

Investment update

Achmea Investment Management

Techtsunami in Credits: voorzichtig met de techsector

Amerikaanse techbedrijven overspoelen de markt met nieuwe obligaties. De sector staat op een kantelpunt: de AI-wedloop vraagt om enorme investeringen in datacenters die niet meer volledig uit de free cash flow gefinancierd kunnen worden. De dynamiek in de creditmarkt verandert hierdoor fundamenteel.

In het kort:

- Momenteel wordt er heel veel geleend door techbedrijven om de AI-revolutie te kunnen financieren. De verwachting is dat dat nog wel even aan zal houden, in alle valuta.
- Om institutionele beleggers/kapitaalverschaffers deze 'techtsunami' te laten absorberen, wordt een kleine extra premie geboden.
- Tegelijkertijd zijn er grote verschillen tussen techbedrijven onderling qua risico. Voor eurobeleggers biedt de huidige trend van enorme uitgiftes kansen, maar het is zaak om selectief te blijven. Overall houden we een onderwogen positie aan in de technologiesector.

Recorduitgifte obligaties: van kasstroom naar schuld

Waar techbedrijven jarenlang hun groei financierden uit kasstromen, zien we nu een omslag naar grootschalige schuldemissies. In 2025 hebben de vijf grootste spelers – Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta en Oracle – samen meer dan \$100 miljard aan nieuwe obligaties uitgegeven, ruim drie keer het gemiddelde van de afgelopen negen jaar. Ook in Europa is het aandeel technologie in de Investment Grade-markt sterk gestegen. De uitgifte van euro-obligaties door Amerikaanse techbedrijven biedt eurobeleggers extra diversificatie en kansen, maar brengt ook zeker risico's. De bedragen die genoemd worden staan ver weg bij de grootte van de obligaties die de obligatiemarkt normaal gewend is. De techsector kan hiermee meteen een grote sector worden binnen de obligatiemarkt, die het tot op heden niet was in tegenstelling tot in de aandelenmarkt.

Spreads onder druk: parallellen met nutsbedrijven

De enorme hoeveelheid nieuwe schuld leidt tot *supply indigestion*: beleggers moeten steeds meer aanbod verwerken ('absorberen'), waardoor spreads onder

AUTEURS



Martijn Hesterman
Lead Portfolio Manager
Credits

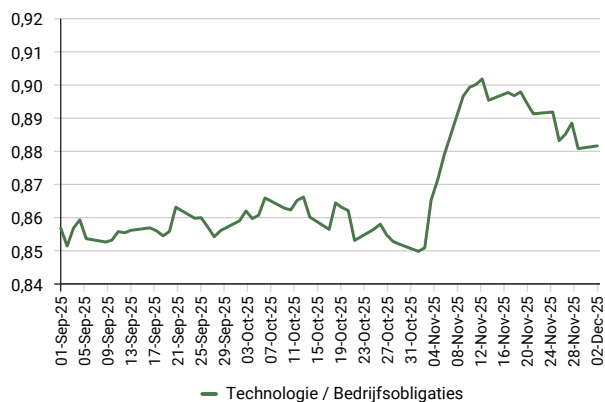


Jorrit de Jong
Sr. Portfolio Manager
Credits, sectorspecialist
Tech

"De technologiesector gaat een nieuwe fase van schuldgroei in, wat kansen biedt voor eurobeleggers, waarbij selectiviteit de sleutel tot rendement blijft."



Figuur 1: Spreads Investment Grade Technologie ten opzichte van Investment Grade Bedrijfsobligaties



Bron: Bloomberg

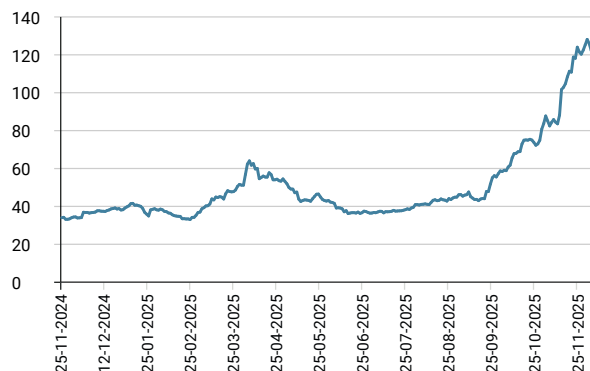
druk komen te staan. Dit fenomeen zagen we eerder bij nutsbedrijven, toen zij veel schuld ophaalden voor de energietransitie. Ondanks dat iedereen weet dat er een grote golf nieuwe uitgiftes aankomt, blijven sectorspreads vaak achter bij de index. In de afgelopen maanden zijn spreads in de technologiesector licht achtergebleven bij de brede bedrijfsobligatie-index (zie figuur 1).

De markt lijkt zich langzamerhand te realiseren wat de risico's zijn: beleggers zijn bezorgd over de downside van de spectaculaire en dure uitbouw van cloudinfrastructuur en AI-assets. De supplydruk is niet uniek voor tech; sectorale schuldgolven zagen we eerder bijvoorbeeld bij nutsbedrijven in euro's, telecom (Verizon-Vodafone, AT&T-Time Warner) en consumentenbedrijven (ABInbev-SABMiller, Kraft-Heinz). In al deze gevallen bleef de sector qua spreads achter bij de index, ondanks sterke vraag van beleggers.

Kredietprofielen: grote verschillen binnen de sector

Niet alle technologiebedrijven zijn gelijk. Oracle is een goed voorbeeld van een bedrijf waar het kredietprofiel onder druk staat. Kredietbeoordelaars Moody's en S&P hebben het vooruitzicht verlaagd naar "negatief". De free cash flow is negatief en de leverage loopt snel op. Analisten verwachten dat Oracle's netto schuld de komende jaren fors zal toenemen. Op dit moment heeft Oracle een kredietrating van BBB, waarbij na een eventuele downgrade high yield gevaarlijk dicht in de buurt komt. De aandelenkoers is sinds de euforie na de aankondiging van de samenwerking met ChatGPT-eigenaar OpenAI in september met ruim 30% gedaald. De Credit Default Swap-markt

Figuur 2: Oracle 5-jaars Credit Default Swap

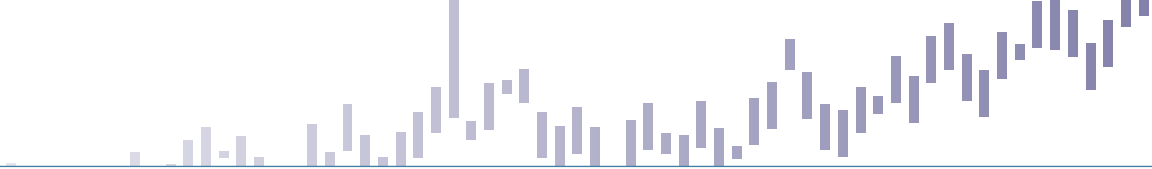


Bron: Bloomberg

voor Oracle is uitgegroeid tot de favoriete manier om AI-risico in de creditmarkt af te dekken. Een CDS is het beste te vergelijken met een verzekeringspremie op faillissement. Een toename van de CDS-prijs reflecteert een hogere kans op een faillissement. In figuur 2 is duidelijk te zien dat de CDS van Oracle de afgelopen maanden flink is opgelopen.

Voor bedrijven met hoge kredietratings als Alphabet (moederbedrijf van Google) en Amazon is het risico op verslechtering van kredietwaardigheid voorlopig beperkt. Zij beschikken over sterke balansen en kunnen tegen gunstige voorwaarden lenen. Amazon heeft recent \$15 miljard opgehaald, Alphabet \$25 miljard in de VS en €6,5 miljard in Europa. De vraag naar deze obligaties is enorm: Meta kreeg een recordorderboek van \$125 miljard. Toch geldt ook voor deze bedrijven dat zij vatbaarder zijn voor neerwaartse risico's, zeker als de AI-investeringen minder renderen dan verwacht.





Conclusie: onderwogen technologie

De technologiesector staat aan het begin van een nieuwe fase, waarin schuld een steeds grotere rol speelt. De recordhoeveelheid nieuwe obligaties zal naar verwachting leiden tot achterblijvende spreads, zoals eerder bij nutsbedrijven. Vooral bedrijven met zwakkere kredietprofielen, zoals Oracle, zijn kwetsbaar. Bij de sterke namen (Alphabet, Amazon) zijn de risico's kleiner, maar supply en volatiliteit kunnen ook hier een rol gaan spelen. Voor eurobeleggers biedt de diversificatie kansen, maar het is zaak om selectief en voorzichtig te blijven. Daarom houden we een onderwogen positie aan in de technologiesector, maar zullen zeker selectief profiteren van aantrekkelijke nieuwe obligaties van de veilige namen.

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, risico management en het selecteren van de bestpassende externe managers.

[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

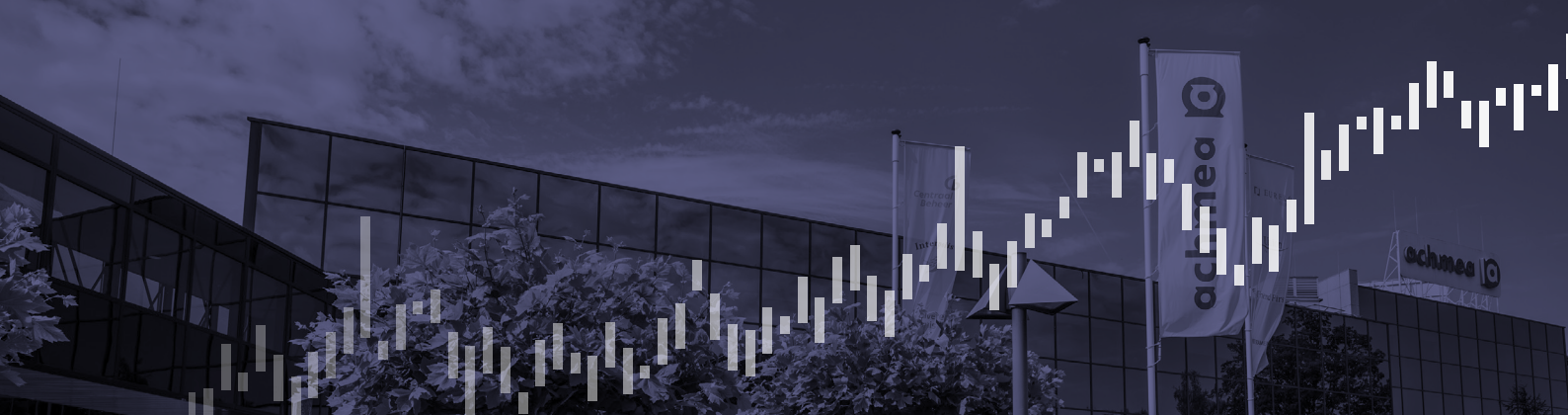
www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Email: 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, of met Ilse Wuisman, Head of Sales & Business Development, Ilse.Wuisman@achmea.nl, +31 6 520 275 25.



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.