

# LDI/Staatsobligaties

## KWARTAALUPDATE

### IN DEZE UPDATE

#### Marktbeeld

- Geopolitieke escalatie domineert markten
- Sterke stijging energieprijzen en inflatiezorgen
- Oplopende rentes en vervlakking van de rentecurve
- Negatief sentiment op Europese obligatiemarkten

#### Vooruitzichten

- Blijvende afhankelijkheid van geopolitieke ontwikkelingen
- Toenemend risico op stagflatie
- ECB balanceert tussen prijsstabiliteit en groei
- Beperkte beleidsruimte voor overheden

### AUTEURS



Rob Dekker,  
Senior Portfolio Manager  
LDI & Rates



Jeroen Tange,  
Portfolio Manager  
LDI & Rates

### THEMA

## Zijn ECB-renteverhogingen nodig of onverstandig?

Slechts enkele jaren na de energiecrisis van 2022 bevindt de wereld zich opnieuw in een crisis als gevolg van de oorlog in Iran. Door beperkt aanbod zijn de prijzen van olie en olie-gerelateerde producten sterk gestegen en dit is meteen al duidelijk terug te zien in de inflatiecijfers. Zeker gezien de late reactie in 2022, zal de ECB dit keer wel op tijd de rente willen verhogen om zo de inflatie zoveel mogelijk onder controle te houden.

Elke crisis heeft echter zijn eigen invalshoeken en zijn daarom zeker niet altijd vergelijkbaar. Zo liep ook in 2008 en 2011 de olieprijs, en daarmee inflatie, hard op en vond de ECB het noodzakelijk om wel direct de rente te verhogen.

De ECB moest niet veel later deze renteverhogingen alweer ongedaan maken vanwege de economische crises die volgde. Deze renteverhogingen in 2008 en 2011 worden ook wel gezien als de grootste beleidsfouten van de ECB, samen met de te late reactie in 2022. Het trackrecord van de ECB op het gebied van energiecrisisen is dus niet al te best. In deze thematekst kijken we naar de verschillen en overeenkomsten tussen de huidige situatie en die van 2022 en naar de mogelijke gevolgen op de obligatiemarkten.

[Lees verder op pagina 4](#)



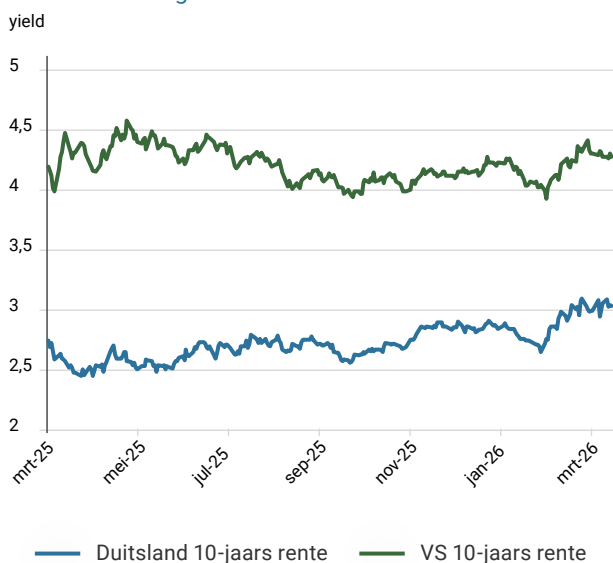
# Marktbeeld Q1 2026

Het eerste kwartaal van 2026 werd gekenmerkt door toenemende geopolitieke spanningen, met name in het Midden-Oosten. Deze ontwikkelingen hadden een duidelijke impact op grondstofprijzen, inflatieverwachtingen en renteontwikkelingen wereldwijd. Europese staatsobligaties lieten in het eerste kwartaal een negatieve performance zien, terwijl centrale banken voor lastige beleidskeuzes kwamen te staan.

## Geopolitiek bepaalt marktontwikkeling

De financiële markten werden in het eerste kwartaal gedreven door acties van de Amerikaanse president Trump en de geopolitieke gevolgen daarvan. Het begon in januari met de gevangenneming van de Venezolaanse president Maduro en later in de maand de dreiging van de VS om Groenland in te nemen. De acties vanuit het Witte Huis zorgde voornamelijk voor een zwakkere dollar en een hogere goudprijs, maar de directe effecten op de financiële markten bleef tot dan toe beperkt. Dat veranderde echter na de gezamenlijke aanvallen van Israël en de VS op Iran in de laatste week van februari. Vanaf dat moment werden de financiële markten gedomineerd door de alsmaar verder escalatie in het Midden-Oosten.

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



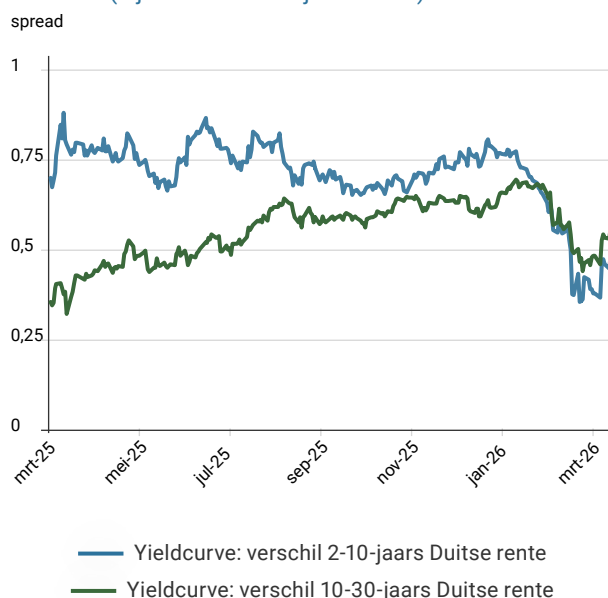
Bron: Bloomberg, Achmea IM

## Rentemarkten: stijgende rentes en vervlakking van de curve

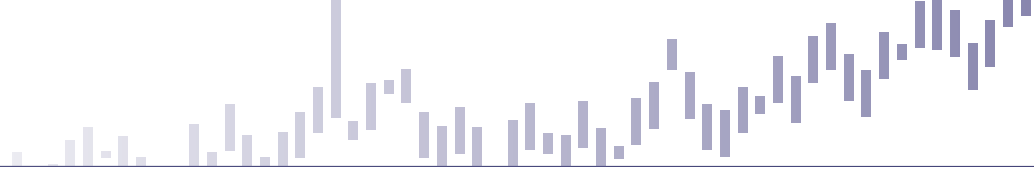
Voornamelijk de sluiting van de Straat van Hormuz leidde tot een uitzonderlijk sterke stijging van de olieprijs: Brent steeg met meer dan 60%. Deze schok voedde inflatiezorgen en veroorzaakte een forse stijging van de markrentes. De Duitse 10-jaars rente liep over het gehele kwartaal 15 basispunten op tot 3,00%, terwijl de 2-jaars rente met 49 basispunten steeg tot 2,61%, doordat de markt sneller en meer renteverhogingen van de ECB inprijsde. Dit resulteerde in een duidelijke vervlakking van de rentecurve.

De geopolitieke spanningen zorgden bovendien voor een brede risk off beweging. In de Europese obligatiemarkt namen de spreads toe, waarbij het verschil tussen de Italiaanse en Duitse 10-jaars rente met 21 basispunten opliep. Het renteverhaal tussen de 10-jaars Franse en Duitse rente liep slechts 1 basispunt uit. In het begin van het kwartaal liet Frankrijk, door de verbeterde politieke situatie, een sterke performance zien waarna het na het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten juist weer sterk uitliep.

Figuur 2: Ontwikkeling van de Duitse rentecurve (2 jaars versus 10 jaars rente)



Bron: Bloomberg, Achmea IM



## Economische signalen verslechteren, inflatiedruk neemt toe

Ook in de economische data werd de impact van het conflict zichtbaar. De samengestelde inkoopmanagers-index daalde met 1 punt naar 50,5, vooral door een verslechtering in de dienstensector. De industrie liet daarentegen een lichte verbetering zien, mede door hogere voorraden. Opvallend was de sterke stijging van inputprijzen, wat de toegenomen inflatoire druk onderstreept.

## Centrale banken: hawkish toon ondanks groeizorgen

Hoewel de ECB de beleidsrente in het eerste kwartaal onveranderd liet, was de communicatie in de maart vergadering uitgesproken hawkish. De centrale bank verhoogde haar inflatieverwachtingen met 0,7 procentpunt ten opzichte van december en verlaagde de

groeiverwachting met 0,3 procentpunt. Waar de markt eind februari nog renteverlagingen voor 2026 verwachtte, wordt inmiddels een cumulatieve renteverhoging van circa 71 basispunten ingeprijsd. Tegelijkertijd vergroten zulke verwachtingen het risico op verdere groeiverzwakking in de eurozone. De totale inflatie over het kwartaal nam met 0,5 procentpunt toe tot 2,5%, voornamelijk gedreven door energie, terwijl de kerninflatie gelek bleef op 2,3%.

Ook de FED liet de rente in het eerste kwartaal onveranderd, maar eerdere verwachte renteverlagingen voor dit jaar zijn vanwege de gestegen energieprijzen door de markt uitgeprijsd. De banenmarkt bleef over het eerste kwartaal redelijk liggen terwijl de inflatie door de situatie in het Midden-Oosten juist weer wat toenam. De 10-jaars rente in de VS steeg over het afgelopen kwartaal met 0,15% tot 4,32%.

# Vooruitzichten

## Balanceren tussen inflatiebestrijding en groeibehoud

De vooruitzichten voor Europa zijn sterk afhankelijk van de situatie in het Midden-Oosten. Verdere escalatie kan de wereldwijde groei onder druk blijven zetten. Daarnaast kunnen de hogere energieprijzen ook de inflatie weer verder opstuwten. Hogere inflatie en lage groei als gevolg van de situatie in het Midden-Oosten brengt de ECB in een moeilijke positie en de risico's op een stagflatie in Europa nemen verder toe. Mocht de ECB de rente zelfs extreem verder verhogen dan is ook een recessie niet uitgesloten. Vooralsnog lijkt de ECB geen overhaaste beslissingen te willen nemen en zullen ze zich ook focussen op de kerninflatie en salarisonderhandelingen om te zien of er sprake zal zijn van tweede ronde effecten wat de kans op een loon-prijsspiraal verhoogt.

## Politieke onzekerheid en energievoorziening als structureel risico

Op dit moment heeft het er alle schijn van dat Donald Trump op zoek is naar een einde van het conflict, maar de onderhandelingen met Iran lopen stroef. Ook is het nog maar de vraag of de Straat van Hormuz na een beëindiging van het conflict meteen weer opengaat. Hoe langer het conflict duurt hoe groter ook de schade



aan cruciale energie infrastructuur wat het vullen van bijvoorbeeld gasvoorraden in Europa voor langere tijd kan bemoeilijken.

Het is ook de vraag hoe Europese overheden gaan reageren als de energieprijzen lang hoog blijven en de groei langzaam afzwakt. De fiscale ruimte voor veel overheden is beperkt, wat fiscale expansie om een deel van de afzwakkende groei op te vangen bemoeilijkt. Meer overheidssteun kan dan zorgen voor meer uitgaves wat kan leiden tot steilere rentecurves en hogere spreads.

# Zijn ECB-renteverhogingen nodig of onverstandig?

## In het kort:

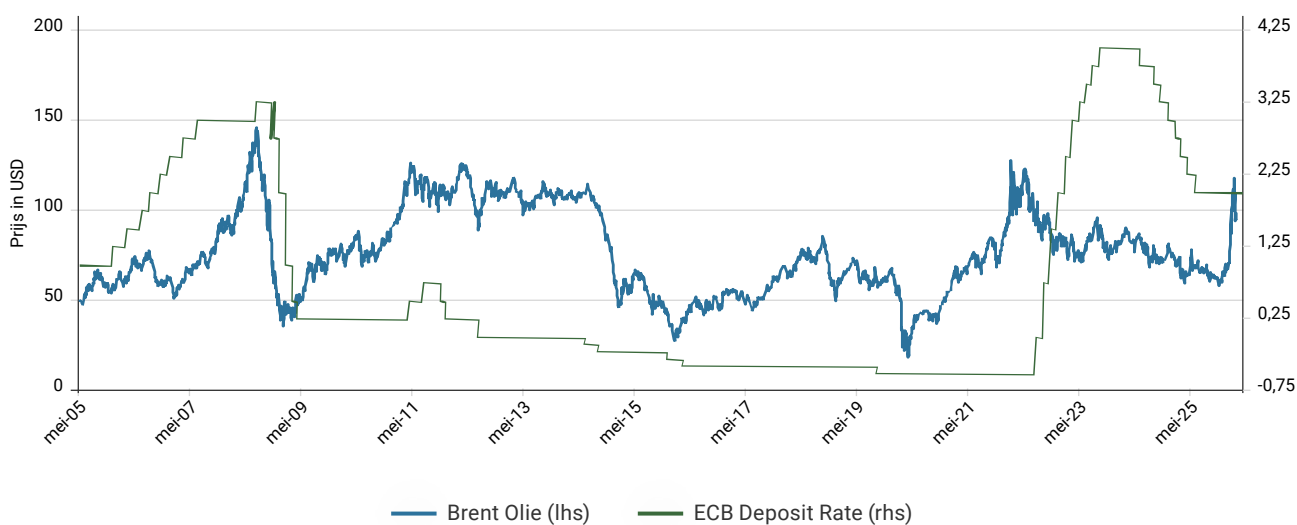
- De markt houdt op moment van schrijven rekening met 2 tot 3 renteverhogingen dit jaar door gestegen energieprijzen.
- De ECB lijkt een 2022 scenario te willen voorkomen en zal niet weer te laat willen reageren op de oplopende inflatie.
- Er moet echter ook gekeken worden naar de lessen uit 2008 en 2011, toen de ECB de rente onnodig verhoogde en al snel weer fors moest verlagen.

Slechts enkele jaren na de energiecrisis van 2022 bevindt de wereld zich opnieuw in een crisis, nu als gevolg van de oorlog in Iran. Door beperkt aanbod zijn de prijzen van olie en olie-gerelateerde producten sterk gestegen en dit is meteen al duidelijk terug te zien in de inflatiecijfers. In maart steeg de inflatie in Europa van 1,9% naar 2,5% en komt daarmee ruim boven de ECB-doelstelling van 2% uit. Zeker gezien de late reactie in

2022, zal de ECB dit keer wel op tijd de rente willen verhogen om zo de inflatie zoveel mogelijk onder controle te houden.

Elke crisis heeft echter zijn eigen invalshoeken en daarom zijn crises zeker niet altijd vergelijkbaar. Zo liep ook in 2008 en 2011 de olieprijs, en daarmee inflatie, hard op en vond de ECB het noodzakelijk om vrijwel direct de rente te verhogen. Zoals in figuur 3 te zien is, moest de ECB niet veel later deze renteverhogingen alweer ongedaan maken vanwege de economische crisis die volgde. Deze renteverhogingen in 2008 en 2011 worden ook wel gezien als de grootste beleidsfouten van de ECB, samen met de te late reactie in 2022. Het trackrecord van de ECB op het gebied van energiecrisissen is dus niet al te best. In deze thematekst kijken we naar de verschillen en overeenkomsten tussen de huidige situatie en die van 2022 en naar de mogelijke gevolgen op de obligatiemarkten.

Figuur 3: Olieprijs en ECB Rente (2005 – 2026)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

## 2026 versus 2022: meer verschillen dan overeenkomsten

De belangrijkste overeenkomst tussen 2026 en 2022 is dat in beide gevallen de energiecrisis ontstond door een verstoring aan de aanbodzijde. In 2022 had Europa te maken met een plotselinge afname van gasleveringen uit Rusland na de Russische inval in Oekraïne, terwijl in 2026 de sluiting van de straat van Hormuz zorgt voor aanbodproblemen en daardoor een sterke stijging van de energieprijzen. In beide situaties heeft de energieschok grote implicaties voor de economie en inflatie in Europa. Dit betekent echter niet dat de ECB op dezelfde manier moet reageren als in 2022. Kijken we namelijk verder dan de aanbodschok, dan zien we grote verschillen met de situatie in 2022.

### Economie: sterke groei na Corona

Begin 2022 was de economische groei sterk als gevolg van de inhaalvraag na corona. De groei werd ook flink geholpen door de enorme fiscale steun vanuit de overheden in de jaren ervoor. Dit leidde er onder andere toe dat het aantal faillissementen in Nederland tijdens de coronacrisis 40% à 50% lager lag dan normaal (bron: CBS). Ook was de fiscale steun niet altijd targeted oftewel maatwerk. Uit onderzoek van Deutsche Bank is gebleken dat de overheidssteun gedurende corona slechts voor 22% targeted was en dus voor een groot deel terecht kwam bij mensen of bedrijven die de steun niet per se nodig hadden. Dit leidde juist tot meer inflatiedruk. De overheidssteun in 2022 had dus een grote invloed op de economie. De energieschok kwam daarmee op een

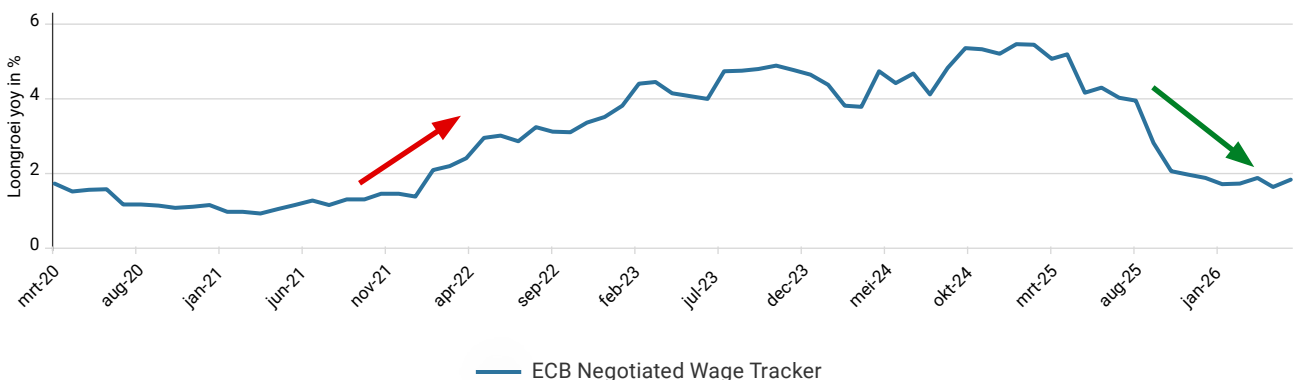
moment dat er al een grote inhaalvraag was na corona, forse fiscale stimulus vanuit de overheid en een krappe arbeidsmarkt met stijgende lonen als gevolg van de hogere inflatie door corona (zie figuur 4). De stijging van energieprijzen kwam hier nog eens bovenop en was daarmee letterlijk olie op het vuur; een versterking van de toch al aanwezige inflatoire trend.

Ondanks dat in 2026 de arbeidsmarkt nog steeds redelijk krap is, is de situatie momenteel wezenlijk anders. De economische groei is matig, er is zeker (nog) geen sprake van dezelfde mate van fiscale stimulus, terwijl de loongroei de laatste jaren juist flink aan het afnemen is. Daarnaast is het maar de vraag in hoeverre de AI-ontwikkelingen de arbeidsmarkt gaan beïnvloeden, al zal deze de positie van de werknemer er zeker niet sterker op maken. Kortom, hogere energieprijzen kunnen op termijn nog steeds leiden tot meer loondruk maar naar onze verwachting niet in de mate die we in 2022 gezien hebben gezien de huidige omstandigheden.

### Monetair: ruim beleid versus neutraal

Ondanks dat de groei na corona aantrok was het monetair beleid begin 2022 nog heel verruimend. Zo hield de ECB de deposito rente nog negatief op -0,50% tot juli en werden er nog steeds aankopen gedaan in de obligatiemarkt vanuit het kwantitatieve opkoopprogramma (QE). Hierdoor was bij de start van 2022 de 10-jaars rente nog steeds negatief en was geld lenen voor bedrijven nagenoeg gratis. Dit zeer verruimende monetaire beleid van de ECB werkte

Figuur 4: ECB Negotiated Wage Tracker (2020 – 2026)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

inflatie alleen maar verder in de hand. In tegenstelling tot 2022 is er in 2026 geen sprake van een ruim monetair beleid. De 2% rente die de ECB momenteel hanteert wordt over het algemeen gezien als neutraal en geeft daarmee geen extra inflatoire druk. Daarnaast wordt de balans van de ECB in 2026 juist verder afgebouwd door aflossingen niet opnieuw te beleggen. Mede hierdoor is de lange rente opgelopen en de rentecurve versteild, wat geld lenen juist duurder maakt en inflatie dus eerder afremt dan versterkt.



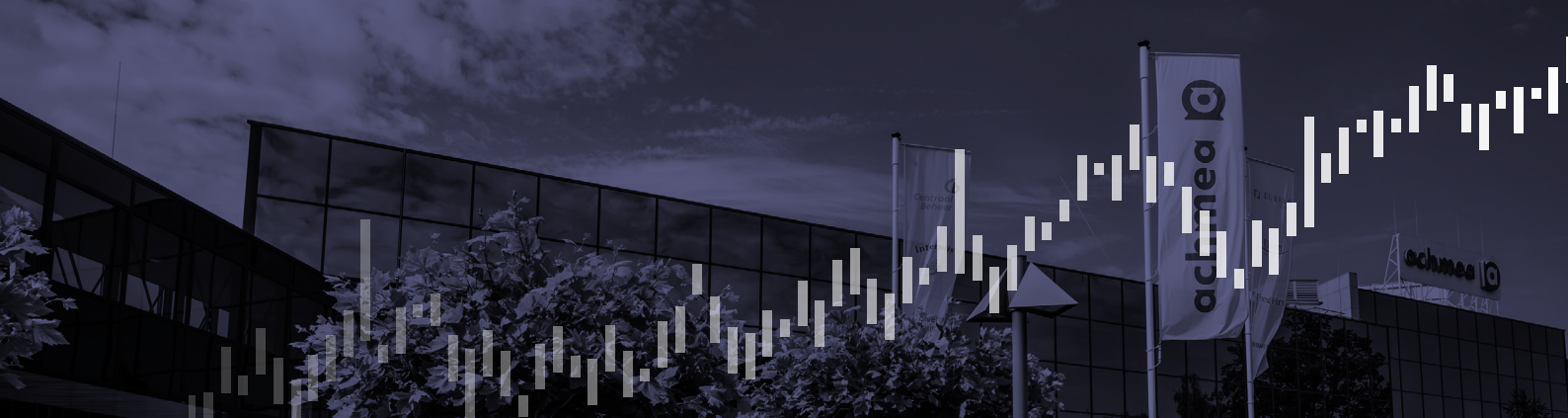
### ECB tussen wal en schip

Gezien de verschillen met 2022 en de lessen van de onnodige renteverhogingen in 2008 en 2011 is het dus niet verstandig van de ECB om op de automatische piloot de rente te verhogen als de inflatie boven de 2% uitkomt. Omdat de trage reactie in 2022 nog vers in het geheugen ligt, is het zeker niet uit te sluiten dat de ECB

1 of 2 keer de rente gaat verhogen. Maar als de groei te hard afzwakt, zullen deze verhogingen al snel worden gezien als de zoveelste beleidsfout van de ECB. Zeker als de Fed en/of de Bank of England besluiten om niet te verhogen.

Mocht de groei afzwakking in eerste instantie meevallen is een serie van renteverhogingen ook niet verstandig aangezien dit de economie op termijn meer kwaad dan goed zal doen, en het niets oplost aan het feitelijke probleem, namelijk het aanbod van olie. Renteverhogingen gaan ook leiden tot een verdere stijging van de euro en zo de exportmarkt onder druk zetten. Obligatiemarkten lijken op dit moment dan ook al voldoende te hebben ingeprijsd en vooral de rente op kortlopende obligaties lijkt aantrekkelijk voor de actieve belegger.

De ECB kan in onze optiek beter aandringen bij de overheden om de pijn van de energiecrisis te verzachten. Belangrijk hierbij is wel dat de stimulus dit keer wel 'targeted' is en dus ingezet wordt op specifieke knelpunten en tijdelijk is. Zoals bijvoorbeeld de aangekondigde accijnsverlaging op brandstof in Duitsland. Dit leidt direct tot lagere headline-inflatie en vermindert de negatieve impact op de economie. De ECB bevindt zich dus tussen wal en schip met enerzijds inflatie boven de doelstelling en anderzijds de afzwakkende groei. Geen prettige plek om te zitten maar met meer gerichte fiscale steun vanuit de overheden en toenemende kans op de-escalatie in het Midden-Oosten is het misschien verstandig voor de ECB om toch voorlopig even af te wachten en gewoon tussen wal en schip te blijven zitten.



## 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, impactbeleggen, 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 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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.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.