LDI/Staatsobligaties

Kwartaalupdate

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Obligatierentes liepen fors op in zowel Europa als de VS
- Renteverschillen op de Europese obligatiemarkten stegen, met name door de politieke en begrotingsonzekerheid in Frankrijk
- De Amerikaanse 10-jaarsrente steeg boven de 5%, terwijl de Fed de rente verder verhoogde

Vooruitzichten

- Geopolitieke spanningen blijven een risico voor energieprijzen, inflatie en economische groei
- We verwachten terughoudendheid van de ECB als Europese markt verder verslechterd
- Sterke groei en inflatie in VS houden verdere renteverhogingen in beeld

AUTEURS



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
LDI & Rates



Dimitar Serkyov,
Portfolio Manager
LDI & Rates

THEMA

Déjà vu in de Eurozone?



- **ECB zit klem**: hoge inflatie beperkt de ruimte voor renteverlagingen en marktinterventies, terwijl hogere rentes landen met hoge schulden verder onder druk zetten.
- **Het obligatieaanbod blijft uitzonderlijk groot**: begrotingstekorten, investeringen in defensie en infrastructuur en extra uitgifte door Amerikaanse hyperscalers vergroten de concurrentie om kapitaal.
- **De markt wordt volatieler en selectiever**: hogere rentes, steilere curves en grotere verschillen tussen eurolanden liggen voor de hand, waarbij financieel sterkere landen relatief beter kunnen presteren.

Lees verder op pagina 4

achmea
Investment Management

Marktbeeld Q3 2026

Het derde kwartaal van 2026 leverde het grootste kwartaalverlies op voor wereldwijde staatsobligaties sinds het vierde kwartaal van 2024. Olieprijzen van rond de $100 per vat wakkerden de vrees voor hardnekkige inflatie opnieuw aan, terwijl centrale banken aangaven het monetaire beleid verder te willen verkrappen. De verkoopgolf was breed gedragen, maar trof Europa onevenredig hard door stijgende gasprijzen, positieve groei en toenemende politieke risico's die de beweging versterkten.



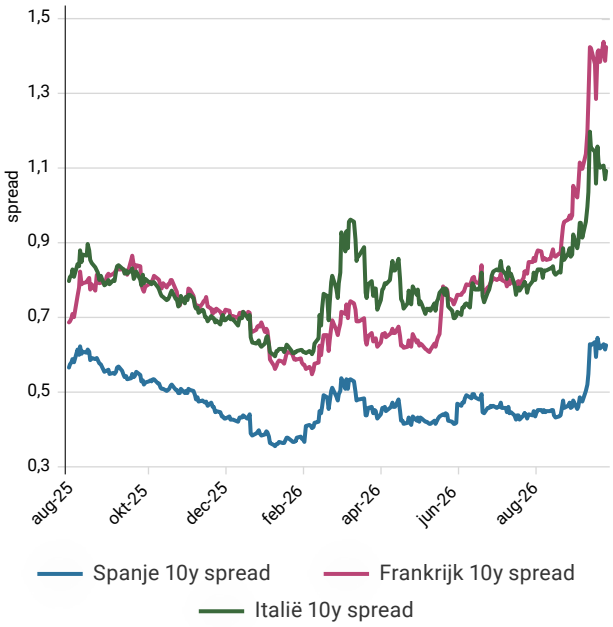
Europese obligatiemarkten op scherp door rente, inflatie en politieke onzekerheid

De rente op de 10-jarige Duitse obligatie steeg gedurende het kwartaal met bijna 73 basispunten naar 3,59%, het hoogste niveau in meer dan tien jaar. De stijging verliep geleidelijk in juli en augustus, maar versnelde sterk in september toen de energieprijzen fors opliepen en de verwachtingen voor ECB-renteverhogingen aanzienlijk naar boven werden bijgesteld. Nadat de ECB de rente in september verhoogde met 0,25% tot 2,5% verwachtte de markt aan het einde van het kwartaal nog 3 tot 4 extra renteverhogingen in de komende twaalf maanden. Niet alleen de hogere inflatie, maar ook de verbeterde groei in Europa speelde hierin een belangrijke rol.

De spreads van periferie en semi-kernlanden liepen aanzienlijk op, waarbij Frankrijk duidelijk de grootste stijging liet zien. De spread tussen de Franse 10-jaars rente en de Duitse 10-jaars rente nam gedurende het kwartaal met 47 basispunten toe, van 0,80% naar 1,27% Op 18 september overschreed deze spread voor het eerst in veertien jaar de grens van 100 basispunten.

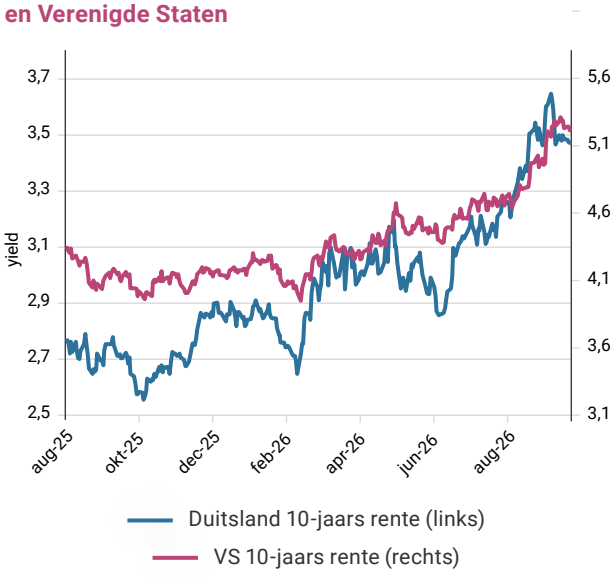
De belangrijkste aanjagers waren het grote Franse begrotingstekort en de aanhoudende politieke onzekerheid. De Italiaanse spread liep beperkter uit, met 0,24%.

Figuur 1: 10-jaars spreadontwikkeling Spanje, Frankrijk en Italië (t.o.v. Duitsland)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Ontwikkeling 10-jaars rente Duitsland en Verenigde Staten



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Rente op Amerikaanse obligatiemarkt stijgt boven de 5%

De rente op de 10-jarige Amerikaanse staatsobligatie steeg met 0,82% tot 5,28%, waarmee het psychologische niveau van 5% medio september werd doorbroken. De Fed verhoogde de rente in september, terwijl diverse beleidsmakers aangaven dat verdere renteverhogingen waarschijnlijk noodzakelijk waren om de inflatie af te remmen. De Amerikaanse inflatie bleef hoog op 3,4% in augustus.

Om de druk op de sterk gestegen lange rente te beperken, startte het Amerikaanse ministerie van Financiën opkoopprogramma's van langlopende staatsobligaties ter waarde van maximaal $6 miljard wat zorgde voor een (tijdelijke) vervlakking van de rentecurve.

Vooruitzichten

Politieke en geopolitieke onzekerheid houdt rentemarkten in beweging

Het derde kwartaal eindigde onrustige door de fiscale en politieke situatie in Frankrijk. De sterk opgelopen spread tussen Frankrijk en Duitsland breidde zich aan het einde van het kwartaal ook uit naar andere Europese landen. Alle ogen zijn daarom gericht op de presidentiële verkiezingen in Frankrijk van 2027 en de aanloop daarnaartoe. Het politieke landschap is enorm verdeeld en de obligatiemarkt voert de druk op Frankrijk verder op. Fiscale discipline is een noodzaak, maar de vraag is of het aankondigen van bezuinigingen in verkiezingstijd gaat leiden tot voldoende steun. Het is daarom niet uitgesloten dat de volatiliteit de komende maanden aanhoudt totdat er meer duidelijkheid komt over de verkiezingen en de invulling van het budget.

Ook blijft de situatie in het Midden-Oosten een cruciale rol spelen en energieprijzen beïnvloeden. Verdere escalatie kan inflatie opdrijven en de economische groei afremmen. Hoe langer de situatie in het Midden-Oosten aanhoudt hoe groter de kans op tweede ronde effecten, iets wat ook het beleid van de ECB zal bepalen.

Onze verwachting: centrale banken temperen verdere renteverhogingen

Na de verhoging van de ECB in september en de onrust in Frankrijk zijn de kapitaalmarktrentes sterk opgelopen. Dit zorgt ervoor dat de ECB de rente zelf minder hoeft te verhogen, daarnaast is het ook de vraag of het verstandig is om in deze onrustige markten nog eens olie op het vuur te gooien door agressief te verhogen. Wij verwachten daarom dat de ECB wat terughoudender zal zijn als de situatie in Europa verder verslechterd. Wij en de markt verwachten dan ook dat de ECB de rente nog maximaal 1 keer zal verhogen dit jaar.

Ook de Fed heeft de rente voor de eerste keer verhoogd onder de nieuwe voorzitter Warsh. Inflatie blijft hoog en de groei in de US blijft sterk, voornamelijk gedreven door AI-investering en consumptie. Voor het einde van het jaar is er nog één extra renteverhoging ingeprijsd voor de Fed.

Performance Achmea IM Euro Government Bond Fund

Figuur 6: Performance Achmea IM Euro Government Bond Fund

Performance	Fonds	Benchmark	Verschil
3 maanden	-4,39%	-3,94%	-0,45%
Dit jaar	-3,10%	-2,75%	-0,35%
1 jaar	-3,07%	-2,79%	-0,28%
3 jaar	1,79%	1,51%	0,28%
5 jaar	-3,13%	-3,28%	0,15%
Sinds aanvang (31 maart 2016)	-0,75%	-0,92%	0,17%

	Information Ratio	Tracking Error
3 jaar	0,72	0,39%
5 jaar	0,40	0,39%
Sinds aanvang	0,52	0,32%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 30-09-2026.

Dit is een publicitaire mededeling. Fondsrendementen zijn voor aftrek van kosten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Government Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Bron: Bloomberg, Achmea IM

THEMA

Déjà vu in de Eurozone?

Op vrijdag is het op de financiële markten doorgaans rustig. Professionals ronden lopend werk af, bereiden klantpresentaties voor en werken de e-mails weg die zich gedurende de week hebben opgestapeld. Vrijdag 2 oktober verliep echter anders. Het renteverschil (de spread) tussen Franse en Duitse 10-jaarsobligaties liep gedurende de dag met 0,20% op tot 1,60%, zonder dat er opvallend nieuws over Frankrijk naar buiten kwam. Begin september bedroeg die spread nog 0,85%. Daarmee kwam het verschil hoger te liggen dan in 2012, toen Mario Draghi, destijds ECB-president, met zijn “whatever it takes” de eurocrisis probeerde te bezweren. Pers en analisten spraken al snel over marktpaniek en een mogelijke terugkeer van de schuldencrisis.

Feitelijk was het een risk-off-beweging: beleggers vluchtten naar veilige havens (flight to quality), waardoor de Duitse rente daalde en de spread verder opliep. Tegen het einde van de dag stabiliseerde de markt en sloot de spread vrijwel ongewijzigd ten opzichte van de dag ervoor. Toch roept de beweging belangrijke vragen op. Was dit een voorbode van wat komt, of een geïsoleerd incident dat we snel kunnen vergeten? Waar gaan de spreads en de rentecurves in de eurozone naartoe, en wat betekent dit voor het beleid van de ECB?

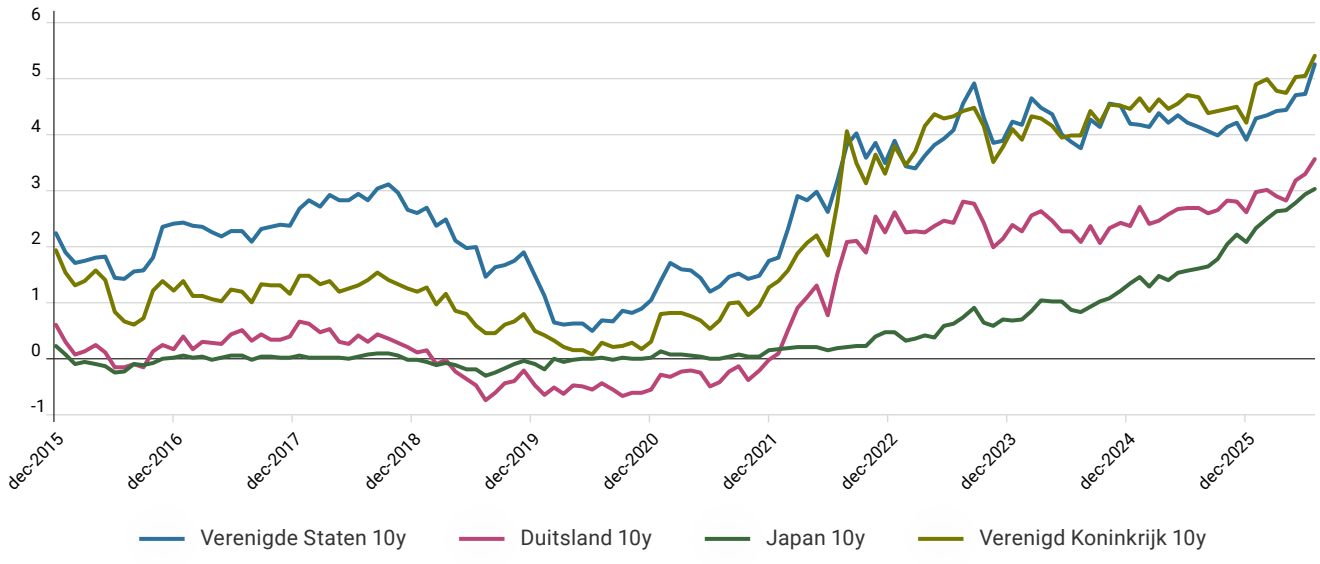
Het einde van de oude status quo

De financiële markten hebben het afgelopen vijftien jaar enorm geprofiteerd van een omgeving waarin centrale banken vrijwel zonder obstakels konden ingrijpen bij een groeivertraging, oplopende overheidstekorten of stijgende landenspreads. De rente werd snel verlaagd tot nul en zelfs daaronder, en via QE werd liquiditeit aan het financiële systeem toegevoegd.

De rentes op staatsobligaties daalden en de rentecurves gingen vlakker door QE en lage inflatie. Overheden voelden weinig noodzaak om hun begrotingen in balans te brengen: de rente was laag of zelfs negatief, en ze konden altijd rekenen op de ongelimiteerde steun van de ECB. Dit beleid bereikte zijn hoogtepunt tijdens de coronacrisis, toen enorme overheidstekorten werden gefinancierd door grootschalige QE-programma’s. Bijna iedereen ging ervan uit dat deze status quo nog lang zou blijven bestaan.

De tijd van steeds grotere ECB-interventies en onbeperkte overheidstekorten lijkt nu zijn grenzen te hebben bereikt, door de hoge inflatie en de flink gestegen schuldquote. Eind september bereikte de Duitse rente het hoogste niveau sinds 2011. Niet alleen in de eurozone, maar ook in andere grote markten, zoals de VS, Japan en het VK, staan de rentes op het hoogste niveau in decennia, zie figuur 3. Significant lagere

Figuur 3: 10-jaars rente in %



Bron: Bloomberg, Achmea IM

rentes in één regio of land lijken moeilijk te realiseren als bijvoorbeeld de rentes in de rest van de wereld blijven stijgen.

ECB zit klem: renteverhoging dreigt het probleem te verergeren

De hoge rentes zetten de groeivooruitzichten onder druk. Landen die lage groei en lage inflatie hebben, komen eerder in problemen omdat de schuldquote het snelst oploopt. Ook de private sector moet concurreren met de hoge rentes van staatsobligaties wat de groei afremt: het zogenoemde 'crowding-out'-effect.
Wil de ECB de inflatie beteugelen dan moet de rente omhoog. Dat brengt landen met een hoge schuld en weinig groei, zoals Frankrijk en Italië, echter verder in de problemen. Het renteverschil tussen Duitsland en Frankrijk liep tot medio september vooral op doordat de verwachte ECB-rente steeg en niet door politieke onzekerheid of de al langer bestaande hoge schulden. De relatie was bijna één-op-één, totdat deze op een gegeven moment brak: de verwachte ECB-rente daalde, terwijl de spread verder opliep, zie figuur 4. Met andere woorden: de ECB is beperkt in hoeveel zij de rente kan verhogen zonder het probleem zelf te verergeren. Dat zagen we duidelijk op 2 oktober, toen de Duitse rente daalde terwijl de Franse rente steeg. Deze relatie kan de ECB, bij een oncomfortabel hoge inflatie, voor een dilemma plaatsen.

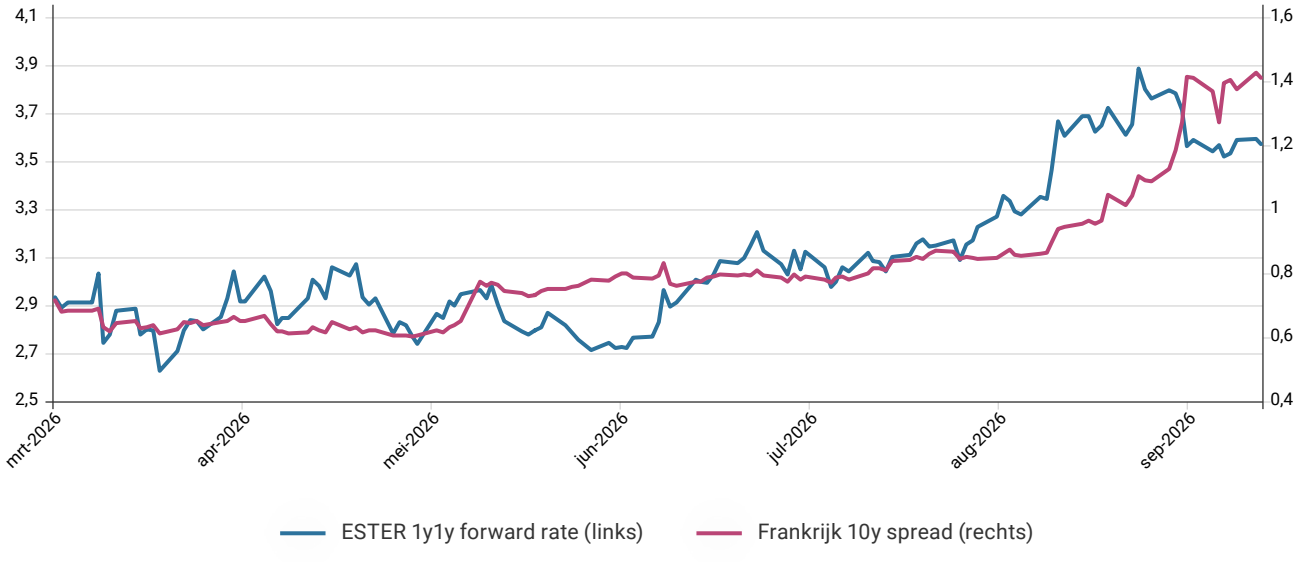


Als de centrale bank eerder moet stoppen met renteverhogingen dan het inflatiebeeld rechtvaardigt, kan de markt aan de lange kant een hogere inflatierisicopremie verlangen. Daardoor wordt de lange looptijd minder aantrekkelijk en neemt de kans op steilere rentecurves toe.

Begrotingsdruk en een uitzonderlijk groot obligatieaanbod

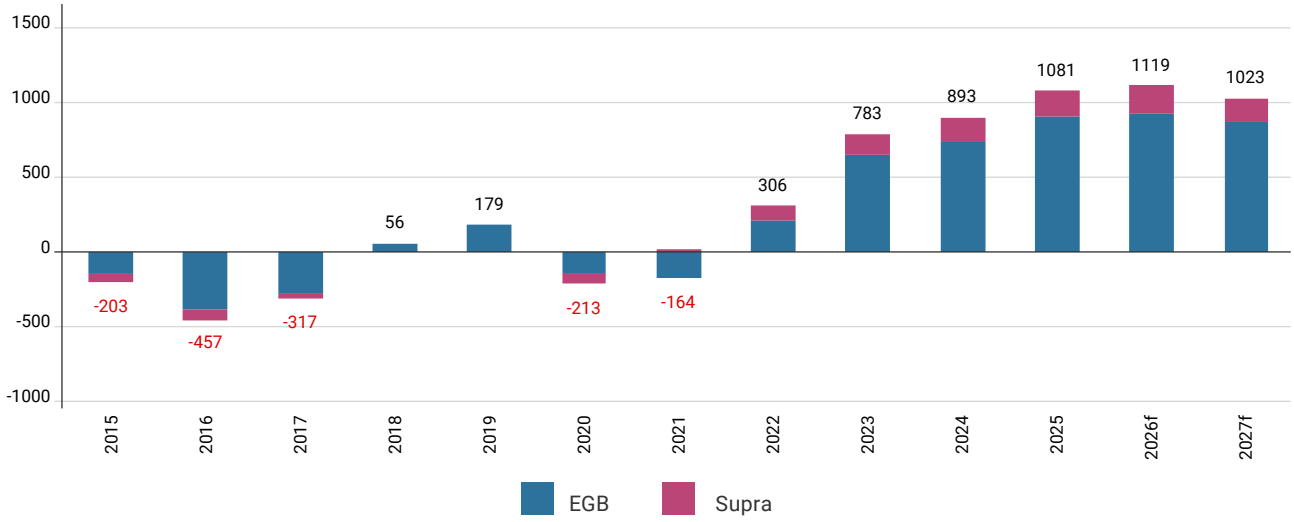
Ondanks de hoge en verder stijgende financieringskosten zijn er geen plannen van de overheden binnen de eurozone om minder uit te geven. Duitsland zal de komende jaren bijvoorbeeld tekorten laten oplopen om te investeren in infrastructuur en defensie. Ook andere eurolanden brengen naar verwachting opnieuw bijna recordhoeveelheden nieuwe obligaties naar de markt,

Figuur 4: ESTER 1y1y vs Franse spread in %



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 5: Eurozone netto uitgifte + QT in mld



Bron: Bloomberg, Achmea IM

zie figuur 5. Daarnaast is er de laatste jaren een nieuwe grote speler op de Europese obligatiemarkt bijgekomen, namelijk de Amerikaanse hyperscalers, de grote cloudbedrijven. Sinds vorig jaar lenen zij veel op de Europese markt en concurreren zij met overheden om dezelfde beleggers. Volgens schattingen halen zij dit jaar ongeveer €27 miljard op, bijna evenveel als Nederland (circa €34 miljard). Volgend jaar verwachten we dat dit volume met 25% toeneemt.

De huidige situatie in het Midden-Oosten maakt de vooruitzichten voor de schulduitgifte niet gunstiger, onder meer vanwege mogelijke nieuwe energie-maatregelen. Mochten snel oplopende spreads in de Eurozone leidde tot problemen van monetaire trans-missie dan zal de ECB per saldo obligaties moeten opkopen om de oplopende spreads af te remmen. Dat past echter slecht bij de huidige hoge inflatie en bij landen die nauwelijks hervormen en waarvan de overheidstekorten verder oplopen. Grijpt de ECB te vroeg in, dan geeft zij andere landen het verkeerde signaal en kan het vertrouwen in de euro afbrokkelen.



Geen déjà vu, wel een waarschuwing

De recente marktbeweging lijkt geen déjà vu naar de eurocrisis van 2010-2012, maar wel een waarschuwing dat het oude beleidsregime niet langer vanzelfsprekend is. Dat heeft drie belangrijke marktgevolgen.

Ten eerste neemt de macro-economische volatiliteit toe als traditionele monetaire en budgettaire instrumenten de conjunctuur niet langer effectief kunnen stabiliseren.

Ten tweede komen langlopende obligaties onder druk te staan en versteilt de curve naarmate de markt dit effect inprijst.

Ten derde kunnen de spreads van de zwakkere landen, zoals Frankrijk en Italië, maar waarschijnlijk ook België, Oostenrijk en Finland, onder druk komen te staan. Daarentegen zouden landen met gezonde overheids-financiën, zoals Ierland en Portugal, het relatief beter moeten doen. Deze landen kunnen ook eerder profiteren van het Transmission Protection Instrument (TPI) van de ECB als het renteverschil met Duitsland door besmetting vanuit Frankrijk ongerechtvaardigd en snel oploopt. De Europese Unie beschikt naast het TPI

over meer instrumenten om vroegtijdig in te grijpen, zoals het European Stability Mechanism (ESM). Daarnaast zijn de verwevenheid tussen landen en de afhankelijkheid van de bankensector afgenomen, waardoor spanningen zich minder snel door het financiële systeem verspreiden

In een omgeving met hoge schulden en relatief hoge rentes zullen de Duitse obligaties het naar verwachting ook goed doen, omdat de nominale groei daar een stuk hoger ligt. Deze bedraagt ongeveer 4%, wat grofweg gelijk is aan het overheidstekort. Daardoor blijft de schuldquote min of meer stabiel en beheersbaar, ondanks de hogere uitgaven, terwijl landen met hoge schulden, lage groei en beperkte politieke ruimte kwetsbaar blijven. Voor beleggers betekent dit dat landenkeuze en positionering op de rentecurve belangrijker worden dan in het afgelopen decennium.

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
E-mail: **achmeaim@achmea.nl**

Contact

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.

Mark Bakker
Business Development Director,
Mark.Bakker@achmea.nl
+31 6 101 851 94

Jeroen van der Zee
Business Development Director
Jeroen.van.der.Zee@achmea.nl
+31 6 280 240 70.

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 ontlenen. 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.

26080008

achmea
Investment Management