

KWARTAALUPDATE

# LDI/Staatsobligaties

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Grote volatiliteit in renteniveaus
- ECB terughoudender dan Fed
- Zorgen in Europa over de economie
- Aankondiging versneld afbouwen van PEPP-aankoopprogramma positief ontvangen

### Vooruitzichten

- Hogere reële lonen ondersteunen consumentenbestedingen
- Inflatie daalt, zes renteverlagingen ingeprijsd
- Onzekerheden resulteren in een versteiling van de rentecurve en oplopende renteversillen tussen Europese landen

## AUTEURS



Rob Dekker,  
Senior Portfolio Manager  
Fixed Income



Jeroen Tange,  
Portfolio Manager  
Fixed Income

## THEMA

# Grieks Euro succes

Toen in 2009 de Griekse socialistiche leider George Papandreou de verkiezingen won, werd er een overheidstekort gepubliceerd van 15,2%. Als gevolg van het dalende vertrouwen van investeerders en downgrades van kredietbeoordelaars liepen de financieringskosten voor Griekenland zo hoog op dat toegang tot de kapitaalmarkten vrijwel onmogelijk was en het land uiteindelijk niet meer in staat was om zijn eigen schulden terug te betalen. Om faillissement van Griekenland te voorkomen werd de Griekse schuld geherstructureerd en werden zware (fiscale) hervormingen doorgevoerd.

Die hervormingen werpen inmiddels hun vruchten af en financiële markten hebben vertrouwen in de weg die Griekenland is ingeslagen. De herstructurering is zodanig dat Griekenland sinds kort weer een investment grade status heeft. Dit leidt ertoe dat Griekenland weer in aanmerking komt bij een veel grotere groep aan investeerders. Begin 2024 komt Griekenland waarschijnlijk met een nieuwe obligatie naar de markt. Dan zal de interesse van de brede markt voor het eerst getest gaan worden.

[Lees meer op pagina 4 →](#)



# Marktbeeld

## Grote volatiliteit in renteniveaus

Het vierde kwartaal liet een grote volatiliteit zien op de vastrentende markten. Initieel stegen de rentes naar de hoogste niveaus in meer dan 10 jaar maar daarna sloten ze het kwartaal af op ongeveer het laagste niveau van het jaar. De Duitse 10-jaars rente eindigde het kwartaal op 2,02%, wat 0,81% lager was dan het kwartaal ervoor. De snelle daling van de rente kwam vooral door lagere inflatiecijfers waarna de centrale banken draaiden van “hogere rentes voor langere periode” naar “mogelijke renteverlagingen in 2024”. De markt heeft snel de nieuwe centrale banken boodschap ingeprijsd en verwacht nu ongeveer 6 renteverlagingen in 2024, waarvan de eerste al in het voorjaar.

## ECB terughoudender dan Fed

Het inflatiecijfer kwam in het vierde kwartaal, voor het eerst sinds 2021, onder de 3% uit. De daling werd vooral gedreven door lagere energieprijzen maar ook de bijdrage van de andere componenten zoals diensten, voedsel en goederen is aan het afnemen. Een daling van de gas en olieprijsen over het kwartaal, ondanks de oorlog in het Midden-Oosten, biedt ook meer ruimte voor de centrale banken om de rente te verlagen. Het grootste risico voor de inflatie zijn volgens de ECB de nog hoge loonstijgingen. Daarom was de ECB meer terughoudend tijdens haar laatste vergadering dan de Fed waar zorgen over snel stijgende lonen op dit moment niet aan de orde zijn.

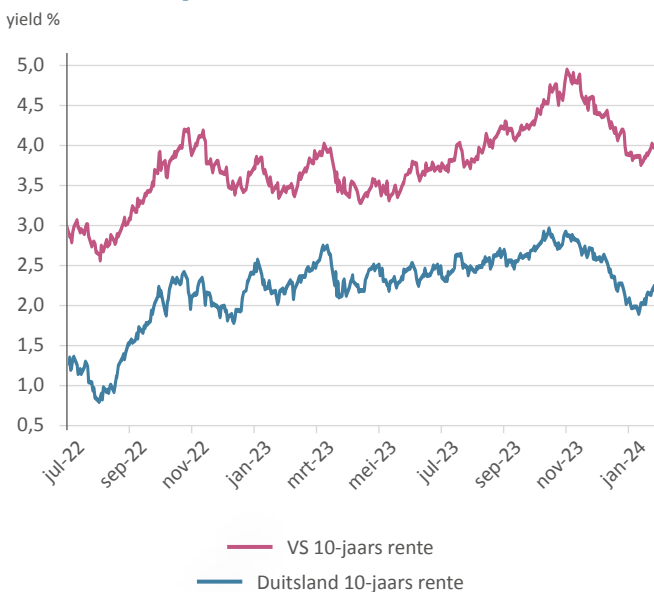
## Zorgen in Europa over de economie

Ook de economische ontwikkelingen binnen Europa zijn minder gunstig dan in de VS. De groei in de Eurozone over het derde kwartaal was inmiddels licht negatief. De industriële productiecijfers van Duitsland en Frankrijk waren veel slechter dan geanticipeerd. Industriële productie in Duitsland was volgens de laatste data ongeveer 7% lager dan voor de covidcrisis. Daarnaast biedt het debacle rondom de Duitse begroting voor 2024 weinig optimisme voor een snel herstel.

Ook de meer vooruitkijkende cijfers zoals de inkoopmanagers-indices zijn bepaald niet positief. Nieuwe orders blijven dalen en bedrijven zien minder vraag. De sombere economische realiteit was ook te zien in de driemaandelijke ECB “Bank Lending Survey”. De vraag naar krediet door bedrijven en consumenten blijft zwak en bankeisen naar kredietnemers zijn strenger geworden.

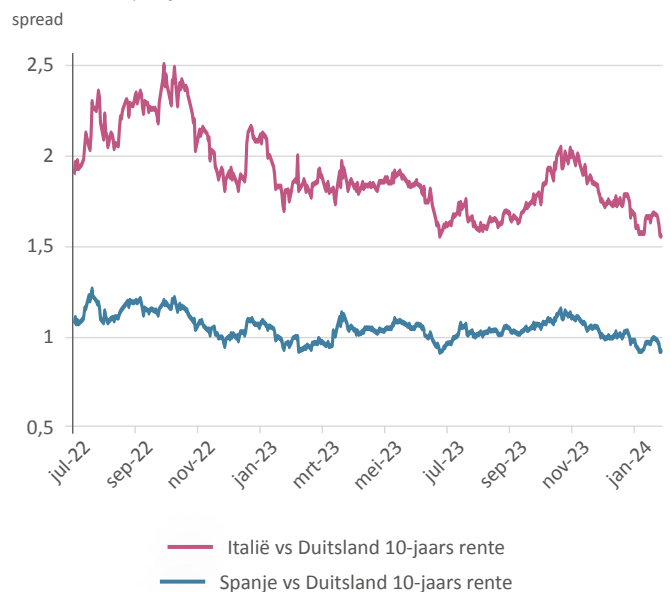
Een lichtpunt is de arbeidsmarkt. Ondanks de dalende werkgelegenheid en afzwakkende economische data blijft de arbeidsmarkt in de Eurozone robuust. De werkloosheid ligt op een historisch laag niveau wat de economie nog enige steun geeft. Daarnaast zijn de loonstijgingen boven de historische niveaus, dit samen met dalende inflatie zorgt voor een hoger besteedbaar inkomen bij de consument.

Figuur 1: Ontwikkelingen 10-jaars rente Duitsland en Verenigde Staten



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Ontwikkelingen 10-jaars renteverskil Italië en Spanje t.o.v. Duitsland



Bron: Achmea IM, Bloomberg

### Aankondiging versneld afbouwen van PEPP-aankoopprogramma positief ontvangen

Na een lichte stijging in het begin van het kwartaal kwamen landenspreads sterk in. In november heeft Moody's de negatieve rating outlook van Italië aangepast naar stabiel. Ook de aankondiging van versneld afbouwen van de PEPP-aankoopprogramma werd als positief voor spreads door de markt ontvangen. De werkelijke afbouw gaat pas in juli beginnen terwijl de markt april had verwacht. Daardoor behoudt de ECB de mogelijkheid om ook in 2024 de herbeleggingen flexibel naar specifieke landen te alloceren. Het verschil tussen de Duitse en Italiaanse 10-jaars rente nam in het kwartaal met 0,35% af en eindigde op 1,60%.

In vergelijking tot Europa was de economische data in de VS redelijk positief. De economische groei over het kwartaal ervoer bedroeg ongeveer 5% (q-o-q annualized). De inkoopmanagers-index wijst nog op groei en consumenten bestendigheden namen toe. De groei wordt voor een deel gedreven door hoge overheidsuitgaven waardoor het overheidstekort voor 2023 rond de 8% gaat uitkomen. De fiscale situatie was voor Moody's reden om de Verenigde Staten een negatieve outlook te geven. De 10-jaars rente in de Verenigde Staten daalde in het vierde kwartaal met 0,67% naar 3,88%.

## Vooruitzichten

### Hogere reële lonen ondersteunen de consumentenbestedingen

De groei in Europa blijft voorlopig stagneren ondanks de steun van de EU-programma's en het einde van de renteverhogingen. De economie heeft last van dalende orders en hoge financieringskosten. Ook het minder riant fiscale beleid in vergelijking met 2023 is negatief voor de groei. Een diepe recessie wordt op dit moment nog niet verwacht gezien de stijgende lonen en dalende inflatie. De resulterende hoge reële lonen zullen de consumentenbestedingen ondersteunen. Daarnaast biedt de grote hoeveelheid spaargeld, welke is opgebouwd tijdens de covidcrisis, een buffer tegen een afkoeling.

### Inflatie daalt, zes renteverlagingen ingeprijsd

Inflatie gaat naar verwachting in 2024 verder dalen. Het stopzetten van subsidies of belastingverhogingen geeft tijdelijk wat opwaartse druk op inflatie maar niet genoeg om de dalende trend te veranderen. Vanwege de lagere inflatie heeft de markt al zes renteverlagingen ingeprijsd voor 2024, waarvan de eerste in het voorjaar. Wij verwachten de eerste renteverlagingen later dan de marktconsensus. Een vervroegde renteverlaging of een escalatie van de geopolitieke conflicten zijn de grootse risico's voor de inflatie. Gezien de "data afhankelijkheid" van de centrale banken en het huidige markt optimisme kan een groei- of inflatieschok tot relatieve grote rentebewegingen leiden.

De grote netto hoeveelheid obligaties die voor het tweede jaar op rij naar de markt komt kan de markt onder druk zetten. Vorig jaar heeft de consument veel obligaties gekocht maar het is onwaarschijnlijk dat dit voor tweede keer met dezelfde hoeveelheden gaat doen. Een tijdelijke stijging van de rentes ondanks slechte economische groei is daardoor niet uitgesloten.

### Onzekerheden resulteren in een versteiling van de rentecurve en oplopende renteversillen tussen Europese landen

Er zijn een recordaantal verkiezingen in 2024, in meer dan 70 landen. De gevolgen op fiscaal beleid, handel, immigratie en geopolitiek zijn daardoor moeilijk te schatten. Wij verwachten dat de lage groei, de extra uitgiftes en grote onzekerheid zal leiden tot een verdere versteiling van de rentecurve en oplopende renteversillen tussen de Europese landen. De meer veilige en liquide landen zullen in deze omgeving profiteren ten koste van onstabiele en risicovolle landen.



*Inflatie daalt, hogere reële lonen ondersteunen consumentenbestedingen*

THEMA

# Grieks Euro succes

## De Europese staatsschuldencrisis staat bij veel beleggers nog vers in het geheugen

Menig obligatiebelegger zal nog wel eens met knikkende knieën terugdenken aan de Europese staatsschuldencrisis. Door de terugvallende economie en sterk gestegen financieringskosten liepen (Europese)staatsschulden in rap tempo op. Vooral de minder kredietwaardige landen kwamen in de problemen, waaronder Griekenland en Portugal.

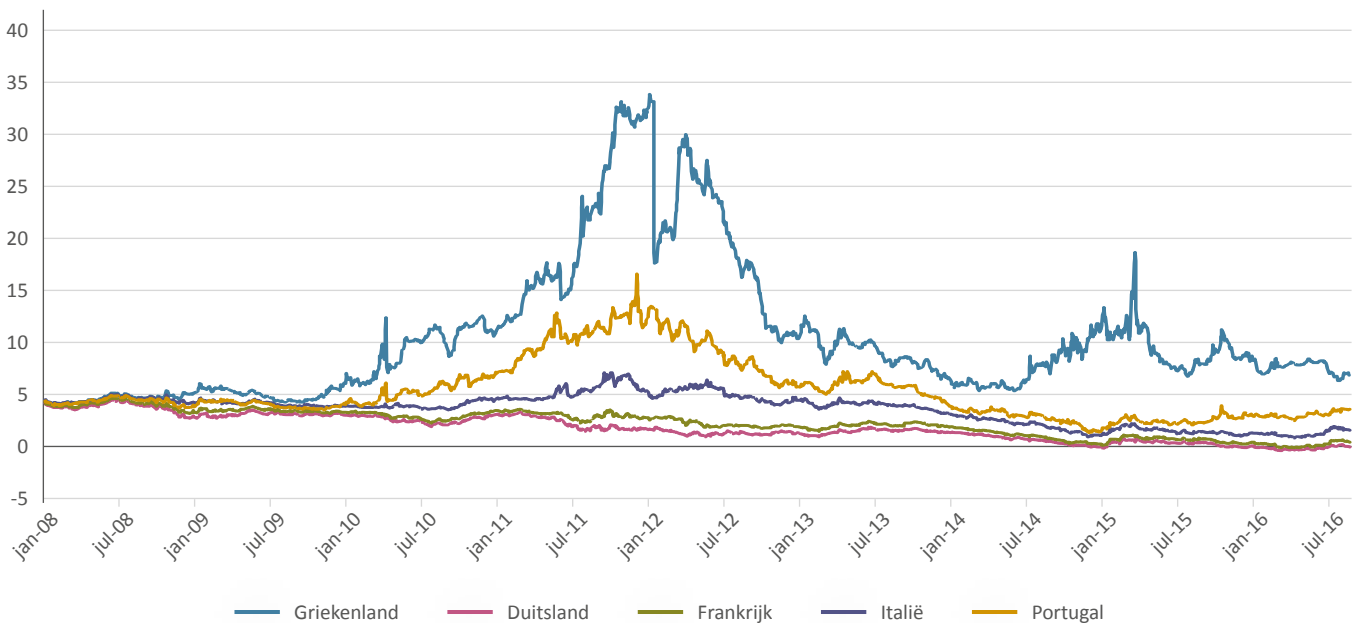
Toen in 2009 de Griekse socialistische leider George Papandreou de verkiezingen won werd er een overheidstekort gepubliceerd van 15,2%. Als gevolg van het dalende vertrouwen van investeerders en downgrades van kredietbeoordelaars liepen de financieringskosten voor Griekenland zo hoog op dat toegang tot de kapitaalmarkten vrijwel onmogelijk was en het land uiteindelijk niet meer in staat was om zijn eigen schulden terug te betalen. De stress in de financiële markten is in figuur 3 goed te zien, waar de rente ook ten opzichte van andere Europese landen enorm omhoogschoot met een piek van boven de 30% op de 10-jaars Griekse obligatie. Om faillissement van Griekenland te voorkomen besloot de EU samen met het IMF om de Griekse schuld te herstructureren. In totaal werden er 3 verschillende steunpakketten aan Griekenland verschaft voor een totaalbedrag van bijna € 300 miljard. Voorwaarden voor de pakketten was wel dat Griekenland zware (fiscale) hervormingen moest doorvoeren.

## Griekenland is door een diep hervormingsdal gegaan

De hervormingen die Griekenland opgelegd kreeg waren niet zonder gevolgen. De economische groei bleef achter bij het Europese gemiddelde en het land kampte met grote sociale onrust. Vanwege de zwakke economische groei liep de Griekse staatsschuld als percentage van het bruto binnenlands product (BBP) steeds verder op. Daarnaast bleef Griekenland worstelen om het geleende geld van het IMF terug te betalen. Na een aantal moeilijke jaren met strikt fiscaal beleid werd in 2016 voor het eerst weer een fiscaal overschot gerealiseerd.

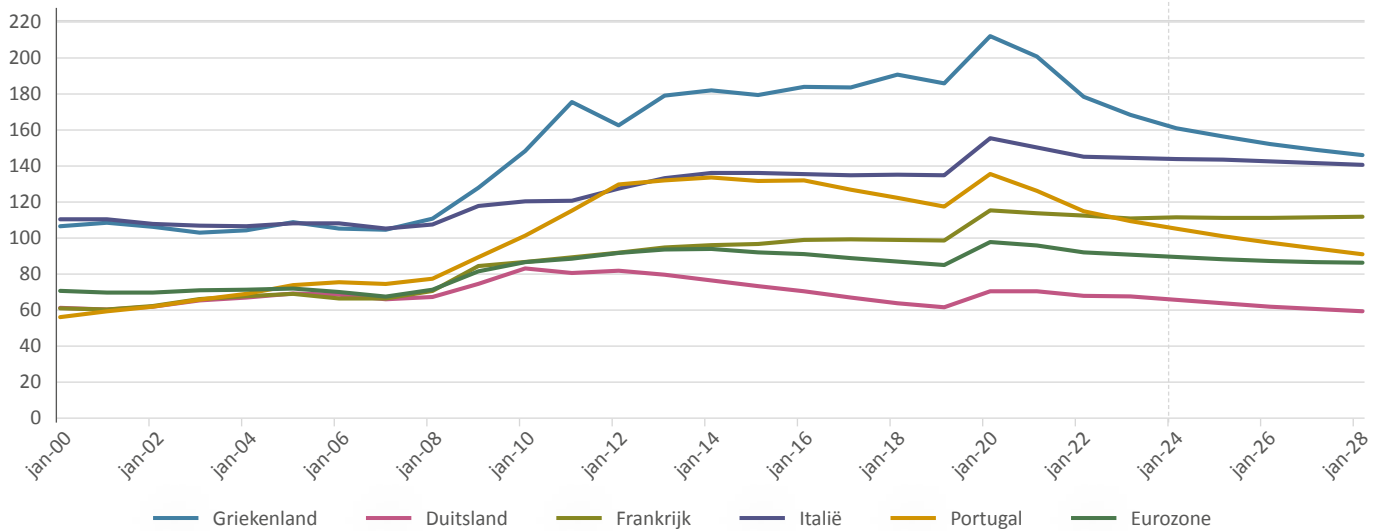
Ook na de coronapandemie, waarin de staatsschuld opliep tot boven de 200% van het BBP, heeft Griekenland zich goed weten te herstellen. Het overheidstekort werd in de jaren erna namelijk weer snel teruggeschroefd en in 2022 lag het jaarlijkse overheidstekort onder het Europese gemiddelde en zelfs onder de jaarlijkse overheidstekorten van Frankrijk en Duitsland. Ook liet de Griekse groei na de coronapandemie een sterke ontwikkeling zien. Het BBP groeide met 9,8% in 2021 en 14,5% in 2022, waarmee het ruim boven het Europese gemiddelde bleef. De sterke groei en beperkte overheidstekorten zorgde ervoor dat de schuld als percentage van het BBP snel afnam.

Figuur 3: 10-jaars rente-ontwikkeling Griekenland (2008 - 2016)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 4: Schuld als percentage van het Bruto Binnenlands Product



Bron: IMF

**De hervormingen werpen hun vruchten af**

De verwachting is dat de groei ook de komende jaren nog boven het Europese gemiddelde zal liggen en dat de combinatie met verantwoord fiscaal beleid ervoor zal zorgen dat de overheidsschuld verder afneemt. De doorgevoerde hervormingen werpen hun vruchten duidelijk af, iets wat we ook terugzien in Portugal. Waar Griekenland en Portugal dus een negatieve rol speelden tijdens de Europese staatsschuldencrisis laten ze nu na de hervormingen een duidelijke positieve trend zien. Zo is de verwachting dat de Portugese staatsschuld als percentage van het BBP zelfs onder die van Frankrijk terecht gaat komen. Frankrijk maar ook Italië blijven namelijk een erg ruim fiscaal beleid voeren met daarbij maar matige groeiverwachtingen; een gevaarlijke combinatie. Het was juist onverantwoordelijk fiscaal beleid wat Griekenland in eerste instantie in de problemen bracht. Gezien het verleden zou het verstandig zijn voor Frankrijk en Italië om snel de overheidsschuldgroei te beperken voordat ze gedwongen

moeten worden om eenzelfde situatie als in Griekenland te voorkomen. Hervormingen, al dan niet gedwongen, lijken op de langere termijn gunstig te zijn voor zowel de fiscale balans als de groei.

**Financiële markten hebben vertrouwen in de weg die Griekenland is ingeslagen**

Ook de financiële markten laten zien dat investeerders vertrouwen hebben in Griekenland. De spread, de extra rente die Griekenland moet betalen ten opzichte van Duitsland, is in de afgelopen jaren sterk afgenomen. Ook ten opzichte van Italië doet Griekenland het goed. Door het strikte fiscale beleid en de positieve groei is de rente die Griekenland moet betalen over zijn leningen inmiddels lager dan de rente die investeerders vragen over dezelfde Italiaanse leningen. En waar Italië toch moeite blijft hebben om de overheidstekorten in toom te houden lijkt Griekenland de trend door te kunnen zetten met daarbij een hogere groei dan Italië.

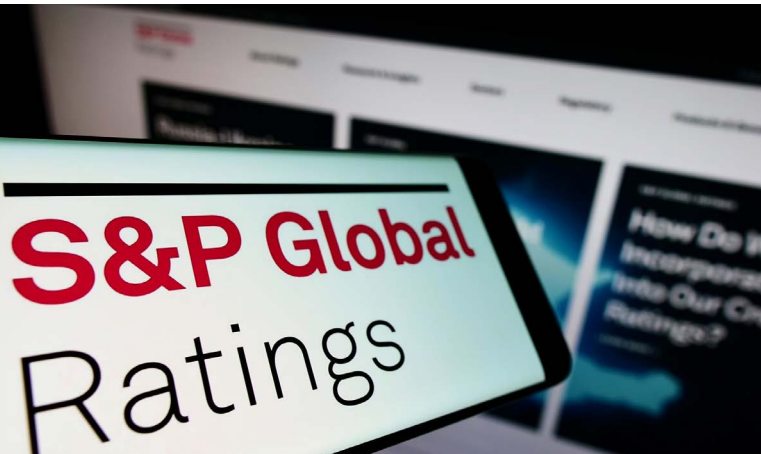
Figuur 5: 10-jaars spreadontwikkeling Griekenland t.o.v. Italië



Bron: Achmea IM, Bloomberg

### Griekenland wordt beloond met investment grade...

Deels liepen investeerders vooruit op de verwachting dat Griekenland binnen aanzienbare tijd weer zou worden beloond met de investment grade status omdat ook kredietbeoordelaars de ontwikkelingen rondom Griekenland positief beoordeelden. Nadat S&P Global Ratings Griekenland in oktober 2023 upgradede naar BBB- volgde Fitch in december hetzelfde voorbeeld.



Hiermee kennen twee van de drie grote kredietbeoordelaars Griekenland de 'investment grade' status toe. Door de upgrades van beide partijen voldeed Griekenland aan de eisen om voor het eerst sinds 2010 weer te worden toegevoegd aan wereldwijde obligatie benchmarks. Hoewel het gewicht in de benchmark beperkt zal zijn, zorgt de toevoeging ervoor dat Griekenland in aanmerking komt bij een veel grotere groep aan investeerders, die vaak alleen maar beleggen in investment grade schuld papier. Begin 2024 komt Griekenland waarschijnlijk met een nieuwe obligatie naar de markt en zal de interesse van de brede markt voor het eerst getest gaan worden.

### ...en komt in aanmerking voor het Achmea IM-landenraamwerk

Door de upgrade naar investment grade zal Griekenland ook binnen Achmea Investment Management weer in de benchmark opgenomen worden. Ook zou Griekenland theoretisch gezien weer in het Achmea IM-landenraamwerk terecht kunnen komen. Voor ons is Griekenland trouwens geen vreemde. Binnen ons actieve beleid hebben we de afgelopen jaren al meerdere posities in Griekenland gehad. Voornamelijk door het meedoen aan uitgiftes van nieuwe staatsobligaties hebben posities in Griekenland geleid tot positieve performance.

**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, risicomanagement 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 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. 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.