

LDI/Staatsobligaties

KWARTAALUPDATE

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Europa toont zich veerkrachtig
- Spreads tussen Europese landen verkleinen
- Versteilde rentecurve
- Fed zet versoepeling door

Vooruitzichten

- Afhankelijkheid van Duitsland
- Verdere versteiling van de rentecurve verwacht
- Frankrijk blijft onzeker, underperformance ligt op de loer

AUTEURS



Rob Dekker,
Senior Portfolio Manager
Fixed Income



Dimitar Serkyov,
Portfolio Manager
Fixed Income

THEMA

Versteiling rentecurves zet door, naar verwachting ook in 2026

De versteiling van de rentecurves was in 2025 een van de meest opvallende en bepalende ontwikkelingen op de mondiale financiële markten. Anders gezegd: de rente op langlopende obligaties steeg veel harder dan die op kortlopende obligaties. Aan het einde van het jaar bereikte de curve het steilste punt sinds 2018. Het verschil tussen de 30-jaars Duitse rente en de 10-jaars rente steeg met liefst 0,40%, een beweging die beleggers wereldwijd deed opkijken.

Gezien deze forse beweging rijst de vraag: zal de curve ook in het komende jaar verder versteilen? Zijn de factoren die voor de steile curve zorgden nog actueel of 'is this year different'?

[Lees verder op pagina 4](#)



Marktbeeld Q4 2025

Europese staatsobligaties lieten in het vierde kwartaal een gemengd beeld zien. Het kwartaal werd voornamelijk gekenmerkt door gebeurtenissen in de VS; het einde van de langste shutdown in de VS en daarmee een einde aan missende economische data, de renteverlagingen van de Fed en ontwikkelingen rondom AI. Ook speelde geopolitieke ontwikkelingen wederom een rol op de financiële markten. De ECB verlaagde de rente dit kwartaal niet. De markt verwacht nu dat de ECB voorlopig geen verdere stappen zal zetten. Per saldo steeg de Duitse 10-jaars rente met 0,14% naar 2,85%.

Europa toont zich veerkrachtig

De economische groei in Europa blijft veerkrachtig en toont zelfs enige veerkracht ondanks aanhoudende handelsspanningen met de VS. Dit wordt vooral ondersteund door de fiscale expansie in Duitsland, met name via omvangrijke pakketten voor infrastructuur en defensie. De samengestelde inkoopmanagersindex voor de eurozone liet in het vierde kwartaal van 2025 een lichte verbetering zien. De groei werd voornamelijk gedragen door een aanhoudend solide servicesector, terwijl de maakindustrie onder druk bleef staan.

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



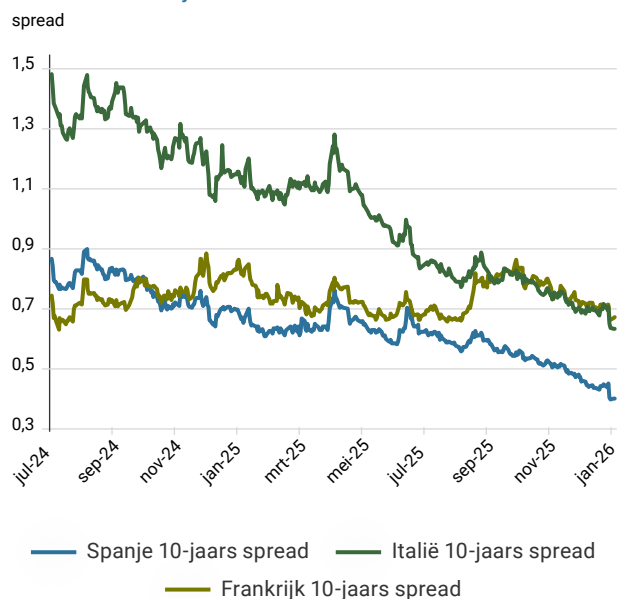
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Dankzij de verbeterde groeimomentum en het positieve sentiment rond de Duitse investeringspakketten heeft de ECB haar groeiverwachtingen voor de komende jaren naar boven bijgesteld. Inflatieverwachtingen werden voor 2026 naar boven bijgesteld met 0,3% en voor 2027 met 0,1% naar beneden. Eurozone inflatie in het vierde kwartaal daalde met 0,1% naar 2,1%, terwijl kerninflatie steeg met 0,1% naar 2,4%.

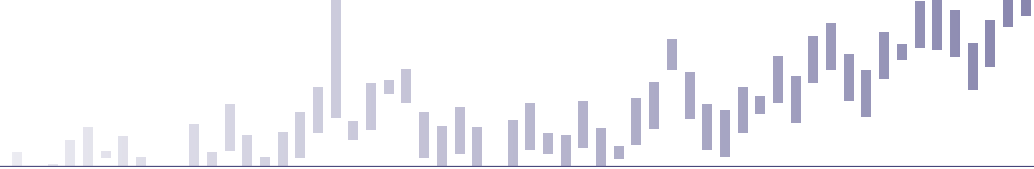
Spreads tussen Europese landen verkleinen

Tijdens het vierde kwartaal lieten landenspreads een sterke performance zien ten opzichte van Duitsland. Zo verkleinde het renteverskil tussen Italië en Duitsland met 15 basispunten en ook de Franse spread kwam ongeveer 13 basispunten in. Dit laat zien dat de verhoogde verwachten uitgaven van Duitsland als gevolg van de fiscale expansie druk zet op de Duitse rente en daarmee de spread verschillen binnen Europa verder verkleinen.

Figuur 2: 10-jaars spreadontwikkeling Spanje, Frankrijk en Italië



Bron: Bloomberg, Achmea IM



Versteilde rentecurve

In het vierde kwartaal versteilde de rentecurve opnieuw ondanks het feit dat er door de markt renteverlagingen van de ECB zijn uitgespeeld. Dit laat zien dat de andere factoren zoals uitgifteverwachtingen, begrotingszorgen, inflatievrees, twijfels over de geloofwaardigheid van centrale banken en de impact van de pensioentransitie in Nederland de rentes sterk beïnvloeden, vooral aan de lange kant.

Fed zet versoepeling door

Ondanks de langdurige overheidsshutdown in de VS, heeft de Fed in Q4 2025 de rente twee keer met 25 basispunten verlaagd. De Fed koos ervoor door te gaan met versoepeling ondanks beperkte en vertraagde officiële data door de shutdown.

De arbeidsmarkt koelde verder af tijdens het kwartaal. Tegelijkertijd bleef de economische groei robuust en de aandelenmarkt bereikte recordhoogtes, grotendeels gedreven door forse investeringen in AI en technologie.

Inflatie in de VS verraste ondanks de handelstarieven van Trump juist aan de onderkant. Het zal niet lang meer duren voordat Trump een nieuwe voorzitter voor de FED zal aanwijzen wat voor extra politiek gedreven renteverlagingen kan zorgen. De impact op de Amerikaanse obligatiemarkt bleef beperkt, met een daling van de rente op staatsobligaties van 4,15% naar 4,12%.

Vooruitzichten

Afhankelijkheid van Duitsland

De economische groei in Europa is wat verbeterd, maar is erg afhankelijk van de fiscale expansie uit Duitsland. Het is nog maar de vraag of dit ook volgend jaar al voor (structurele) groei gaat zorgen. Mocht de groei toch wat tegenvallen is het niet uitgesloten dat de ECB de rente alsnog een keer moet verlagen, zeker ook omdat inflatie naar verwachting iets onder de doelstelling van 2% gaat uitkomen. Op dit moment is er voor de komende 12 maanden geen verdere renteverlaging of verhoging ingeprijsd.

Verdere versteiling van de rentecurve verwacht

Verder speelt de pensioentransitie in Nederland ook een belangrijke rol, vooral aan de lange kant van de rentecurve, wat de komende maanden kan zorgen voor volatiliteit. Daarbij zal volgend jaar de uitgifte vanuit Duitsland flink toenemen, het is de vraag hoe dat door de markt zal worden geabsorbeerd. Gezien de afnemende vraag van Nederlandse pensioenfondsen en de toenemende uitgifte zien wij verdere ruimte voor versteiling van de rentecurve, zeker als dit samen gaat met een extra renteverlaging van de ECB.

Frankrijk blijft onzeker, underperformance ligt op de loer

Frankrijk heeft het afgelopen kwartaal sterk gepresteerd, maar de politieke situatie blijft daar lastig. We verwachten dat Franse obligaties weer wat gaan underperformen vanwege grote supply en politieke onrust die kan toenemen als de presidentsverkiezingen van 2027 dichterbij komen. Voor de overige landen zien we verdere convergentie van Europese spreads en blijven daarom positief op de Zuid-Europese landen.

Versteiling rentecurves zet door, naar verwachting ook in 2026

In het kort:

- De rentecurves zijn in 2025 uitzonderlijk sterk versteild, gedreven door oplopende lange rentes; deze trend lijkt in 2026 aan te houden.
- Recordhoog obligatieaanbod, QT en geopolitieke spanningen vergroten de druk op lange rentes. Beleggers eisen een hogere risicopremie op langlopende obligaties.
- Voor 2026 wordt hoge volatiliteit in lange rentes verwacht, waarbij actief rentecurve management essentieel is om zowel risico's te beheersen als kansen te benutten.

De versteiling van de rentecurves was in 2025 een van de meest opvallende en bepalende ontwikkelingen op de mondiale financiële markten. Anders gezegd: de rente op langlopende obligaties steeg veel harder dan die op kortlopende obligaties. Aan het einde van het jaar bereikte de curve het steilste punt sinds 2018. Het verschil tussen de 30-jaars Duitse rente en de 10-jaars rente steeg met liefst 0,40%, een beweging die beleggers wereldwijd deed opkijken.

Gezien deze forse beweging rijst de vraag: zal de curve ook in het komende jaar verder versteilen? Zijn de

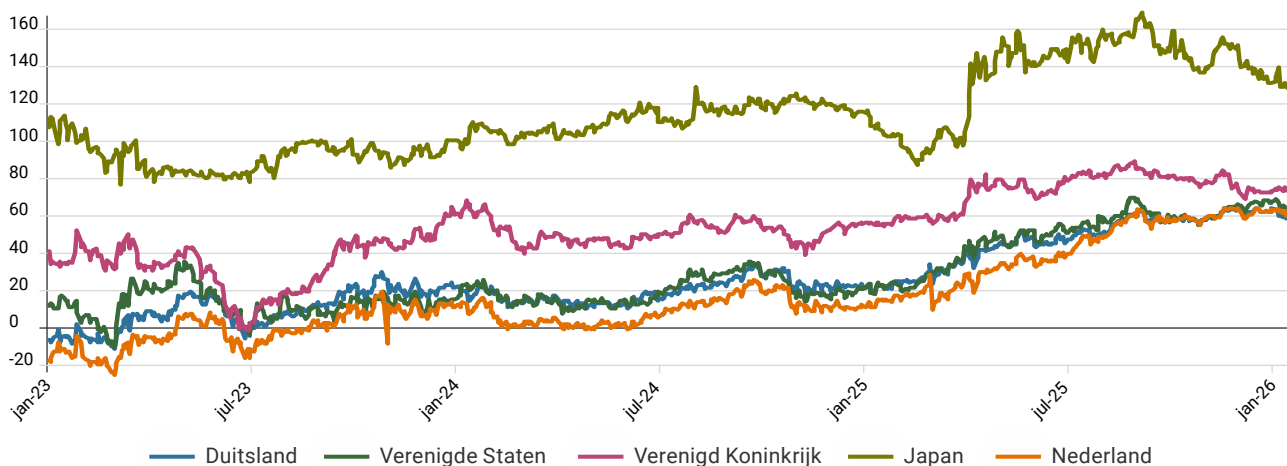
factoren die voor de steile curve zorgden nog actueel of 'is this year different'?

Pensioentransitie: de grootste drijver of slechts een bijrol?

In Nederland kreeg de rentecurve veel aandacht vanwege de pensioentransitie en de verwachte afbouw van de afdekking voor vaste toekomstige uitkeringen. Met iets meer van een derde van het vermogen dat per 1 januari 2026 overgegaan is naar het nieuwe stelsel, en gegeven dat Nederlandse pensioenfondsen een van de grootste kopers zijn van lange Europese obligaties, is de verwachte impact inderdaad significant.

Toch zien we dat curves in landen die geen of weinig onderdeel uitmaken van de afdekkingsportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen zoals in de VS, het VK of Japan net zo hard of zelfs harder zijn versteild dan de Duitse en Nederlandse curves. Dit alles in een omgeving waar de verwachte inflatie (op basis van breakevens of swaps) stabiel blijft of zelfs daalt, waardoor de vereiste inflatierisicopremie op de lange rentes niet hoeft te stijgen ten opzichte van voorgaande jaren. Er zijn dus duidelijk ook andere factoren die de versteiling drijven naast de pensioentransitie.

Figuur 3: Belangrijkste wereldwijde rentecurves 10-30



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Record obligatie-uitgifte in 2026

Een significantere factor die voor de mondiale versteiling van de rentecurve zorgde is wat ons betreft de sterke toename van obligatie uitgiftes vanwege de structurele en significante overheidstekorten. In 2026 zal de bruto obligatie-emissie van de eurozone landen een nieuw record bereiken van circa €1,47 biljoen, vergeleken met €1,39 biljoen in 2025. Deze stijging komt vooral door hogere uitgiftes van Duitsland en meer herfinancieringen van aflopende leningen.

Daarnaast blijven de Eurolanden steeds meer gezamenlijk financiering zoeken via de EU-programma's zoals NextGenerationEU (NGEU) en het nieuwe SAFE instrument voor defensie gerelateerde leningen. De ECB laat ook jaarlijks ongeveer 350 miljard aan Europese obligaties aflopen en koopt daar vanwege de Quantitative Tightening geen nieuwe obligaties voor terug.

Het jaar 2026 wordt dus wederom een jaar van recordaanbod, met als grote vraag of de vraagzijde (pensioenfondsen, verzekeraars, buitenlandse investeerders) deze continue stroom van uitgiftes kan opvangen zonder extreme versteiling van de rentecurve.

Als reactie op de gestegen financieringskosten zien we bij sommigen Eurozone-schuldagentschappen een reductie van de gemiddelde looptijd van nieuwe uitgiftes. Zo heeft het Nederlandse Agentschap DSTA de minimale gemiddelde looptijd van de gecombineerde schuldportefeuille recent verlaagd van 8 jaar naar

7,5 jaar. Ook de EU gaat dit jaar geen nieuwe 30-jaar obligatie naar de markt brengen.

Hoewel de gemiddelde looptijd in de eurozone voor 2026 vrijwel gelijk blijft aan vorig jaar, zien we over meerdere jaren een duidelijke daling (zie figuur 4). Dit heeft tot op heden geen vervlakking van de rentecurve veroorzaakt maar heeft waarschijnlijk wél geholpen om een nog sterkere versteiling te temperen.

Geopolitieke druk

Een andere factor die heeft bijgedragen aan hogere risicopremies aan het lange eind van de rentecurve is de toegenomen geopolitieke onzekerheid. Sinds de inauguratie van Trump begin vorig jaar is de wereld nog instabieler en gefragmenteerder geworden. De confrontatie met China is verder geëscaleerd en een handelsoorlog met grote delen van de wereld is ontbrand. Daarnaast blijven de situaties in Groenland, Venezuela, Iran, Gaza en Oekraïne uiterst onzeker, zowel wat betreft het verdere verloop als de mogelijke implicaties voor de energieprijzen en financiële markten. De Verenigde Staten, onder leiding van Trump, streven ernaar wereldwijd dominantie uit te oefenen. Dit laat weinig ruimte voor bezuinigingen op defensie, maar evenmin op binnenlandse zaken om de politieke basis intact te houden. Tegelijkertijd leiden de grote investeringen in het terughalen van industrieën naar de VS tot een verder oplopend overheidstekort via de 'One Big Beautiful Bill'.

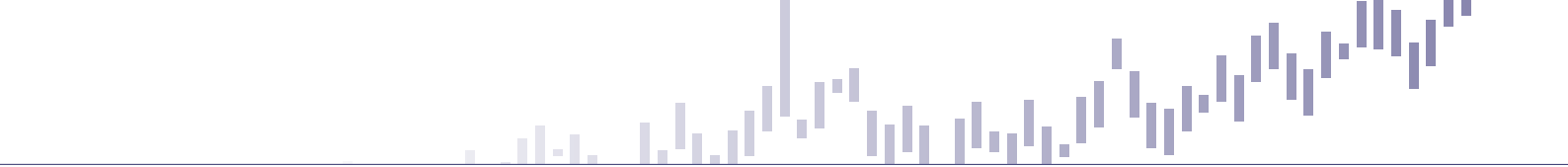
De complexe agenda van de Amerikaanse regering, gecombineerd met torenhoge schulden en tekorten, vraagt om nauwere coördinatie tussen fiscaal en monetair beleid. De huidige én toekomstige uitgaven zijn op de lange termijn moeilijk te financieren tegen de huidige renteniveaus. Hierdoor staat de Federal Reserve onder zware druk om de rente te verlagen, terwijl de inflatie nog hoog blijft. Een politiek gedreven, forse rentedaling zou het vertrouwen in de obligatiemarkt verder kunnen ondermijnen.

Het is dan ook geen verrassing dat beleggers een hogere risicopremie eisen op langlopende obligaties en dat de vraag naar reële beleggingen, zoals goud, sterk is toegenomen. Tot slot zorgen de snelle ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie voor extra onzekerheid, omdat deze de economie en arbeidsmarkt ingrijpend kunnen veranderen.

Figuur 4: The Bloomberg euro-Aggregate Weighted Average Time to Maturity



Bron: Bloomberg, Achmea IM



Vooruitblik 2026: de curve blijft bewegen

Alles afwegend verwachten wij voor 2026 aanhoudend hoge volatiliteit in lange rentes en een verdere versteiling van de rentecurves. De belangrijkste krachten achter de versteiling van 2025, het recordhoge obligatieaanbod en de geopolitieke onzekerheid zijn niet alleen nog volledig actueel maar worden in sommige gevallen zelfs sterker. Daarnaast draagt de lopende pensioentransitie eveneens bij aan druk richting steilere curves.

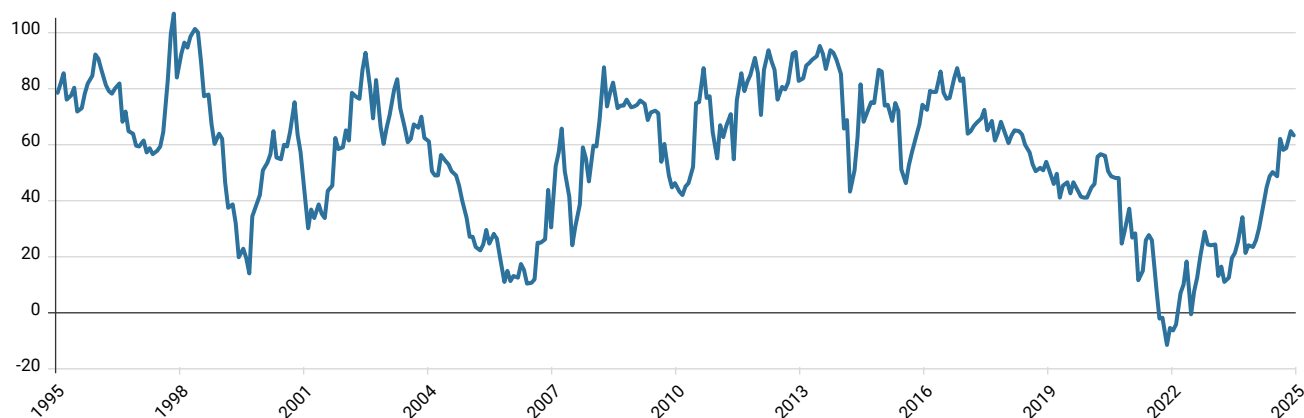
Na de sterke versteiling in 2025 klinkt verdere versteiling misschien niet heel waarschijnlijk. Maar historisch gezien liggen de huidige rentecurven nog altijd pas rond hun langetermijn gemiddelde (zie figuur 5). Gezien de structurele uitdagingen waar we nu mee te maken hebben, kan de curve wel eens steiler worden dan we in het verleden ooit gezien hebben.

Rentecurve-management blijft belangrijk!

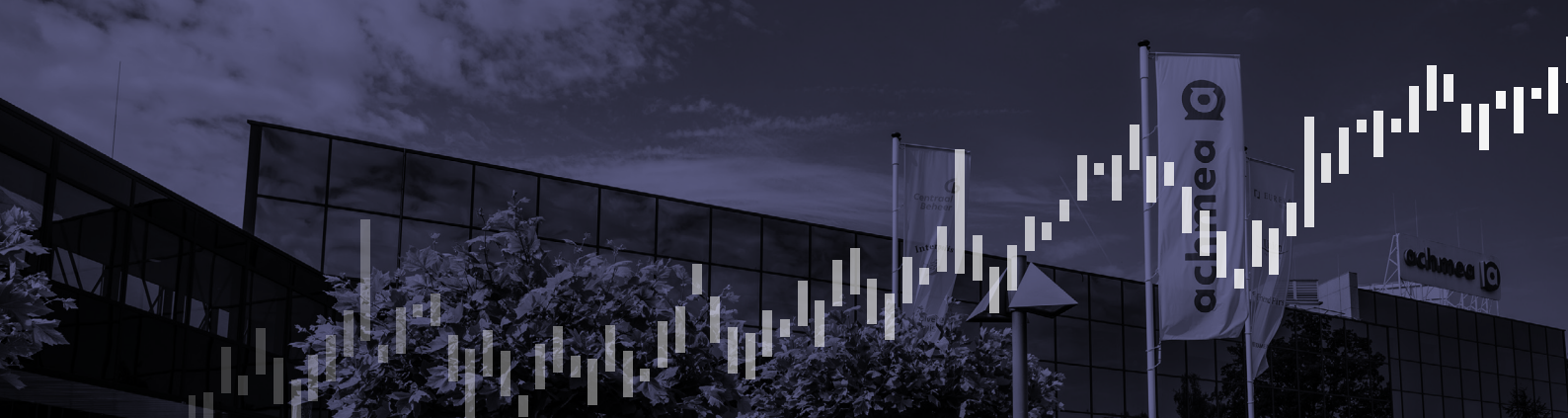
Veel marktpartijen hebben al geanticipeerd op deze beweging en hebben aanzienlijke speculatieve posities opgezet voor een verdere versteiling van de curve. Zulke concentraties kunnen bij een onverwachte draai in macrodata, begrotingstekorten of centrale bank communicatie leiden tot versnelde en versterkte marktbevingen, met risico op gedwongen afbouw van posities op ongunstige niveaus.

Daarom is het in deze marktomgeving cruciaal dat beleggers de rentecurve scherp blijven monitoren, actief inspelen op veranderingen en kansen tijdig benutten. Actief rentecurve management is in deze onrustige markt niet alleen essentieel om risico's te beheersen, maar ook de manier om rendement te maken.

Figuur 5: Duitsland 10-30 curve



Bron: Bloomberg, Achmea IM



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

E-mail: 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, +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 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.