

Credits

KWARTAALUPDATE

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld 2e kwartaal

- Spreads bedrijfsobligaties daalden zo'n 20 basispunten
- Positief sentiment rond AI, geopolitiek en bedrijfsresultaten
- Nieuwe uitgiftes probleemloos geabsorbeerd

Vooruitzichten en positionering

- Bedrijfsfundamentals blijven veerkrachtig, maar balans-discipline verdient aandacht
- Gematigde groei, onzekerheid houdt aan
- Technische factoren worden minder ondersteunend
- Orderboeken zijn minder sterk gevuld; beleggers zijn relatief afwachtend

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits



THEMA

Kan de M&A-golf de creditmarkt uit balans brengen?

De creditmarkt oogt rustig, maar onder de oppervlakte neemt de spanning toe. Spreads zijn laag terwijl rendementen aantrekkelijk zijn, beleggers lijken weinig onderscheid te maken tussen sterke en zwakke bedrijven en de vraag naar investment grade-obligaties blijft groot.

Tegelijkertijd zorgt een nieuwe M&A-golf, vooral in de VS, voor record-uitgiftes en hogere schuldfinanciering. De combinatie van historisch lage spreads, recordhoge uitgiftevolumes en een toenemend aantal schuldgefinancierde overnames kan ertoe leiden dat beleggers opnieuw onderscheid gaan maken tussen bedrijven. Ondernemingen die hun balans agressief inzetten voor acquisities kunnen daarbij achterblijven. M&A zou daarmee één van de eerste katalysatoren kunnen worden die spreads weer sterker laat reageren op fundamentele kredietrisico's. Dat lijkt ons een gezonde ontwikkeling: de samenstelling van de balans doet ertoe!

[Lees verder op pagina 4](#)

Marktbeeld

Spreads bedrijfsobligaties daalden zo'n 20 basispunten

De euro investment grade-kredietmarkt kende in het afgelopen kwartaal een sterk herstel. Credit spreads daalden per saldo van 97 naar 80 basispunten. De grootste beweging vond plaats in april, toen een duidelijke verbetering van het marktsentiment leidde tot een forse verkrapping van spreads. In mei zette deze trend door, ondanks een recordvolume aan nieuwe uitgiftes. In juni bleef de markt per saldo stabiel.

Positief sentiment rond AI, geopolitiek en bedrijfsresultaten

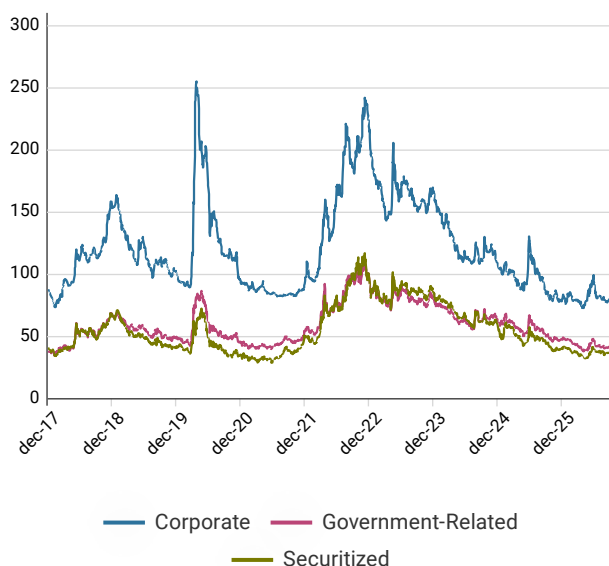
Het verbeterde sentiment werd ondersteund door een combinatie van factoren. Verreweg de grootste factor was dat de geopolitieke onzekerheid af nam doordat een deal tussen de Verenigde Staten en Iran steeds meer binnen bereik leek te komen. Daarnaast groeide het optimisme rond AI nadat bleek dat de investeringen in AI-infrastructuur aanzienlijk hoger uitvielen dan

eerder verwacht. Ook het winstseizoen droeg bij aan het positieve sentiment, waarbij veel ondernemingen beter dan verwachte resultaten rapporteerden. Analisten verhoogden als gevolg hiervan ook hun verwachtingen voor de winstgroei van bedrijven in de komende jaren.

Nieuwe uitgiftes probleemloos geabsorbeerd

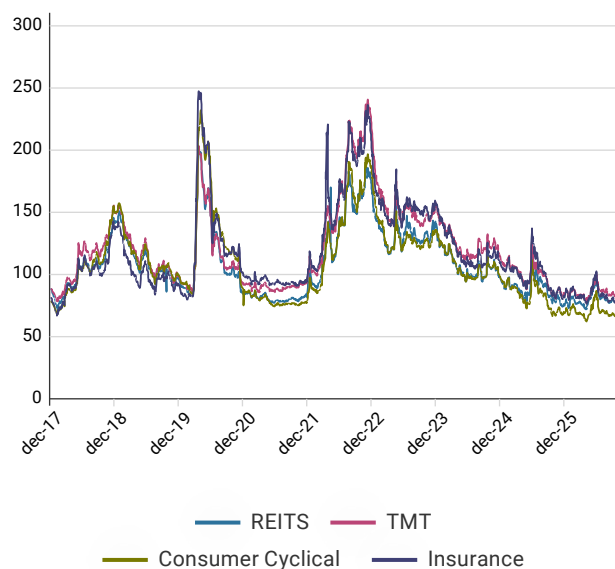
Tegelijkertijd bleef de vraag van beleggers naar bedrijfsobligaties zeer robuust. De aantrekkelijke all-in yields zorgden ervoor dat de hoge primaire marktactiviteit zonder problemen door de markt kon worden geabsorbeerd. Tegen het einde van het kwartaal nam de voorzichtigheid onder beleggers enigszins toe nadat de Fed op een minder ruim monetair beleid hintte, waardoor de verwachtingen voor verdere renteverlagingen afnamen. Dit leidde tot een lichte stijging van spreads halverwege de maand juni.

Figuur 1: Spreadontwikkeling segmenten
(t.o.v. Duitse Staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Spreadontwikkelingen sectoren
(t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Performance Achmea IM ESG Transition Euro Corporate Bond Fund

Figuur 3: Performance Achmea IM ESG Transition Euro Corporate Bond Fund

Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	2,44%	2,34%	0,10%
Dit jaar	1,51%	1,33%	0,18%
1 jaar	3,23%	2,55%	0,68%
3 jaar	5,70%	5,00%	0,70%
5 jaar	1,06%	0,31%	0,75%
Sinds aanvang (15-11-2019)	1,33%	0,59%	0,74%

	Information Ratio	Tracking Error
3 jaar	3,13	0,22%
5 jaar	2,29	0,33%
Sinds aanvang	2,23	0,33%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 30-06-2026.

Dit is een publicitaire mededeling. Fondsrendementen zijn voor aftrek van kosten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM ESG Transition Euro Corporate Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten en positionering

Bedrijfsfundamentals blijven veerkrachtig, maar balansdiscipline verdient aandacht

De bedrijfsfundamentals in de euro investment grade-markt blijven over het algemeen solide. Winstontwikkeling en kredietratio's zijn voornamelijk robuust en de meeste ondernemingen beschikken over voldoende liquiditeit. Tegelijkertijd zet de sterke toename van schuldgefinancierde M&A-activiteit, met name in de Verenigde Staten, de balanskwaliteit van individuele ondernemingen onder druk. Voor de brede markt verwachten wij voornamelijk slechts een beperkte verslechtering van de kredietkwaliteit.

Gematigde groei, onzekerheid houdt aan

De economische groei in de Eurozone blijft gematigd en de onzekerheid rond handelsbeleid en geopolitieke ontwikkelingen houdt aan. De oorlog in Iran heeft de inflatiezorgen aangewakkerd. De ECB heeft gereageerd met een renteverhoging. Potentieel komt er een extra renteverhoging bij, alhoewel tweede-ronde-effecten op de inflatie mee lijken te vallen. In de Verenigde Staten is de taal van de Fed veranderd sinds de aanstelling van Warsh. De Fed lijkt meer toegewijd om de inflatie te bestrijden. Dit zou zomaar eens tot

renteverhogingen kunnen leiden later in 2026, ook al lijken inflatiecijfers mee te vallen. Per saldo verwachten wij een omgeving van bescheiden economische groei, zonder een brede verslechtering van de kredietfundamentals.

Technische factoren worden minder ondersteunend

De technische factoren blijven per saldo positief, maar zijn minder sterk dan eerder dit jaar. De instroom in euro investment grade-fondsen is duidelijk afgezwakt en blijft achter bij vorig jaar. Tegelijkertijd zijn de new issue premiums vrijwel verdwenen, waardoor beleggers nauwelijks extra compensatie ontvangen voor deelname aan nieuwe emissies. Hoewel juli traditioneel wordt ondersteund door het wegvallen van nieuwe uitgaves en daarmee door een gunstig technisch klimaat, zijn de orderboeken minder sterk dan in voorgaande kwartalen; beleggers zijn relatief afwachtend rond wat er de komende periode aan issuance gaat plaatsvinden. In combinatie met de historisch krappe spreads pleit dit voor een voorzichtigere houding richting augustus.

Kan de M&A-golf de creditmarkt uit balans brengen?

De creditmarkt oogt opvallend rustig. Credit spreads bevinden zich dicht bij historische lage niveaus (zie grafiek 1). Bovendien zijn de verschillen tussen sterke en minder sterke namen uitzonderlijk klein; beleggers maken momenteel nauwelijks onderscheid tussen kredietrisico's. Dit wordt gedreven door de aanhoudend sterke vraag naar investment grade-obligaties. Die vraag blijft hoog doordat de absolute rendementen op bedrijfsobligaties, ondanks de krappe spreads, nog altijd aantrekkelijk zijn.

M&A: de volgende test voor de creditmarkt?

Juist in een markt waarin spreads dicht bij historische dieptepunten noteren, kan een M&A-golf de eerste serieuze test vormen voor de huidige waarderingen. Grote, met schuld gefinancierde overnames kunnen

de kredietmarkt via twee kanalen onder druk zetten. Ten eerste moet de financiering van dergelijke transacties doorgaans worden opgenomen door de obligatiemarkt, waardoor het aanbod van nieuwe schuld toeneemt. Ten tweede verslechtert de kredietkwaliteit van de overnemende partij vaak door de hogere schuldenlast. Beide effecten kunnen leiden tot oplopende spreads. Dat zagen we eerder in de aanloop naar de Grote Financiële Crisis, toen leverage buy-outs een belangrijke aanjager van de kredietcyclus waren. Ook grote transacties zoals Verizon's overname van Vodafone's belang in Verizon Wireless in 2013 en de vorming van Warner Bros. Discovery in 2022 hadden een duidelijke impact op de kredietmarkt vanwege de aanzienlijke hoeveelheid extra schuld die moest worden geabsorbeerd.

Grafiek 1: Spreads dollar investment grade (vs. staatsobligaties, in bps)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

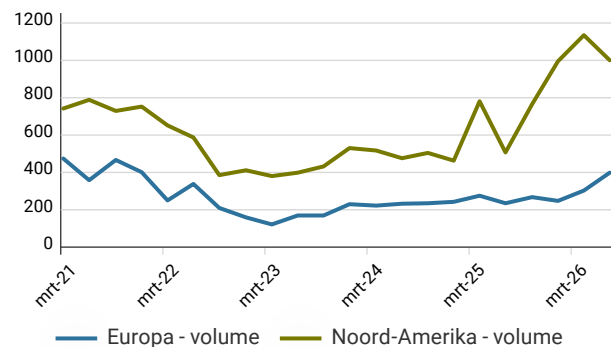
M&A-activiteit in 2026: recordvolumes door AI-race

De wereldwijde M&A-markt trekt duidelijk aan en 2026 ligt op koers om het sterkste jaar sinds 2021 te worden. Grafiek 2 laat zien dat de Verenigde Staten de markt domineren met meer dan 60% van de mondiale dealwaarde. Vooral het aantal megadeals neemt toe, gedreven door de investeringsgolf rond AI. De voorgenomen overname van Dominion Energy door NextEra Energy voor USD 67 miljard is daarvan een goed voorbeeld. Door deze transactie ontstaat het grootste elektriciteitsbedrijf van de Verenigde Staten, waarmee NextEra zich positioneert om te profiteren van de explosief stijgende stroomvraag vanuit AI-gerelateerde datacenters. Ook buiten het topsegment neemt de activiteit toe. Het middensegment profiteert van een voorspelbaarder en minder restrictief mededingingsbeleid onder de tweede regering-Trump en een veerkrachtige Amerikaanse economie. Een meer hawkish Fed zou dit momentum in de tweede helft van het jaar echter kunnen afremmen.



Ook in Europa trekt de M&A-activiteit aan. De balansen van Europese bedrijven zijn over het algemeen solide waardoor er voldoende ruimte is om de leverage te verhogen. Grote transacties zoals Kone's overname van TK Elevator voor €29,4 miljard en Intesa Sanpaolo's bod van €30,6 miljard op Monte dei Paschi illustreren dit. Ook de grensoverschrijdende activiteit neemt toe, zoals blijkt uit de overname van het Amerikaanse Webster Financial door Santander. Deze deal behoort tot de grootste Amerikaanse overnames ooit door een Europese bank. Toch blijft Europa qua dealvolume achter

Grafiek 2: M&A Noord-Amerika en Europa (miljarden dollar)



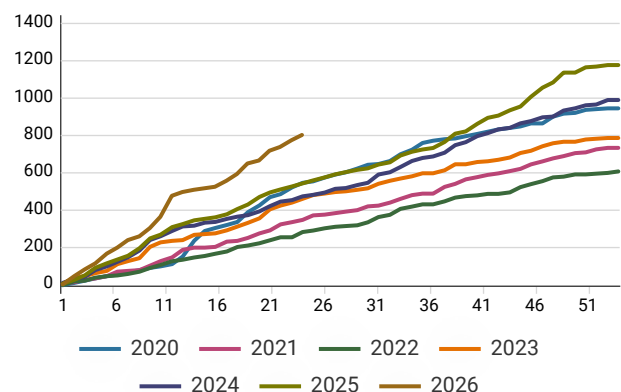
Bron: Bloomberg, Achmea IM

bij de Verenigde Staten, met name doordat het continent nauwelijks beschikt over grote technologiebedrijven die profiteren van de wereldwijde investeringsgolf rond AI.

Impact op uitgiftes: Amerikaanse obligatie-uitgiftes naar recordniveaus

De opleving van de M&A-markt zorgt in de Verenigde Staten voor meer investment grade-uitgifte. Tot en met juni was naar schatting circa 20% van de extra uitgifte in de dollar investment grade-markt gerelateerd aan overnamefinanciering. Meer dan de helft van de totale groei kwam daarnaast voor rekening van hyperscalers, Nvidia en SpaceX. Door deze combinatie van overnames en omvangrijke investeringen in AI en datacenters stevent de Amerikaanse investment grade-markt af op een recordjaar qua bruto-uitgiftevolume (zie grafiek 3).

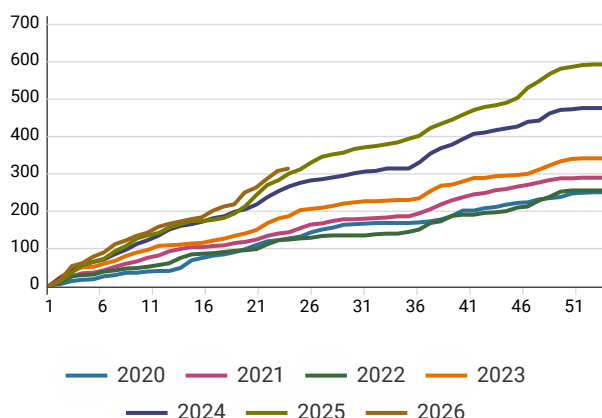
Grafiek 3: Dollar Investment Grade supply (mld usd)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

In Europa blijft herfinanciering een groter deel van de primaire markt bepalen. De relatief lagere M&A-activiteit beperkt de additionele uitgifte die rechtstreeks samenhangt met overnames en groei. Tegelijkertijd zorgen financiële instellingen, hyperscalers en andere grote internationale emittenten ook in de euromarkt voor bovengemiddelde volumes (zie grafiek 4).

Grafiek 4: Euro Investment Grade supply (mld euro)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Impact op kredietkwaliteit: fundamenten blijven sterk, maar M&A-risico's nemen toe

De gevolgen van de huidige M&A-golf zijn vooralsnog beperkt zichtbaar in de leverage cijfers van Amerikaanse investment grade-bedrijven. Veel ondernemingen beschikken nog altijd over solide balansen en het aantal upgrades overtreft nog steeds het aantal downgrades. In de technologie- en mediasector lopen de schuldratio's van enkele overnemende partijen wel al op als gevolg van acquisities. De M&A-pijplijn is echter omvangrijk en groeiende, waardoor de kans toeneemt dat leverage in de komende kwartalen verder oploopt.

Ook in Europa blijven de kredietfundamenten vooralsnog sterk. Upgrades zijn nog steeds in de meerderheid en leverage ratio's zijn stabiel. Sommige bedrijven nemen structurele maatregelen om hun kredietprofiel te ondersteunen, bijvoorbeeld via de uitgifte van hybride obligaties. Tegelijkertijd zijn er eerste tekenen van druk zichtbaar. De rentedekking daalt bij een aantal ondernemingen en recente acquisities drukken de CET1-ratio's van enkele Europese banken.

Impact op spreads: recorduitgifte test de absorptiecapaciteit van de markt

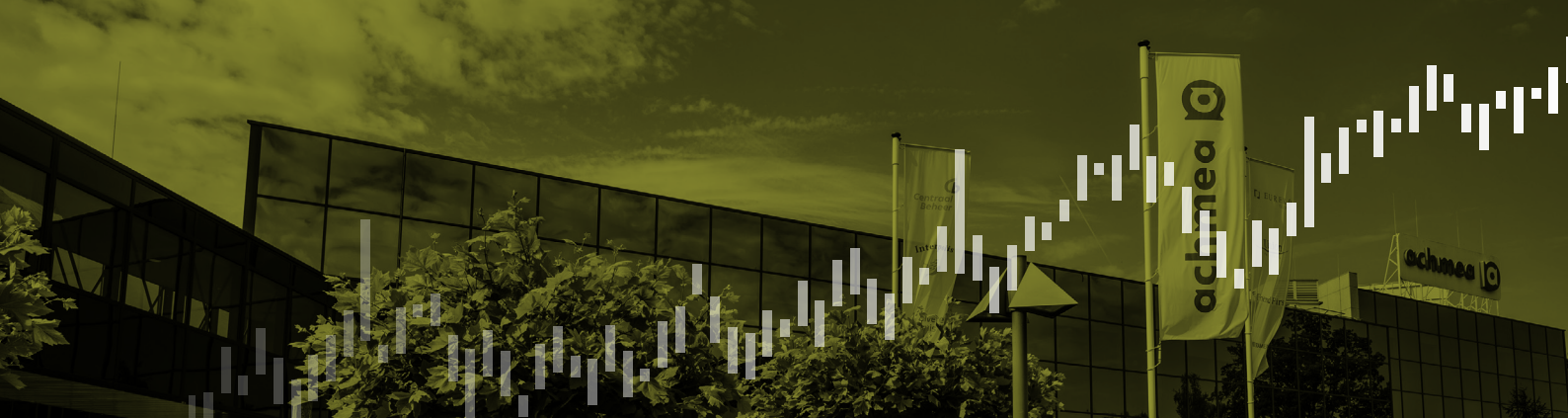
Onlangs recordhoge uitgiftevolumes zijn de credit spreads in zowel de VS als Europa dicht bij historische dieptepunten gebleven. De markt heeft de extra supply moeiteloos geabsorbeerd. Dit wijst op een aanhoudend sterke vraag naar investment grade-obligaties, ondersteund door gezonde fundamenteën van het Amerikaanse bedrijfsleven. Daarbij hielp dat veel nieuwe uitgiftes afkomstig waren van zeer kredietwaardige emittenten.

Tegelijkertijd komen de grenzen van die absorptiecapaciteit langzaam in zicht. De Amazon-uitgifte van circa USD 25 miljard begin juli liet zien dat zelfs deze sterke markt niet onbeperkt nieuwe supply kan verwerken. Rond de transactie liepen de secundaire spreads van Amazon en ook benchmarkspreads duidelijk op doordat beleggers andere obligaties verkochten om ruimte te maken voor de nieuwe uitgifte. De transactie was slechts 1,6 keer overtekend wat aanzienlijk onder het gemiddelde voor Investment Grade uitgiftes ligt. Beleggers worden steeds selectiever naarmate de markt verder wordt overspoeld met AI- en M&A gerelateerde nieuwe uitgiften.

Outlook voor spreads: beleggers zullen weer onderscheid moeten maken

De M&A-markt trekt duidelijk aan, maar vooralsnog zien wij hierin geen aanleiding voor een brede herwaardering van het kredietrisico. De fundamentele gezondheid van Amerikaanse bedrijven blijft sterk, met solide balansen en goede winstgevendheid. Wel neemt het risico toe dat de markt te maken krijgt met een combinatie van omvangrijke M&A-financieringen en aanhoudend hoge uitgiftevolumes van hyperscalers, waardoor de absorptiecapaciteit van beleggers verder wordt getest.

De impact van de huidige M&A-golf zal naar verwachting daarom vooral zichtbaar worden in de onderlinge verschillen tussen bedrijven. Bij historisch lage spreads en een toenemend aantal overnames zullen beleggers kritischer kijken naar het financiële beleid van ondernemingen. Ondernemingen waarvan het kredietprofiel onder druk komt te staan door acquisities, kunnen daarbij achterblijven. M&A kan daarmee een katalysator worden voor meer spread-dispersie en een sterkere koppeling tussen waarderingen en fundamentele kredietrisico's. Dat lijkt ons een gezonde ontwikkeling: de samenstelling van de balans doet ertoe!



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

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.

Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het **Achmea IM ESG Transition Euro Corporate Bond Fund** 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 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 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.