

KWARTAALUPDATE

# LDI/Staatsobligaties

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Oplopende rentes op obligatiemarkten
- Economische groei in de Eurozone komt tot stilstand
- Inflatie dalend
- Landenspreads lopen uit
- Fed verhoogt de rente naar 5,5%

### Vooruitzichten

- Economische groei de komende periode rond de 0%
- Inflatedaling zet door, wat doen de energieprijzen?
- Overheidsfinanciën van met name minder kredietwaardige landen komen onder druk te staan

## AUTEURS



Rob Dekker,  
Senior Portfolio Manager  
Fixed Income



Dimitar Serkyov,  
Portfolio Manager  
Fixed Income



## THEMA

# Kans op nieuwe Euroschulden crisis?

De afgelopen twee jaar zijn de schuldquotes van de landen in de Eurozone gedaald als gevolg van de sterke economische groei na corona en vooral door de hoge inflatie. Dit ondanks de enorme steunmaatregelen die de overheden hebben doorgevoerd en deels nog steeds doorvoeren. Kortom de schulden stegen wel, maar de *nominale* groei steeg nog sneller.

Inmiddels is de economie in 2023 flink afgezwakt en ligt de groei nu rond de 0%. Inflatie is de afgelopen maanden gedaald en zal vooral in het vierde kwartaal een verdere daling laten zien. Ondertussen kampen de meeste landen nog steeds met een overheidstekort van ruim boven de 3% en is de rente inmiddels flink opgelopen. Schuldquotes kunnen de komende jaren daarom juist weer gaan stijgen. Is er kans op een nieuwe schulden crisis in Europa?

[Lees meer op pagina 3 →](#)

# Marktbeeld

## Oplopende rentes op obligatiemarkten

In het derde kwartaal liep de rente op de wereldwijde obligatiemarkten verder op. De ECB verhoogde de beleidsrente naar 4% en gaf aan dit niveau voorlopig hoog genoeg te vinden. De ECB wil het huidige renteniveau langer vasthouden om zo inflatie te beteugelen. Dit hielp de rente curve verder versteilen. De 10-jaars Duitse rente steeg met 0,45% naar 2,84% terwijl de 2-jaars rente onveranderd bleef in het derde kwartaal op een niveau van 3,20%.

## Economische groei in de Eurozone komt tot stilstand

De economische groei in de Eurozone is inmiddels tot stilstand gekomen. De productiesector lag al enige tijd onder druk, maar in het derde kwartaal is ook de servicesector flink afgezwakt. Ondanks de tegenvallende economische data blijft de arbeidsmarkt in de Eurozone nog goed. Het aantal vacatures neemt wel af, maar de werkloosheid blijft nog op een historisch laag niveau wat de economie nog enige steun geeft. Ook loonstijgingen blijven boven de historische niveaus, dit zorgt voor een vertraging van de disinflatie.

## Inflatie dalend

Inflatie is inmiddels flink afgenomen sinds de piek op 10,6% eind vorig jaar. In het derde kwartaal daalde inflatie van 5,5% naar 4,3%, vooral gedreven door lagere energieprijzen in vergelijking met vorig jaar. Ook kerninflatie liet een daling zien naar 4,5%. De ECB verhoogde de rente 2 keer met 0,25% naar 4% en verwacht dat dit niveau voldoende is om inflatie naar

2% te brengen. De sterke stijging van de olieprijs in het derde kwartaal is wat dat betreft een tegenvaller voor de ECB.

## Landenspreads lopen uit

Landenspreads liepen uit in het derde kwartaal. Italië stelde het verwachte overheidstekort voor 2023 en 2024 opwaarts bij en het renteververschil met Duitsland steeg met ruim 0,25% naar 1,94%. Nu de ECB klaar is met renteverhogingen komt de focus te liggen op het verder afbouwen van de balans. Meerdere ECB leden hebben aangegeven te willen kijken naar het versneld afbouwen van het PEPP- aankoopprogramma, wat per saldo ook negatief was voor landenspreads. PEPP werd tijdens Covid geïntroduceerd als steun instrument en heeft de flexibiliteit om herbeleggingen naar specifieke landen te alloceren wanneer de ECB dat nodig acht.

## Fed verhoogt de rente naar 5,5%

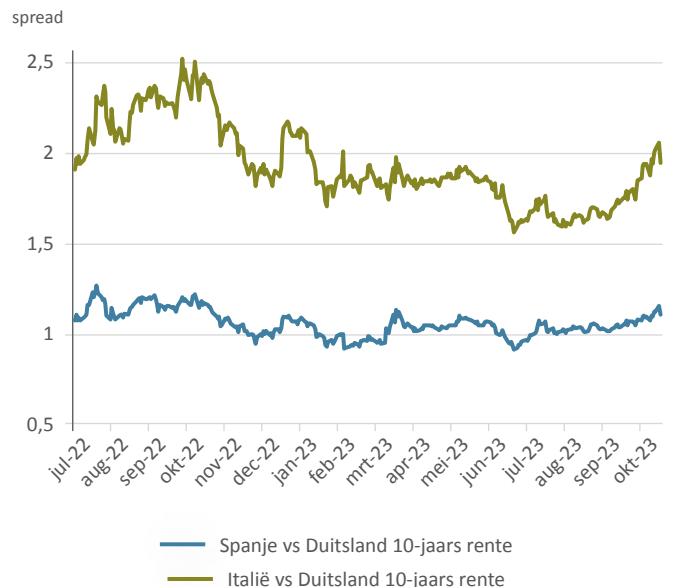
In de Verenigde Staten lijkt ook de Fed de rente niet verder te willen verhogen. De Fed verhoogde de rente in het derde kwartaal 1 keer met 0,25% naar een niveau van 5,5%. De economische groei in de Verenigde Staten blijft relatief goed liggen ondanks de serie renteverhogingen. De fiscale stimulus die de Amerikaanse overheid doorvoert heeft inmiddels wel geleid tot een overheidsstekort van meer dan 8%. De oplopende schuld was voor Fitch een reden om de kredietrating van de Verenigde Staten te verlagen van AAA naar AA+. Samen met een sterk toenemende uitgifte van staatsobligaties leidde dit tot een stijging van de 10-jaars rente van meer dan 0,70% naar 4,57%.

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



Bron: Achmea IM, Bloomberg

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



Bron: Achmea IM, Bloomberg

## Vooruitzichten

### Economisch groei de komende periode rond de 0%

De vooruitzichten voor de Eurozone blijven matig. De economische groei ligt rond de 0% en de verwachting is dat dit ook de komende kwartalen zo blijft. Het ECB-beleid werkt met enige vertraging door en een groot deel van de impact op de economie zal nog gaan komen. Ook is er sprake van een dalende vraag naar krediet wat op termijn ook de groei zal raken.

Zolang de arbeidsmarkt echter goed blijft zullen consument-bestedingen op peil blijven en daarmee zou een diepe recessie voorkomen kunnen worden. Positief voor de consument is ook dat inflatie inmiddels flink gedaald is waardoor het reële inkomen verbeterd.

### Inflatiedaling zet door

De recente daling van inflatie zal ook in het vierde kwartaal doorzetten en zelfs onder de 3% kunnen uitkomen. Met deze daling zal het grootste deel van de basiseffecten uit de cijfers zijn en zal een verdere afname van inflatie meer geleidelijk gaan. Ook kerninflatie zal de komende maanden gaan afzwakken. Looninflatie is nog hoog maar zal naar verwachting met enige vertraging headline inflatie gaan volgen. Een nieuwe stijging van de energieprijzen blijft het grootste risico voor de inflatie.

Nu de inflatie daalt, neemt de druk op de ECB af en lijken verdere renteverhogingen niet noodzakelijk. Aangezien kerninflatie voorlopig nog wel boven de 2% blijft zal de ECB de rente zo lang mogelijk restrictief willen houden. Gevolg hiervan is wel dat de economische groei langer onder druk blijft en het risico op een diepere recessie wel toeneemt.

### Overheidsfinanciën van met name minder kredietwaardige landen komen onder druk te staan

Het gemiddelde overheidstekort van de Eurozone ligt nog boven de 3%. Een aantal landen zal met de huidige groei ook de komende jaren moeite hebben om weer onder de 3% grens te komen terwijl volgend jaar de Europese begrotingsregels weer gaan gelden. De hoge rente en het vervroegd afbouwen van het PEPP-programma zet de overheidsfinanciën verder onder druk. Fiscale verkrapping op het moment dat de economie amper groeit vergroot verder de kans op recessie.

Wij verwachten dat de lage groei en netto extra uitgaves zal leiden tot een verdere versteiling van de rentecurve en oplopende renteversillen tussen de Europese landen. Vooral de minder kredietwaardige landen met relatief hoge schulden en dus hoge leenbehoefte kunnen onder druk komen te staan.

[Meer hierover in het thema-artikel.](#)

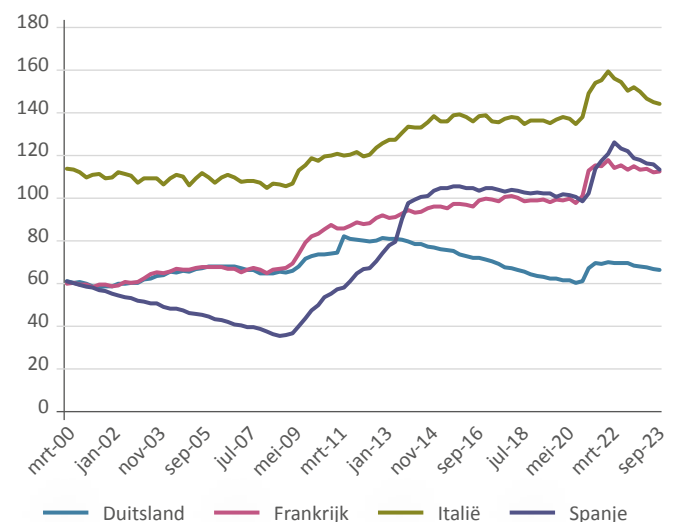
## THEMA

# Kans op nieuwe Euroschulden crisis?

### Beleggers beginnen zich zorgen te maken

De afgelopen twee jaar zijn de schuldquotes van de landen in de Eurozone gedaald als gevolg van de sterke economische groei na corona en vooral door de hoge inflatie. Dit ondanks de enorme steunmaatregelen die de overheden hebben doorgevoerd en deels nog steeds doorvoeren. Kortom de schulden stegen wel, maar de *nominale* groei steeg nog sneller. Inmiddels is de economie in 2023 flink afgezwakt en ligt de groei nu rond de 0%. Inflatie is de afgelopen maanden gedaald en zal vooral in het vierde kwartaal een verdere daling laten zien. Ondertussen kampen de meeste landen nog steeds met een overheidstekort van ruim boven de 3% en is de rente inmiddels flink opgelopen. Schuldquotes kunnen de komende jaren daarom juist weer gaan stijgen. Is er kans op een nieuwe schulden crisis in Europa?

Figuur 3: Overheidsschuld als percentage van het Bruto Binnenlands Product



Bron: Eurostat, Bloomberg

**2008: olopende overheidstekorten, herstructurering van Griekse schulden**

Tijdens de financiële crisis in 2008 liepen overheidstekorten snel op als gevolg van de steun aan de financiële sector. Na de crisis moest er flink bezuinigd worden om de tekorten weer weg te werken. De bezuinigingen gingen echter ten koste van de economische groei en dit leidde vervolgens tot de schuldencrisis waarbij de minder kredietwaardige landen in de problemen kwamen. De Griekse schuld moest zelfs geherstructureerd worden. Harde bezuinigingen bleken dus niet de oplossing voor de toenemende schulden. Tijdens de coronacrisis en ook de energiecrisis besloten de overheden dan ook vol in te zetten op financiële steunpakketten voor bedrijven en burgers. Eventuele bezuinigingen om dit te financieren kwamen dit keer niet eens ter discussie. Uiteraard werden de overheden geholpen door het monetaire beleid van de ECB die rente naar ongekend lage niveaus bracht en alle uit te geven staatsobligaties opkocht.

**2023: wederom druk op overheidstekorten**

Dit ruime fiscale en monetaire beleid werd ook veel langer dan nodig vastgehouden wat leidde tot een historisch hoge inflatie en uiteindelijk werd de ECB gedwongen de rente fors te verhogen. Nu het monetair beleid is verkrappt en de groei is afgezwakt naar 0% ontstaat er opnieuw een moeilijke situatie voor Europese landen met een hoge schuld en een hoog overheidstekort:

- Olopende financieringskosten door hoge rente.
- Dalende inkomsten door lage groei en vooruitzichten voor groei zijn niet al te rooskleurig.
- Hogere structurele overheidsuitgaven vanwege onder andere de energietransitie, defensie-uitgaven en demografische ontwikkelingen.
- Minder ECB aankopen van staatsobligaties.

**Grote verschillen tussen Eurolanden**

Vanwege de coronacrisis werden de Europese begrotingsregels tijdelijk opgeschort. Vanaf 2024 gaan de regels echter weer gelden en in onderstaande tabel is te zien dat er meerdere Eurolanden niet gaan voldoen aan het maximale overheidstekort van 3%. Daar komt bij dat deze tekorten over het algemeen nog zijn gebaseerd op zeer optimistische groeiverwachtingen. Zo heeft Italië enkele weken geleden nog aangegeven een hoger overheidstekort te verwachten, maar blijft de verwachting voor de groei nog boven de 1% voor de komende jaren. In Frankrijk en België lijkt er de komende jaren zeer weinig te gebeuren aan het te hoge overheidstekort. Landen als Ierland en Portugal scoren op fiscaal gebied juist veel beter.

Inmiddels beginnen beleggers zich ook meer zorgen te maken over schulden, nu de 10-jaars Italiaanse rente rond de 5% noteert. Ook de renteversillen tussen de andere Eurolanden en de meest veilige Duitse staatsobligaties beginnen op te lopen. Zo is de spread tussen Italië en Duitsland na de zomer met 0.40% toegenomen maar is ook versus Frankrijk het renteverskil nu 0.10% groter. Gaat Europa opnieuw richting een schuldencrisis?

De schuldquotes kunnen zeker gaan stijgen als de Europese economie in een recessie terecht gaat komen, vooral als daarbij ook inflatie weer terugvalt naar een laag niveau. Een hoge inflatie helpt namelijk om de schuldquotes onder controle te houden. De risico's op een nieuwe schuldencrisis nemen toe zoals hierboven beschreven. De ECB en de overheden zullen daarom een fijne balans moeten vinden tussen inflatie en groei.

Figuur 4: Overheidstekorten in percentage Bruto Binnenlands Product

Overheidstekorten in % BBP	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Austria	-3,2	-1,7	-1,4	-1,3	-1,3	-1,4	
België	-4,8	-5,5	-5,4	-5,3	-5,4	-5,5	-5,5
Duitsland	-2,7	-3	-1,5	-0,9	-0,6	-0,5	-0,5
Frankrijk	-5	-5,3	-4,8	-4,7	-4,5	-4,5	
Griekenland	-4,5	-1,9	-1,4	-1,2	-0,9	-0,7	
Ierland	-0,2	0,4	0,6	0,8	0,8	0,9	
Italië	-8	-5,3	-4,3	-3,6	-2,9	-2,3	-2,3
Nederland	-1	-2,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,5	-1,4
Portugal	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Spanje	-4,6	-4,6	-3,6	-3,9	-4,1	-4,1	
Eurzone	-3,6	-3,4	-2,7	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1

Bron: IMF, Italian Ministry of Finance, Achmea IM

### The Transmission Protection Instrument (TPI)

Vorig jaar heeft de ECB een nieuw steun instrument geïntroduceerd: Transmission Protection Instrument (TPI). Dit instrument kan geactiveerd worden als er volgens de ECB sprake is van “unwarranted, disorderly market dynamics that pose a serious threat to the transmission of monetary policy across the euro area”. Als er wordt voldaan aan bepaalde criteria kan de ECB in principe onbeperkt obligaties gaan opkopen van een land met een looptijd tot 10 jaar.

Het TPI wordt vaak gezien als een belangrijk middel om fragmentatie in de Eurolanden te voorkomen. In de praktijk wordt het TPI vaak vergeleken met het al bestaande ESM (Europees Stabiliteitsmechanisme), alleen dan zonder de strenge voorwaarden die aan een ESM-lening zijn verbonden. Kijkend naar de criteria om voor TPI in aanmerking te komen, zal het voor de ECB echter lastig worden om het TPI echt te gaan gebruiken. Zo moet het land voldoen aan het EU fiscaal framework en zich niet in een excessive deficit procedure (EDP) bevinden. Iets wat juist vanwege de hoge overheidstekorten in 2024 wel kan gebeuren bij bijvoorbeeld Italië.



De 10-jaars Italiaanse rente noteert inmiddels rond de 5%

### Portugal, Ierland en Griekenland voldoen nu wel aan de regels

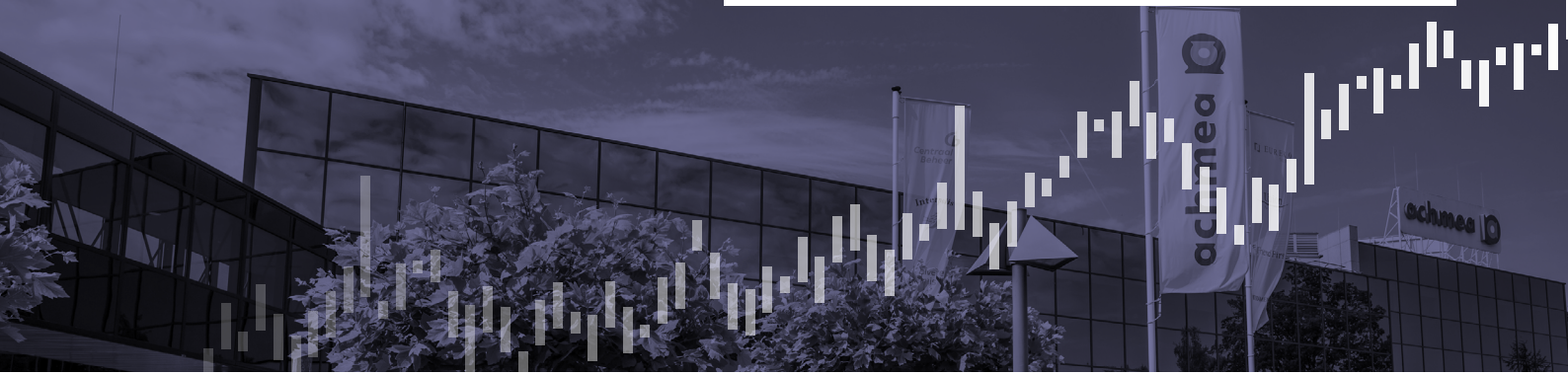
Het is op zich logisch dat landen geen inmenging vanuit Brussel willen bij hun lokale beleid. Maar het is geen toeval dat de landen die tijdens de schulden crisis geholpen zijn door het ESM (of voorloper hiervan) Portugal, Ierland en Griekenland nu wel fiscaal voldoen aan de regels. Deze landen hebben destijds ingrijpende maatregelen moeten nemen om de schulden onder controle te brengen. Naast geen of een laag overheidstekort zien we in deze landen ook een hogere groei en de renteversillen met Duitsland blijven laag. Bovendien hebben alle drie deze landen een of meerdere ratingverhogingen gehad in 2023 terwijl Frankrijk juist een verlaging van de rating kreeg. De grote verschillen op fiscaal gebied tussen de Eurolanden lijkt dus al tot enige fragmentatie te leiden.

### Kortetermijn schulden crisis afhankelijk van “Brussel”

De hoge schulden en structurele tekorten in een aantal landen zijn al langer een probleem voor de Eurozone. Bij elke nieuwe crisis stijgen de schuldenratio's verder, terwijl in goede tijden weinig herstel plaatsvindt. Grote landen als Frankrijk, Spanje en Italië hebben weinig tot geen poging gedaan om de economieën en overheidsfinanciën structureel te hervormen.

De politieke wens om Europa bij elkaar te houden is momenteel nog sterk en zolang Europa een eenheid blijft lijkt de schuld voorlopig beheersbaar. Het blijft een politieke keuze om fiscaal zwakkere landen te steunen en verschillende Europese fondsen en ECB-programma's kunnen de landen de komende jaren nog helpen om de tekorten te financieren.

Een lange termijn structurele oplossing kan echter alleen maar door hervormingen. De steun van de rijkere landen richting de minder kapitaalcrachtige landen kan niet oneindig doorgaan. Als landen niet zelf in staat zijn om de nodige hervormingen door te voeren, zullen ze op een gegeven moment gedwongen worden. Nu de handen van de ECB grotendeels gebonden zijn vanwege de hoge inflatie en de Europese instituties niet in staat zijn om landen te dwingen zal de druk, zoals wel vaker, via de financiële markten opgevoerd gaan worden.



#### 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 Jeroen van Rumund, Business Development Director, [Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl](mailto:Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl), +31 6 224 559 26  
of 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. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstelling voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 betrokken 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 beleggingsinstelling 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 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.