

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties liepen met maar liefst 34 basispunten op
- Snel geld: recordhoeveelheden nieuwe uitgiftes van obligaties in januari
- Exposure naar Rusland relatief beperkt
- Gewillige absorptie van nieuwe uitgiftes in maart
- Aan het eind van het kwartaal stonden spreads alweer op het niveau van vóór de inval van Rusland in Oekraïne

Vooruitzichten

- Groeivoorzichten smelten weg als sneeuw voor de zon door uit de pan rijzende energieprijzen
- Inflatierisico's blijven
- Bedrijven staan er goed voor, weinig downgrades verwacht
- ECB zet de verhouding tussen vraag en aanbod op scherp

Positionering

- Onderwogen risicopositie

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Björn Straijer,
Portfolio Manager
Credits

THEMA

Covered bonds, nieuwe kansen door een terugtrekkende ECB

Het reusachtige *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) domineerde de afgelopen jaren het nieuws als het ging om steunpakketten vanuit de ECB. Het was echter het *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO's) programma van diezelfde ECB dat een veel grotere impact had op de covered bonds markt. Banken gaven minder nieuwe covered bonds uit omdat zij bij de ECB voor een aanzienlijk gunstiger tarief van -1.00% konden lenen. De markt droogde op en spreads werden steeds krappere.

Deze "bankensubsidie" kwam bij zicht op economisch herstel in het vizier om versoberd te worden. Banken lijken daardoor nu een inhaalslag te maken in de uitgifte van covered bonds. Begin april is dit jaar tot nu toe driemaal zoveel aanbod naar de markt gekomen als in dezelfde periode vorig jaar. Gedurende dit jaar lijkt het thema vooral te worden: Fundamentals do matter. Het wegvallen van de grote vraag naar covered bonds betekent in onze optiek dat spreads weer beter het onderliggende risico zullen reflecteren, meer uiteen zullen lopen en ook meer zullen bewegen. Hiermee verschuift de focus van het identificeren van grote kopers naar een fundamentele bottom-up aanpak.

[Lees meer op pag 4 →](#)



Marktbeeld

Spreads bedrijfsobligaties liepen met maar liefst 34 basispunten op

De stijging verliep relatief geleidelijk en werd vooral gedreven door de sterk oplopende inflatie. Om deze inflatie te bestrijden, verkrapten centrale banken wereldwijd monetair. Dit zorgt voor rentestijgingen, wat slecht is voor de economische groei.

Recordhoeveelheden nieuwe uitgiftes van obligaties in januari

Gevolg hiervan was ook dat veel bedrijven begin van dit jaar nog snel even geld wilden ophalen. Uiteindelijk kwam er in januari een recordhoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt. Spreads stegen verder toen de ECB begin februari de deur voor renteverhogingen op een kier zette. Aangezien de ECB bleef vasthouden aan het mantra “eerst de monetaire steunaankopen afbouwen, dan pas de rente verhogen”, had dit ingrijpende gevolgen voor de bedrijfsobligatiemarkt. De ECB is namelijk een zeer grote koper, die mogelijk al deze zomer wegvalt.

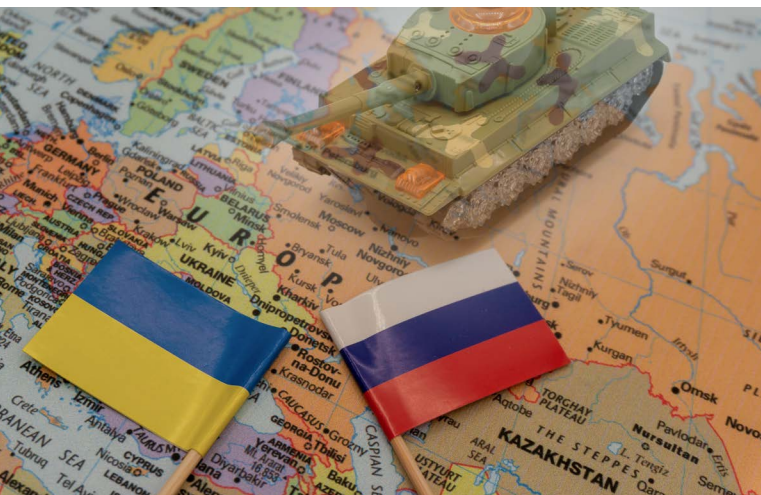
Exposure naar Rusland relatief beperkt

Eind februari werden financiële markten nog nerveuzer door de inval van Rusland in Oekraïne. Spreads liepen in eerste instantie met slechts vier basispunten op. De directe Rusland exposure binnen euro investment grade is beperkt. Bovendien reageerden de Westerse landen in eerste instantie met een beperkt sanctiepakket. Poetins honger bleek echter niet gestild met alleen de twee oostelijke “republieken” Donetsk en Loegansk.

spreads nog verder op. Beleggers wogen de mogelijkheid van een boycot van Russisch gas, met een diepe recessie in Europa tot gevolg. Toen diverse Europese regeringsleiders waaronder Mark Rutte zich hier duidelijk tegen keerden, trad er wat ontspanning op in de financiële markten en begonnen spreads voorzichtig te dalen.

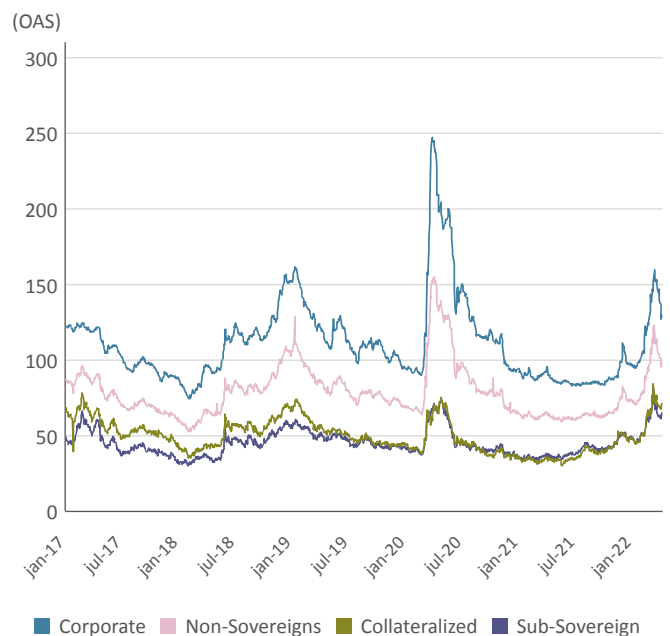
Gewillige absorptie van nieuwe uitgiftes; spreads normaliseren tot niveau van voor de inval

Begin maart kondigde de ECB tot veler verrassing aan dat het opkoopprogramma versneld afgebouwd zou worden om de inflatie te bestrijden. Dit bracht de daling van spreads kortstondig een halt toe. Maar toen er serieuze voortgang geboekt leek te worden in de onderhandelingen tussen Rusland en Oekraïne ontspanden markten verder. Deze ontspanning gaf bedrijven ook de gelegenheid nieuwe obligaties te plaatsen. In eerste instantie ging dat gepaard met aanzienlijke premies ten opzichte van uitstaand papier. Toen de markt dit nieuwe papier gewillig leek te absorberen, werden deze premies snel kleiner. Het conflict in Oekraïne verdween gaandeweg de maand steeds meer naar de achtergrond: voorzichtige tekenen tot concessies tussen de vechtende partijen werden bejubeld, terwijl het negatieve nieuws genegeerd werd. Eind maart stonden spreads alweer op het niveau van vóór de inval van Rusland in Oekraïne.



Op 24 februari startte hij met een grootschalige invasie van Oekraïne. De Westerse gemeenschap voerde daarop de druk sterk op door een groot aantal banken uit het internationale betalingsverkeersysteem Swift te gooien en zelfs de assets van de Russische centrale bank te bevriezen. Spreads liepen daarop nog eens 11 basispunten op. Begin maart liepen

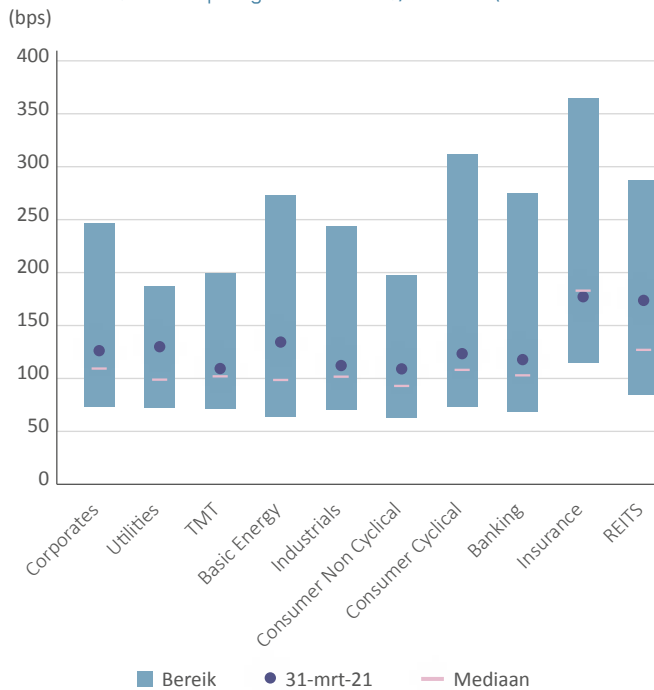
Figuur 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt, 2017 - Q1 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Qua sectoren viel de energie-intensieve chemiesector in negatieve zin op: zij leed onder de hoge energieprijzen. Daartegenover deden de cyclische minder gevoelige TMT-sector (telecom, media en technologie) en niet-cyclische consumentensector het juist erg goed.

Figuur 2: Waardering creditmarkten
(risico-opslagen sectoren), 2017 - Q1 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Groevooruitzichten smelten weg als sneeuw voor de zon door uit de pan rijzende energieprijzen

De impact van de Russische inval in Oekraïne is het meest zichtbaar in de stijgende energieprijzen. Wij gaan er van uit dat het conflict in Oekraïne niet snel voorbij is. Bovendien heeft Rusland nog meer van haar krediet verspeeld bij de internationale gemeenschap door vermeende oorlogsmisdaden. Dat betekent dat sancties van kracht blijven of zelfs nog worden uitgebreid en energieprijzen hoog blijven. De directe impact daarvan op de wereldeconomie is beperkt, hoewel individuele bedrijven uiteraard wel hard getroffen kunnen worden.

Inflatierisico's blijven

Het belangrijkste risico op dit moment is echter dat inflatie hoger uitvalt dan wel langer aanhoudt. Centrale banken wereldwijd zullen daarop reageren met nog agressievere renteverhogingen. Het recessiescenario blijft dan ook op de loer

liggen. Wat daarbij niet helpt is dat door de oplopende prijzen het consumentenvertrouwen afgelopen tijd een flinke knauw heeft gekregen. In hoeverre dit ook een negatieve impact heeft op de consumentenbestedingen is dit maal wel de vraag omdat veel consumenten nog over een coronaspaarpotje beschikken. Europese overheden lijken, anders dan na de financiële- en Eurozone crisis, wel bereid de portemonnee te trekken. Consumenten worden gedeeltelijk gecompenseerd voor de gestegen energieprijzen en defensie-uitgaven vliegen omhoog. Al met al verwachten wij een gematigde economische groei.

Bedrijven staan er goed voor, weinig downgrades verwacht

Bedrijven blijken inflatie makkelijk door te kunnen rekenen aan de consument. Marges blijven bij een groot deel van de bedrijven in ons universum intact of nemen zelfs iets toe. Bovendien daalt de reële schuld van bedrijven door de hoge nominale groei, op haar beurt weer gedreven door de hoge inflatie. In combinatie met een scenario van gematigde groei maken we ons op dit moment niet veel zorgen over de fundamentals van bedrijven en/of een nieuwe downgradecyclus.

ECB zet de verhouding tussen vraag en aanbod op scherp

De ECB stopt naar verwachting in het derde kwartaal met het opkopen van bedrijfsobligaties vanwege de oplopende inflatie. Daardoor valt er een grote koper weg uit de markt. De ECB kocht dit jaar netto gemiddeld meer dan anderhalf miljard euro bedrijfsobligaties per week. Anekdotsch horen we weliswaar berichten dat verzekeraars, de andere grote koper van eurobedrijfsobligaties, opportunistisch toevoegen aan hun portefeuilles. Dit wordt gedreven door de oplopende rente en spreads. Bij creditfondsen zien we juist outflows. Particuliere beleggers blijven doorgaans weg bij bedrijfsobligaties in een stijgende rente-omgeving vanwege hun focus op het totale rendement. De vraag is ook hoeveel nieuwe obligaties naar de markt zullen komen. De ervaring leert dat dit net zo lastig te voorspellen is als het Nederlandse weer. Veel bedrijven besluiten pas op het laatste moment, wat betekent dat het dan geldige marktsentiment dominant is in de besluitvorming. Al met al beoordelen wij het technisch beeld als zwak.



ECB mantra "eerst de monetaire steunaankopen afbouwen, dan pas de rente verhogen"

Positionering

Onderwogen risicopositie

Na het flink uitlopen van spreads begin maart hebben we tijdelijk meer risico in de portefeuille aangehouden vanwege de aantrekkelijke waarderingen. Deze positie hebben we op maandeinde weer afgebouwd toen spreads flink verkrappt waren. Onze overwogen positie in swapspread via overheidsgerelateerde obligaties en covered bonds hebben we toen ook grotendeels afgebouwd.

Terugtrekkende ECB

Voorlopig handhaven wij een licht onderwogen risicopositie vanwege de ongunstige verhouding tussen vraag en aanbod

vanwege de terugtrekkende ECB. Daarbij houden we met een schuin oog ook rekening met een recessie scenario dat op dit moment zeker nog niet in geprijsd is. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in cyclische consumenten vanwege het teruglopende consumentenvertrouwen en toeleveringsproblemen. We hebben inmiddels ook een onderweging TMT ingenomen vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan een overwogen positie in banken en gedekte obligaties die inmiddels weer aantrekkelijk gewaardeerd zijn en fundamenteel kunnen profiteren van een hogere renteomgeving.

THEMA

Covered bonds, nieuwe kansen door een terugtrekkende ECB

Ook de covered bondmarkt werd gedomineerd door de ECB

Anders dan veel gedacht, kwam voor covered bonds de afgelopen twee jaar de verkrapting van spreads vooral door zogeheten *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO's). En niet zozeer door het reusachtige *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

TLTRO's vormden een reeds bestaande kredietfaciliteit van de ECB die extra gunstig gemaakt werd voor banken met als doel om de economie aan te jagen. Met als voorwaarde dat de banken het geld ook daadwerkelijk zouden uitlenen, konden zij tegen het zeer aantrekkelijk tarief van -1,00% lenen (een half procentpunt onder het depositotarief van de ECB). De voorwaarden waren coulant; de eis was slechts dat op een bepaald meetmoment het leningboek van de bank gegroeid is. Dus geen minimum groeipercentage, noch in relatie tot de hoeveelheid die de bank leent middels de TLTRO's.

Eerdere TLTRO's werden vooral door Zuid-Europese banken gebruikt als min of meer noodzakelijke bron van financiering. Echter, het nieuwe programma werd met beide handen aangegrepen door de Noord-Europese banken. De voorwaarde om meer geld uit te lenen was relatief makkelijk haalbaar en werd bovendien pas in de toekomst getoetst. Het speciale tarief van -1,00% was duidelijk aantrekkelijker dan alle andere mogelijke bronnen van financiering. Vooral covered bonds werden door TLTRO vervangen; vanwege de noodzaak om onderpand te plaatsen zijn deze twee financieringsbronnen vergelijkbaar voor de kapitaalstructuur van de uitgevende bank.

De primaire coveredmarkt van Eurozonebanken droogde op

TLTRO's zijn alleen toegankelijk voor Eurozonebanken, daarom nam het aanbod van nieuwe obligaties met circa 30% af. Daarnaast verschoof het aanbod naar langere obligaties (zie figuur 3).

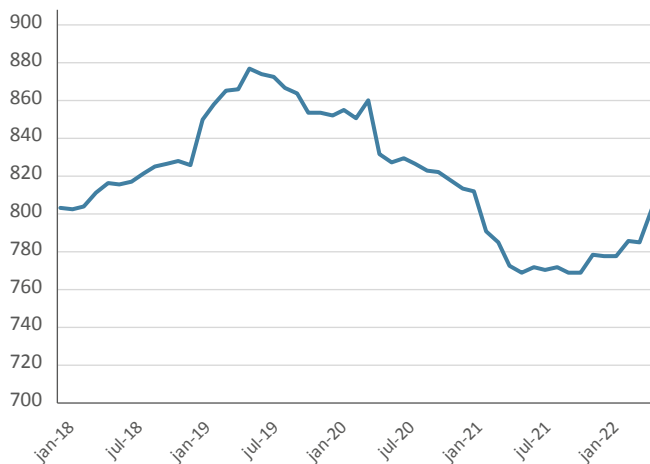
Figuur 3: Verdeling van nieuw uitgegeven Euro covered bonds naar looptijd



Bron: Crédit Agricole CIB

De TLTRO's hadden een looptijd van drie jaar en vervingen dus vooral het aanbod van de kortere looptijden. Van begin 2020 tot eind 2021 is de covered bondmarkt, op basis van het totaal uitstaande leningen, met circa € 90 miljard gekrompen (zie figuur 4).

Figuur 4: Ontwikkelingen uitstaande covered bonds 2018 - Q1 2022 (in miljarden Euro's)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Niet-Eurozonebanken zijn ook op grote schaal actief in de euro covered bondmarkt, aangezien dit veruit de grootste covered bondmarkt is. In dollars staan er nauwelijks covered bonds uit, dus kwamen overzeese banken naar de euromarkt. Buiten de Eurozonebanken viel het aanbod van nieuwe leningen in veel mindere mate stil. De volumes waren wel wat kleiner aangezien banken minder behoefte hadden aan financiering via de financiële markten; consumenten gaven tijdens de pandemie amper geld uit, waardoor spaarrekeningen groeiden.

De ECB joeg beleggers de Eurozone uit

Het aanbod van nieuwe covered bonds van Eurozonebanken viel zoals gezegd stil. Bovendien was in de gekrompen markt de ECB via het PEPP ook een koper van covered bonds. Daardoor daalden in eerste instantie spreads van covered bonds van Eurozonebanken. Beleggers werden verleid hun horizon te verbreden naar niet-Eurozone covered bonds, deze handelden immers op hogere spreads. Veel van de niet-Eurozone covered bonds zijn bovendien geschikt als onderpand bij diezelfde ECB voor de TLTRO's. Dit maakte deze obligaties voor Eurozonebanken interessant om te kopen. Al deze factoren leidden tot een gestage daling van spreads van niet-Eurozone covered bonds (zie figuur 5).

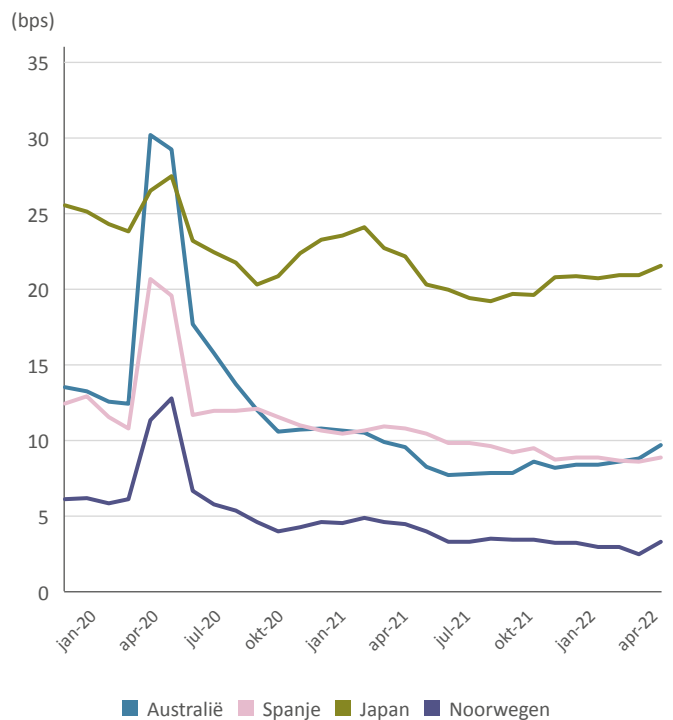
Japan, het land van de rijzende zon, was het enige overgebleven lichtpuntje

Japanse covered bonds profiteerden niet van deze rally. De ECB accepteert namelijk geen covered bonds uit Japan als onderpand. De reden daarvoor is dat in Japan geen specifieke wetgeving bestaat op het gebied van covered bonds. De Japanse uitgevers van covered bonds hebben een alternatieve juridische constructie ontworpen die feitelijk dezelfde bescherming biedt. Deze leningen hebben dan ook een Aaa-rating bij Moody's. Wij vinden dat Japanse leningen niet onder doen voor fundamenteel sterke Europese banken. Het senior papier van deze banken is dan ook vergelijkbaar gewaardeerd. Opvallend was dat Japanse covered bonds op een hogere spread handelden dan die van bijvoorbeeld Spaanse banken. Spaanse covered bonds hebben een lagere rating en zijn nog steeds herstellende van de Eurozonecrisis.

Positionering gedurende de pandemie

De invloed van de ECB op de coveredmarkt raakte elk segment van de markt op een andere wijze. Daarom is onze positionering niet zo zeer bottom-up gedreven door naam- en titelselectie, maar juist door een hybride top-down/bottom-up selectie van landen, regio's en looptijden. Gegeven het bovenstaande geschetste beeld zal het niet verassen dat wij vanaf halverwege 2020 tot eind 2021 een overweging aanhielden in korte niet-Eurozone covered bonds.

Figuur 5: Ontwikkeling spreads covered bonds t.o.v. Duitse covered bonds (per land)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Kort, aangezien er hier door de maximaal driejarige TLTRO's amper nieuwe korte obligaties geplaatst werden. Deze positie voegde veel waarde toe. Gedurende het laatste kwartaal van 2021 hebben we grotendeels winst genomen naarmate een stap terug van de ECB steeds waarschijnlijker leek te worden. Bovendien zijn we nu juist opgeschoven naar lange obligaties, omdat het aanbod vooral aan de korte kant komt.

Ook hielden wij een overweging aan in Japanse covered bonds. Spreads op Japanse covereds daalden niet zo snel, omdat deze -zoals hierboven benoemd- niet aanmerking kwamen als onderpand bij de ECB en daarom door Eurozonebanken niet gekocht werden voor onderpand. Covered bonds bewegen doorgaans mee met swaps. Vanaf vorig najaar liepen spreads van covered bonds ten opzichte van staatsobligaties flink op. Dit werd mede gedreven door onderpandverplichtingen van beleggers, wat veel vraag creëerde naar Duitse staatsobligaties. Omdat Japanse covered bonds een hoge spread hadden, liepen spreads relatief veel minder hard op dan van Eurozonebanken. Met andere woorden: vanwege de hoge spreads voegde de positie toch waarde toe.

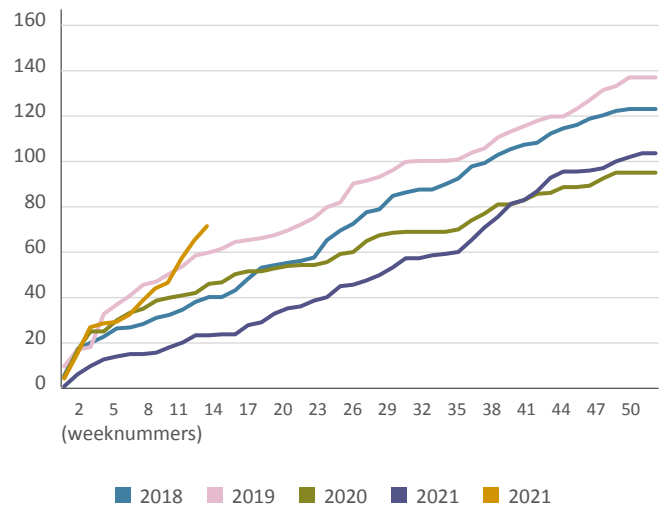


Japanse covered bonds kenden een hoge spread waardoor deze relatief veel minder hard opliepen dan spreads van Eurozonebanken

Leven zonder de ECB: fundamentals do matter

Het speciale tarief van -1.00% werd al snel bestempeld als "bankensubsidie" en werd in 2021 al snel genoemd als de maatregel die bij economisch herstel als eerste weer afgebouwd zou worden. De gevolgen voor de primaire markt zijn voorspelbaar en reeds zichtbaar: begin april is dit jaar tot nu toe driemaal zoveel aanbod naar de markt gekomen als in dezelfde periode vorig jaar. Het lijkt erop dat banken een voorschot nemen op het aflopen van de TLTRO's.

Figuur 6: Ontwikkeling cumulatieve nieuwe uitgiftes van covered bonds (in miljarden euro's)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Binnen het nieuwe aanbod is er daarnaast een duidelijke verschuiving terug naar kortere looptijden. (zie figuren 6 en 3). Door de tsunami aan nieuwe leningen, moeten deze worden geplaatst met een premie. Hierdoor ontstaat verkoopdruk bij secundaire leningen: beleggers ruilen hun oude obligaties in voor aantrekkelijk nieuwe. De markt lijkt het grote aanbod vooralsnog beperkt te kunnen absorberen. Daarom verwachten wij dat golf van nieuwe uitgiftes zal afnemen.

De verkoopdruk door de tsunami van nieuwe covered bonds heeft gevolgen voor de hele markt. Niet alleen in het deel van de markt waar de leningen geplaatst worden, omdat veel obligaties krap handelen ten opzichte van nieuwe obligaties. Gedurende dit jaar lijkt het thema vooral te worden: Fundamentals do matter. Het wegvallen van de grote vraag naar covered bonds betekent in onze optiek dat spreads weer beter het onderliggende risico zullen reflecteren, meer uiteen zullen lopen en ook meer zullen bewegen. Hiermee verschuift de focus van het identificeren van grote kopers naar een fundamentele bottom-up aanpak. Als actieve beleggers, kunnen we dat alleen maar toejuichen.



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 podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement 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 Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

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. 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.