

Asset Class Studie Staatsobligaties

2.0 | 2 februari 2017

achmea 

Achmea Investment Management

Executive Summary

Definitie staatsobligaties

Een (nominale) staatsobligatie is een door de nationale overheid uitgegeven verhandelbaar schuldbewijs. De rentevergoeding die de overheid over deze schuld betaalt, bestaat uit twee componenten: de reële rente (inclusief eventuele risico-opslagen) en een vergoeding voor de verwachte inflatie. Bepalend voor het rendement- en risicoprofiel van staatsobligaties, is het niveau en de verandering van de rente. Een staatsobligatie heeft bij uitgifte een looptijd langer dan 1-jaar. Met aandelen vormen staatsobligaties de traditionele basis van institutionele beleggingsportefeuilles. Door hun karakteristieken kunnen staatsobligaties voor meerdere portefeuilledoelinden worden ingezet.

Portefeuillerol

De portefeuillerol van staatsobligaties kan vanuit twee verschillende invalshoeken worden ingevuld: vanuit de context van matchen van verplichtingen of vanuit een asset only benadering. In de matching rol worden staatsobligaties ingezet om de verplichtingen af te dekken. Dit vereist een hoge en stabiele samenhang tussen staatsobligaties en de verplichtingen. Het verwachte rendement en de relatie met de andere beleggingscategorieën spelen een ondergeschikte rol. Vanuit de asset only benadering spelen staatsobligaties de rol van diversificatie en veiligheid ('Safe haven'). Door het toevoegen van staatsobligaties aan de beleggingsportefeuille kan het rendement- en risicoprofiel verbeteren. Het verwachte rendement en de samenhang met andere beleggingscategorieën zijn in dit geval van doorslaggevend belang. Wanneer staatsobligaties ingezet worden als onderdeel van de matchingportefeuille, is de diversificatierol van ondergeschikt belang en vice versa.

Laag verwacht rendement voor staatsobligaties

Afgelopen decennia werden staatsobligaties gekenmerkt door uitzonderlijke goede rendementen, zowel in nominale als in reële termen. Over de hele beschikbare historie is het gemiddeld rendement relatief bescheiden. Het gemiddelde jaarlijkse reële rendement bedraagt dan ongeveer 2%; inclusief inflatie bedraagt het gemiddelde rendement 4% à 5%. De gemiddelde obligatierisicopremie, het verwachte rendement boven kasgeld, bedraagt circa 1%. Door de huidige lage renteniveaus is het verwachte rendement momenteel historisch laag. Zo ligt het verwachte absolute totaalrendement op euro-staatsobligaties (op basis van Achmea IM 75/25 benchmark) voor de komende 15 jaar op slechts 1%. Gecorrigeerd voor de verwachte inflatie van 1,5% tot 2%, is het verwachte (reële) rendement op staatsobligaties negatief.

Dit lage verwachte rendement betekent echter niet dat er in de beleggingsportefeuilles geen plaats meer is voor staatsobligaties.

Matching rol in tact

De matching rol van staatsobligaties wordt namelijk niet bepaald door de hoogte van de rente of het verwachte absolute rendement. Het draait om de hechtheid en stabiliteit van de relatie met de euro-swaprente. Zo lang het mismatch-risico met de verplichtingen beperkt en stabiel blijft, kunnen staatsobligaties ingezet worden bij de renteafdekking. Hieruit volgt een sterke voorkeur voor het meest kredietwaardige deel van de euro-staatsobligatiemarkt. De schuldtitels van minder kredietwaardige landen hebben immers een instabiele relatie met de swaprente. In periodes van stress beweegt de rente op minder kredietwaardige eurolanden zelfs tegengesteld aan de swaprente. Het nadeel van de euro-staatsobligaties met de hoogste graad van veiligheid is vooral dat het behaalde rendement veelal achter blijft bij het niveau van de swaprente.

Staatsobligaties blijven noodzakelijk voor portefeuillediversificatie

Door de negatieve relatie met de economische groei(verwachtingen) vormen staatsobligaties binnen de portefeuille een waardevolle bron van diversificatie ten opzichte van beleggingen met een positieve relatie met de economische groei(verwachtingen); dit is een schaarse eigenschap want het rendement op de meeste beleggingscategorieën heeft juist baat bij goede economische omstandigheden. De diversificatierol van staatsobligaties is wel kwetsbaar in de huidige beleggingsomgeving. Door de lage rente vormen de rente-inkomsten slechts een beperkte buffer tegen het vermogensverlies dat optreedt bij rentestijging. Aan de andere kant is ook het rendementspotentieel bij verdere rentedalingen gelimiteerd. Bijkomend risico is het feit dat de correlatie van staatsobligaties met aandelen niet stabiel is, maar context-afhankelijk. In periodes waarin de rente voor een belangrijk deel gedreven wordt door groeiverwachtingen is de correlatie met aandelen gemiddeld genomen laag tot negatief. In dat geval fungeren staatsobligaties als een effectieve hedge tegen dalende aandelenmarkten. Dit is de situatie die we feitelijk sinds het knappen van de internetzeepbel in 2000 zien. In periodes waarin het inflatierisico aanzienlijk is, is de correlatie met aandelen echter gemiddeld genomen positief: het rendement op aandelen en obligaties heeft de neiging om dezelfde

kant op te bewegen. Inflatie vormt historisch gezien een belangrijk risico voor (kredietwaardige) staatsobligaties. Door hun vaste rentevergoeding zijn obligaties kwetsbaar voor periodes met stijgende inflatie(verwachtingen). Het absolute nominale rendement blijft over een langjarige periode gemeten, gemiddeld genomen wel positief. Uit de historische data blijkt echter dat in inflatoire regimes het reële rendement en de obligatierisicopremie voor langere tijd veelal negatief zijn. Ondanks deze kanttekeningen is ook vanuit het 'asset-only' perspectief nog steeds een belangrijke rol weggelegd voor staatsobligaties in de strategische beleggingsportefeuilles. De wereld wordt gekenmerkt door onzekerheid en de economie blijft kwetsbaar voor schokken. In onze portefeuilleconstructie streven wij daarom naar diversificatie over risicocategorieën en economische scenario's. Staatsobligaties blijven in deze aanpak een noodzakelijke bouwsteen van de portefeuille.

Portefeuillerol bepalend voor keuze beleggingsuniversum

Naast de eerder genoemde rollen van matching en diversificatie, spelen staatsobligaties een belangrijke rol als bieder van onderpand voor derivatentransacties. Staatsobligaties zijn geschikte instrumenten voor het snel en efficiënt genereren van kasgeld ten behoeve van *margin-management* onder de nieuwe EMIR-regelgeving. Het gaat daarbij om zowel het gebruik van staatsobligaties in de Repo-markt, als om de mogelijkheid om liquide staatsobligaties snel en tegen lage kosten te kunnen verkopen. De beoogde rol(len) voor staatsobligaties in de portefeuille zijn bepalend voor de nadere keuzes ten aanzien van de beleggingscategorie. Uit de matchingrol volgt een sterke voorkeur voor de meest kredietwaardige euro-staatsobligaties. Dit betekent wel een concentratie van de portefeuille in een beperkt aantal eurolanden. Vanuit beleggingsoogpunt bezien, is dat niet altijd gewenst. Ook de diversificatiefunctie en de rol als *safe haven* binnen de strategische beleggingsportefeuille vereisen een hoge mate van veiligheid. Voor deze rollen komen kredietwaardige staatsobligaties uit zowel de eurozone als andere ontwikkelde landen in aanmerking. Door te beleggen in wereldwijde staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid, kan desgewenst het concentratierisico naar de eurozone worden verlaagd. Door het vergroten van het beleggingsuniversum verbetert ook de (verwachte) Sharpe ratio.

Eurozone: onderscheid tussen Kernlanden en Niet-kernlanden

Uit bovenstaande focus op veiligheid volgt dat de categorie landen waar het kredietrisico een beduidende rol speelt een ondergeschikte rol toekomt in de staatsobligatiebenchmark. De reguliere schuldgewogen benchmarks voldoen wat dat betreft niet, want geven een te hoog gewicht aan minder kredietwaardige landen (het *bums problem*). Daarom maken wij binnen de eurozone een onderscheid tussen de zogenaamde Kernlanden en Niet-kernlanden. Kernlanden zijn de liquide en relatief veilige eurolanden die een essentiële rol spelen binnen de eurozone. Deze landen, Duitsland, Frankrijk en Nederland, krijgen een 75% gewicht in onze generieke euro- staatsobligatiebenchmark. Door het toevoegen van 25% Niet-kernlanden verbetert het verwachte rendement en de spreiding over landen, zonder dat dit de hedge-effectiviteit van staatsobligaties materieel aantast.

Wereldwijde staatsobligaties: bbp-gewogen Majors

Binnen het universum van kredietwaardige landen buiten de eurozone, hebben de zogenaamde Majors onze eerste voorkeur. Dit zijn de grootste en meest liquide kredietwaardige staatsobligatiemarkten ter wereld. Om ook hier het *bums problem* te verlagen, geven wij de voorkeur aan benchmarkgewichten op basis van de omvang van het bbp. Deze aanpak resulteert in een goede spreiding over de belangrijkste valutablokken: Amerikaanse dollar, euro, Japanse yen en Britse pond. Dergelijke niet-euro staatsobligaties kunnen als aanvulling op euro-staatsobligaties worden ingezet. Dit verbetert de spreiding en verlaagt de gevoeligheid euro-specifieke stress-scenario's.

Langlopende staatsobligaties minder aantrekkelijk

Het verlengen van de looptijd van staatsobligaties door het gewicht van obligaties met een looptijd langer dan 10 jaar (het zogenaamde 10+ segment) zwaarder aan te zetten, heeft niet onze voorkeur. Zowel vanuit het oogpunt van matching als return is het strategisch verhogen van de blootstelling naar langlopende obligaties minder aantrekkelijk. Renteswaps zijn een efficiënter en flexibeler instrument om de rente af te dekken. Ook vanuit het oogpunt van rol van portefeuillediversificatie zijn er geen strategische redenen om de looptijd van de benchmark te verlengen. De extra risicopremie die op langlopende staatsobligaties wordt verdiend, weegt niet op tegen de extra risico's. Het rendement- en risicoprofiel van langlopende obligaties is daardoor gemiddeld genomen slechter dan voor staatsobligaties met kortere looptijden.

Actief beheer en ESG

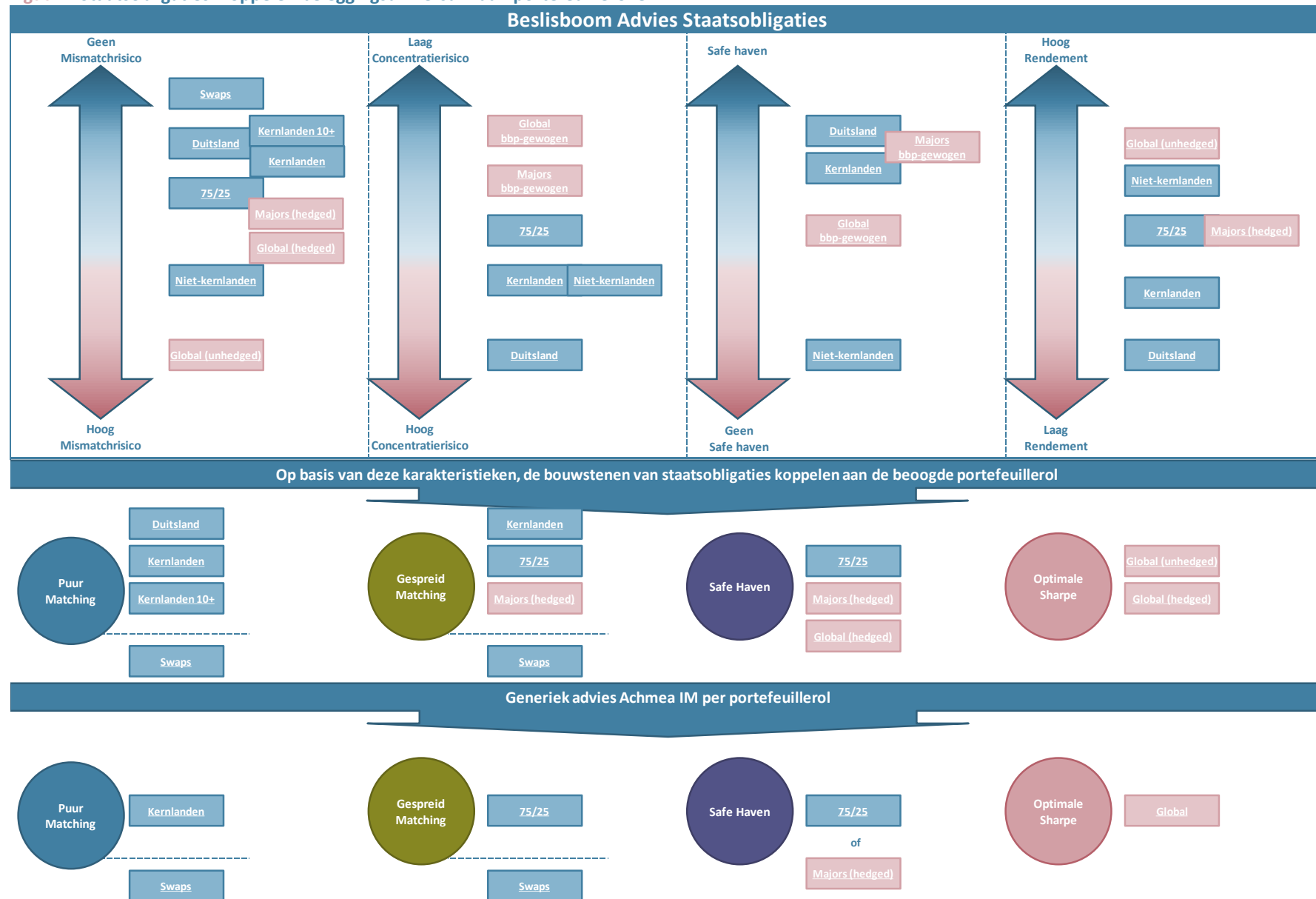
Er zijn momenten dat langlopende obligaties wel een interessant alternatief zijn, zowel binnen de matching rol als binnen de diversificatie rol. Dit pleit ervoor om de portefeuillemanager actieve ruimte te geven om daar gebruik van te maken. Ook het eerder aangekaarte "bums problem", andere inefficiënties en in obligatie-indices en de grote dynamiek van passief beheer zijn redenen om staatsobligaties actief te beheren. Daarnaast kan het integreren van

ESG-beleid in de obligatieportefeuilles gezien worden als een vorm van actief beheer. Naast integratie behoort ook uitsluiting en engagement tot het ESG-instrumentarium.

Generiek beleid Achmea IM

Om het universum aan kredietwaardige staatsobligaties in te kaderen, koppelen we de kenmerken van staatsobligaties aan de onderscheiden functies binnen de portefeuille. Bij een pure matching aanpak geven wij de voorkeur aan Kernlanden. In die gevallen waarin het afdekken van het renterisico een belangrijke rol speelt, maar tegelijkertijd aan zaken als spreiding en rendement een significant belang wordt gehecht, stellen wij de 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark voor. Als het afdekken van het renterisico geen of een ondergeschikte rol speelt, ligt de focus van staatsobligaties al snel op de rol van *safe haven* en bron van portefeuillediversificatie. In dat geval zijn zowel de 75/25 Euro-staatsobligatiebenchmark als een bbp-gewogen wereldwijde staatsobligatiebenchmark (Majors, valutarisico afgedekt) een goed alternatief. In Figuur 1 koppelen wij de portefeuillerollen via een beslisdiagram aan het universum van staatsobligaties en het generieke beleid van Achmea IM.

Figuur 1 Staatsobligaties: koppelen beleggingsuniversum aan portefeuillerollen



Bron: Achmea IM

Staatsobligaties: een vaste waarde in de portefeuille?

Inleiding

In deze Asset Class Studie analyseren wij de beleggingscategorie staatsobligaties. Traditioneel vormen staatsobligaties samen met aandelen de basis van de portefeuille. In portefeuilleconstructies zijn staatsobligaties veelal de veilige basis van de portefeuille terwijl aandelen voor het rendement moeten zorgen. Gerelateerd aan deze rol van veiligheid, is de matching functie die staatsobligaties hebben bij beleggers met rentegevoelige verplichtingen. De laatste jaren is er veel veranderd. De rente is naar een historisch dieptepunt gedaald waardoor de verwachte rendementen op staatsobligaties laag zijn. De financiële crisis en daaropvolgende euro-schuldencrisis hebben gezorgd voor een hernieuwde focus op het kredietrisico binnen staatsobligaties. In de markt voor euro-staatsobligaties heeft dat geresulteerd in de tweedeling tussen 'veilige' en 'onveilige' landen. Ook op het gebied van de regelgeving staat de wereld niet stil. Banken staan onder een strenger toezicht met zwaardere kapitaaleisen en ook derivaten hebben te maken met nieuwe regelgeving. Ook dit raakt de markt voor staatsobligaties, denk aan de introductie van *central clearing* voor onder andere renteswaps.. Al met al reden genoeg om de kenmerken van de beleggingscategorie staatsobligaties opnieuw tegen het licht te houden. Puntsgewijs bespreken wij hieronder een aantal belangrijke aspecten van staatsobligaties. Daarbij is onder meer gebruik gemaakt van inzichten die komen uit de uitgebreide analyses die als een bijlage zijn toegevoegd¹. Ook eerdere notities van Achmea IM hebben gediend als input voor deze studie.

Definitie van staatsobligaties

Een (nominale) staatsobligatie (ook *government bond*, *sovereign bond* of *treasury* genoemd) is een contractueel vastgelegd verhandelbaar schuldbewijs dat is uitgeven door een nationale overheid. Het is dus een lening aan de overheid waarvoor de overheid een vaste (rente)vergoeding betaalt. De overheid verplicht zich om aan het eind van de looptijd (*maturity*) de hoofdsom (*face value*) van de obligatie terug te betalen. Meestal wordt rentevergoeding (coupon) periodiek uitbetaald gedurende de looptijd, maar dat is niet altijd zo. Bij *zero coupon bonds* vinden er geen periodieke couponbetalingen plaats, de rentevergoeding is bij deze obligaties verwerkt in de uitgifteprijs. Een staatsobligatie heeft bij uitgifte een looptijd langer dan 1-jaar, korter lopend overheidsschuld papier valt onder de geldmarkt en wordt schatkistpapier genoemd. De rente op nominale staatsobligaties bestaat uit twee componenten: de reële rente (inclusief eventuele risico-opslagen) en een vergoeding voor de verwachte inflatie. Op inflatiegerelateerde-obligaties (ILB's) bestaat de vergoeding uit de reële couponrente en een variabele vergoeding op basis van de gerealiseerde inflatie. In deze notitie gaan we alleen in op nominale staatsobligaties. Als we het in het vervolg van deze notitie over de rente hebben, doelen we dus op de nominale rente. Wanneer het over de reële rente gaat, wordt dat expliciet vermeld.

Rente bepalend voor rendement- en risicoprofiel

De couponrente op een staatsobligatie staat vast (vandaar de naam vastrentende waarden). Tussentijds verandert de rente echter door marktbevingen. Deze renteveranderingen gedurende de looptijd gaan gepaard met koerswinsten (bij een rentedaling) of koersverliezen (bij een rentestijging). De hoogte en beweging van de rente zijn dus de bepalende factoren voor het rendement en risicoprofiel van staatsobligaties. De rente(ontwikkelingen) worden grotendeels bepaald door veranderingen in de verwachtingen ten aanzien van de inflatie en economische groei. Een hogere verwachte inflatie resulteert veelal in een hogere rente en daarmee koersverliezen voor bestaande staatsobligaties. Lagere inflatieverwachtingen leiden in de regel tot lagere rentes en daarmee tot koerswinsten op staatsobligaties. Bij de economische groei zien we een vergelijkbaar effect optreden. Hogere groeiverwachtingen resulteren vaak in een hogere (reële) rente en daarmee in dalende staatsobligatiekoersen. Een verslechtering van de economische vooruitzichten gaat veelal gepaard met dalende rentes en daarmee koerswinsten voor staatsobligaties.

¹ Zie "Bijlage: Asset Class Studie Staatsobligaties, Aanvullende achtergrondinformatie, uitwerkingen en analyses"

Dit geeft staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid twee kenmerken die maar weinig andere beleggingscategorieën bezitten:

- Een directe, stabiele negatieve relatie met veranderingen in de risicovrije rente;
- Een sterke negatieve relatie met de economische groei. Staatsobligaties zijn één van de weinige beleggingscategorieën die het gemiddeld genomen beter doen wanneer het economisch slechter gaat.

Meerdere portefeuillerollen mogelijk voor staatsobligaties

Uit de twee bovengenoemde kenmerken volgen de twee belangrijkste rollen waarvoor staatsobligaties binnen een institutionele portefeuille kunnen worden opgesteld:

- Matching van verplichtingen;
- Diversificatie binnen de portefeuille en 'safe haven' rol.

De karakteristieken van staatsobligaties lenen zich daarnaast nog voor :

- Onderpand en verschaffen van liquiditeit;
- Stabiele bron van inkomsten.

Deze rollen kunnen niet altijd helemaal los van elkaar worden gezien. Vaak zijn er raakvlakken en is er sprake van enige overlap. Gegeven de historisch lage-renteomgeving waarin we ons momenteel bevinden, is het zinvol de verschillende rollen van staatsobligaties nog eens tegen het licht te houden.

Matching van de verplichtingen

Institutionele beleggers hebben veelal verplichtingen met een grote gevoeligheid voor veranderingen in de euro-swaprente. Dit grote renterisico is onwenselijk en wordt daarom (deels) afgedekt. Daarbij wordt meestal gekozen voor een hybride benadering waarbij renteswaps worden gecombineerd met rentegevoelige beleggingen. Het is dan wel een vereiste dat deze beleggingen een stabiele rentegevoeligheid hebben. Duitse staatsobligaties hebben de meest stabiele relatie met de euro-swaprente. De rente op Duitse staatsobligaties is immers de basis waarvan de swapcurve wordt afgeleid. Naast Duitsland, beschikken ook de staatsobligaties van andere eurolanden met een hoge kredietwaardigheid over relatief goede matching kwaliteiten. De matching kwaliteit van staatsobligaties van eurolanden met een lage kredietwaardigheid is echter beperkt. De rente van deze landen bevat een volatiele kredietrisico-opslag die zeker in tijden van stress tegengesteld beweegt aan de swaprente. Het risico dat de rente op een staatsobligatie niet (helemaal) meebeweegt met de swaprente, wordt het mismatchrisico genoemd.

Een ander punt van aandacht is de zogenaamde swapspread. Die meet het renteverskil tussen de Duitse rente en de swaprente. Sinds de introductie van de euro is de Duitse staatsobligatierente gemiddeld genomen lager de swaprente. Dit is op zich niet verwonderlijk, de swaprente gebruikt immers de Duitse rente als proxy voor de risicovrije rente. De staatsobligaties van de andere eurolanden hebben net als de swaprente, een risico-opslag ten opzichte van de Duitse rente. Door het toevoegen van dergelijke staatsobligaties kan de rente op de staatsobligatie-portefeuille worden verhoogd tot boven het niveau van de swaprente. Het matchen van de verplichtingen met euro-staatsobligaties draait daarmee om een afweging tussen het extra rendement van meer risicovolle staatsobligaties en het mismatchrisico dat door het toevoegen van risicovollere staatsobligaties stijgt.

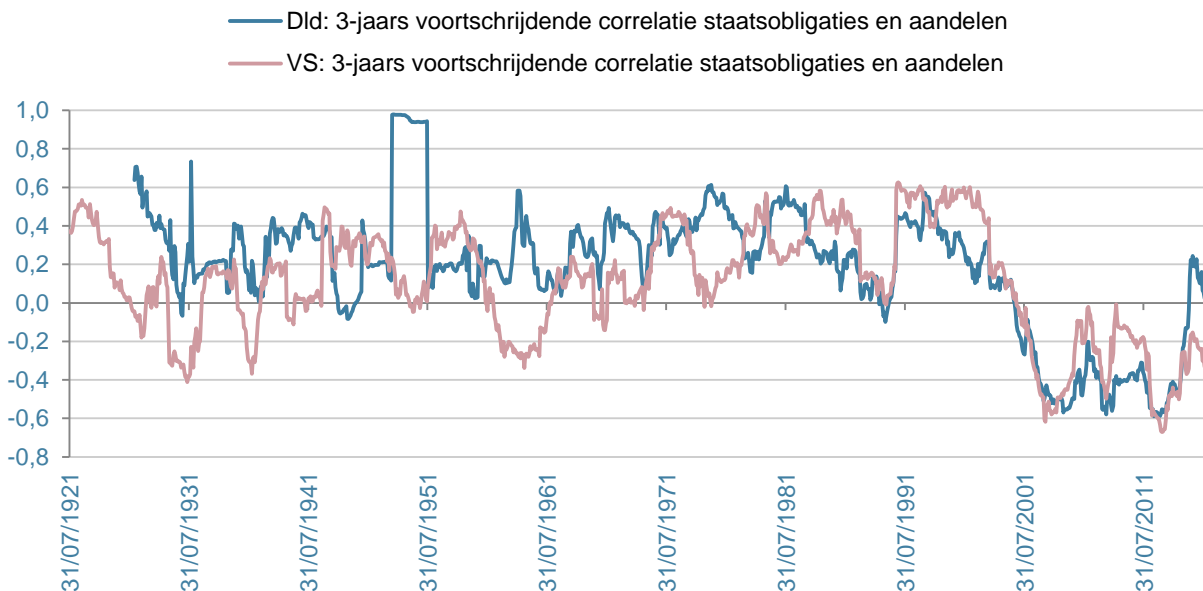
De verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars hebben meestal zeer lange looptijden. Verplichtingen van 30 jaar en langer zijn eerder regel dan uitzondering. Deze langjarige verplichtingen vormen een belemmering bij het gebruik van staatsobligaties voor het afdekken van het renterisico. De beschikbaarheid van langlopende staatsobligaties is namelijk beperkt.

De huidige lage rente vormt in principe geen beperking voor de matching rol van staatsobligaties. Bij het afdekken van het renterisico draait het om de stabiliteit van de relatie met de euro-swaprente, niet om de absolute hoogte van de rente of het verwachte absolute rendement op staatsobligaties. Zo lang het mismatchrisico met de verplichtingen beperkt blijft, kunnen staatsobligaties ingezet worden bij de renteafdekking. Om het mismatchrisico te beheersen hebben wij een voorkeur voor het veilige deel van de euro-staatsobligatiemarkt. Ook bij de meer veilige landen blijft echter het risico bestaan dat in tijden van politieke of financiële stress de relatie tussen de swaprente en de rente op staatsobligaties verandert.

Diversificatie en 'safe haven'

Zoals we eerder opmerkten, is het renterisico bepalend voor het rendement- en risicoprofiel van staatsobligaties. Hieraan ontleen ze niet alleen de goede matching kwaliteiten maar ook de tweede belangrijke rol: diversificatie en 'safe haven' zijn een direct gevolg van het dominante renterisico. Door de negatieve relatie met de economische groei(verwachtingen) vormen staatsobligaties binnen een beleggingsportefeuille een waardevolle bron van diversificatie. Vooral ten opzichte van beleggingscategorieën met een positieve relatie met de economische groei(verwachtingen). Dit is een schaarse eigenschap omdat het rendement op de meeste beleggingscategorieën baat heeft bij goede economische omstandigheden. De gemiddelde correlatie tussen staatsobligaties en aandelen is over een lange historie gemeten licht positief (ruim onder 1!). In een portefeuilleconstructie zijn staatsobligaties daardoor een goede aanvulling op aandelen. Het is wel belangrijk om te beseffen dat deze diversificatie geen zekerheid is. De correlatie tussen aandelen en staatsobligaties is niet stabiel maar sterk tijd-variërend en scenario-afhankelijk (zie Grafiek 1). In periodes waarin de rente gedreven wordt door groeiverwachtingen is de correlatie met aandelen negatief. Staatsobligaties fungeren dan als een hedge tegen dalende aandelenmarkten, ze gedragen zich dan als een 'safe haven'. Dit is de situatie sinds 2000. In periodes waarin de inflatie(verwachtingen) de richting van de rente bepaalt, is de correlatie met aandelen echter (sterk) positief.

Grafiek 1 Correlatie tussen het rendement op staatsobligaties en het rendement op aandelen (1921 – 2016, maandbasis) *



*De lijn met de correlatie van Duitse staatsobligaties en aandelen laat in 1948 een schok omhoog en in 1958 een schok omlaag zien. Deze schokken worden veroorzaakt door de valutahervorming van 1948 waarin zowel aandelen als staatsobligaties in één maand met 90% omlaag gingen.

Bron: Achmea IM, GFD, Bloomberg

In tegenstelling tot de matching rol, wordt de diversificatie en *safe haven* rol wel aangetast door de absoluut zeer lage renteniveaus. Door de lage rente is de buffer vanuit de rente-inkomsten tegen rentestijgingen beperkt. Aan de andere kant is ook het rendementspotentieel gelimiteerd. De lage rente zorgt voor een binair risicoprofiel. De upside van de rente is (in theorie) groot terwijl de downside van de rente tegen grenzen aanloopt. We hebben gezien dat ook de langlopende rente voor langere tijd negatief kan zijn, maar een diep negatieve rente is te disruptief voor het financieel systeem en de economie om houdbaar te zijn. Hierdoor wordt de kans kleiner dat staatsobligaties dubbelcijferige positieve rendementen laten zien als aandelen weer door een forse correctie gaan. Ondanks deze kanttekeningen zien wij ook in een *asset only* benadering nog steeds een rol voor staatsobligaties. De wereld wordt gekenmerkt door onzekerheid en de economie blijft kwetsbaar voor schokken. In onze portefeuilleconstructie streven wij daarom naar diversificatie over risicocategorieën en economische scenario's. Staatsobligaties blijven in deze aanpak een noodzakelijke bouwsteen van de portefeuille. Mede omdat er geen andere traditionele beleggingscategorieën zijn met een vergelijkbare negatieve gevoeligheid voor de economische groei.

Onderpand en het verschaffen van liquiditeit

Staatsobligaties spelen een belangrijke rol als onderpand voor de renteswap overlay. Door veranderingen in de regelgeving gaat deze rol wel veranderen. In 2012 is EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) ingevoerd. De

laatste stukken EMIR-regelgeving zullen in de loop van 2017 van kracht worden. Het doel van EMIR is om de handel in OTC (*Over The Counter*) derivaten transparanter en veiliger te maken. Het belangrijkste speerpunt is dat derivaten, waaronder renteswaps, voortaan moeten worden afgewikkeld via een centrale tegenpartij in plaats van bilateraal (met banken als tegenpartij). Dit wordt *central clearing* genoemd. De belangrijkste doelstelling van deze regelgeving is het verlagen van systeemrisico's. Onderdeel van deze nieuwe regelgeving is dat voor de *variation margin*, onderpand dat gestort moet worden ten gevolge van een waardeverandering van het derivaat, alleen nog maar kasgeld als onderpand mag worden gebruikt. Voor de *initial margin*, het onderpand dat bij het aangaan van de renteswap gestort moet worden, mogen nog wel obligaties als onderpand worden gebruikt. Per saldo wordt de onderpandrol van staatsobligaties dus minder groot. Het hebben van voldoende (toegang tot) kasgeld in de portefeuille wordt daarom belangrijker. Staatsobligaties kunnen daarbij een belangrijke rol spelen. Dit kan op meerdere manieren. Veilige staatsobligaties zijn gewild in de Repo-markt en kunnen zo extra kasgeld genereren. Indien nodig kunnen liquide staatsobligaties ook snel en tegen lage kosten worden verkocht. Hierbij wordt wel opgemerkt dat door hun lagere liquiditeit, langlopende staatsobligaties voor zowel de rol als onderpand als de rol van liquiditeitsverschaffer minder geschikt zijn.

Stabiele bron van inkomsten

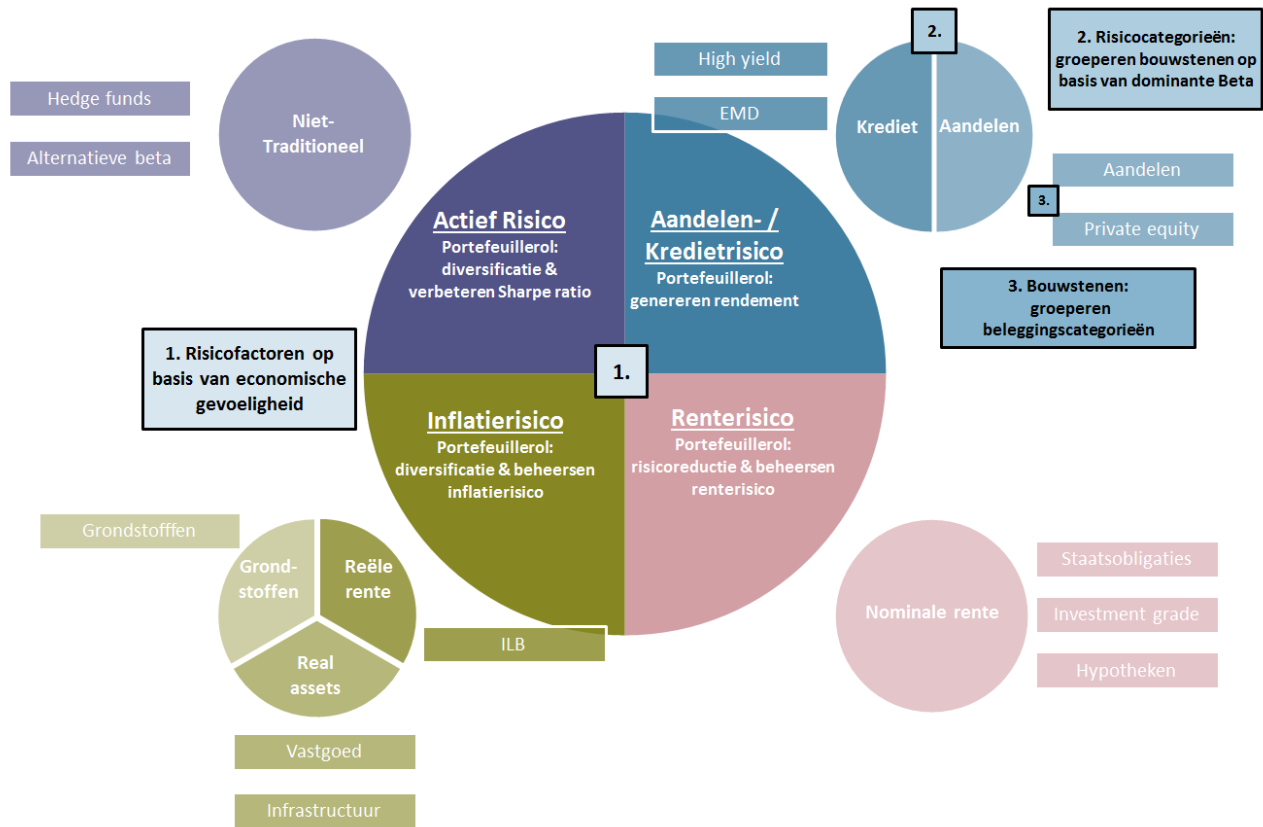
De laatste rol voor staatsobligaties die we hier bespreken, is die van stabiele bron van inkomsten. Dit was van oudsher een belangrijke rol voor staatsobligaties. Het zogenaamde couponknippen zorgde voor een stabiele inkomstenbron voor beleggers en spaarders. Door de huidige zeer lage rente is deze rol grotendeels weggefallen. Bij hogere rentes komt deze rol van staatsobligaties weer terug.

Conclusie

Voor beleggers met rentegevoelige verplichtingen kunnen staatsobligaties twee rollen vervullen. Staatsobligaties kunnen worden ingezet bij het afdekken van het renterisico (matching). Het verwachte rendement en de relatie met de andere beleggingscategorieën spelen dan een ondergeschikte rol. Vanuit een asset only benadering zijn staatsobligaties een waardevolle bron van diversificatie en veiligheid ('safe haven') binnen de beleggingsportefeuille. Het toevoegen van staatsobligaties aan de beleggingsportefeuille verbetert het rendement- en risico profiel. Het verwachte rendement en de samenhang met andere beleggingscategorieën zijn in dit geval van doorslaggevend belang. Wanneer staatsobligaties ingezet worden als onderdeel van de matchingportefeuille, is de diversificatierol van ondergeschikt belang en vice versa.

Matching en diversificatie zijn ook de rollen waarvoor staatsobligaties staan opgesteld in het modelbeleid van Achmea IM (zie Figuur 2). De rol van matching asset wordt niet of nauwelijks geraakt door de huidige lage renteomgeving. De rol van portefeuillediversificatie is echter wel aangetast. Desondanks zien wij ook in een *asset only* benadering nog steeds een rol voor staatsobligaties. De wereld wordt gekenmerkt door onzekerheid en de economie blijft kwetsbaar voor schokken. In onze portefeuilleconstructie streven wij daarom naar diversificatie over risicocategorieën en economische scenario's. Staatsobligaties blijven in deze aanpak een noodzakelijke bouwsteen van de portefeuille. De lage rente maakt dat de prijs hiervan wel gestegen is, wat *ceteris paribus*, de allocatie er naar minder aantrekkelijk maakt.

Figuur 2 Inkadering beleggingsuniversum, staatsobligatie speelt een centrale rol



Bron: Achmea IM

Obligatierisicopremie: tijdsafhankelijk en momenteel laag

Met de diversificatie en *safe haven* rol vervullen staatsobligaties een belangrijke strategische functie in een beleggingsportefeuille. Om als beleggingscategorie strategisch interessant te zijn, is een positieve risicopremie boven kasgeld een vereiste. Dit excesrendement boven kasgeld wordt bij staatsobligaties ook wel de obligatierisicopremie genoemd. Over de beschikbare historie, voor sommige landen meer dan 200 jaar, behalen staatsobligaties inderdaad een rendement dat hoger ligt dan dat van kasgeld. Deze obligatierisicopremie bedraagt gemiddeld 0,5% - 1,5% per jaar (zie Tabel 1). Dat is relatief laag. Gegeven de relatief lage volatiliteit van staatsobligaties volgt hieruit een lange termijn Sharpe ratio (maatstaf voor de rendement- risicoverhouding) van 0,2 tot 0,3. De risicopremie op staatsobligaties is echter niet stabiel. Over de beschikbare historie worden langjarige periodes met een lage of zelfs negatieve risicopremie (bijv. 1950 – 1981 in de Verenigde Staten) afgewisseld met langjarige periodes met een hoge risicopremie. Vooral over de laatste 30 jaar was het rendement op staatsobligaties uitzonderlijk goed. Dat is een direct gevolg van de langjarige dalende trends in de rente, zowel de reële rente als de inflatie(verwachtingen) gingen structureel omlaag. Op korte termijn wordt het totaalrendement op staatsobligaties vaak gedomineerd door kapitaalwinsten/verliezen. Op langere termijn blijkt, zoals verwacht mag worden, de hoogte van de rente de dominante drijver van het totaalrendement. Uit analyses van de historie van Amerikaanse staatsobligaties blijkt dat meer dan 90% van het rendement is terug te voeren op de rente-inkomsten. Gegeven de huidige lage aanvangsrentes duidt dat op lage verwachte rendementen. Niet alleen het verwachte totaalrendement, maar ook de verwachte obligatierisicopremie ligt momenteel op een laag niveau. Hiervoor zijn meerdere oorzaken, zoals de lage inflatie, minder onzekerheid over het monetair beleid en de grote vraag naar staatsobligaties. In Grafiek 2 wordt dit geïllustreerd aan de hand van de geschatte ex-ante risicopremie op Amerikaanse staatsobligaties.

Tabel 1 Reëel rendement staatsobligaties en obligatierisicopremie voor geselecteerde landen (1900 – 2015, rendement in lokale valuta)

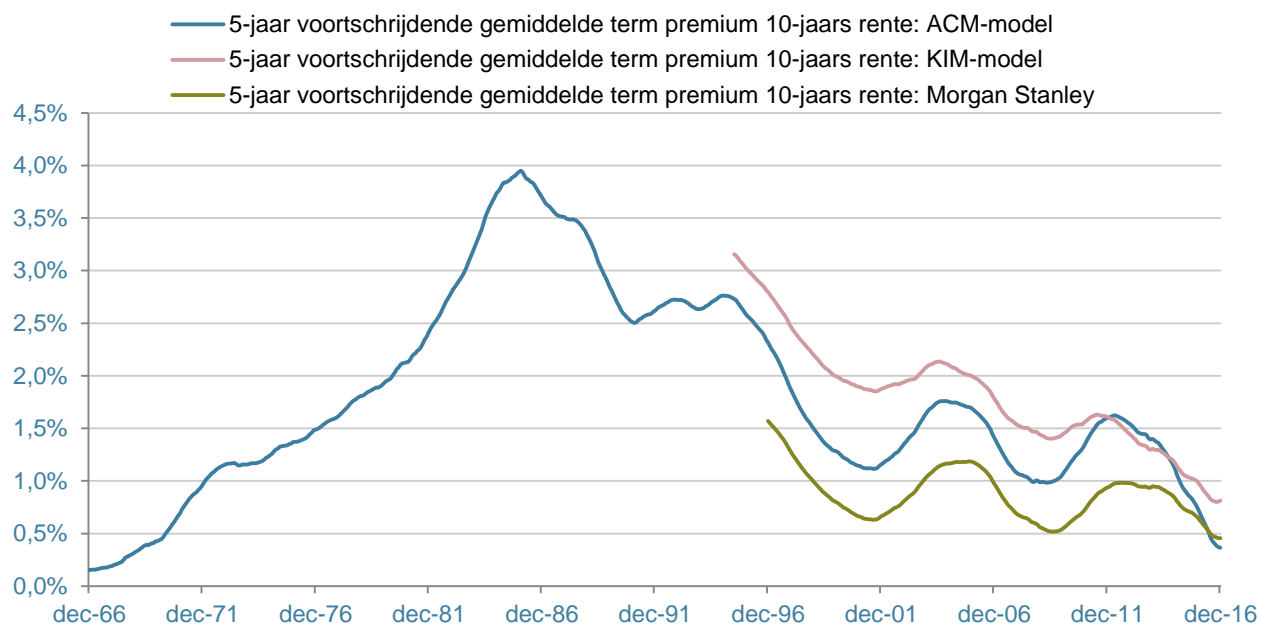
	2000 - 2015		1900 – 2015		Minimum	Maximum
	Reëel Rendement	Risico premie	Reëel Rendement	Risico premie		
Australië	4,8%	3,1%	1,7%	1,0%	-23,3%	48,2%
België	5,4%	5,4%	0,4%	0,7%	-19,6%	34,0%
Canada	5,8%	5,5%	2,3%	0,8%	-26,4%	24,1%
Frankrijk	6,1%	5,7%	0,2%	3,0%	15,8%	23,6%
Duitsland*	7,0%	6,5%	-1,4%	1,0%	-90,5%	48,3%
Italië	6,1%	5,9%	-1,1%	2,5%	-17,5%	52,3%
Japan	3,8%	3,7%	-0,9%	1,0%	-45,6%	63,0%
Nederland	5,9%	5,9%	1,7%	1,1%	-18,9%	25,2%
Spanje	5,0%	5,1%	1,8%	1,5%	-27,0%	46,5%
Zweden	5,5%	4,6%	2,7%	0,8%	-34,1%	24,5%
Zwitserland	5,1%	4,6%	2,4%	1,5%	-13,9%	15,6%
VK	4,0%	3,2%	1,7%	0,7%	-26,6%	37,5%
VS	5,4%	5,8%	2,0%	1,1%	-14,3%	26,1%
Wereld ex. VS**	4,4%	4,8%	1,5%	0,6%		
Wereld**	4,9%	5,3%	1,8%	1,0%		

*Duitse data zijn exclusief de hyperinflatie periode van 1922/1923

**Wereld is bbp-gewogen

Bron: "Global Investment Returns Yearbook", Credit Suisse (2016), "101 Years of Investment Returns", Dimson e.a. (2001)

Grafiek 2 5-jaars voortschrijdende gemiddelde ex-ante obligatierisicopremie op Amerikaanse 10-jarige staatsobligaties



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Risico's bij staatsobligaties

Ondanks hun status van *safe haven* en risicovrije belegging, zijn staatsobligaties niet risicoloos. Bij een asset only benadering bestaat het risico van staatsobligaties van kredietwaardige landen niet zozeer uit wanbetaling, maar vooral uit het renterisico (stijgende rentes) en periodes van (onverwacht) hoge inflatie. Vooral de inflatie blijkt een gevaar voor een belegging in staatsobligaties. Voor de matching rol zijn niet het renterisico, daarvoor staan de staatsobligaties immers opgesteld, maar vooral het kredietrisico (wanbetaling) en het mismatchrisico met de verplichtingen de grootste risico's. In deze paragraaf lichten we de belangrijkste risico's toe.

Kredietrisico, wanbetaling

Het risico op wanbetaling en/of herstructurering van de schulden. Dit kredietrisico wordt als verwaarloosbaar gezien voor kredietwaardige staatsobligaties. De staatsobligaties van deze landen worden daarom gebruikt als proxy voor de risicovrije rente. De historie laat echter zien dat wanbetalingen door landen geen uitzondering zijn. De gevolgen van wanbetaling voor een belegging in staatsobligaties zijn groot. Een recent voorbeeld is Griekenland waar de herstructurering van de schulden in 2012 gepaard ging met een forse afstempeling. Het is belangrijk om te beseffen dat de veilige landen uit het verleden niet persé de veilige landen van de toekomst zijn. Een bekend voorbeeld is Duitsland. Dit is de laatste decennia het toonbeeld van Teutoonse degelijkheid en veiligheid. Voor 1950 waren Duitse staatsobligaties echter een dramatisch slechte belegging. In 1923 werden Duitse staatsobligaties waardeloos door de hyperinflatie. In 1948 leden houders van Duitse staatsobligaties een 90% verlies door een valutahervorming (de introductie van de Deutsche Mark).

Kredietrisico, tijd-variërende risico-opslagen

Duitse staatsobligaties zijn de proxy voor de veilige rente in de eurozone. De rente van alle andere euro-staatsobligaties hebben een risico-opslag versus de Duitse rente. Deze risico-opslag is niet stabiel door de tijd en varieert per land. Het is een risico voor zowel de matching rol als de diversificatie rol. Oplopende kredietopslagen tasten daarnaast de liquiditeit van staatsobligaties aan.

Mismatchrisico, de mate waarin de rente op staatsobligaties de swaprente niet volgt

De verplichtingen van institutionele beleggers worden contant gemaakt met een op de euro-swaprente gebaseerde rentecurve. De meeste beleggers dekken het renterisico dat hieruit volgt (deels) af. In het rente-afdekkingsbeleid wordt gebruik gemaakt van meerdere instrumenten, naast renteswaps zijn dat vooral staatsobligaties. Het mismatchrisico meet de mate waarin de rente op staatsobligaties de euro-swaprente niet perfect volgt. Iedere staatsobligatie heeft een mismatchrisico, maar de mate waarin verschilt. Zo hebben door de directe relatie tussen Duitse staatsobligaties en de swaprente, Duitse obligaties het laagste mismatchrisico. Daarnaast is dit mismatchrisico het meest stabiel door de tijd. Ook de andere veilige eurolanden hebben een relatief klein mismatchrisico. Naarmate de staatsobligaties meer kredietrisico lopen, loopt het risico echter op. Wanneer het mismatchrisico te groot wordt, kan een obligatie niet meer gebruikt worden om het renterisico van de verplichtingen af te dekken.

Renterisico, volatiliteit in de marktwaarde van staatsobligaties

In *asset only* context is het renterisico het grootste risico voor een obligatiebelegger. Renteveranderingen zorgen voor schommelingen (volatiliteit) in de waarde van een obligatie. Deze schommelingen kunnen fors zijn, vooral voor langlopende obligaties. De duratie en looptijd van een obligatie zijn immers bepalend voor de volatiliteit in de waarde van een obligatie.

Inflatierisico, onverwachte inflatie holt obligatiebelegging uit

Onverwachte inflatie is de sluipmoordenaar voor obligatiebeleggers. Wanneer de inflatie hoger is dan verwacht, holt de inflatie de koopkracht van de belegging uit. Daarnaast vertaalt een oplopende inflatie zich meestal in stijgende rentes waardoor bestaande obligaties hun koersen zien dalen. De reële, voor inflatie gecorrigeerde, rendementen zijn in dergelijke inflatie-periodes negatief. Vooral de hoog-inflatie periode van de jaren zeventig zorgde ervoor dat het rendement op staatsobligaties fors achterbleef bij de inflatie. Aandelen bleken in deze periode beter bestand tegen de hoge inflatie. De combinatie van inflatie met stijgende rentes is in *asset only* context, dan ook het grootste 'normale' risicoscenario voor een obligatiebelegger. Hoewel het inflatierisico geen direct effect heeft op de effectiviteit van de rentehedge, is inflatie ook een groot risico voor pensioenfondsen met een (omvangrijke) nominale renteafdekking. De waarde van de rentehedge beweegt weliswaar mee met de waarde van de verplichtingen, maar de koopkracht van de pensioenen zal worden uitgehold. De reële dekkingsgraden zullen daardoor sterk dalen.

Hyperinflatie (zeer hoge inflatie) is de ultieme *equalizer* tussen spaarders en schuldenaars. De koopkracht van het vermogen van spaarders dat is gestald in geldmarktproducten en nominale obligaties wordt gedecimeerd terwijl de schulden verdampen. Duitsland in de jaren '20 is hiervan een goed voorbeeld.

Financial repression, kunstmatig laag houden van de rente

De term financiële repressie (*financial repression*) doelt op beleid van de overheid en de centrale bank dat er op is gericht om de rente op staatsobligaties onder het niveau van de nominale economische groei te brengen en/of te houden. Financiële repressie kan resulteren in langdurige periodes waarin de reële rente negatief is. Dit is een effectief middel om (te) hoog opgelopen schulden onder controle te brengen. In het verleden is dit beleid regelmatig met succes toegepast, vooral na oorlogen. Ook het beleid dat centrale banken voeren na de financiële crisis van 2008 is een vorm van financiële repressie.

Valutahervormingen

Valutahervormingen zijn een manier om schulden te herstructureren. De geschiedenis laat zien dat dergelijke hervormingen een obligatiebelegger hard raken. Een bekend voorbeeld is de Duitse valutahervorming van 1948. De introductie van de D-mark resulteerde in een 90% verlies op Duitse effecten. Dit voorbeeld is relevant omdat het gevaar van een valutahervorming in de eurozone niet verwaarloosbaar is. Wanneer de eurozone uit elkaar valt, kan zich een dergelijke valutaschok herhalen. Alleen zal ditmaal de nieuwe Duitse valuta waarschijnlijk appreciëren terwijl de nieuwe valuta's van de minder kredietwaardige eurolanden fors minder waard zullen worden.

Eurozone: splitsing Kernlanden versus Niet-kernlanden blijft bestaan

Belangrijk aandachtspunt binnen de euro-staatsobligatieportefeuille is de vraag in welke landen te beleggen. In het verleden is de keuze gemaakt voor een splitsing tussen de zogenaamde Kernlanden en Niet-kernlanden.

Kernlanden zijn gedefinieerd als:

- Veilige landen met een relatief hoge rating en een beperkt kredietrisico (spread versus Duitsland);
- Sterke correlatie met de swaprente;
- Belang voor de eurozone: landen die als noodzakelijk worden gezien voor het voortbestaan van de eurozone;
- Een hoge mate van liquiditeit (markt van voldoende omvang);
- Gewild als onderpand.

Op basis van bovenstaande criteria is gekozen voor Duitsland, Frankrijk en Nederland. Voor deze selectie is een kwalitatieve afweging gemaakt tussen bovenstaande criteria. Zo is Italië één van de belangrijkste eurolanden met een grote marktomvang, maar de kredietwaardigheid is laag en het risico daardoor groot. Daarom wordt Italië niet als een kernland beschouwd. Omgekeerd hebben bijvoorbeeld Luxemburg en Finland een hoge kredietwaardigheid, maar is de markt relatief klein en lijkt hun lidmaatschap voor het voortbestaan van de euro niet essentieel. Kernlanden zien we dus als de veilige staatsobligaties van de eurozone waarvan rendement en risico gedreven worden door de 'veilige' Duitse rente. Naast de vijf hierboven genoemde criteria, wordt de keuze van Nederland als Kernland ook beïnvloed door de 'home bias'. Nederlandse beleggers hebben veelal Nederlandse verplichtingen. In het staartscenario van een break-up van de eurozone, betekent dit dat Nederlandse staatsobligaties en de verplichtingen dezelfde rentecurve krijgen en ook in dezelfde valuta worden genoteerd. Dat is een belangrijk pluspunt dat staatsobligaties van de andere eurolanden niet hebben.

Niet-kernlanden zijn in principe alle overige kredietwaardige (*investment grade*) eurolanden die niet als Kernland worden gezien. Hier speelt de spread t.o.v. Duitsland een grotere rol. Dit resulteert in een hoger verwacht rendement maar ook in een hoger risico. In combinatie met Kernlanden kunnen ze een rol spelen in de matching portefeuille. Standalone horen Niet-kernlanden echter eerder in de risicocategorie Krediet thuis, dan in de risicocategorie Nominale rente (zie Figuur 2).

In Tabel 2 worden de scores op de vijf criteria voor de belangrijkste eurolanden getoond.

Tabel 2 Score eurolanden op vijf criteria

		Veiligheid	Correlatie met swaprente	Belang Eurozone	Liquiditeit	Onderpand
Kernlanden	Duitsland	++	++	++	++	++
	Frankrijk	+	++	++	++	+
	Nederland	++	++	++	++	+
Niet-Kernlanden	Italië	-	-	++	++	-
	Spanje	-	-	+	++	-
	België	+	+	+	++	=
	Oostenrijk	+	+	+	+	=
	Finland	+	++	=	+	=
	Ierland	=	-	=	+	-
	Slowakije	+	=	-	-	-
	Luxemburg	++	=	=	-	-
	Slovenië	+	=	-	-	-
	Estland	+	=	-	-	-
	Letland	+	=	-	-	-
	Litouwen	+	=	-	-	-
	Malta	+	=	-	-	-
	Niet opgenomen in benchmark*	Portugal	--	--	=	-
Griekenland		--	--	=	--	--
Cyprus		--	--	-	--	--

*Dit zijn de eurolanden die niet investment grade zijn.

Bron: Achmea IM

Wanneer matching met een zo laag mogelijk mismatchrisico het enige doel is van de staatsobligatieportefeuille ligt een allocatie naar alleen Kernlanden voor de hand. Gezien het feit dat de rol van staatsobligaties toch vaak breder wordt gezien en het verwachte rendement op alleen Kernlanden zeer laag is, adviseren wij ook een allocatie naar de Niet-kernlanden. Uit analyses blijkt dat een relatief geringe allocatie naar Niet-kernlanden de hedge-effectiviteit maar in beperkte mate raakt, terwijl het verwachte rendement wel tot boven dat van de swaprente stijgt.

Bovenstaande raakt aan de discussie over de toekomst van de eurozone. We zien op langere termijn maar twee mogelijke uitkomsten:

- Een volledige muntunie met bankenunie, begrotingsunie en uiteindelijk ook eurobonds;
- Een break-up van de eurozone.

De consequenties van deze twee uitkomsten zijn radicaal verschillend. In het eerste geval bieden Niet-kernlanden aanzienlijk opwaarts potentieel door een verwachte renteconvergentie. In het tweede scenario moeten Niet-kernlanden worden vermeden. Sterker nog, in het tweede scenario lijken vooral Nederland en Duitsland interessant en zal diversificatie en veiligheid eerder buiten de eurozone moeten worden gezocht.

Welk scenario het uiteindelijk gaat worden is onzeker. De eurozone zit momenteel op een scenario van doormodderen ("instabiel evenwicht") waarbij de euro met noodmaatregelen (vooral via ECB) bij elkaar wordt gehouden. Tegelijkertijd worden hervormingen doorgevoerd die het stelsel versterken zonder daadwerkelijk de definitieve stap te zetten naar een volwaardige muntunie. Dit is een scenario dat jaren volgehouden kan worden maar dat wel instabiel is: de kans op een opleving van de eurocrisis blijft aanwezig.

Wij kiezen daarom voor een aanpak waarbij we onderscheid blijven maken tussen Kernlanden en Niet-kernlanden. Deze categorieën vormen de twee bouwstenen van onze generieke euro-staatsobligatiebenchmark. Momenteel geven we relatief veel gewicht aan de Kernlanden. Deze aanpak met twee bouwstenen geeft flexibiliteit, de verdeling tussen Kernlanden en Niet-kernlanden kan worden aangepast aan het risicoprofiel en de overtuigingen van een klant.

Achmea IM 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark

Sinds de financiële crisis van 2008 staat de benchmark voor euro-staatsobligaties ter discussie. Bij beleggers keerde het besef terug dat er grote verschillen zijn in kredietwaardigheid van de verschillende eurolanden. Het *bums problem* was daarmee binnen de eurozone weer actueel. Wij koppelen de benchmark voor euro-staatsobligaties aan de portefeuillerol. De twee belangrijkste rollen die staatsobligaties bij institutionele beleggers kunnen spelen zijn achtereenvolgens:

- Matching en onderpand;
- Diversificatie en veiligheid.

Beide rollen vragen om een staatsobligatiebenchmark waarbij de focus ligt op veiligheid en liquiditeit. De reguliere schuldgewogen benchmark voldoet niet aan deze eisen. Er is daarom gekeken naar alternatieve wegingschema's. Onderzocht zijn onder meer:

- bbp-gewogen staatsobligatie-index. In deze index worden landen gewogen op basis van de omvang van het bbp. Dit vinden we een intuïtief aantrekkelijke, objectieve en eenvoudig uit te leggen manier om af te wijken van een schuldgewogen index. Toegepast op euro-staatsobligaties resulteert deze aanpak weliswaar in een verbetering van de kredietwaardigheid, maar per saldo valt deze toch tegen;
- *Fiscal-strength* staatsobligatie-index. In deze index worden landen gewogen op basis van hun verdienkracht. Ook dit is een interessant concept, maar de verbetering in veiligheid valt uiteindelijk ook hier tegen. De indexgewichten lijken sterk op die van de bbp-gewogen index. Daarbij scoort deze aanpak slechter op het gebied van transparantie, complexiteit en flexibiliteit.

Achmea IM heeft daarom een eigen aanpak voor de staatsobligatiebenchmark ontwikkeld. Zoals we in de paragraaf hiervoor zagen, wordt het universum van euro-staatsobligaties hiervoor uitgesplitst naar de veilige Kernlanden en de per saldo minder veilige Niet-Kernlanden. Binnen deze bouwstenen worden de landengewichten op basis van de omvang van het bbp vastgesteld. De twee bouwstenen worden uiteindelijk in de verhouding 75% Kernlanden en 25% Niet-kernlanden samengevoegd tot de generieke benchmark voor euro-staatsobligaties. Deze aanpak is flexibel en past bij "Instabiel Evenwicht", ons basisscenario voor de eurozone.

Bloomberg Barclays is gekozen als generieke aanbieder van de onderliggende landenindices die we gebruiken voor onze 75/25 staatsobligatie-benchmark. Er zitten nauwelijks verschillen in het rendement- en risicoprofiel van de staatsobligatie-indices van de verschillende aanbieders.

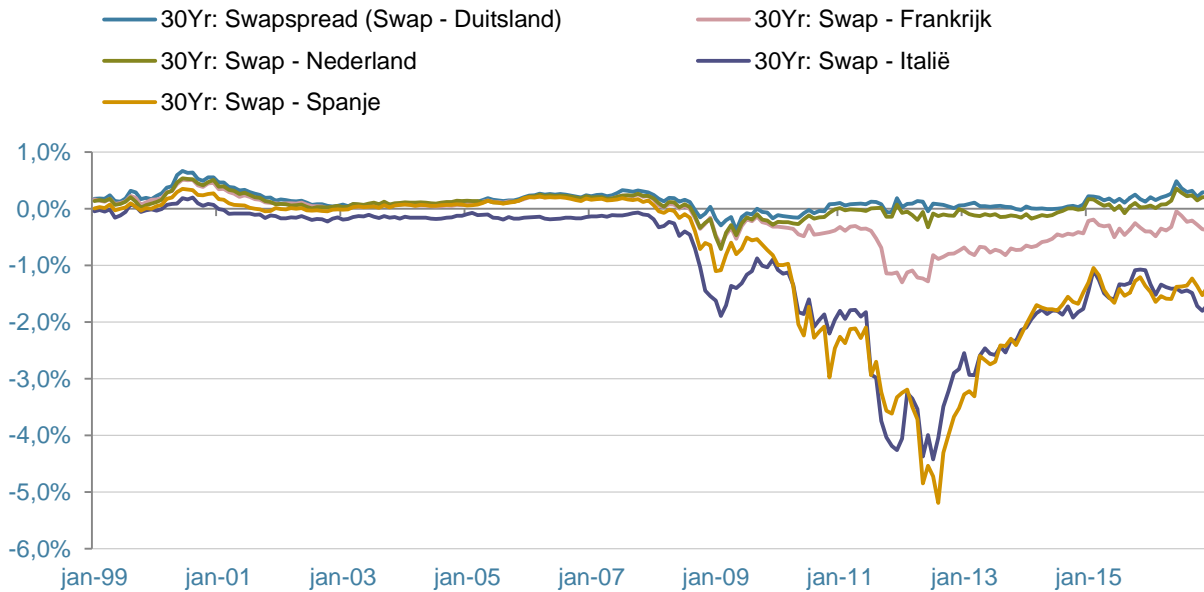
Langlopende staatsobligaties weinig interessant

Uit (academisch) onderzoek en eigen analyses blijkt dat het strategisch verlengen van de looptijd van de obligatiebenchmark voor zowel de matching rol als de diversificatierol niet interessant is. Voor de renteafdekking zijn renteswaps efficiënter en flexibeler dan langlopende obligaties. Zo is het beleggingsuniversum voor langlopende obligaties beperkt. Ook verhoogt het vervangen van renteswaps door langlopende staatsobligaties het mismatchrisico met de verplichtingen. Hierdoor wordt de effectiviteit van de rentehedge verlaagd. Zie bijvoorbeeld Grafiek 3 waarin we laten zien dat het verschil tussen de swaprente en de rente op staatsobligaties niet stabiel is maar sterk fluctueert door de tijd.

Ook vanuit een pure *asset only* benadering zijn er geen redenen om de duratie van de staatsobligatiebenchmark strategisch te verlengen. Gemiddeld genomen wordt een belegger in langlopende staatsobligaties maar in beperkte mate gecompenseerd voor de extra risico's waarmee een belegging in deze langlopende obligaties gepaard gaat. De risico's, o.a. de hoge volatiliteit en het relatief groot piek-dal verlies, stijgen harder dan het (verwachte) rendement. De Sharpe ratio van langlopende obligaties is daardoor gemiddeld genomen lager dan voor kortlopende obligaties.

Wij adviseren dan ook de benchmark van staatsobligaties niet te verlengen maar het langlopende deel van de verplichtingen met renteswaps af te dekken. Omdat het voor kan komen dat een klant toch geen renteswaps kan of wil toevoegen aan de portefeuille, hebben we wel een 10+ bouwsteen beschikbaar. Deze bouwsteen maakt geen onderdeel uit van de generieke 75/25 benchmark maar kan desgewenst als een klantspecifieke keuze worden toegevoegd.

Grafiek 3 Mismatchrisico: verschil tussen 30-jaarsswaprente en de rente op staatsobligaties is niet stabiel



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Global of euro: portefeuillerol is bepalend voor de keuze

De keuze om in wereldwijde staatsobligaties te beleggen, waarbij het valutarisico conform het valutabeleid is afgedekt, of alleen in euro-staatsobligaties, hangt af van de beoogde portefeuillerol.

Matching rol

Uit de matchingrol volgt een sterke voorkeur voor veilige euro-staatsobligaties: de Kernlanden. Dit betekent wel een concentratie van de portefeuille in een beperkt aantal eurolanden. Vanuit beleggingsoogpunt bezien, is dat niet altijd gewenst. Wereldwijde staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid, kunnen helpen dit concentratierisico te verlagen. Het is dan wel een vereiste dat het valutarisico wordt afgedekt. Historisch hebben deze wereldwijde staatsobligaties goede matching kwaliteiten laten zien. De correlaties met de euro-swaprente waren bijvoorbeeld beter en stabielere dan die van Niet-kernlanden. De matching kwaliteiten van kredietwaardige niet-euro staatsobligaties zijn echter niet 'zeker'. De onderliggende rentecurve wijkt immers af van die van de euro swaprente. Er is dus geen zekerheid dat de hedge-effectiviteit hoog blijft, het mismatchrisico kan dus oplopen. Zolang de wereldwijde rentemarkten gedreven worden door dezelfde factoren zal de correlatie hoog blijven. De rentes zullen gemiddeld genomen wereldwijd dezelfde kant op bewegen. Er zijn echter genoeg scenario's denkbaar waarbij dit niet langer het geval is en de correlatie tussen de rente op euro-staatsobligaties en wereldwijde staatsobligaties lager wordt. Een bijkomend probleem is dat sinds de kredietcrisis van 2008 de risico-opslag (*cross currency basis spread*) die bij een valutahedge wordt gebruikt, een stuk volatieler en hoger is dan voorheen. Hierdoor is het afdekken van het valuta per saldo duurder geworden. Gegeven de zeer lage rentes is dat wel een kwestie om rekening mee te houden.

Portefeuillediversificatie en *safe haven*

Ook de diversificatiefunctie en de rol als *safe haven* binnen de strategische beleggingsportefeuille eisen een hoge mate van veiligheid. Voor deze rollen komen kredietwaardige staatsobligaties uit zowel de eurozone als andere ontwikkelde landen in aanmerking. Door in wereldwijde staatsobligaties te beleggen wordt het concentratierisico naar eurolanden verkleind waardoor de gevoeligheid voor het risicoscenario van een oplevende eurocrisis en/of een eurobreak-up afneemt. Met een wereldwijd staatsobligatiemandaat wordt het beleggingsuniversum vergroot met een kredietwaardige niet-euro landen. Dit vergroot het diversificatiepotentieel waardoor de (verwachte) Sharpe ratio van de staatsobligatieportefeuille toeneemt.

Koppeling benchmark aan portefeuillerol

De keuze voor een puur euro-mandaat of toch een wereldwijde aanpak, hangt dus voor een belangrijk deel af van de gewenste portefeuillerol voor staatsobligaties:

Pure matching

In deze rol zijn de hedge-effectiviteit en het mismatchrisico de bepalende factoren. Hieruit volgt een sterke voorkeur voor de belangrijkste en meest kredietwaardige eurolanden. Door een focus op de Kernlanden wordt dit het beste gewaarborgd.

Generieke invulling: Kernlanden

Gespreide matching

In deze rol zijn de hedge-effectiviteit en het mismatchrisico nog steeds de dominante factoren. Concentratierisico en rendement zijn echter belangrijke randvoorwaarden. Door het toevoegen van Niet-kernlanden aan de Kernlanden wordt het landspecifieke risico verkleind. Tegelijkertijd stijgt het verwachte rendement. Deze aanpak ligt aan de basis van onze generieke 75/25 benchmark voor euro-staatsobligaties. De focus op de Kernlanden garandeert de hedge-effectiviteit. Door het toevoegen van 25% Niet-Kernlanden daalt de concentratie naar de drie Kernlanden, zonder dat het de hedge-effectiviteit sterk aantast. Daarnaast stijgt door het toevoegen van de Niet-kernlanden de effectieve rente van de benchmark tot boven het niveau van de swaprente.

Een alternatieve route is om het concentratierisico naar de Kernlanden te verkleinen is om deze te combineren met wereldwijde kredietwaardige niet-euro staatsobligaties waarvan het valutarisico is afgedekt. Het afdekken van de valuta is belangrijk, zonder de valuta-afdekking is het valutarisico dominant en neemt de hedge-effectiviteit sterk af. Door het toevoegen de wereldwijde niet-euro landen wordt het concentratierisico naar euro-specifieke stress-scenario's verkleind. Vanwege het mismatch risico met de verplichtingen en de hoge en volatiele *cross currency basis spread*, raden wij deze manier van rente-afdekking af.

Generieke invulling: 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark

Safe haven

In de rol van safe haven is matching van ondergeschikt belang. Staatsobligaties hebben hier de rol van portefeuillediversificatie en safe haven in tijden van onrust. Staatsobligaties hebben dan dus de meer traditionele rol van veilige basis van de portefeuille. Behoudt van kapitaal is dan belangrijker dan rendement. Dit pleit voor kredietwaardige staatsobligaties waarbij het kredietrisico beperkt is. Voor deze rol staat een pure euro-oplossing en een wereldwijde oplossing opgesteld.

Voor de euro-oplossing voldoet de 75/25 benchmark het beste. Deze benchmark combineert een hoge mate van veiligheid met een aanvullend rendementspotentieel en extra spreiding vanuit de Niet-kernlanden. Het gewicht van 25% Niet-kernlanden is niet dusdanig groot dat het de rollen van portefeuillediversificatie en *safe haven* ondermijnt.

Als universum voor de wereldwijde index nemen we de zogenaamde Majors. Dat zijn de 14 grootste en meest liquide kredietwaardige staatsobligatiemarkten (zie Tabel 3). De Majors index koppelt een hoge kredietwaardigheid aan liquiditeit en spreiding over de belangrijkste valutablokken. Van de 14 landen komen er zeven van buiten de eurozone. Dat zijn achtereenvolgens de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk, Canada, Australië, Zweden en Denemarken. Om het *bums problem* te voorkomen worden de gewichten in de Majors index bepaald op basis van de omvang van het bbp. Door het kiezen voor een bbp-weging wordt vooral het gewicht voor Japan sterk gereduceerd. Door het toevoegen de wereldwijde niet-euro landen wordt het concentratierisico naar euro-specifieke stress-scenario's verkleind. Het valutarisico wordt conform het valutabeleid afgedekt. Op deze manier wordt voorkomen dat de valutarisico het renterisico domineert.

Generieke invulling: 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark

Of

Majors (bbp gewogen, valutarisico conform het valutabeleid afgedekt)

Tabel 3 Gewichten Bloomberg Barclays Global Treasury Majors index (ultimo 2016)

Bloomberg Barclays Global Treasury Majors Index					
Markt	Marktwaaarde (\$)	Schuldgewogen gewicht	bbp-gewogen gewicht	Rating	
Majors	\$22.429.418	100,00%	100,00%		
Australië	\$314.786	1,40%	3,37%	AAA	
Canada	\$335.705	1,50%	4,19%	AAA	
Denemarken	\$94.528	0,42%	0,80%	AAA	
Eurozone	\$5.996.698	26,74%	28,03%		
België	\$389.814	1,74%	1,23%	AA-	
Duitsland	\$1.139.177	5,08%	9,01%	AAA	
Frankrijk	\$1.521.433	6,78%	6,57%	AA	
Italië	\$1.496.247	6,67%	4,95%	BBB	
Nederland	\$361.974	1,61%	2,03%	AAA	
Oostenrijk	\$240.130	1,07%	1,01%	AA+	
Spanje	\$847.923	3,78%	3,22%	BBB+	
Japan	\$7.050.605	31,43%	11,04%	A+	
Verenigd Koninkrijk	\$1.670.619	7,45%	7,21%	AA	
Verenigde Staten	\$6.893.425	30,73%	44,03%	AAA	
Zweden	\$73.052	0,33%	1,33%	AAA	

Bron: Achmea IM, Bloomberg Barclays

Optimale Sharpe ratio

De laatste rol is die van optimale Sharpe ratio. Dit kan gezien worden als de meest pure *asset only* benadering waarbij matching niet relevant is. Voor deze rol komen in principe alle kredietwaardige staatsobligaties in aanmerking, Dat garandeert de maximale spreiding en verbetert de verwachte Sharpe ratio. Om het *bums problem* te voorkomen worden de gewichten weer op basis van de omvang van het bbp bepaald. In deze aanpak kan de valutablootstelling als extra bron van diversificatie en rendement worden opgesteld. Dit vereist dan wel actief valutabeleid door de portefeuillemanager.

Generieke invulling: Global Treasury Index (bbp gewogen, met of zonder valuta-afdekking)

ESG: integratie ESG-criteria mogelijk

Er zijn meerdere mogelijkheden om ESG-beleid te integreren in het landenbeleid. Zo publiceert MSCI elk jaar ESG-scores van landen. Deze worden door Achmea IM gevolgd en geanalyseerd. De analyse van de ESG-data vormt een extra verdiepingsslag van de traditionele macro-economische landenanalyses. Het is daarmee een waardevolle bron van aanvullende informatie. Uit onderzoek door Achmea IM blijkt dat er een duidelijk verband bestaat tussen de ESG factor 'Governance' en de risicohouding op de financiële markten ten aanzien van de kredietwaardigheid van een land². Een verslechtering van de Governance resulteert gemiddeld genomen in een verhoogde risicoaversie van beleggers ten opzichte van dat land. Bij Sociale en Ecologische factoren zijn de resultaten minder eenduidig. Hierdoor is nog niet te concluderen dat ESG-integratie het rendement- en risicoprofiel positief beïnvloedt.

Ook het uitsluiten van landen op basis van ESG-criteria behoort tot de mogelijkheden. Het MVB-team van Achmea IM hanteert een eigen uitsluitingenlijst. Daarnaast zijn er voor bepaalde landen VN- en EU-boycots. De landen op deze boycotlijsten worden door Achmea IM automatisch uitgesloten. Staatsobligatiebenchmarks van ontwikkelde landen bestaan echter uit relatief weinig landen. Een uitsluitingsbeleid kan daardoor grote implicaties hebben voor de portefeuille en daarmee het rendement- en risicoprofiel. Zeker wanneer het om grotere landen gaat die worden

² Het Achmea IM Sovereign Team heeft de MSCI ESG-datareeksen geanalyseerd naar hun impact op de obligatiemarkten. Op basis van de jaar-op-jaar verandering van de CDS-spread en ESG-scores zijn correlaties berekend. Zo is onderzocht of er inderdaad een negatieve correlatie is tussen de ESG-score en het kredietrisico van een land. Waarbij de CDS-spread gebruikt wordt als een proxy voor het kredietrisico van een land.

uitgesloten. Door het uitsluiten van bijvoorbeeld Duitsland, Frankrijk, Italië of Spanje zal het risico- rendementsprofiel fundamenteel veranderen. Daarnaast ligt het uitsluiten van mede EU-landen op ESG-gronden potentieel gevoelig.

Actief versus passief: voorkeur voor actief beheer

Het feit dat de generieke benchmark voor euro-staatsobligaties sterk afwijkt van de schuldgewogen euro-staatsobligatie benchmark, geeft al aan dat wij het passief volgen van een schuldgewogen benchmark bij staatsobligaties afwijzen. De portefeuillerollen (matching, diversificatie en veiligheid) van staatsobligaties vereisen eigenlijk dat een belegger in staatsobligaties actieve keuzes maakt. De discussie over actief beheer versus passief beheer draait bij staatsobligaties dus om meer dan het behalen van extra rendement boven een benchmark. Belangrijke aspecten die pleiten voor een actief beheer zijn het beheersen van risico's en een efficiënt en kostenbewust portefeuillebeheer. Een factor die daarbij een rol speelt is onder meer het feit dat schuldgewogen obligatiebenchmarks kampen met het *bums problem*. Hierdoor is het bij vastrentende waarden lastig om te claimen dat marktkapitalisatie de meest efficiënte manier is om blootstelling te krijgen naar de beleggingscategorie. Daarnaast zijn obligatiebenchmarks relatief complex en vereisen meer onderhoud en frequentere herbalancering dan bijvoorbeeld een aandelenindex. De kosten van passief beheer zijn hierdoor bij obligatiebenchmarks groter dan bij aandelenbenchmarks. Tot slot spelen staatsobligaties een belangrijke rol bij het beheersen van het renterisico. Deze matching rol is moeilijk te rijmen met een brede schuldgewogen index.

Het instrumentarium voor actief beheer bestaat bij staatsobligaties uit de volgende blokken:

1. Landenbeleid. Het over- of onderwegen van landen versus de benchmark. Op deze manier kan ingespeeld worden op de veranderingen in, de kredietwaardigheid van landen;
2. Duratiebeleid. Het over- of onderwegen van de duratie versus de benchmark. Op deze manier kan een manager inspelen op de verwachte ontwikkeling van de rente.
3. Staatsobligaties versus swap. Men kan ervoor kiezen om de matchingportefeuille als één portefeuille te managen. Er wordt dan op basis van visie op de swapsread actief geschoven tussen staatsobligaties en swaps. Achmea IM biedt deze mogelijkheid via het integraal beheer;
4. Absolute return strategieën. Bij deze vorm van actief beheer wordt de benchmark losgelaten. De doelstelling wordt niet langer het verslaan van de benchmark, maar het streven naar een gemiddeld jaarlijks absoluut rendement. Meestal wordt de rendementsdoelstelling gedefinieerd als het rendement op kasgeld plus een opslag. De hoogte van de opslag is afhankelijk van het risicobudget. Bij dit soort strategieën kan de portefeuillemanager gebruik maken van onder meer landenbeleid, duratiebeleid, valuta-beleid (wel of niet afdekken van valuta), carry trades etc;
5. Buy-and-hold. Bij deze manier van portefeuillebeheer wordt een obligatie in principe tot het einde van de looptijd vastgehouden. Dit is een zeer passieve vorm van beleggen, maar versus een benchmark is het wel een vorm van actief beheer. Bij liquide (euro)staatsobligaties komt deze vorm van beheer niet zo vaak voor.

Verwachtingen: lage rente duidt op laag verwacht rendement

De historisch lage nominale en reële rente duiden op lage toekomstige rendementen, ongeacht het scenario. Door de lage startrente (0,7% voor de 75/25 benchmark) zijn rendementen zoals we die in de afgelopen 10 jaar hebben gezien, bijna niet meer mogelijk:

- In een scenario waarin de rente rond de huidige niveaus blijft hangen, zal ook het totaalrendement voor langere tijd op absoluut lage niveaus blijven liggen. De rente-inkomsten en het roll-rendement (het rendement dat ontstaat de steilheid van de rentetermijnstructuur) bepalen dan het rendement op staatsobligaties;
- In het Reflatiescenario, waarin de economie herstelt en de inflatie terugkeert naar de inflatiedoelstelling, stijgt de rente richting onze middellange termijn en lange termijn verwachte evenwichtsniveaus. Dit gaat gepaard met kapitaalverliezen op staatsobligaties. Deze verliezen worden op de langere termijn gecompenseerd door de oplopende rente-inkomsten en het roll-rendement. Het verwachte absolute lange termijn totaalrendement blijft met circa 1% historisch gezien echter erg laag (zie Tabel 4). Wel verbetert het lange termijn rendementspotentieel naarmate de nominale en reële rentes oplopen;
- In het Stagflatiescenario, waarin de economie geraakt wordt door een inflatieschok, zal een hoger dan verwachte inflatie resulteren in een sterke rentestijging waardoor staatsobligaties forse verliezen laten zien;
- Alleen in het deflatie- of stagnatiescenario waarin zowel de economische groei als de inflatie wegzakken, daalt de rente naar een nieuw historisch laagterecord. Dan zijn op korte termijn nog wel behoorlijke

rendementen mogelijk. Het absolute totaalrendement zal echter ook hier laag zijn. Zeker bij negatieve renteniveaus worden de kapitaalwinsten op termijn 'opgegeten' door de negatieve rente-inkomsten.

Op lange termijn beweegt de kapitaalmarktrente mee met de nominale economische groei. Op basis van deze relatie wordt een langetermijnevenwichtsniveau bepaald voor de Duitse rente. Daar kan ook een langetermijnevenwichtsniveau voor de 30-jaarsswaprente van worden afgeleid. De swaprente is relevant voor institutionele beleggers omdat de verplichtingen met deze rentecurve worden verdisconteerd. Eigenlijk is de swapcurve de benchmark voor alle beleggers met rentegevoelige verplichtingen. De evenwichtsrente ligt fors hoger dan de huidige niveaus. Zo verwachten wij op basis van de potentiële economische groei, inflatiedoelstelling van de ECB en swapspreed dat het evenwichtsniveau voor de 30-jaarsswaprente op lange termijn rond de 4% schommelt. Toch zal de rentestijging de komende jaren naar verwachting gematigd blijven. Cyclische en seculaire factoren hebben een drukkend effect op de rente waardoor het verwachte middellangetermijnevenwichtsniveau voor de 30-jaarsswaprente iets boven de 2% ligt. Met circa 1,2% lag het renteniveau daar ultimo december 2016 nog duidelijk onder.

Tabel 4 Gemiddeld jaarlijks verwacht rendement voor de komende 15 jaar (per ultimo december 2016)

	Income return	Capital return	Roll return	Total return
Duitsland	1,7%	-1,6%	0,4%	0,4%
Kernlanden eurozone	1,9%	-1,5%	0,4%	0,8%
Niet-Kernlanden eurozone	2,8%	-1,5%	0,4%	1,7%
75/25 Benchmark	2,1%	-1,5%	0,4%	1,0%

Bron: Achmea IM

Conclusies en adviezen

We sluiten af met het kort benoemen van de belangrijkste conclusies en adviezen.

Rendement- en risicokarakteristieken

- De obligatierisicopremie (excesrendement boven kasgeld) is historisch laag (0,5% tot 1,5%) en varieert sterk door de tijd.
- De rente op staatsobligaties is momenteel historisch laag: dit duidt op lage verwachte rendementen.
- De swaprente, het verschil tussen de swaprente en de Duitse rente, is gemiddeld genomen positief. Met andere woorden: de rente op risicovrije staatsobligaties is lager dan de swaprente.
- Staatsobligaties zijn niet zonder risico. De belangrijkste risico's zijn:
 - o Wanbetaling, al is dat bij kredietwaardige staatsobligaties een staartrisiko;
 - o Renterisiko (volatiliteit in marktwaarde) en inflatie op asset only niveau;
 - o Mismatchrisico (verschil swaprente en staatsobligatierente) en inflatie op matching niveau.

Portefeuillerol

- Staatsobligaties zijn een interessante beleggingscategorie. Vooral door:
 - o de directe en stabiele negatieve relatie met veranderingen in de risicovrije rente;
 - o de negatieve relatie met de economische groei. Staatsobligaties met een hoge kredietwaardigheid zijn één van de weinige beleggingscategorieën die een over dergelijke negatieve correlatie met de conjunctuurcyclus beschikken. Het rendement op staatsobligaties is hierdoor gemiddeld genomen nauwelijks gecorreleerd met aandelenrendementen;
 - o Functie als *safe haven* in tijden van onrust.
- De twee belangrijkste rollen waarvoor staatsobligaties binnen een institutionele portefeuille kunnen worden opgesteld zijn:
 - o Het afdekken van het renterisiko van de verplichtingen (matching rol);
 - o Diversificatie binnen de portefeuille en *safe haven* rol (diversificatierol).
- Daarnaast spelen staatsobligaties een belangrijke operationele rol bij de renteafdekking als onderpand en als bron van kasgeld;
- Vanwege het *bums problem* is een schuldgewogen staatsobligatiebenchmark niet optimaal, deze sluit niet aan bij de beoogde portefeuillerol(len) van staatsobligaties. We werken daarom met bbp-gewogen benchmarks;
- Door de zeer lage rente is de historisch belangrijke rol van bron van stabiele inkomsten deels weggevallen.

Euro-staatsobligaties

- Gezien het feit dat de risico's voor de eurozone nog niet zijn geweken, adviseren wij om binnen het universum van kredietwaardige euro-staatsobligaties de splitsing tussen veilige Kernlanden en Niet-kernlanden te handhaven:
 - o Kernlanden zijn: Duitsland, Frankrijk en Nederland;
 - o Niet-kernlanden: alle overige kredietwaardige eurolanden.
- Op basis van de matching en diversificatie rol adviseren wij:
 - o De generieke benchmark op te bouwen uit de bouwstenen Kernlanden en Niet-kernlanden;
 - o Kernlanden krijgen in de generieke benchmark een gewicht van 75%
 - o Niet-kernlanden krijgen in de generieke benchmark een gewicht van 25%
- De gewichten van 75% Kernlanden en 25% Niet-kernlanden sluiten aan bij het scenario "instabiel evenwicht": de eurozone blijft bestaan maar er komt voorlopig geen definitieve oplossing voor de onderliggende problemen. Het gevaar van uitlopende risico-opslagen blijft dus aanwezig.

Verlengen benchmark (10+)

- Het verlengen van de benchmark (toevoegen 10+ staatsobligaties) is vanuit diversificatie (*asset only*) en matching benadering niet interessant.
 - o Rendement- en risicoprofiel van langlopende staatsobligaties is matig vergeleken met dat van de korter lopende staatsobligaties;
 - o Renteswaps zijn een effectiever, efficiënter en flexibeler instrument voor de rente-afdekking.
- Voor klantspecifieke wensen staat wel de bouwsteen Kernlanden 10+ opgesteld. Deze bouwsteen maakt geen onderdeel uit van het generiek beleid.

Global versus euro

- De keuze tussen wereldwijde staatsobligaties en euro-staatsobligaties hangt af van de beoogde portefeuillerol:
 - o Pure Matching: Hedge-effectiviteit en beheersen van mismatchrisico zijn de dominante doelen.

Generieke invulling: Kernlanden
 - o Gespreide Matching: In deze rol zijn de hedge-effectiviteit en het mismatchrisico nog steeds de dominante factoren. Concentratierisico en rendement zijn echter belangrijke randvoorwaarden.

Generieke invulling: 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark
 - o *Safe haven*: In de rol van safe haven is matching van ondergeschikt belang. Staatsobligaties hebben hier de rol van portefeuillediversificatie en *safe haven* in tijden van onrust.

Generieke invulling: 75/25 euro-staatsobligatiebenchmark

Of

Majors (valutarisico afgedekt)
 - o Optimale Sharpe: De laatste rol is die van optimale Sharpe ratio. Dit kan gezien worden als een pure *asset only* benadering waarbij matching niet relevant is. Voor deze rol komen in principe alle kredietwaardige staatsobligaties in aanmerking.

Generieke invulling: Global Treasury Index (valuta-afdekking naar keuze)
- Bloomberg Barclays is de generieke aanbieder van de staatsobligatie-indices.

ESG

- Ook bij staatsobligaties is het toepassen van ESG-criteria mogelijk, wel zijn de mogelijkheden vergeleken met bijvoorbeeld aandelen wat beperkter.

Actief Beheer

- Binnen staatsobligaties zijn veel vormen van actief beheer mogelijk. De doelen variëren van het behalen van meer rendement, het beheersen van risico's tot het verbeteren van de rente-afdekking;
- Door het *bums problem*, inefficiënties in obligatie-indices, grote dynamiek bij het passief volgen en de mismatch tussen portefeuillerol en benchmark, adviseren wij een staatsobligatiebenchmark actief te beheren.

Verwachtingen

- Gegeven de zeer lage aanvangsrendementen is het verwachte rendement voor staatsobligaties op zowel de korte als lange termijn historisch laag. Het verwachte totaalrendement op een 15-jaars horizon ligt voor de 75/25 Benchmark op ongeveer 1,0%;
- Het lange termijn evenwichtsniveau voor de 30-jaars euro-swaprente bedraagt 4%. Dit is gebaseerd op de schatting voor de potentiële groei (1,25%), de verwachte inflatie (2,0%) en een opslag (term spread en swappspread van 0,75%);
- Door een combinatie van factoren ligt het middellangetermijnevenwicht voor de 30-jaarsswaprente met 2% een stuk lager.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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.

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.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander

Boilerplate

www.achmeainvestmentmanagement.nl

achmea 

Achmea Investment Management