

KWARTAALUPDATE

# LDI/Staatsobligaties

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Stijgende rentes op obligatiemarkten
- Duitsland en Frankrijk kwakkel
- Inflatie weer wat opgelopen

### Vooruitzichten

- Politieke onrust in Duitsland. Wat brengt Trump?
- Renteverlagingen in het verschiet
- Hoge spreads voor landen met een groot overheidstekort

## AUTEURS



Rob Dekker,  
Senior Portfolio Manager  
Fixed Income



Dimitar Serkyov,  
Portfolio Manager  
Fixed Income



## THEMA

### Duitse economie op een keerpunt: wat betekenen de verkiezingen voor de obligatiemarkten?

De Europese motor draait op steeds lagere toeren en komt in Duitsland zelfs tot stilstand. Het wordt daarom hoog tijd voor een groot onderhoud. Na de verkiezingen op 23 februari gaat de nieuwe Duitse overheid een poging doen om de groei te stimuleren en de economie te hervormen. De vraag is of dat gaat lukken, op wat voor termijn en wat de implicaties zijn voor de obligatiemarkten. Toegenomen schulduitgifte kan de volatiliteit en risicopremies op de obligatiemarkten verhogen, ondanks de status van Duitsland als veilige haven.

[Lees meer op pagina 3 →](#)

# Marktbeeld

## Stijgende rentes op obligatiemarkten

In het vierde kwartaal steeg de rente op de obligatiemarkten na de sterke daling in het vorige kwartaal. Inflatie in Europa steeg weer boven de 2% en er was veel onzekerheid rondom de Amerikaanse verkiezingen. Zowel de ECB als de Fed verlaagde de rente, maar de Fed ziet nu minder renteverlagingen dan eerder werd gedacht. De Duitse 10-jaars rente sloot per saldo het kwartaal 0,24% hoger op een niveau van 2,37%.

Mede door de renteverlagingen van de ECB lieten kortlopende rentes een minder grote stijging zien waardoor de rentecurve tussen 2-jaars en 10-jaars een verdere versteiling liet zien. Het verschil tussen de 10-jaars en 30-jaars rente daalde juist in het vierde kwartaal.

## Duitsland en Frankrijk kwakkelan

De Europese economie is na de zomer verder afgezwakt en ook in het vierde kwartaal was er weinig herstel in de economische data. De productiesector staat onder druk, vooral door de kwakkelende Duitse industrie. Zie ook het thema-artikel hier over. Daarnaast heeft de Franse economie last van de politieke onrust. Zo hield de regering van premier Barnier het slechts 3 maanden vol en moest President Macron in december nog op zoek naar een nieuwe premier.

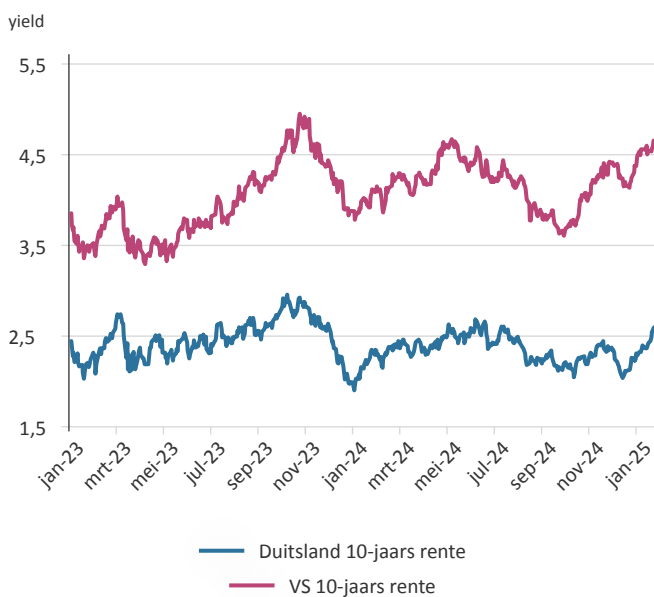
De renteversillen tussen Duitsland en de overige landen daalden in het vierde kwartaal, behalve in Frankrijk en ook België. Het renteversil tussen Italië en Duitsland daalde in december zelfs richting de 1% maar sloot uiteindelijk op 1,15%. Dit was 0,17% lager dan eind september. Het renteversil van Frankrijk met Duitsland was in het derde kwartaal al flink gestegen en liep dit kwartaal nog enkele basispunten verder omhoog naar 0,82%.

De Amerikaanse economie daarentegen blijft redelijk goed presteren terwijl inflatie in het vierde kwartaal geen verdere daling liet zien. De Fed verlaagde wel de rente in oktober en december naar 4,5% maar het aantal verwachte renteverlagingen voor 2025 nam af. De Amerikaanse 10-jaars rente steeg gedurende het kwartaal met 0.79% naar een niveau van 4.57%.

## Inflatie weer wat opgelopen

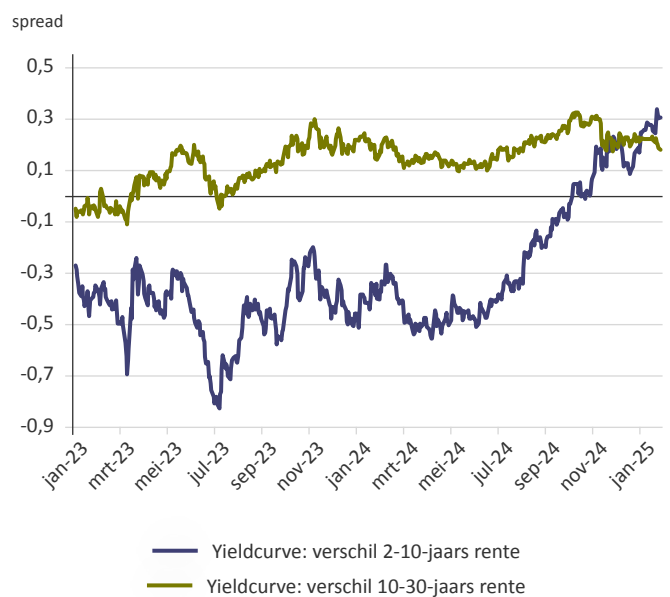
Inflatie steeg van 1,7% tot boven de 2%, vooral gedreven door tijdelijke factoren. De ECB verlaagde de rente dan ook met 2 stappen van 0.25% naar 3%. ECB president Lagarde gaf aan dat de 2% inflatie doelstelling in zicht is, al blijft inflatie in de dienstensector nog steeds rond de 4% liggen.

Figuur 1: Ontwikkeling 10-jaars rente Duitsland en USA



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkeling Yield curve



Bron: Bloomberg, Achmea IM

## Vooruitzichten

### Politieke onrust in Duitsland. Wat brengt Trump?

De economische groei in Europa is afgezwakt. Duitsland balanceert op het randje van een recessie. In combinatie met een zwakke groei in China en een geleidelijk afkoelende economie in de Verenigde Staten blijven de vooruitzichten voor Europa matig.

De kans dat Europa in een diepe recessie terecht komt lijkt echter nog beperkt gezien de sterke arbeidsmarkt, hoge spaarquote en positieve reële lonen. De risico's zijn wel toegenomen met de politieke onrust in Frankrijk en verkiezingen in Duitsland. Daarnaast is het afwachten hoeveel impact het beleid van Trump gaat hebben op de Europese economie.

### Renteverlagingen in het verschiet

De ECB zal de rente in 2025 verder verlagen richting de 2%. Wij verwachten dat inflatie na januari weer terug zal zakken

naar 2% of lager. Ook kerninflatie zal verder dalen aangezien de jaarlijkse prijsverhogingen in 2025 lager zullen zijn dan in 2024 en loonsverhogingen afnemen. Als de economische groei blijft tegenvallen zal de ECB de rente richting de 1,5% kunnen gaan verlagen.

### Hoge spreads voor landen met een groot overheidstekort

Een matige groei, lage inflatie en renteverlagingen blijven wijzen op een verdere versteiling van de rentecurve en zijn positief voor landenspreads. De Europese landen hebben in 2025 iets minder financiering nodig dan in 2024, maar aangezien de ECB vanaf januari helemaal geen obligaties meer koopt, zal de netto uitgifte toch weer zeer hoog zijn. Dit kan vooral de spread van landen met een groot overheidstekort hoog houden.

## THEMA

# Duitse economie op een keerpunt: wat betekenen de verkiezingen voor de obligatiemarkten?

De Europese motor draait op steeds lagere toeren en komt in Duitsland zelfs tot stilstand. Het wordt daarom hoog tijd voor een groot onderhoud. Na de verkiezingen op 23 februari gaat de nieuwe Duitse overheid een poging doen om de groei te stimuleren en de economie te hervormen. De vraag is of dat gaat lukken, op wat voor termijn en wat de implicaties zijn voor de obligatiemarkten. Gaat de Duitsland ook richting hogere schulden en gaan de rentes verder stijgen?

In het kort:

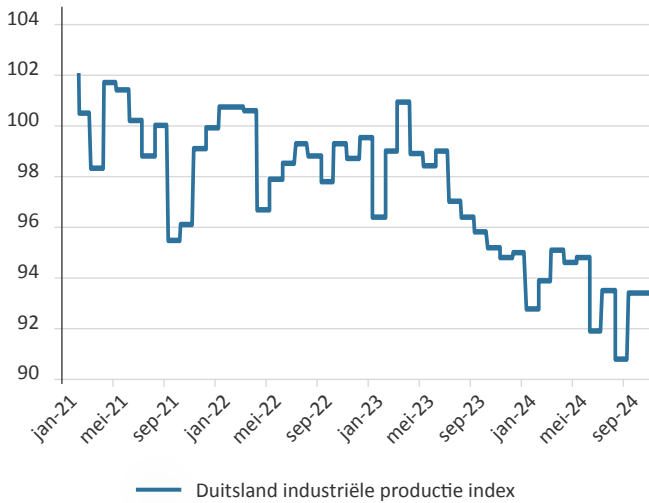
- **Structurele problemen:** de Duitse economie kampt met aanzienlijke structurele problemen, zoals verminderde industriële productie, verlies aan concurrentiepositie en toegenomen faillissementen.
- **Verkiezingen en fiscaal beleid:** de komende verkiezingen kunnen leiden tot veranderingen in het fiscale beleid, maar politieke uitdagingen kunnen grote hervormingen bemoeilijken.
- **Invloed op obligatiemarkten:** toegenomen schulduitgifte kan de volatiliteit en risicopremies op de obligatiemarkten verhogen, ondanks de status van Duitsland als veilige haven.

### Structurele problemen

De problemen waarmee de Duitse economie wordt geconfronteerd zijn vooral structureel en vereisen strategische beslissingen de komende jaren. Decennialang leek de Duitse economie een voorbeeld te zijn van innovatie, efficiëntie en ondernemerschap.



Figuur 3: Duitsland industriële productie index



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Dit beeld is de laatste paar jaren flink gedraaid. Zo is de economie nog ongeveer even groot als in 2019, is de industriële productie 13% lager, zijn de faillissementen een kwart hoger dan afgelopen jaar, en zijn bedrijven als Volkswagen van plan om hun productiecapaciteit in Duitsland in te krimpen. Een combinatie van de coronacrisis, energiecrisis en de oorlog in Oekraïne heeft heel snel alle zwakke punten van de economie blootgelegd. De laatste tegenslag voor de Duitse economie is de overwinning van Trump, die hoogstwaarschijnlijk importheffingen op Duitsland gaat invoeren vanwege het hoge handelstekort van de VS met Duitsland. De Duitse regering viel enkele uren na de overwinning van Trump.

**Veranderende factoren**

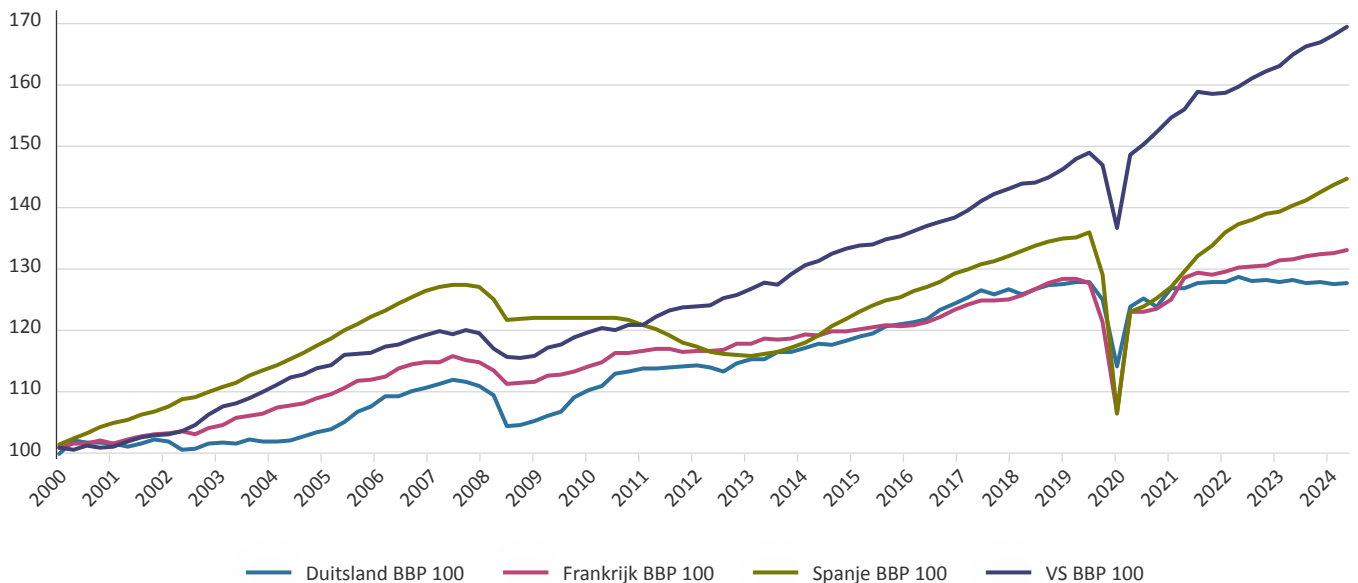
Het succes van de Duitse economie tijdens de periode van Bondskanselier Merkel (CDU/CSU) leunde zwaar op een aantal factoren die niet meer gelden en daardoor is een nieuw businessmodel nodig om de economie weer competitief te maken. De economie was afhankelijk van goedkope energie uit Rusland, terwijl het land met de groene energietransitie bezig was. De transitie gaat nog jaren duren en zonder goedkoop gas zijn de meest energie-intensieve industrieën zoals de basismetaal- en chemische industrie nog zwaarder geraakt dan de overige productiesectoren.

De tweede pijler was China, tot voor kort een grote afzetmarkt voor de Duitse industrie. Duitsland exporteerde naar China grote hoeveelheden machines voor de fabrieken, statusauto's voor de rijken, merkkleding enzovoort. Met de opmars van de elektrische auto's is China in plaats van een afzetmarkt een concurrent van Duitsland geworden. Daarnaast staat ook in China de groei onder druk waardoor de vraag afneemt.

Een andere significante uitdaging voor Duitsland is de defensie. Tot voor kort kon Duitsland rekenen op de VS en hoefde het weinig in de eigen defensie te investeren. Met de vergrote bedreiging voor de veiligheid in Europa en de eisen van Trump om mogelijk zelfs 5% aan defensie te besteden, is de uitdaging voor de Duitse overheidsfinanciën groot.

De laatste belangrijke factor die voor sterkere groei in Duitsland zorgde, was de migratie vanuit Oost-Europa naar Duitsland na de uitbreiding van de Europese Unie. De toestroom van migranten zorgde voor relatief lage arbeidskosten en verminderde de

Figuur 4: Bruto Binnenlands Product



Bron: Bloomberg, Achmea IM

effecten van de vergrijzing. De welvaart in de meeste Oost-Europese landen is sindsdien sterk gegroeid en minder mensen trekken naar Duitsland. Naast alle externe factoren kampt Duitsland met genoeg interne uitdagingen waaronder een verouderde infrastructuur, veel bureaucratie, vergrijzing en de beruchte schuldenrem; een zeer strenge, zelf opgelegde restrictie op overheidstekorten.

#### Verkiezingsuitslag en schuldenrem

De vervroegde Duitse verkiezingen zijn een kans om de economie weer op de rails te krijgen. Duitsland heeft de laagste schuld ten opzichte van het BBP (64%) van de grote Europese landen en daardoor genoeg fiscale ruimte. In combinatie met de lagere rente kan nieuwe fiscale stimulus en beleid de bedrijfsinvesteringen weer aanwakkeren.

De eerste uitdaging voor de nieuwe regering is de al genoemde schuldenrem. Die beperkt het cyclische overheidstekort tot maar 0,35% van het BBP. Een volledige opheffing van de regel lijkt niet te verwachten op dit moment. Een mogelijke aanpassing van de regel kan zorgen voor € 20 miljard (~0,5% BBP) extra schuld die voor investeringen kan worden gebruikt. Ten tweede kan het cyclische deel van de regel aangepast worden als de economie minder goed presteert, zonder beperkingen op hoe het geld besteed wordt. Een derde optie is meer ruimte als de schuld laag is en minder ruimte als de schuld boven een bepaald percentage van het BBP komt. De laatste mogelijkheid is het tijdelijk opheffen van de regel, net als tijdens de coronacrisis. Dit tijdelijk opheffen van de regel kan tot € 40 mld. (~1% BBP) per jaar extra fiscale ruimte vrijmaken voor één jaar.

De discussie over de schuldenrem wordt echter bemoeilijkt door de politieke situatie. Er wordt verwacht dat de CDU/CSU met 31% de grootste partij zal worden met Friedrich Merz als kandidaat-Bondskanselier. Hij lijkt een voorstander van een aanpassing van de schuldenrem om zo € 20 miljard extra vrij te maken. De AfD staat op de tweede plek (20%), net voor de partij van Scholz (SPD17%). Daarna volgen Die Grünen (11%), BSW (8%) en FDP (4%) net onder de 5% verkiezingsdrempel. Een sterkere uitslag van AfD zal het proces van coalitievorming bemoeilijken, ervan uitgaande dat het cordon sanitaire rond de AfD standhoudt. De verwachting is dat CDU/CSU en SPD samen gaan regeren, maar in het geval dat ze geen meerderheid behalen kunnen Die Grünen de doorslag geven. Bovendien zullen de formatiegesprekken naar verwachting langer duren. Dit betekent dat Duitsland zonder leiderschap blijft op een moment dat Trump van plan is om importheffingen op Europese producten op te leggen, of met de leiders van Europa wil onderhandelen over de handels- en defensierelaties tussen Europa en de VS.



*Friedrich Merz, kandidaat-Bondskanselier*

#### Implicaties voor de obligatiemarkten

Wij verwachten dat de waarschijnlijke nieuwe regering onder de leiding van Bondskanselier Merz (CDU/CSU) een lossere fiscaal beleid gaat voeren dan de vorige regering. Gezien de grote meningsverschillen met SPD gaat de regering echter geen grote hervormingen implementeren. Als we puur naar de tijdslijn kijken, is er niet genoeg tijd om hervormingen door te voeren om de groei van 2025 veel te beïnvloeden. De groei voor 2026 kan wel 0,2-0,5% hoger uitkomen, afhankelijk van de grootte van aanpassing van de schuldenrem.

De langere termijn groei in Duitsland blijft structureel onder druk staan vanwege het tekort aan werknemers en vergrijzing. Op het gebied van Europese integratie is CDU/CSU conservatiever dan SPD, zoals op het gebied van immigratie, uitkeringen en pensioenleeftijd. De twee partijen moeten dus compromissen zoeken waardoor de impact van de hervormingen afneemt.

De potentiële extra € 20-40 miljard Duitse schuld die geleend moet worden, komt boven op een netto supply van ongeveer € 130- 140 mld. voor 2025. Dit bedrag is veel hoger dan de afgelopen jaren, ook omdat de ECB geen obligatie-aankopen meer doet. Met de recent gestegen rente is de mogelijke extra uitgifte van Duitsland in onze optiek voldoende verdisconteerd in de markt. De toegenomen schulduitgifte kan wel de volatiliteit en risicopremies op de obligatiemarkten verhogen. Ondanks alle problemen in Duitsland verwachten wij derhalve dat Duitsland voorlopig nog steeds blijft profiteren van de zogenaamde veilige haven status.

**Voor meer informatie:****[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)**

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

**[Achmea IM op youtube](#)**

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

**[Achmea IM op LinkedIn](#)**

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.

**[www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)**

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto:achmeaim@achmea.nl)

**Contact:**

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.  
Of met Mark Bakker, Business Development Director,  
[Mark.Bakker@achmea.nl](mailto:Mark.Bakker@achmea.nl), +31 6 101 851 94.

**Disclaimer**

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze 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 (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.