

KWARTAALUPDATE

# LDI/Staatsobligaties

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- ECB en Fed verlagen de rente
- Inflatie sinds lange tijd onder de 2%
- Een versteilde rentecurve
- Herstel van markten na hoge volatiliteit

### Vooruitzichten

- Vooruitzichten voor Europa matig
- Meer renteverlagingen verwacht; in 2025 mogelijk 5 keer 0,25%
- Economische vooruitzichten, lage inflatie en meer renteverlagingen wijzen op een verdere versteiling van de rentecurve en zijn positief voor landenspreads

## AUTEURS



Lucas Bouwhuis,  
Senior Portfolio Manager  
Fixed Income



Rob Dekker,  
Senior Portfolio Manager  
Fixed Income

## THEMA

# Amerikaanse verkiezingen 2024: drie scenario's en hun impact op de markten

De Amerikaanse presidentsverkiezingen van 2024 laten een groot politiek contrast zien tussen de kandidaten. De Republikeinse kandidaat (Trump) stelt voor om de Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) van 2017 te verlengen, agressieve importtarieven in te voeren (60% op Chinese goederen en 10% op andere importen), het immigratiebeleid aan te scherpen en aanzienlijke deregulering na te streven, met name in de energie- en banksector. De Democratische kandidaat (Harris) pleit daarentegen voor extra belastingen voor hoge inkomens en bedrijven, het uitbreiden van kinderbijslag en belastingvoordelen voor ziektekostenverzekeringen, het voortzetten van een gerichte aanpak van importtarieven, het aanpakken van de grondoorzaken van migratie en meer regelgeving in sectoren zoals huisvesting en gezondheidszorg.

Deze uiteenlopende benaderingen vormen het toneel voor drie mogelijke uitkomstscenario's, elk met verschillende beleidsmatige implicaties en markteffecten.

[Lees meer op pagina 3 →](#)

# Marktbeeld

In het derde kwartaal lieten de Europese staatsobligaties positieve rendementen zien. Een afzwakkende groei en lagere inflatiedata leidden tot een daling van de rente. De ECB verlaagde de rente opnieuw en ook de Fed heeft de eerste renteverlaging doorgevoerd. De Duitse 10-jaars rente sloot per saldo het kwartaal 0,38% lager op een niveau van 2,12%.

### Tegenvallende economische cijfers

De economische data in Europa liet in het derde kwartaal tegenvallende cijfers zien. De inkoopmanagers index daalde weer onder de 50, wat wijst op een krimp van de economie. Vooral de Duitse productiesector staat onder druk, mede door de economische afzwakking in China en de relatief hoge energieprijzen. De Franse economie kende een opleving door de Olympische spelen maar viel in september sterk terug.

Inflatie daalde in het derde kwartaal van 2,5% naar 1,8% en kwam daarmee voor het eerst sinds 2021 weer uit onder de 2% doelstelling van de ECB. Kerninflatie daalde van 2,9% naar 2,7%. De ECB verlaagde de rente in september met 0,25% naar 3,50%, waarbij ECB president Lagarde hintte op een verdere verlaging in december. Echter, door de tegenvallende data in september en ook de 0,50% renteverlaging van de Fed heeft de markt inmiddels een extra verlaging van 0,25% in oktober ingeprijsd.

De politieke onrust in Frankrijk leidde eind tweede kwartaal tot een sterke stijging van de renteversillen tussen Duitsland en de overige landen. In het begin van het derde kwartaal herstelde

de markt, al waren de verschillen tussen de landen vrij groot. Zo daalde het renteversil tussen Italië en Duitsland met 0,24% terwijl Frankrijk nagenoeg onveranderd bleef.

De volatiliteit op de markten bereikte begin augustus een niveau dat voor het laatst tijdens de covidcrisis werd gezien. De aanleidingen voor deze extreem hoge volatiliteit waren de slechte arbeidsmarkt cijfers vanuit de VS en de renteverhoging van Bank of Japan die gevolgd werd door een forse daling van de Japanse aandelen. De onrust duurde enkele dagen en de markt herstelde snel toen het bleek dat de economische data slechts een beperkte afzwakking liet zien.

### Rentecurve versteild

Een andere belangrijke ontwikkeling in de obligatiemarkt was het versteilen van de rentecurve door de renteverlagingen van de ECB. Zo daalde de 2-jaars met 0,75% naar 2,08% en daarmee kwam de 2-jaars rente voor het eerst sinds 2022 weer onder de 10-jaars rente te liggen. Ook het renteversil tussen de 10- en 30-jaars rente steeg verder in het derde kwartaal.

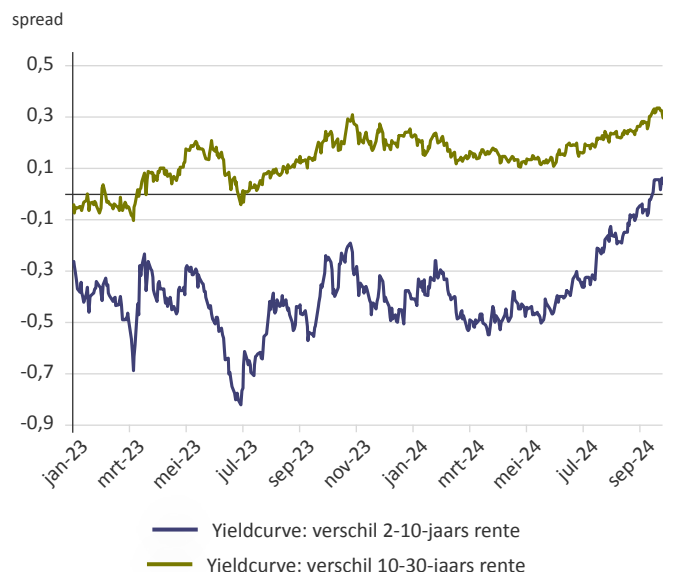
De geleidelijk afzwakkende arbeidsmarkt in de Verenigde Staten was voor de Fed voldoende om meteen de rente met 0,50% te verlagen in plaats van de eerder verwachte 0,25%. In de persconferentie gaf Powell wel aan dat stappen van 0,50% niet de nieuwe snelheid is en de Fed geen haast heeft met renteverlagingen. De Amerikaanse 10-jaars daalde gedurende het kwartaal met 0,62% naar een niveau van 3,78%.

**Figuur 1: Ontwikkeling 10-jaars rente Duitsland en USA (januari 2023 – september 2024)**



Bron: Bloomberg

**Figuur 2: Ontwikkeling yield curve**



Bron: Bloomberg

## Vooruitzichten

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 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.

Met de dalende inflatie en de lage groei heeft de ECB alle redenen om de rente verder te verlagen, wat op termijn de groei kan helpen. Naast een renteverlaging in oktober en december worden voor 2025 nog bijna 5 extra verlagingen van 0,25% verwacht. Daarnaast blijft de arbeidsmarkt sterk en de koopkracht van consumenten op peil door de hogere reële lonen.

Op fiscaal gebied zullen landen als Frankrijk moeten bezuinigen om het overheidstekort terug te dringen. Andere landen en ook de Europese Unie hebben nog wel ruimte om de economie te stimuleren, vooral op het gebied van de energietransitie en defensie.

Een matige groei, lage inflatie en renteverlagingen blijven wijzen op een verdere versteiling van de rentecurve en zijn positief voor landenspreads.

### THEMA

## Amerikaanse Verkiezingen 2024: drie scenario's en hun impact op de markten

De Amerikaanse presidentsverkiezingen van 2024 laten een groot politiek contrast zien tussen de kandidaten. De Republikeinse kandidaat (Trump) stelt voor om de Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) van 2017 te verlengen, agressieve importtarieven in te voeren (60% op Chinese goederen en 10% op andere importen), het immigratiebeleid aan te scherpen en aanzienlijke deregulering na te streven, met name in de energie- en banksector.

De Democratische kandidaat (Harris) pleit daarentegen voor extra belastingen voor hoge inkomens en bedrijven, het uitbreiden van kinderbijslag en belastingvoordelen voor ziektekostenverzekeringen, het voortzetten van een gerichte aanpak van importtarieven, het aanpakken van de grondoorzaken van migratie en meer regelgeving in sectoren zoals huisvesting en gezondheidszorg.

Deze uiteenlopende benaderingen vormen het toneel voor drie mogelijke uitkomstscenario's, elk met verschillende beleidsmatige implicaties en markteffecten. Een vierde scenario (een volledig Democratische overwinning, dus zowel presidentieel als in beide kamers van het Congres) is op dit moment onwaarschijnlijk en we beschouwen het hier niet in omwille van de beknoptheid.

### SCENARIO 1:

#### Republikeinse overwinning

#### (Presidentschap en beide Kamers van het Congres)

In dit scenario zullen we waarschijnlijk de meest dramatische beleidswijzigingen zien. Het fiscale beleid wordt gekenmerkt door een verlenging van de Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) uit 2017 en verdere verlagingen van de bedrijfsbelasting. Dit zou kunnen

leiden tot een aanzienlijke toename van het begrotingstekort, mogelijk \$ 3-4 triljoen in een periode van tien jaar; een toch al verontrustende ontwikkeling zou nog veel erger worden.

Het handelsbeleid zal in dit scenario agressief worden, met de mogelijke invoering van een importtarief van 60% op Chinese goederen en een universeel tarief van 10% op andere wereldwijde importen. In eerste instantie zou dit kunnen leiden tot een periode van inflatie (hoewel dit niet het geval was in de handelsoorlog van 2018-2019), maar op de langere termijn betwijfelen we of het erg inflatoir zal zijn. Handelsoorlogen blijven zelden onbeantwoord en deze protectionistische houding kan vergeldingsmaatregelen van handelspartners veroorzaken, wat mogelijk de wereldwijde toeleveringsketens en de wereldwijde groei zou kunnen verstoren.

Het immigratiebeleid wordt aanzienlijk aangescherpt, met strengere grenscontroles, beperkingen op legale immigratie en meer deportaties. Aangezien immigratie heel positief is voor groei en het begrotingstekort vermindert, zal dit negatieve gevolgen hebben. Het zou wel eens kunnen leiden tot een tekort aan arbeidskrachten in bepaalde sectoren, met name de landbouw en de bouw.

In dit scenario zien we aanzienlijke deregulering opkomen, met name in de energie- en banksector. Ook wordt milieubescherming teruggedraaid en financiële instellingen zouden een versoepeling van de regelgeving van na de crisis van 2008 tegemoet kunnen zien. Het systeemrisico neemt hierdoor toe.

**MarktimPLICaties: een aanvankelijk sterkere dollar, maar risico op lagere groei**

De dollar zal waarschijnlijk sterker worden, althans in eerste instantie, vanwege het vooruitzicht van een meer protectionistische houding. Als de handelsspanningen echter aanzienlijk toenemen, kan dit uiteindelijk leiden tot een veel lagere groei en neerwaartse druk op de dollar.

Obligatiemarkten zullen te maken krijgen met tegenstrijdige druk. Enerzijds kunnen de verwachting van hogere tekorten en een initiële inflatieschok rentes verhogen, anderzijds kunnen zorgen over economische groei als gevolg van handelsspanningen neerwaartse druk uitoefenen. Deze twee effecten gebeuren mogelijk niet tegelijkertijd en de impact op rentes kan daarom dus gemakkelijk sequentieel zijn. Wat de rentecurve betreft: deze zal steiler worden als de inflatiedruk toeneemt als gevolg van importtarieven of door krappere arbeidsmarkten vanwege lagere immigratie.

Het vooruitzicht op lagere bedrijfsbelasting in combinatie met minder regelgeving zou als positief voor het bedrijfsleven kunnen worden gezien, waardoor de waardering van risicovolle investeringen in eerste instantie stijgt. Na verloop van tijd zou dit optimisme echter kunnen worden getemperd door zorgen over handelsspanningen en mogelijke economische vertraging.

Het handelsbeleid is waarschijnlijk minder agressief dan bij een Republikeinse overwinning, maar nog steeds protectionistischer dan de status quo. Een president heeft verregaande unilaterale bevoegdheden over het handelsbeleid en de regering zou hard kunnen pushen voor hogere importtarieven, met name tegen China, maar nog steeds weerstand ondervinden van het Congres.

Veranderingen in het immigratiebeleid blijven beperkt, met mogelijke compromissen over grensbeveiligingsmaatregelen, maar weinig beweging in bredere immigratiehervorming.

Het regelgevingsbeleid laat pogingen tot deregulering zien, met name in de energiesector, maar ook dit zal beperkt blijven door het toezicht van het Congres en voorkeuren op staatsniveau. Onderhandelingen over het verhogen van het schuldenplafond worden mogelijk meer omstreden, wat leidt tot marktvolatiliteit rond belangrijke deadlines.

**Markt implicaties scenario 2: Een stabiele dollar, beperkte risico's**

De dollar blijft in scenario 2 relatief stabiel, aangezien dramatische beleidswijzigingen onwaarschijnlijk zijn. De dollar zou echter wel eens onder druk kunnen komen te staan als politieke blokkades worden gezien als een belemmering voor de economische groei, terwijl tegelijkertijd het tekort niet onder controle komt.

Obligatierentes blijven waarschijnlijk binnen bandbreedtes, aangezien dramatische uitgavenstijgingen noch grote belastingverlagingen waarschijnlijk zijn. De Fed zou een duidelijker pad hebben om haar onafhankelijkheid te behouden en zich te richten op haar dubbele mandaat.

Risicovolle markten, zoals kredietsspreads, zijn minder aantrekkelijk dan in vergelijking met een Republikeinse overwinning. De verdeeldheid zou enige stabiliteit kunnen bieden, maar zal ook de mogelijkheid voor bedrijfsbelastingverlagingen beperken. Het aanblijven van strenge bankregulering zou ervoor kunnen zorgen dat swapspreads laag blijven.

**SCENARIO 3:**

**Verdeeld Congres met Democratische president**

Dit scenario resulteert waarschijnlijk in de meest status quo uitkomst, waarbij het moeilijk is om grote beleidsveranderingen door te voeren. Naast enkele makkelijke overwinningen in de TCJA, zou het fiscale beleid gekenmerkt worden door blokkades, met weinig ruimte voor grote nieuwe uitgaveninitiatieven of belastingwijzigingen. De focus komt te liggen op het vinden van "common ground" op het gebied van infrastructuuruitgaven of gerichte belastingkredieten die door beide partijen worden gesteund.

Het handelsbeleid blijft in dit scenario ongewijzigd, met de mogelijkheid van enige verzachting van de spanningen, met name met bondgenoten. Een harde houding ten opzichte van China zal echter waarschijnlijk blijven bestaan vanwege de consensus tussen beide partijen.



**SCENARIO 2: Verdeeld Congres met Republikeinse president**

In dit scenario zullen we waarschijnlijk gematigdere beleidswijzigingen zien door de noodzaak van samenwerking tussen de partijen. Het fiscale beleid omvat mogelijk een gedeeltelijke verlenging van de TCJA in plaats van een volledige verlenging, waarbij de meest populaire elementen worden behouden. Nieuwe uitgaveninitiatieven blijven beperkt in vergelijking met een Republikeinse overwinning, wat resulteert in een meer bescheiden toename van het tekort. Maar het tekort blijft een diepgaand probleem.

Het immigratiebeleid ondergaat minimale veranderingen. De regering voert mogelijk bescheiden hervormingen door. Maar uitgebreide immigratiewetgeving is onwaarschijnlijk in dit scenario.

Het regelgevingsbeleid wordt enigszins aangescherpt, met name op het gebied van huisvesting voor starters en milieubescherming, maar ingrijpende nieuwe regelgeving is nu eenmaal moeilijk te implementeren zonder steun van het Congres.

De regering zou zich meer kunnen richten op initiatieven op het gebied van buitenlands beleid waar de president meer unilaterale autoriteit heeft. Denk aan het versterken van internationale allianties en mogelijk nieuwe multilaterale overeenkomsten.

#### MarktimPLICATIES scenario 3: Beleidsstagnatie en monetaire druk

De relatieve beleidsstagnatie kan leiden tot een grotere focus op onderliggende economische fundamenteën in plaats van op potentiële beleidsveranderingen. De reactie van de Fed is belangrijker dan beleidswijzigingen. Het gebrek aan significante fiscale stimulansen zet meer druk op het monetaire beleid om de economische groei te ondersteunen, wat mogelijk zal leiden tot renteverlagingen. Dit zou dan ook leiden tot lagere obligatierentes.

De dollar zal aanvankelijk wat druk kunnen ondervinden als de politieke blokkades worden gezien als een belemmering voor de groei. Maar stabilisatie ligt voor de hand naarmate er meer zekerheid ontstaat over het beleid.

#### Overkoepelende thema's

In alle scenario's spelen verschillende factoren een cruciale rol bij het bepalen van de marktomstandigheden:

##### 1. Beleid van de Federal Reserve

De reactie van de Fed op het fiscale en handelsbeleid zal van cruciaal belang zijn. In het scenario van de Republikeinse overwinning moet de Fed agressiever zijn om mogelijke inflatiedruk tegen te gaan, vooral omdat de Fed nog steeds zeer gevoelig is voor inflatie. In de scenario's met een verdeelde overheid heeft de Fed mogelijk meer bewegingsvrijheid om zich te richten op zijn dubbele mandaat.

##### 2. Wereldwijde economische omstandigheden

De impact van het Amerikaanse beleid zal worden beïnvloed door de staat van de wereldeconomie. Een gesynchroniseerde wereldwijde vertraging versterkt de effecten van protectionistisch beleid.

##### 3. Geopolitieke risico's

Spanningen met China en andere wereldwijde brandhaarden kunnen de markten beïnvloeden, ongeacht de Amerikaanse beleidskeuzes.

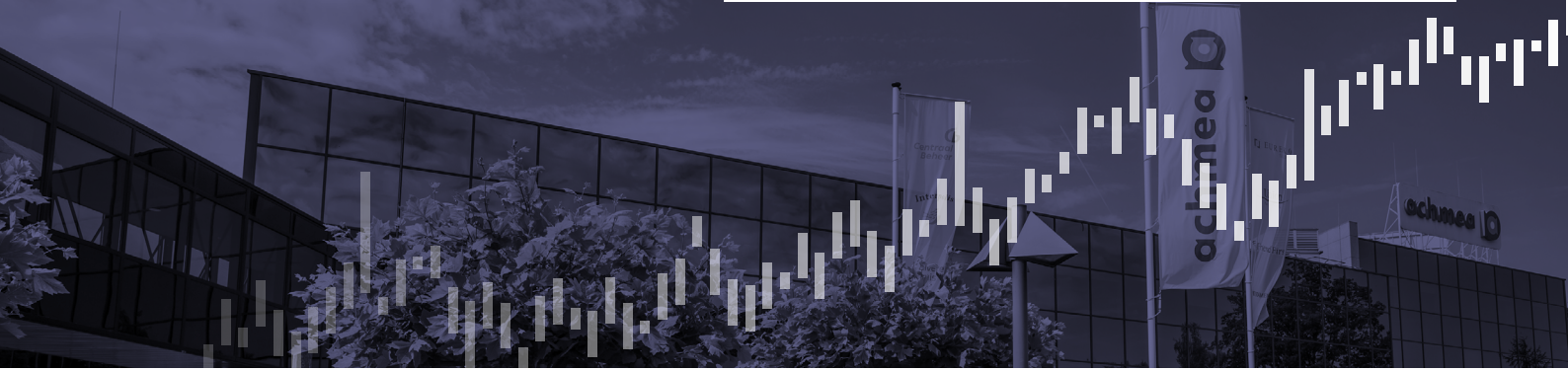
##### 4. Implementatietijdlijnen

Veel beleidsmaatregelen, met name veranderingen in regelgeving en importtarieven, zullen een geleidelijke in plaats van onmiddellijke implementatieperiode hebben. Hoewel de gevolgen voor de economie vanaf dag één misschien niet duidelijk zijn, kan de marktreactie, zodra de richting van de reis duidelijk is, voorafgaan aan de daadwerkelijke implementatie van het beleid.

##### 5. Juridische uitdagingen

Aanzienlijke beleidswijzigingen in elk scenario kunnen worden geconfronteerd met juridische uitdagingen, waardoor de implementatie mogelijk wordt vertraagd of gewijzigd.

Concluderend presenteert de Amerikaanse verkiezing van 2024 een complexe reeks mogelijke uitkomsten, elk met verschillende implicaties voor financiële markten. Hoewel het Republikeinse overwinnings-scenario de meest dramatische beleidswijzigingen en potentiële marktvolatiliteit suggereert, brengen ook de scenario's met een verdeelde regering aanzienlijke onzekerheden met zich mee. Voor meer gedetailleerde informatie over de verschillende beleidskwesties, bekijk de links over [belasting](#), [immigratie](#), [handel](#) en [regelgeving](#). Wij, als investeerders, moeten op de hoogte blijven van politieke ontwikkelingen, flexibel blijven in onze strategieën en ons aanpassen naarmate het beleidslandschap zich evolueert.



#### 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 Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, [Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl](mailto:Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl), +31 6 201 384 74.  
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 weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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 onlenen. 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. 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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [achmeainvestmentmanagement.nl](http://achmeainvestmentmanagement.nl) voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.