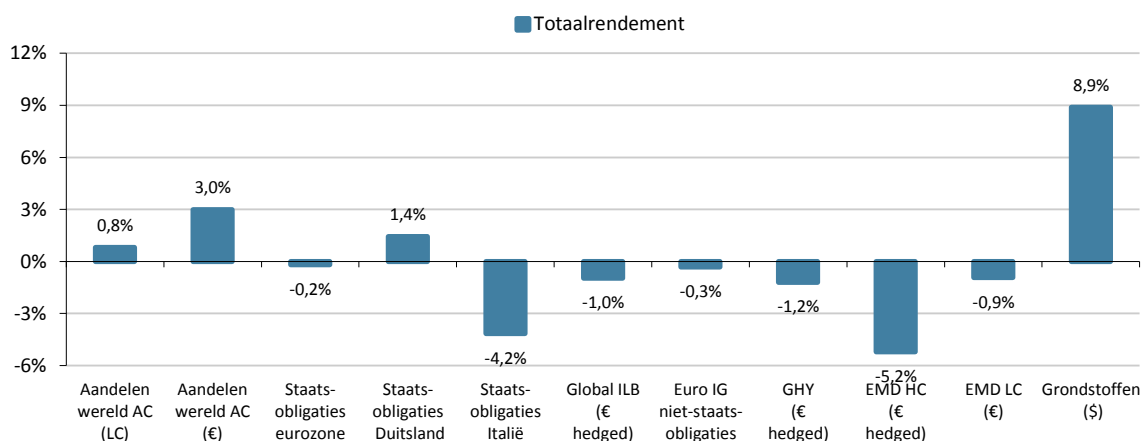
FIGUUR 4 10-JAARSRENTES DUITSLAND EN ITALIË

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN IN 2018 T/M ULTIMO MEI

Bron: Bloomberg, Achmea IM



# Rentes lopen uiteen

De laat-cyclische economische fase en de normalisatie van het monetaire beleid leiden tot een volatielere beleggingsomgeving. Door de lage renteniveaus in de eurozone en de nog steeds beperkte risico-opslagen zijn de verwachte rendementen voor de middellange termijn beperkt. Beleggingen uit de opkomende landen krijgen de voorkeur vanwege de aantrekkelijkere waardering. De gestegen Amerikaanse rente leidt nog niet tot hogere verwachte rendementen. Door de lage rente in de eurozone neemt het renteverskil met de Verenigde Staten toe waardoor het verwachte rendement van beleggingscategorieën waarbij het dollarvalutarisico wordt afgedekt laag blijft.

## Laat-cyclisch

De volatielere beleggingsomgeving en lage (verwachte) rendementen passen bij de laat-cyclische fase waarin de (Amerikaanse) economie zich bevindt. Vertrouwenscijfers pieken, de inflatie loopt op en door de normalisatie van het monetaire beleid vervalt één van de steunpilaren onder de positieve rendementen op de meeste beleggingscategorieën in de afgelopen jaren. We verwachten dat deze trend doorzet en dat de rendementsverwachtingen voor de middellange termijn beperkt zijn. Omdat de economische cyclus in de meeste opkomende landen achterloopt op die in de Verenigde Staten en vanwege de aantrekkelijkere waarderingen,

gaat onze voorkeur uit naar beleggingen uit de opkomende landen. We verwachten dat de problemen die enkele landen, waaronder Argentinië en Turkije, teisteren beperkt blijven tot deze landen. Vanwege de nog steeds lage renteniveaus in de eurozone, zijn de verwachte rendementen voor euro-staatsobligaties laag. Daarbij neemt de kans op turbulentie toe nu het politieke risico in de eurozone weer actueel is.

## Rentever verschillen nemen toe

De divergentie in het monetaire beleid leidt tot steeds verder oplopende rentever verschillen tussen de Verenigde Staten en de eurozone. Dit geldt zowel voor de korte als de lange rente (zie *Marktontwikkelingen*). De 3-maandsrente in de Verenigde Staten is gestegen naar circa 1,9%; het hoogste niveau sinds begin 2008. De Duitse 3-maandsrente is daarentegen nog steeds negatief. Deze bedraagt circa -0,6%. De grote rentever verschillen zijn van invloed op het afdekken van valutarisico. Het renteverskil zit verwerkt in de valutaderivaten waardoor het euro-hedged rendement circa 2,5% per jaar lager ligt. Dus ondanks de hogere renteniveaus in de Verenigde Staten zijn de verwachte rendementen van beleggingen die afgedekt worden naar euro's nog steeds beperkt. Dit geldt bijvoorbeeld voor Global High Yield en Emerging Market Debt in harde valuta (zie figuur 5).

**FIGUUR 5 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO MEI 2018)**

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten	■	■	+	8,25%	Relatief aantrekkelijke waardering, risico's op korte termijn toegenomen
Emerging Market Debt LC	■	■	+	6,00%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd ondanks lokale problemen
Emerging Market Debt HC	■	■		3,75%	Risico-opslag neutraal, maar gevoelig voor stijging Amerikaanse rente
Aandelen Ontwikkelde Markten	■	■		3,00%	Gematigd verwacht rendement voor de middellange termijn
Global High Yield	■	■	-	2,00%	Risico-opslag is laag, maar faillissementsverliezen zijn momenteel beperkt
Grondstoffen	■	■		1,25%	Laat-cyclische fase gunstig voor grondstofprijzen, MLT-verwachting beperkt
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■	■		0,75%	Gevoelig voor politieke risico's, Italiaanse rente is fors gestegen
Kasgeld	■	■		0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door zeer ruim ECB-beleid
Investment Grade Credits	■	■		0,25%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig nog actieve kopersrol ECB
Global ILB	■	■		-0,25%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden	■	■	-	-1,00%	Laag verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

# Renteswaps zijn geen belegging

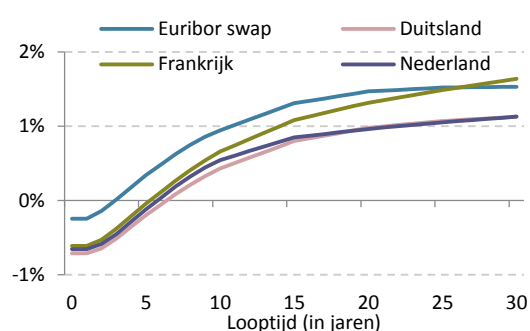
Pensioenfondsen zetten renteswaps en obligaties in voor het afdekken van het renterisico van de pensioenverplichtingen. Het gebruik van (langlopende) staatsobligaties lijkt op dit moment minder interessant, omdat de rentevergoeding laag is vergeleken met de swaprente. Het verruilen van staatsobligaties uit de beleggingsportefeuille voor renteswaps lijkt interessanter dan het is.

## De rente op staatsobligaties is historisch laag

De vraag naar staatsobligaties is hoog, waardoor de rente is gedaald. Op korte looptijden is de rente op staatsobligaties van kernlanden (dit zijn Duitsland, Nederland en Frankrijk) hierdoor negatief (zie figuur 6). De rente op diezelfde staatsobligaties met een langere looptijd is nog steeds positief, maar historisch laag.

**FIGUUR 6 RENTETERMIJNSTRUCTUUR 25 MEI 2018**

Bron: Bloomberg, Achmea IM

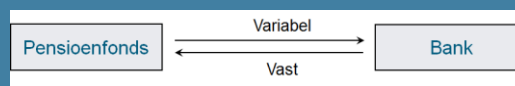


## De swaprente ligt altijd al hoger dan de rente op Duitse staatsobligaties

Het is geen bijzonder fenomeen dat de swaprente normaliter hoger ligt dan de rente op staatsobligaties. Dit komt doordat de variabele rente van een renteswap geen risicovrije rente is (zie tekstbox). De variabele rente in een renteswap is namelijk de 6-maands Euribor rente. De 6-maands Euribor is het rentetarief waartegen banken geld aan elkaar uitlenen zonder onderpand voor een periode van 6 maanden. Het kredietrisico van banken is dus onderdeel van het 6-maands Euribor tarief. Het 6-maands Euribor tarief is dus geen risicovrije rente, in tegenstelling tot de risicovrij geachte rente op Duitse staatsobligaties.

### De werking van een renteswap in het kort

Een renteswap is een contract tussen twee partijen waarbij alleen rentes uitgewisseld worden. Gedurende de looptijd van de renteswap betaalt de ene partij een vaste rente en de andere partij een variabele rente. Een 30-jaarsswaprente van 1,5% betekent bijvoorbeeld dat er in de markt een contract afgesloten kan worden waarbij de komende 30 jaar 1,5% vaste rente uitgewisseld wordt tegen een variabele rente (zie figuur hieronder). De variabele rente is de 6-maands Euribor. De markt beschouwt dit als een fair contract en gaat er dus impliciet vanuit dat de komende 30 jaar de 6-maands Euribor gemiddeld genomen 1,5% is. Met andere woorden het verwacht rendement op een renteswap is bij het aangaan van een renteswap nul.

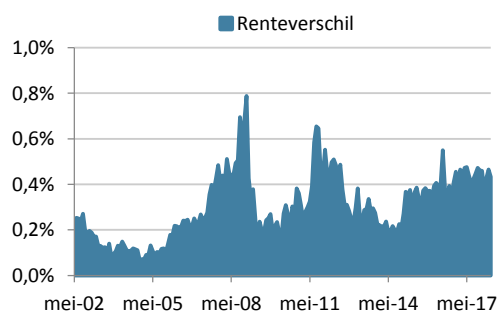


## Renteverval is de afgelopen jaren toegenomen

De belangrijkste redenen voor het toegenomen renteverval tussen de swaprente en de rente op staatsobligaties zijn nieuwe wet- en regelgeving voor banken en verzekeraars en het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB). Vooral de ECB heeft een groot neerwaarts effect op de rentecurve omdat zij als niet-beleggingsrendement maximaliserende opkoper van obligaties acteren in de markt. De vraag is of het verschil tussen de swaprente en rente op staatsobligaties van kernlanden in de toekomst kleiner wordt, zoals voor de kredietcrisis van 2008 het geval was (zie figuur 7) of dat de huidige situatie de 'new normal' is. Het opkoopprogramma van de ECB heeft in de nabije toekomst nog een drukkend effect op de rente voor staatsobligaties, maar dit neemt verder in de toekomst waarschijnlijk af

**FIGUUR 7 VERSCHIL TUSSEN 10-JAARS SWAPRENTE EN RENTE OP DUITSE STAATS OblIGATIES**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



als het programma afgebouwd wordt. Naar verwachting wordt hierdoor in de toekomst het verschil tussen de swaprente en de rente voor staatsobligaties van kernlanden kleiner dan nu het geval is. Een terugkeer naar de situatie dat de rente op deze staatsobligaties dicht onder de swaprente ligt, is minder waarschijnlijk. De nieuwe liquiditeitseisen, als gevolg van Basel 3 en Solvency II voor respectievelijk banken en verzekeraars, leiden tot hogere buffers. Deze zijn structureel en hebben waarschijnlijk een permanent drukkend effect op de rente voor staatsobligaties van kernlanden.

### De swaprente kan niet zomaar 'verdiend' worden

Waarom stoppen pensioenfondsen niet met hun belegging in staatsobligaties? De swaprente ligt immers hoger dan de rente op staatsobligaties? Het antwoord op deze vragen is complexer dan alleen kijken naar het verschil tussen de rente op staatsobligaties en de swaprente. Een belegging in een renteswap vraagt geen 'upfront' investering, in tegenstelling tot een belegging in staatsobligaties. Daarnaast kennen renteswaps geen verwacht rendement, zoals toegelicht in de tekstbox. Een renteswap an sich is daarmee geen belegging. Stel dat een belegger zijn investering in staatsobligaties omzet naar renteswaps. Na de verkoop en het afsluiten van de juiste renteswaps beschikt deze belegger over kasgeld ter grootte van de verkochte staatsobligaties. Op dit kasgeld ontvangt de belegger een rentevergoeding. Het is daarom beter om een belegging in een staatsobligatie te vergelijken met een belegging in een renteswap en kasgeld. Beide beleggingen vergen nu een

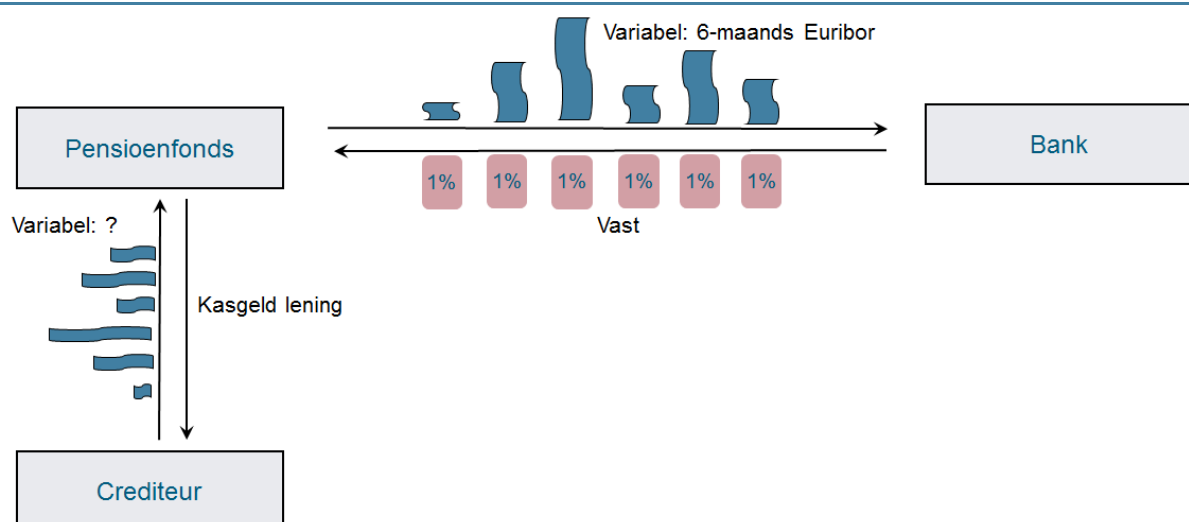
'upfront' investering. We veronderstellen dat de looptijd en hoofdsom van de staatsobligatie en de renteswap aan elkaar gelijk zijn. De rente op een 10-jaars Duitse staatsobligatie bedraagt momenteel 0,6% en de 10-jaars swaprente 1,0%. Is het nu verstandig om over te stappen van deze Duitse staatsobligatie naar een renteswap? Dat hangt af van de variabele rente op de renteswap en de rente die op het kasgeld verdiend wordt. Het rendement van een belegging in kasgeld en een renteswap bestaat uit twee onderdelen:

1. het rendement van de renteswap, bestaande uit het verschil tussen de vaste rente die ontvangen wordt en de variabele rente (6-maands Euribor) die betaald wordt, zoals weergegeven met de pijlen tussen het pensioenfonds en de bank in figuur 8;
2. de rente die op het kasgeld ontvangen wordt, zoals weergegeven met de pijlen tussen het pensioenfonds en de crediteur in figuur 8.

Alleen als op het kasgeld minimaal 6-maands Euribor rente ontvangen wordt, zal een belegger aan de combinatie van de renteswap en kasgeld een rendement gelijk aan de swaprente (1,0%) overhouden. Eén van de doelstellingen van het beleggen in veilige staatsobligaties van kernlanden is waardebehoud. Als het kasgeld, vanuit deze gedachte, in kortlopende Duitse staatsobligaties wordt belegd, zou de vergoeding ongeveer -0,35% lager dan de 6-maands Euribor uitkomen en is er nauwelijks een verschil in rendement tussen een belegging in staatsobligaties en een

**FIGUUR 8 OVERZICHT KASTROMEN BIJ EEN BELEGGING IN RENTESWAP EN KASGELD**

Bron: Achmea IM



belegging in renteswaps en kasgeld. Aan de andere kant is het risico wel lager, omdat gedraaid is van een langere Duitse staatsobligatie naar een kortlopende Duitse staatsobligatie.

### Alleen door kasgeld risicovoller te beleggen kan de swapspread 'verdiend' worden

Het kasgeld kan belegd worden in kortlopende staatsobligaties van kernlanden, maar dan is het niet haalbaar om de 6-maands Euribor te verdienen. Dit is ook logisch aangezien het kredietrisico van banken versleuteld ligt in de Euribor rente. Het kasgeld kan ook iets risicovoller uitgezet worden, bijvoorbeeld in geldmarktfondsen die een hogere rentevergoeding geven. Deze geldmarktfondsen proberen met actief beleggingsbeleid een rendement gelijk aan of hoger dan een specifieke variabele rente (veelal 3-maands Euribor) te behalen. Dit beleid bestaat bijvoorbeeld uit het beleggen in leningen met een langere looptijd waar een hogere vergoeding tegenover staat en in leningen met meer kredietrisico (bijvoorbeeld leningen aan banken). In dat geval voegt het kasgeld mogelijk meer en ander risico toe. De te maken afweging is daarom bij welk rendementsverschil je overstapt van een veilige staatsobligatie met een *lange looptijd* naar een geldmarktfonds, dat bestaat uit gespreid risico op een groot aantal tegenpartijen met een *korte looptijd*. Bij portefeuilles die in staatsobligaties van zowel

kernlanden als niet-kernlanden beleggen, is het verschil tussen de swaprente en de rente op staatsobligaties minder negatief of zelfs positief. Achmea IM gebruikt bijvoorbeeld een benchmark die grotendeels (75%) belegt in staatsobligaties van kernlanden en deels (25%) in niet-kernlanden. Het uitruilen van deze portefeuille voor renteswaps en kasgeld heeft weinig impact op het rendement. Bij een uitruil is naast de vraag of het rendement verbetert, een beoordeling van het risico belangrijk.

### Een renteswap is niet risicovrij

Vanuit risicoperspectief brengt het vergroten van de hoeveelheid renteswaps andere risico's mee dan het beleggen in staatsobligaties. Het beleggingsrisico van een renteswap is weliswaar beperkt, omdat er geen 'upfront' investering nodig is, maar renteswaps kennen andere risico's. Denk daarbij aan tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico en regelgevingsrisico. Met de komst van central clearing is het tegenpartijrisico lager geworden. Maar daar staat tegenover dat bij het gebruik van geclearde renteswaps het liquiditeitsrisico, de kans op een tekort aan direct beschikbaar kasgeld, toeneemt. Accepteren van de risico's die renteswaps met zich meebrengen en het wijzigen en/of verhogen van het risico van de beleggingsportefeuille zijn voorwaarden om de swaprente te verdienen.

### Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in juni 2018. Meer weten? Neem dan contact op met uw fondsmanager of account CIO.

### Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen.

Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.