

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties liepen met maar liefst 89 basispunten op
- Centrale Banken klinken hawkish
- Aanbodzijde houdt zich rustig
- Vastgoed en banken vallen negatief op

Vooruitzichten

- Eventuele recessie raakt ons voornamelijk in de portemonnee
- Succes aanpak centrale banken moet blijken
- Vraag-aanbodverhouding ronduit ijsig zonder ECB

Positionering

- Waarderingen zijn op dit moment zeer aantrekkelijk
- Onderweging cyclische consumentenproducten en TMT
- Overweging banken

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits

THEMA

Forse sectorbewegingen in het jaar der monetaire terugtrekking

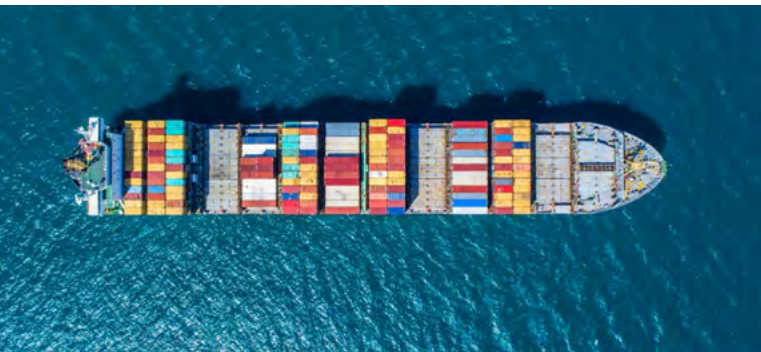
In 2021 bewogen creditmarkten een groot deel van het jaar nauwelijks. In 2022 is dat echter heel anders. Spreads zijn het afgelopen half jaar maar liefst 116 basispunten uitgelopen. Ook de verschillen tussen sectoren zijn veel groter dan vorig jaar. Over heel 2021 was het verschil tussen de best presterende sector en de minst presterende sector slechts 21 basispunten. Voor het afgelopen halfjaar was dit verschil maar liefst 121 basispunten. Twee sectoren zijn daarbij extra opvallend: vastgoed en nutsbedrijven.

[Lees meer op pag 4 →](#)

Marktbeeld

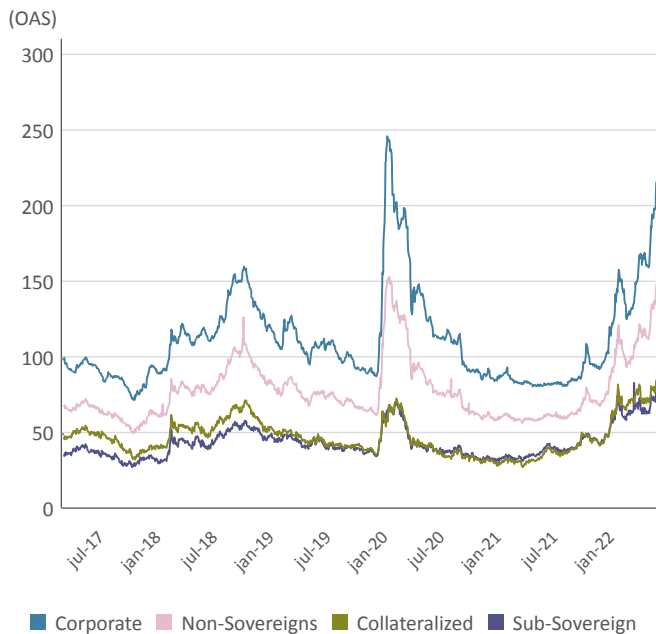
Spreads bedrijfsobligaties liepen met maar liefst 89 basispunten op

Na het sterke kwartaaleinde van maart begonnen spreads in april weer op te lopen. Dit kwam deels doordat beleggers winst namen. Ook waren er steeds meer tekenen dat de oorlog tussen Oekraïne en Rusland een langdurige patstelling kan worden met de bijbehorende consequenties voor de torenhoge (energie)inflatie. Bovendien bleek de groei in China steeds meer te vertragen door de strenge lockdowns om de besmettelijke omikronvariant te beteugelen. De lockdowns zullen de problemen in de wereldwijde aanvoerketen van bedrijven wederom vergroten, wat inflatieverhogend is.



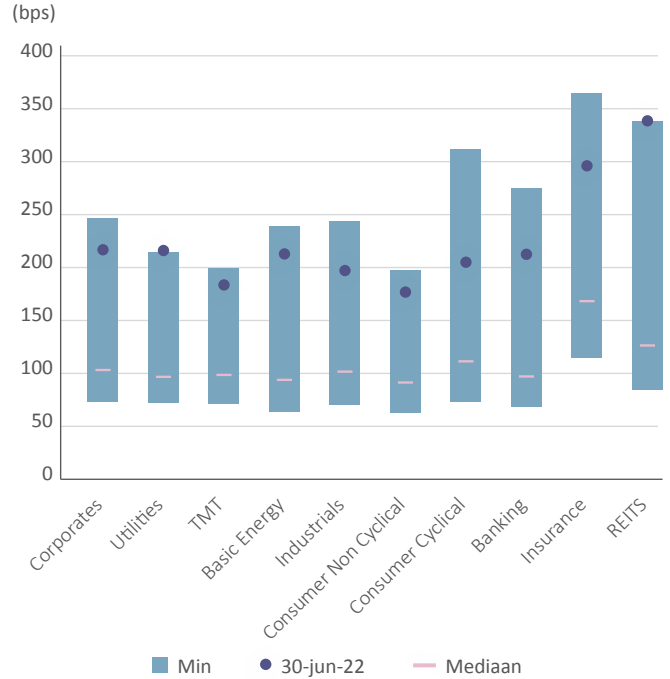
Aanhoudende problemen in wereldwijde aanvoerketens werken inflatieverhogend

Figuur 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkten, 2017 - Q2 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Waardering creditmarkten (risico-opslagen sectoren), 2017 - Q2 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Centrale Banken klinken hawkish

Centrale banken konden in het huidige hoge inflatieklimaat weinig anders dan hawkish klinken. Begin juni werd de eerste renteverhoging door de ECB bevestigd, evenals het einde van de groei van de opkoopprogramma's per 1 juli. In dezelfde meeting gaf de ECB geen nieuws over het nieuwe instrument waarmee de periferie spreid beheerst wordt als het opkopen stopt. Markten hadden duidelijk op meer gerekend. Het sentiment werd nog verder verstoord toen de Amerikaanse inflatiecijfers een dag na de ECB-meeting een stuk hoger uitvielen dan verwacht. Spreads liepen hierdoor nog verder op in anticipatie op een nog hawkisher Fed.



Aanbodzijde houdt zich rustig

Er was nog meer slecht nieuws. De significante reductie van de gasvolumes die door Nordstream 1 pijpleiding vanuit Rusland naar Duitsland stromen, leidde tot verdere stijging van de gasprijzen met mogelijk grote problemen voor Europa komende winter. De verhouding tussen vraag en aanbod bleef bovendien een groot probleem in de creditmarkten: de ECB trekt zich terug vanaf 1 juli, terwijl er geen andere grote koper opstaat. Creditfondsen bleven eveneens outflows noteren. Door de zwakke markt gebeurde er aan de aanbodzijde relatief weinig: bedrijven wachtten liever op stabiele marktomstandigheden voor het plaatsen van obligaties.

Vastgoed en banken vallen negatief op

Qua sectoren viel de vastgoedsector in negatieve zin op: door de stijgende rente viel deze sector volledig uit de gratie bij beleggers. Banken deden het ook relatief slecht doordat zij door hun meer liquide karakter eerder verkocht worden dan de minder liquide niet-financiële sectoren. De veilige segmenten semi-staat en gedekte obligaties deden het relatief goed, aangezien ze minder last hebben van het recessiegevaar en bovendien al in het eerste kwartaal hard waren uitgelopen.

Vooruitzichten

Eventuele recessie raakt ons voornamelijk in de portemonnee

Een recessie lijkt onafwendbaar maar een 2009- scenario ligt niet in de lijn der verwachting. De werkloosheid in de eurozone was immers niet eerder zo laag. Dit wordt met name gedreven door de vergrijzing. Voor veel werkgevers is het zo lastig aan personeel te komen, dat wij verwachten dat zij zullen proberen hun personeel te behouden.

Daarnaast is het financiële systeem op dit moment robuust; banken houden voldoende kapitaalbuffers aan om verliezen op te vangen. Ook huishoudens hebben geen torenhoge schulden. Hoewel bedrijven wel relatief veel schuld hebben, betalen ze daar voorlopig nog lage rentes over. Deze eventuele recessie zal dan ook met name gevoeld worden in de portemonnee, oftewel een lagere koopkracht door de hoge inflatie. De torenhoge inflatie wordt met name gedreven door de ongekend hoge energieprijzen.

Succes aanpak centrale banken moet blijken

Toch zijn er ook nog altijd downside risico's. Zo is er ten eerste het risico dat Europa onvoldoende adequaat kan reageren op het dichtdraaien van de Russische gastoevoer. Daarnaast is het niet uitgesloten dat inflatie nóg hardnekkiger blijkt dan gedacht.

Tegelijk zijn er echter ook al voorzichtige tekenen die erop duiden dat de aanpak van de centrale banken om de groeivertraging af te dwingen, met als doel de hoge inflatie te beteugelen, succes heeft. Inkoopmanagersindices dalen en lijken de elementen die binnen deze indices wijzen op toekomstige prijsdruk en arbeidsmarkt-krapte al enige verlichting te tonen. Als de groeivertraging al daadwerkelijk ingezet is, betekent dit dat centrale banken de rente minder hoeven te verhogen dan op dit moment gedacht wordt. Maar als de inflatiestorm niet gaat liggen, zullen de centrale banken niet rusten totdat er tekenen zijn van een groeivertraging die resulteert in een lagere inflatie.

Vraag-aanbodverhouding ronduit ijsig zonder ECB

Nu de ECB is weggefallen als grote netto koper moet er een nieuwe grote koper opstaan. De markt heeft zich al deels aangepast aan de nieuwe werkelijkheid: er komen veel minder nieuwe obligaties naar de markt. Maar er is meer nodig om spreads te laten dalen. Hoewel de huidige hoge spreads de assetclass wel steeds aantrekkelijker maken, is het voor veel beleggers belangrijk dat de onderliggende staatsrentes stabiliseren.

Positionering

Waarderingen zijn op dit moment zeer aantrekkelijk. Zodra wij overtuigend bewijs zien van de groeivertraging, waardoor de centrale banken niet meer verrassen met nog meer renteverhogingen, is dat een goede basis voor een overwogen top-downpositie. Qua sectoren houden we vast aan een overwogen positie in cyclische consumenten vanwege het teruglopende consumentenvertrouwen en toeleveringsproblemen. De onderweging TMT houden we vast vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan een overwogen positie in banken die nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd zijn en fundamenteel kunnen profiteren van een hogere renteomgeving.

THEMA

Forse sectorbewegingen in het jaar der monetaire terugtrekking

Dit jaar grote verschillen tussen sectoren

In 2021 bewogen creditmarkten een groot deel van het jaar nauwelijks. In 2022 is dat echter heel anders. In figuur 3 zien we dat spreads het afgelopen half jaar maar liefst 116 basispunten zijn uitgelopen. Ook de verschillen tussen sectoren zijn veel groter dan vorig jaar. Over heel 2021 was het verschil tussen de best presterende sector en de minst presterende sector slechts 21 basispunten. Voor het afgelopen halfjaar was dit verschil maar liefst 121 basispunten. Twee sectoren zijn daarbij extra opvallend: vastgoed en nutsbedrijven.

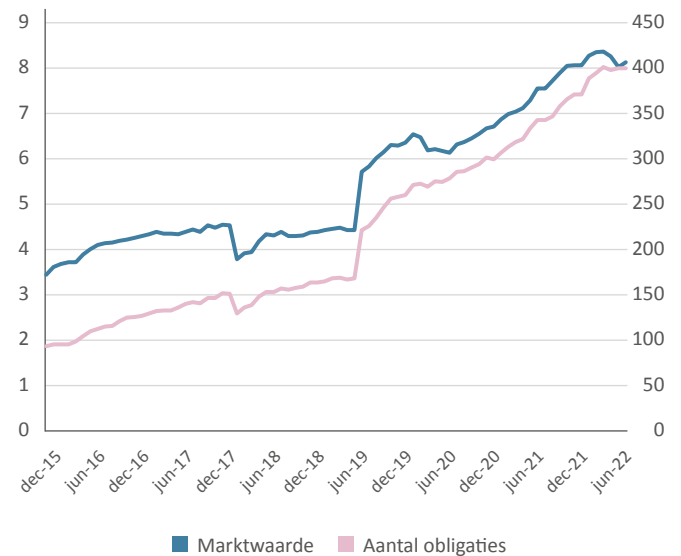
Vastgoed staat onder grote druk door oplopende rentes

Uit deze figuur 3 blijkt dat vastgoed de eerste helft van dit jaar van alle sectoren het meest is uitgelopen. Dit is niet onverwacht aangezien rentes hard zijn opgelopen en de sector een zeer hoge leverage heeft: zo'n 11,5 keer netto schuld ten opzichte van hun kapitaal is voor vastgoedbedrijven niet ongewoon.

Dat spreads hard opliepen, hangt ook nauw samen de enorme groei die de sector afgelopen jaren heeft doorgemaakt. Met de

ECB als betrouwbare koper in de markt van bedrijfsobligaties verviervoudigde het aantal uitstaande vastgoedobligaties sinds de start van het opkoopprogramma van de ECB in juni 2016 (zie figuur 4). Het aandeel van vastgoedbedrijven in de Euro investment grade credit benchmark steeg daardoor de afgelopen jaren van 4% naar 8%. Nu de ECB netto niet meer opkoopt en spreads erg zijn uitgelopen is de publieke obligatiemarkt een stuk minder aantrekkelijk voor vastgoedbedrijven. Wat niet helpt is dat deze sector bestaat uit een groot aantal kleinere bedrijven en daarmee research intensief is. Ook komt de sector met enige regelmaat in het nieuws met een fraudeschandaal. Dat maakt het voor marktpartijen veelal een lastige sector.

Figuur 4: Vastgoedobligaties in euro investment grade



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerking: Sectordefinitie Achmea IM, Credits



Kansen in de vastgoedsector

Figuur 3: Spreadbewegingen (in bps) per sector van senior investment grade bedrijfsobligaties t.o.v. Duitse staatsobligaties

	Totaal	Nuts-bedrijven	Niet cyclische consumenten	Industrie	Banken	Verzekeraars	Vastgoed	Cyclische consumenten	Basis materialen, olie & gas	TMT
2021	8	9	12	4	10	13	5	-8	10	8
Januari-juni 2022	116	118	88	110	126	93	209	115	102	88

Bron: Bloomberg, Achmea IM

In onze optiek is het nu de tijd is om te profiteren van kansen in de vastgoedsector. Uit figuur 5 blijkt dat spreads ruim 50% wijder liggen dan in de bredere Euro investment grade markt. Deze waardering ligt in lijn met de niveaus die bereikt werden tijdens het begin van de coronacrisis. Daarmee is een aanzienlijk pessimistischer economisch plaatje ingeprijsd dan in de rest van de markt. We kunnen dus stellen dat de vastgoedsector oversold is; zelfs obligaties van solvabele vastgoedbedrijven handelen op ongekende hoge niveaus die overeen komen met bedrijven die in ernstige problemen betalingsproblemen zijn. Daardoor handelen lange obligaties in sommige gevallen op krappere niveaus dan korte obligaties. Een overwogen positie in de vastgoedsector vinden wij daarom passend. Wij erkennen ook de sectorspecifieke risico's en de tegenwind die de sector heeft door de oplopende rente, daarom zijn we zeer specifiek in welke vastgoedbedrijven wij een positie willen innemen.

Spreads van nutsbedrijven bewegen dit jaar heel anders dan gebruikelijk

Normaal gesproken doen nutsbedrijven het relatief goed als spreads hard oplopen. Uit figuur 6 blijkt bijvoorbeeld dat tijdens het begin van de coronacrisis nutsbedrijven minder hard uitliepen dan de rest van het universum; op het dieptepunt lagen spreads op nutsbedrijven 20% lager dan het marktgemiddelde terwijl ze doorgaans rond hetzelfde niveau liggen. Nutsbedrijven beheren vaak kritische infrastructuur/processen en zijn daarom gereguleerd of zijn zelfs in overheidshanden. Daarom worden ze door de markt gezien als een safe haven. Echter, in deze energiecrisis liepen spreads van nutsbedrijven per saldo net iets harder uit dan de benchmark.

De afwijkende spreadbeweging van de nutssector werd allereerst gedreven door de oorlog in Oekraïne: deze leidde tot hoge volatiliteit in de gasprijs en veel onzekerheid met betrekking tot

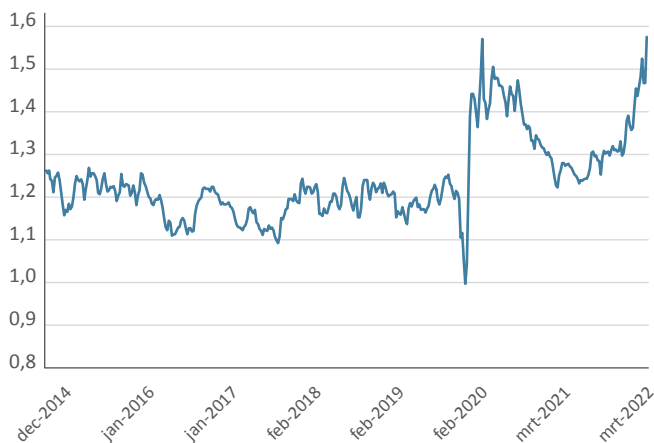


De komende jaren moet er flink geïnvesteerd worden in de energietransitie

de toekomst van gas in de energiemix van Europa. Beleggers houden niet van onzekerheid, dus werd men voorzichtiger met nutsbedrijven.

Een andere driver van de afwijkende beweging van de sector dit jaar is dat er de komende jaren een hoop nieuwe obligaties moeten worden geplaatst voor de energietransitie. Windparken, zonnepanelen en een uitbreiding van de het elektriciteitsnetwerk, om er maar een paar te noemen. Voor al deze mogelijke nieuwe obligaties moet een koper worden gevonden. De ECB kocht veel obligaties van nutsbedrijven; met afstand het meest van alle sectoren. Nu de ECB niet meer toevoegt aan haar portefeuille, koopt zij een stuk minder. Nutsbedrijven moeten dus op zoek naar een nieuwe grote koper voor de energietransitie. Wij kunnen daaraan een bijdrage leveren aangezien de sector recent is uitgelopen en daarmee aantrekkelijker gewaardeerd is geworden. Maar een grote koper zijn we vooralsnog niet, omdat we op korte termijn verwachten dat de volatiliteit van de gasprijs aanblijft.

Figuur 5: Waardering vastgoed t.o.v. benchmark Euro investment grade



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerkingen: 1) Sectordefinitie Achmea IM, Credits
2) Spreads t.o.v. Duitse staat

Figuur 6: Waardering nutsbedrijven t.o.v. benchmark Euro investment grade



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerkingen: 1) Sectordefinitie Achmea IM, Credits
2) Spreads t.o.v. Duitse staat



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.