

KWARTAALUPDATE CREDITS

Q1 2020 | APRIL 2020

Achmea Investment Management

Thema Green Bonds: betere prestaties door overweging van defensieve sectoren

Net als in de reguliere markt voor bedrijfsobligaties, zien we dat bij Green Bonds de risico-opslagen hard uitliepen door de ontstane zorgen over de gevolgen van Corona. Echter, omdat het Green Bond universum meer bedrijven uit de nutssector en overheidgerelateerde bedrijven kent, zijn deze risico-opslagen minder opgelopen dan bij reguliere obligaties. Dit heeft voornamelijk te maken met de kredietkwaliteit van deze bedrijven. En het is daarmee niet direct te relateren aan het feit dat het Green Bonds betreft. Ook bij de reguliere bonds van deze uitgevende instellingen zien wij immers (ook in deze tijden van stress) vergelijkbare prijzen en daarmee risico-opslagen als bij Green Bonds (lees verder op pagina 4).

Marktbbeeld:

- Risico-opslagen van bedrijfsobligaties liepen met 146 basispunten op
- De ECB kondigde na twijfel toch de bazooka aan, maar kocht vooral staatsobligaties
- De Fed ging ook all-in
- Overheden kondigden ook forse maatregelen aan
- Inkoopmanagersindex Eurozone daalde naar laagste niveaus ooit: 29.7 (van 51.6)

Vooruitzichten:

- Er gloort licht aan het einde van de coronatunnel
- Coronabonds of ESM: mediterrane landen hebben steun hard nodig
- Veel downgrades zullen volgen

Positionering:

- Licht overwogen risicopositie

Colofon

Deze Kwartaalupdate Credits is een uitgifte van Achmea Investment Management.

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs

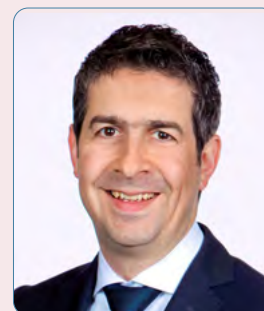


Martijn Hesterman, Lead Portfolio Manager Credits



Viktor Stunnenberg, Lead Portfolio Manager Green Bonds

Contact



Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl
06 224 559 26

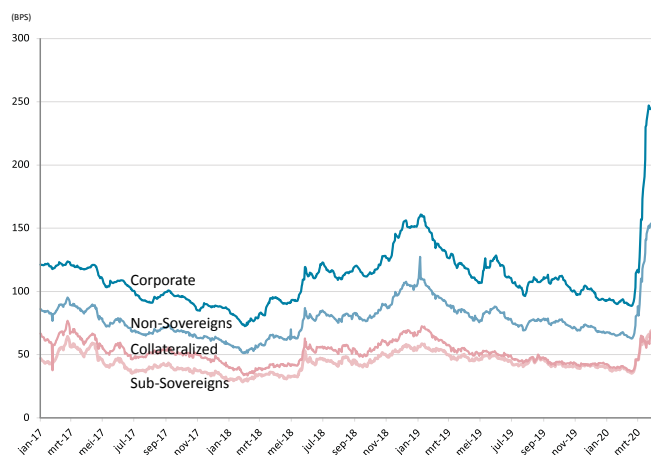


Marktbeeld

Risico-opslagen van bedrijfsobligaties liepen met 146 basispunten op

In maart 2020 kwam het dagelijks leven in Europa abrupt tot stilstand en werd de impact van de coronacrisis niet alleen op de economie zichtbaar. Maart 2020 was daardoor de slechtste maand ooit voor Europese Investment Grade bedrijfsobligaties. Bedrijfsobligaties met een korte looptijd werden het hardst geraakt omdat dit voor veel vermogensbeheerders de snelste manier was om cash te generen voor de grote outflows. Opslagen op achtergesteld financieel papier liepen meer op dan die voor senior schuld. Bij achtergestelde niet-financiële obligaties was dit verschil veel minder groot.

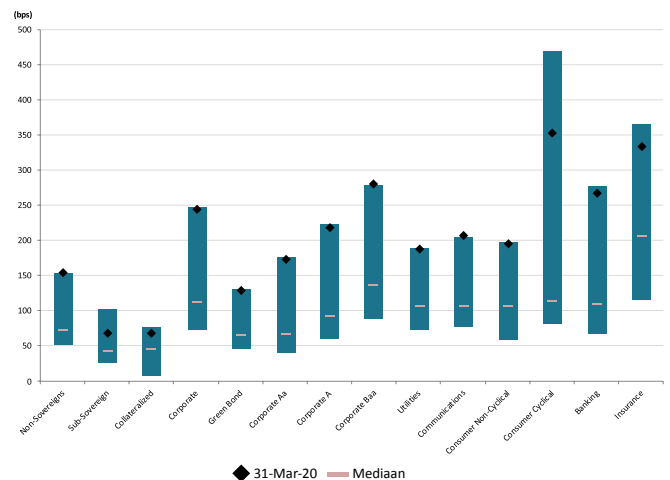
Grafiek 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten credit markt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Qua sectoren waren er grote verschillen: De cyclische autosector presteerde veel slechter dan niet-cyclische consumentenbedrijven (zoals bijvoorbeeld Unilever) of nutsbedrijven. Opslagen van BBB-bedrijven liepen zo'n 160 basispunten op, terwijl dat voor BB-bedrijven zelfs 370 basispunten was. De kredietwaardige segmenten gedekte obligaties en semi-staat deden het in deze zware marktcorrectie relatief goed. Hier liepen risico-opslagen respectievelijk slechts 20 en 35 basispunten uit. Ondertussen zaten de rating agencies niet stil. In Europa werd dit jaar al meer schuld gedowngraded dan in heel 2019. Dit weerhield bedrijven er niet van met zeer veel nieuwe obligaties met aantrekkelijke premies naar de markt te komen. Dit deden bedrijven met name om de vrije kasmiddelen flink te vergroten.

Grafiek 2: Waardering Credit Markten (risico-opslagen)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

De ECB kondigde na twijfel toch de bazooka aan, maar kocht vooral staatsobligaties

In haar reguliere meeting in maart kondigde de ECB aan de leningvoorwaarden voor banken nog soepeler te maken. Bovendien werd het aankoopprogramma opgehoogd met een flexibele 'enveloppe' van 120 miljard euro. Tijdens de persconferentie versprak ECB-president Lagarde zich: "we zijn er niet om spreads te dichten." Hierdoor kwamen met name de staatsobligaties van Italië onder zware druk te liggen. De ECB kwam snel terug op de uitspraak van Lagarde en kondigde een week later het PEPP aan: Pandemic Emergency Purchase Programme. Dit eveneens flexibele opkoopprogramma van € 750 miljard euro komt bovenop de eerder aangekondigde 120 miljard euro. Bovendien gaf de ECB aan de aankooplimieten per staatsobligatie los te laten. Tot op heden werden vooral staatsobligaties van de periferie gekocht. Hiermee wil de ECB onderstrepen er alles aan te zullen doen om de Europese Unie bijeen te houden. Als gevolg hiervan werden er per saldo nauwelijks meer bedrijfsobligaties gekocht dan in voorgaande maanden.

De Fed ging ook all-in

De Fed verlaagde de rente in twee stappen naar een niveau van tussen de 0% en 0,25%. Ook begon de Fed met een nieuw ongelimiteerd opkoopprogramma van staatsobligaties. Daarnaast startte de Fed met het opkopen van investment grade bedrijfsobligaties, kort schuld papier van bedrijven (commercial paper), geldmarktfondsen, ETF's en gedekte obligaties. Deze ingrepen waren gericht om de kredietverstrekking door de markt weer op gang te krijgen.

Overheden kondigden ook forse maatregelen aan

Net als in de financiële crisis traptten de Britten af met serieuze maatregelen. Begin maart namen zij al diverse maatregelen mee in hun begroting voor 2020, zoals arbeidsmarktsteun en steun voor de gezondheidssector. Hier werden later leninggaranties voor het midden- en kleinbedrijf aan toegevoegd. In totaal bedraagt dit pakket ongeveer 5% van het Bruto Binnenlands Product (BBP). Opvallend snel volgden de doorgaans zuinige Duitsers met een qua omvang vergelijkbaar pakket. De Verenigde Staten konden hier natuurlijk niet bij achterblijven en kondigden maatregelen aan ter grootte van 10% van het BBP. Deze omvang moet wel enigszins in het licht worden gezien van het ontbreken van een sociaal vangnet in de Verenigde Staten.

Inkoopmanagersindex Eurozone daalde naar laagste niveaus ooit: 29.7 (van 51.6)

Hiermee bewoog de index in lijn met haar Chinese evenknie een maand geleden. Italië (20.2) en Spanje (26.7) noteerden de laagste scores, terwijl de schade in Duitsland (35.0) enigszins beperkt bleef. Vooral in de dienstverleningssector waren de vooruitzichten slecht. De impact van het coronavirus op de reisindustrie, horeca en de cultuursector was enorm. Italië, dat als eerste getroffen werd door het virus, noteerde een score van 17.4 voor de dienstverleningssector. De Verenigde Staten, die qua coronabesmettingen ongeveer twee weken achter liggen op Europa, noteerden nog rond de 40. Maar arbeidsmarkt cijfers van een recentere peildatum tonen een ongekend snel oplopende werkloosheid. In China, waar het virus voor het eerst opdook eind vorig jaar, bleef de dienstverleningssector nog steeds onder druk staan (inkoopmanagersindex op 43.0). Wel duidde de Chinese inkoopmanagersindex van de maakindustrie op een zeer voorzichtige groei (50.1) vanaf het zeer lage niveau van vorige maand.

Vooruitzichten

Er gloort licht aan het einde van de coronatunnel

De piek in ziekenhuisopnames lijkt zowel in Europa als in de VS achter ons te liggen. Daarmee kan langzamerhand nagedacht worden over de afbouw van de beperkende maatregelen. Deze maatregelen beschermen mensen met een zwakkere gezondheid, maar schaden de economie enorm. De druk om de maatregelen af te bouwen, zal daarom zeker toenemen. Hoe snel dit kan gaan, hangt af van veel onzekere factoren. Het duurt volgens overheden en deskundigen naar verwachting nog minimaal een jaar voordat een vaccin op grote schaal beschikbaar is. En een medicijn is volgens deze bronnen waarschijnlijk ook niet eerder dan in het eerste kwartaal van 2021 beschikbaar. Ook het opbouwen van groepsimmunitet kan nog wel enige tijd duren. Komende tijd komt over dit alles meer informatie beschikbaar. In de tussentijd kan de grootschalige

beschikbaarheid van betrouwbare testen ook bijdragen aan de bereidheid van samenlevingen om de beperkende maatregelen af te bouwen. Nieuwe uitbraken kunnen dan snel worden geïdentificeerd en geïsoleerd. Ook het gebruik van viruscontactapps kan daar mogelijk bij helpen. Het is de vraag of, ondanks bezwaren van privacywaakhonden, dit op korte termijn kan worden ingevoerd.

Coronabonds of ESM: mediterrane landen hebben steun hard nodig

Het virus heeft in Europa de grootste impact gehad op Italië en Spanje. Deze landen hadden al voor de coronacrisis een hoge staatsschuld. Italië en Spanje hebben daar bovenop nog extra geld nodig om hun economie weer op te bouwen. Daarom willen de Italianen en Spanjaarden graag solidariteit zien van hun Noord-Europese vrienden. Ook Nederland is bereid daaraan z'n steentje bij te dragen, maar wel onder strenge voorwaarden. Ook in Duitsland begint het publieke debat te draaien. Het is duidelijk dat er iets gaat gebeuren, maar de vraag is of de tijd al rijp is voor coronabonds. Het lijkt de meest waarschijnlijke optie, dat er toch een ESM lening komt, met alleen hele zachte voorwaarden. Middels het PEPP houdt de ECB ondertussen de betaalbaarheid van deze hoge schulden in toom. Wij gaan daarom niet uit van een nieuwe Eurozonecrisis, een scenario waarin risico-opslagen opnieuw sterk zouden kunnen uitlopen.

Veel downgrades zullen volgen

Het jaar is nog maar net begonnen en het regent al downgrades. Vooral de cyclische sectoren hebben veel last van de opgelopen werkloosheid en de toegenomen onzekerheid. De reisindustrie wordt uiteraard bijzonder hard geraakt door de beperkende maatregelen. Voor de autosector zijn de problemen eveneens groot. Deze sector stond al vóór de coronacrisis voor grote uitdagingen: strikte CO2-eisen en de transitie naar elektrische auto's. Nu er steeds meer bedrijven winstwaarschuwingen geven, verwachten wij dat er nog veel downgrades in het vat zitten. Zonder Noord-Europese steun is op termijn ook de rating van Italië niet houdbaar. Mocht deze naar high yield gaan, dan zullen veel bedrijven met een nauwe band met de Italiaanse staat volgen.

Positionering

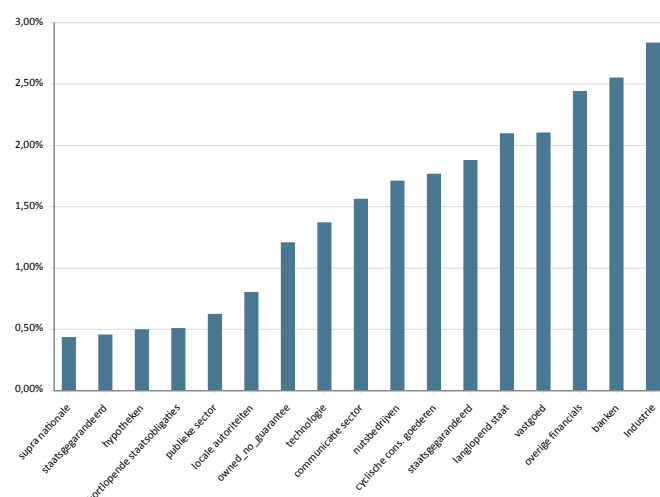
Licht overwogen risicopositie

De waarderingen van bedrijfsobligaties zijn op dit moment zeer aantrekkelijk. Bovendien stabiliseert de situatie in veel landen. Voor financiële markten is dat doorgaans een moment om de risico's opnieuw op waarde te schatten, waarmee er ruimte komt voor een daling van risico-opslagen. Ten opzichte van benchmarks hanteren wij daarom een licht overwogen risicopositie. Daarbij hanteren wij wel een defensieve sectorpositionering.

Thema Green Bonds: betere prestaties door overweging van defensieve sectoren

Net als in de reguliere markt voor bedrijfsobligaties, zien we dat bij Green Bonds de risico-opslagen hard uitliepen door de ontstane zorgen over de gevolgen van Corona. Echter, omdat het Green Bond universum meer bedrijven uit de nutssector en overheidgerelateerde bedrijven kent, zijn deze risico-opslagen minder opgelopen dan bij reguliere obligaties. Dit heeft voornamelijk te maken met de kredietkwaliteit van deze bedrijven. En het is daarmee niet direct te relateren aan het feit dat het Green Bonds betreft, maar doordat de sectoren die Green Bonds uitgeven kredietwaardiger zijn. Ook bij de reguliere bonds van deze uitgevende instellingen zien wij immers (ook in deze tijden van stress) vergelijkbare prijzen en daarmee risico-opslagen als bij Green Bonds.

Grafiek 3: Risico-opslagen per sector per 31 maart 2020



Bron: Bloomberg, Achmea IM

In korte tijd al veel downgrades

Rating-agencies passen inmiddels in grote stappen hun ratings voor bedrijven aan. Vooral sectoren zoals banken en airlines worden hard geraakt. Ratings van een aantal bedrijven in deze sectoren zijn neerwaarts bijgesteld, met soms ook nog een negatieve outlook. Bij vorige stresssituaties zagen we rating-agencies meer geleidelijk hun oordeel aanpassen. Nu gaat dit veel sneller, waardoor het lastiger is om hier op in te spelen.

We zien wel een voordeel bij Green Bonds. De gemiddelde kredietkwaliteit van de Green Bond markt ligt hoger dan de gemiddelde reguliere creditmarkt (A+ vs BBB+). Bij de gemiddeld lagere rating van de creditmarkt kan het dus vaker voorkomen dat je bij een downgrade van obligaties gedwongen afscheid moet nemen. In de Green Bond markt is dit minder het geval, hetgeen de performance ten goede kan komen.

De illiquiditeit van markten maakt het verdienen van nieuw issue premie lastig

Alle Green Bonds die nu uitgegeven worden, worden met een premie naar de markt gebracht. Het realiseren van deze premie is minder makkelijk dan het lijkt. Om aan een nieuwe uitgifte mee te doen, moet er geld worden vrijgemaakt en dus moet er een andere obligatie verkocht worden. In de huidige marktomstandigheden zijn de verkoopprijzen niet gunstig. De premie die kan worden gerealiseerd bij een nieuwe issue raak je op dit moment helaas weer kwijt aan de verkoopkosten die gemaakt moeten worden.

Ontwikkelingen universum: groei euro green bond index door het coronavirus

In het eerste kwartaal van dit jaar zijn er 24 nieuwe Green Bonds in de index bijgekomen. In het eerste kwartaal van 2019 waren dat er bijna 70. De totale groei in Euro was ca. 25% minder dan in dezelfde periode vorig jaar. Nog steeds domineren de nutsbedrijven en de financiële sector de nieuwe uitgiftes. De totale waarde van de Euro Green Bond Index steeg met 11 miljard naar EUR 231 miljard.

Toetsing aan het Achmea IM beoordelingskader blijft belangrijk

De screening van nieuwe Green Bonds op duurzaamheidskenmerken blijft belangrijk. Zeker omdat ook de trend van vernieuwende duurzame obligaties doorzet. Waar de dominerende Green Bond-sectoren, zoals nutsbedrijven en banken, nog vooral vertrouwde Green Bonds uitgeven, hebben juist de nieuwkomers in de markt de neiging om meer creatieve vormen te kiezen. Een voorbeeld zijn de transitiebonds of SDG-linked-bonds. Daarbij wordt de opbrengst niet gebruikt voor duidelijk geormerkte duurzame activiteiten, zoals duurzaam vastgoed, of duurzame energie. De opbrengsten



zijn bestemd voor meer globale doelstellingen ter algemene verduurzaming van de bedrijfsvoering. Zo bracht het Amerikaanse kledingbedrijf bedrijf VF Corp een Green Bond naar de markt die niet voldeed aan de criteria van het Green Bond-beoordelingskader zoals wij dat hanteren binnen Achmea IM. De door de onderneming voorgestelde activiteiten waren wat ons betreft niet voldoende specifiek gericht op verduurzaming; ze waren te veel in lijn met wat we in het kader van de reguliere bedrijfsvoering al zouden verwachten. Wel konden we een nieuwe uitgifte van het Zweedse elektriciteitsbedrijf Vattenfall goedkeuren.

Goede performance bij beperkte liquiditeit

Binnen onze strategie kijken we specifiek naar Euro Green Bonds. Wij beleggen alleen in uitzonderlijke situaties in Green Bonds die in vreemde valuta worden uitgegeven; waarna we vervolgens het valutarisico zouden afdekken. We zijn hierin terughoudend omdat wij de extra volatiliteit die dit met zich meebrengt niet wenselijk vinden.

Gedurende het afgelopen kwartaal kende onze strategie op het meest negatieve punt in de markt een underperformance van 0,20% ten opzichte van de benchmark. Dit werd met name veroorzaakt door onze licht overwogen positie in Financials. Inmiddels is dit reeds genormaliseerd door het sterke herstel van de markt. De prijsvorming van de obligaties blijft echter wel een uitdaging. De koersen die de schermen tonen, zijn niet altijd de prijzen waarop je werkelijk kan handelen, al is er inmiddels sprake van enige normalisatie.

Het doel van de Achmea IM Green Bond strategie is om een zo goed mogelijk actief rendement te behalen voor risico gecorrigeerd. Dit wordt uitgedrukt in het streven naar een hoge information ratio. Tijdens de Coronacrisis zagen we dat onze risicohouding gewerkt heeft en dat mede daarom onze performance in vergelijking met andere aanbieders van Green Bond strategieën beter is geweest.



Coronabonds

Coronabonds zijn obligaties die wellicht passend zijn voor gelijkgestemde investeerders zoals Green Bond beleggers. Echter, de richtlijnen die voor Green Bonds gesteld zijn, zijn duidelijk; vanuit een Green Bonds perspectief vallen Coronabonds buiten het aandachtsgebied van beoogde klimaatverandering. Coronabonds passen hierdoor niet in de Green Bond strategie. Achmea IM biedt klanten en prospects wel mogelijkheden om binnen de bredere creditstrategie Coronaobligaties op te nemen.

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.