

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld:

- Spreads bedrijfsobligaties zo goed als onveranderd
- Fed en ECB kondigen verwachte vermindering van opkoopprogramma's aan
- Relatief beperkte zorgen rond oplopende inflatie
- Relatief slechte performance van veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties

Vooruitzichten:

- Stagflatiespook treedt steeds meer in het daglicht
- Hoge inflatie maakt de balanceeract van centrale banken een ware circusact

Positionering:

- Neutrale risicopositie
- Vanwege oplopende inflatie ontstaat een groter risico voor Europese creditmarkten dat de ECB haar opkopen eerder dan verwacht zal terugschroeven
- Overweging van banken en niet-cyclische consumentenbedrijven; onderweging van verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Deanne Arends,
Sr. Portfolio Manager
Illiquide Fixed Income

THEMA

Investeren in sociale huurwoningen: staatsgarantie en maatschappelijke impact

De markt voor leningen aan Nederlandse woningcorporaties is nog altijd een relatief onontgonnen terrein voor institutionele beleggers. Onder invloed van het woningtekort en de noodzaak tot verduurzaming van woningen zou daar echter wel eens verandering in kunnen komen. Met een aantrekkelijke pick-up en een zeer beperkt risicoprofiel past de beleggingscategorie in onze optiek goed in pensioenfondsportefeuilles. De hoogste tijd voor een nadere introductie.

[Lees verder op pag 4 →](#)

Marktbeeld

Spreads bedrijfsobligaties zo goed als onveranderd

Spreads liepen per saldo slechts één basispunt op gedurende het afgelopen kwartaal. Bovendien bewogen spreads nauwelijks: de maximale beweging bedroeg slechts 2 basispunten. Dit terwijl er wel degelijk aanleiding was voor beweging. Begin juli waren er nog enige zorgen omdat Westerse overheden (reis)beperkingen invoerden vanwege de besmettelijke deltavariant. Deze zorgen bleken overtrokken en creditmarkten kwamen zoals gebruikelijk in juli gestaag tot rust vanwege het stilvallen van het aanbod van nieuwe obligaties midden in de zomer. Deze rustige periode met weinig nieuws vertaalt zich doorgaans in lagere spreads. Dat gebeurde dit jaar niet, omdat staatsrentes hard daalden. Bedrijfsobligaties konden deze scherpe rentedaling exact bijbenen, waardoor spreads bleven liggen. De belangrijke Fed-conferentie eind augustus in Jackson Hole, bracht creditmarkten ook niet in beweging omdat de Fed al veel hints had gegeven dat er waarschijnlijk een einde gaat komen aan haar grote opkoopprogramma. Bovendien was Powell over het algemeen dovish; zijn toespraak werd dan ook positief ontvangen door de creditmarkt. Bedrijfsobligaties ondergingen de grote Fed en ECB-meetings in september ook gedwee: er werd niet gereageerd op het zeer waarschijnlijk einde van de opkopen door de Fed, noch op de aankondiging van de ECB dat zij vanaf oktober het grote PEPP opkoopprogramma gaan afschalen.

Relatief beperkte zorgen rond oplopende inflatie

Creditmarkten reageerden eveneens gelaten op de oplopende inflatie in de eurozone in tegenstelling tot de aandelenmarkten die zich zorgen maakten over de oplopende energieprijzen. Oplopende energieprijzen gaan ten laste van de marges van bedrijven, sterker nog, sommige chemiebedrijven in het Verenigd Koninkrijk lagen tijdelijk stil vanwege de zeer hoge gasprijs.

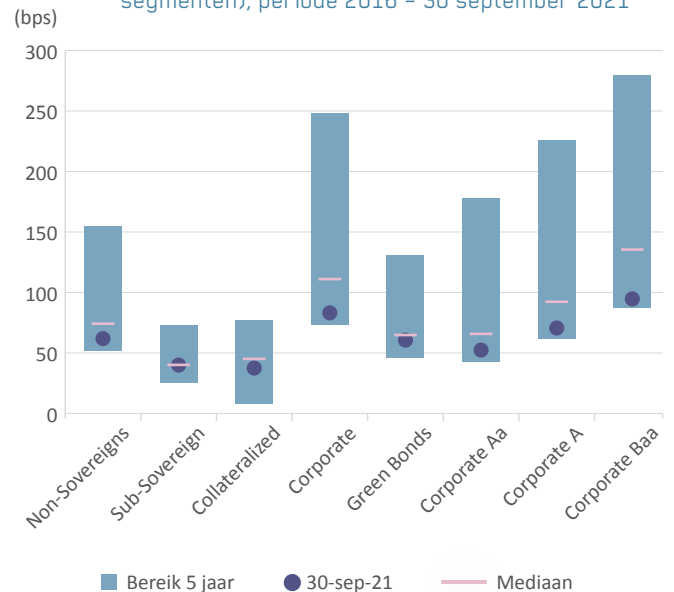
Na de zomer kwam er traditiegetrouw een grote hoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt. Deze werden over het algemeen goed geabsorbeerd door de markt, de forse aankopen van de ECB hielpen hierbij uiteraard ook.

Relatief slechte performance van veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties

Qua sectoren waren er het afgelopen kwartaal kleine verschillen. Banken, verzekeraars, vastgoed en deden het goed, terwijl nutsbedrijven als gevolg van het voortdurende aanbod van nieuwe obligaties achterbleven. Banken profiteerden van de verbeterende kredietwaardigheid. Verzekeraars, een sector die gekenmerkt wordt door veel achtergestelde obligaties, genoten de voorkeur van beleggers in de zoektocht naar rendement. Vastgoed deed het goed vanwege de volledige heropening van winkelvastgoed. De veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties deden het relatief slecht en bewogen veel als gevolg

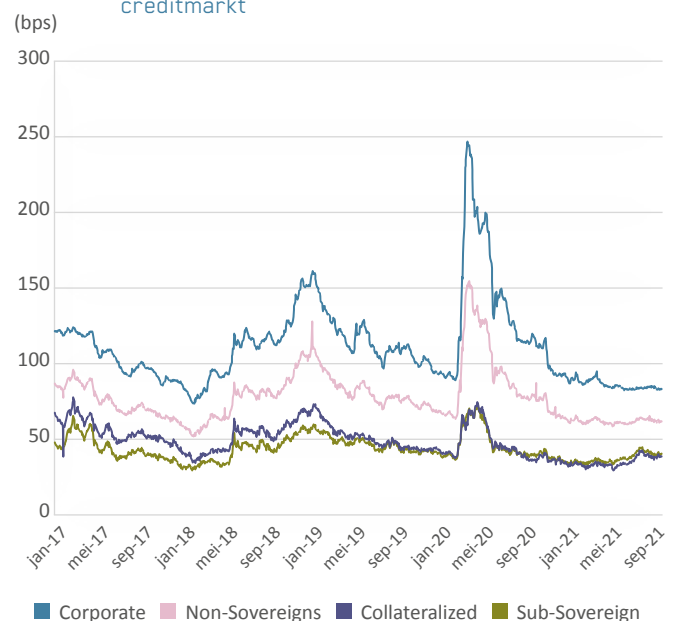
van de volatiele staatsrente. Deze segmenten worden, in tegenstelling tot bedrijfsobligaties, doorgaans geprijsd ten opzichte van swaps.

Figuur 1: Waardering creditmarkten (risico-opslagen segmenten), periode 2016 – 30 september 2021



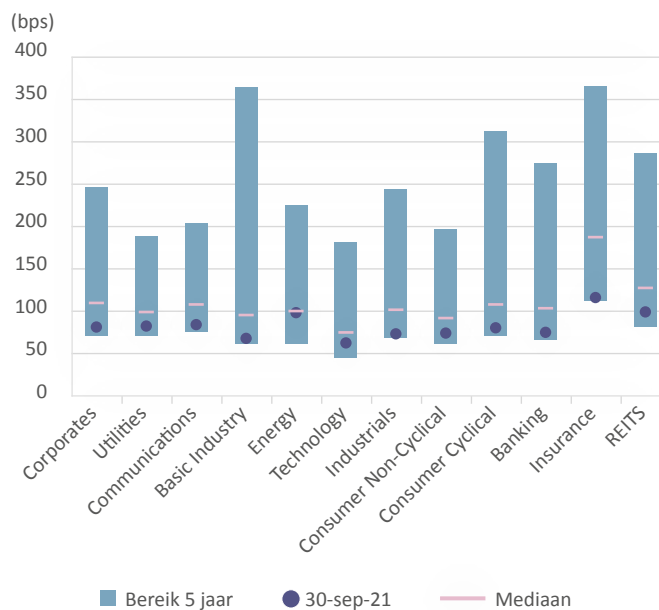
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 2: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Figuur 3: Waardering creditmarkten (risico-opslagen sectoren), periode 2016 - 30 september 2021)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Stagflatiespoek treedt steeds meer in het daglicht

De stijgende inflatie is het meest zichtbaar in de sterk stijgende energieprijzen die zich sinds het einde van het derde kwartaal voordoen, in het bijzonder de gasprijs. Maar ook olie en kolen

zijn flink in prijs gestegen. Bedrijven hadden al voor de zomer aangegeven margedruk te ervaren vanwege problemen in de supply chain en stijgende loonkosten. Nu komen de stijgende energiekosten hier nog bij. Consumenten lijden ook, want zij worden geraakt in hun koopkracht zo lang de lonen niet meestijgen. De groeivertraging was al in de maak na de sterke kwartalen als gevolg van de heropening van de economieën. De stijgende energieprijzen en de problemen in de supply chain zorgen ervoor dat economische groeiverwachtingen nog verder naar beneden worden bijgesteld.

Hoge inflatie maakt de balanceeract van centrale banken een ware circusact

Immers, bij een te rappe verkrapping van monetair beleid wordt het economisch herstel in de kiem gesmoord, terwijl bij een te langzame verkrapping inflatieverwachtingen worden beïnvloed waarmee de inflatie kan blijven oplopen. Tot nu toe hielden centrale banken vast aan het mantra dat de inflatie tijdelijk is. Dit is dan ook terug te zien in de voorspellingen van de Fed en ECB: inflatie loopt na een korte piek weer terug richting of onder de 2%. Inmiddels geven echter zelfs de doves binnen de ECB aan dat de structurele problemen langer aanhouden dan zij hadden verwacht en dat men moet waken voor een loonprijsspiraal. Hierdoor wordt de decembermeeting van de ECB steeds spannender: de kans bestaat dat men sneller dan verwacht de afbouw van de steunpakketten zal aankondigen. De ECB heeft namelijk een inflatiemandaat en zal bij blijvend oplopende inflatie nerveus worden. De situatie aan de andere kant van de Atlantische oceaan lijkt meer in steen gebeiteld: de Fed zal de opkopen zeer waarschijnlijk vanaf eind dit jaar terugschalen en dan tegen de volgende zomer al beginnen met de eerste renteverhogingen.



Problemen in de supply chain zorgen ervoor dat economische groeiverwachtingen naar beneden worden bijgesteld

Positionering

Neutrale risicopositie

Wij handhaven de neutrale risicopositie vanwege de krappe waarderingen. Staatsrentes zijn hard opgelopen. Begin dit jaar liepen staatsrentes ook hard op vanwege toenemende groei. De laatste rentestijging lijkt echter vooral gedreven door oplopende inflatieverwachtingen. Hogere inflatie kan leiden tot marge druk, wat zeker bij teruglopende groei, op termijn kan leiden lagere kredietwaardigheid. Echter een groter risico voor Europese creditmarkten is dat de ECB haar opkopen eerder dan verwacht zal terugschroeven.

We houden vast aan een overwogen positie in banken en niet-cyclische consumentenbedrijven. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen vast aan een onderwogen positie aan in verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.

THEMA

Investeren in sociale huurwoningen: staatsgarantie en maatschappelijke impact

De markt voor leningen aan Nederlandse woningcorporaties is nog altijd een relatief onontgonnen terrein voor institutionele beleggers. Onder invloed van het woningtekort en de noodzaak tot verduurzaming van woningen zou daar echter wel eens verandering in kunnen komen. Met een aantrekkelijke pick-up en een zeer beperkt risicoprofiel past de beleggingscategorie in onze optiek goed in pensioenfondsportefeuilles.

Private beleggingscategorieën genieten al langere tijd ruime belangstelling en met het nieuwe pensioencontract in aantocht zal dit waarschijnlijk voorlopig ook niet veranderen. De aanduiding “privaat” is echter enorm breed en zo kan het ook voorkomen dat er nog altijd categorieën in dit spectrum bestaan die relatief onbekend zijn. WSW-leningen is er zo één.

WSW staat voor Waarborgfonds Sociale Woningbouw en de leningen onder deze noemer betreffen leningen aan Nederlandse woningcorporaties. De opbrengsten van een WSW-lening worden door woningbouwcorporaties gebruikt om sociale huurwoningen te bouwen. Doordat het zorgen voor voldoende woongelegenheden tot één van de grondwettelijke kerntaken van de Nederlandse

overheid behoort, staat de Nederlandse overheid, via het WSW, garant voor de leningen bestemd voor sociale woningbouw.



Van woningbouwcorporaties wordt verwacht dat zij in de komende jaren een aanzienlijke hoeveelheid woningen bij zullen bouwen.

Figuur 4: WSW spread t.o.v. NL Staatsobligaties



Bron: Jaarverslag en Jaarrekening WSW 2020

Staatsgarantie zorgt voor verschillende voordelen

Deze garantie zorgt er in de eerste plaats voor dat woningbouwcorporaties tegen gunstige rentetarieven (lang) geld kunnen lenen. Het geeft investeerders bovendien de mogelijkheid om voor een langere periode geld uit te lenen met een pick-up boven de rente van de Nederlandse staat. De garantie heeft daarbij als voordeel dat het WSW dezelfde kredietwaardigheid heeft als de Nederlandse staat; een AAA-rating. Dit leidt ertoe leidt dat De Nederlandsche Bank geen extra kapitaalbeslag hanteert voor het kredietrisico op WSW-leningen.

De illiquide aard van de leningen zorgt echter wel voor extra rendement ten opzichte van Nederlandse staatsobligaties. Deze pick-up fluctueert van jaar tot jaar, maar in 2020 bedroeg deze ongeveer 30-50bps, onder andere afhankelijk van de looptijd van de lening. Voor looptijden rond de 20 jaar zat de premie rond de 40bps en voor looptijden rond de 10 jaar rond de 30bps. Figuur 4 op de vorige pagina toont de spreadontwikkeling van begin januari 2019 tot begin oktober 2021. De pick-up boven swaps laat een iets stabielere beeld zien dan die boven de Nederlandse staat. Dit maakt het ook een goede match met verplichtingen die tegen swaps gewaardeerd worden.

Select gezelschap van institutionele beleggers actief op WSW-markt

Ondanks deze voordelen voor institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars zien we dat het nog geen storm loopt op de markt voor WSW-leningen. In 2020 betrof de totale uitgifte aan leningen € 7,4 miljard, verdeeld over 825 leningen met een gemiddelde looptijd van 22 jaar en een gemiddelde coupon van 0,44 procent. Hiervan nemen de semi-staatsbanken Bank Nederlandse Gemeenten en de Waterschapsbank circa 80 à 90 procent voor hun rekening. Het restant wordt gefinancierd door Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen. In de eerste helft van 2020 was dit 14 procent en dit werd gefinancierd door zes Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen.

Vanaf 2016 zien we al een stijgende trend in de jaarlijks door het WSW geborgde leningen. Onder invloed van het aanhoudende woningtekort en de energietransitie zal de markt in zijn geheel naar verwachting verder groeien.

Figuur 5: Verloop nieuw geborgd volume

	2016	2017	2018	2019	2020
Volume in miljard	3,6	4,9	5,8	6,3	7,4

Bron: Jaarverslag en Jaarrekening WSW 2020

Woningtekort hoog op politieke agenda

Het gebrek aan sociale huurwoningen in combinatie met de exploderende huizenprijzen maakt dat de woningnood niet meer zo groot is geweest sinds de Tweede Wereldoorlog. Niet voor

niets gingen mensen medio september voor het eerst sinds de jaren '80 weer de barricaden op tegen woningnood. Van woningbouwcorporaties wordt verwacht dat zij in de komende jaren een aanzienlijke hoeveelheid woningen bij zullen bouwen.

Een ander maatschappelijk thema dat van grote invloed is op de financieringsbehoefte van Nederlandse woningbouwcorporaties is de energietransitie. Nederland moet in 2030 minimaal 49 procent minder CO₂ uitstoten dan in 1990 en voor 2050 moet die uitstoot met 95 procent gedaald zijn.

In Klimaatakkoord ook nieuwe verduurzamingsafspraken voor woningcorporaties

Voor woningcorporaties betekent dit het CO₂-neutraal maken van de warmtevoorziening van hun woningen. Corporaties hebben op hoofdlijnen in kaart gebracht hoe ze dit gaan doen. Zo is een verkennend beeld ontstaan van de verduurzaming van 2,4 miljoen corporatiewoningen. Op basis van dat beeld is de inschatting dat een CO₂-reductie van 70 procent gerealiseerd kan worden door maatregelen te treffen aan de woningen.



Woningcorporaties hebben onderling afgesproken dat sociale huurwoningen in 2050 CO₂ neutraal moeten zijn.

Het geld van beleggers zal dus meer dan welkom zijn en een positieve bijdrage leveren aan maatschappelijke vraagstukken. Dit heeft als bijkomstigheid voor beleggers dat een dergelijke belegging ook goed past in een duurzame portefeuille. Door middel van het investeren in de woningbouwsector via WSW-leningen kunnen beleggers bijdragen aan twee Social Development Goals (SDG).

Dit is primair SDG 11, die betrekking heeft op duurzame steden en gemeenschappen. WSW-leningen kunnen enkel gebruikt worden door woningcorporaties voor het aanwenden van diensten van algemeen economisch belang. Deze diensten betreft het leveren van betaalbare sociale huurhuizen. Daarnaast levert de

sector een bijdrage aan SDG 13: klimaatactie. Woningcorporaties hebben onderling afgesproken dat sociale huurwoningen in 2050 CO₂-neutraal moeten zijn. Elke woningcorporatie heeft in beeld gebracht hoe zij dit gaan realiseren. De sector loopt daarmee voorop in het verduurzamen van woningen.

Beleggingscategorie met mogelijkheid tot maatwerk

Naast de positieve impact die WSW-leningen kunnen leveren aan duurzaamheidsdoelstellingen, biedt de categorie elementen waarmee invulling kan worden gegeven aan de klantspecifieke wensen en karakteristieken van institutionele portefeuilles. Denk hierbij aan de minimale spread: welke premie wil de klant minimaal ontvangen ten opzichte van Nederlands staatspapier?

Maar ook specifieke voorkeuren en restricties ten aanzien van concentratierisico en looptijd kunnen mee worden genomen bij het samenstellen van een WSW-portfolio.

Kortom, de match tussen WSW-leningen en institutionele beleggingsportefeuilles is er zeker. Dankzij de garantie van de Nederlandse overheid bieden WSW-leningen extra rendement tegen een risico dat vergelijkbaar is met dat van Nederlandse staatsobligaties. Tel hierbij op dat de tot nu relatief rustige WSW-markt naar onze verwachting de komende jaren verder zal groeien onder invloed van maatschappelijke ontwikkelingen. Hiermee lijkt het ontdekken van de markt voor WSW-leningen door institutionele beleggers slechts een kwestie van tijd.





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 van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. 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 over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.



[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.