

# KWARTAALUPDATE CREDITS

Q1 2021 | APRIL 2021

Achmea Investment Management

## Thema: Rente en creditspreads, een gecompliceerd huwelijk

Credit beleggers hielden de stijgende rente het afgelopen kwartaal angstvallig in de gaten. Ze maken zich doorgaans zorgen over stijgende rentes. Dit bleek ook afgelopen kwartaal toen spreads in februari langzaam uitliepen en lange, rentegevoelige obligaties achterbleven bij kortere obligaties. Vooral snelle en abrupte rentestijgingen zorgden in het verleden voor explosieve situaties, analoog aan een knetterende echtelijke ruzie. Investeerders denken dan al snel terug aan de zogeheten *taper tantrum* in 2013. Toen kondigde de FED aan dat ergens in de toekomst het tempo waarmee staatsobligaties opgekocht werden, verlaagd zou worden om de hoeveelheid geld in economie te verkleinen. Deze onverwachte potentiële vraaguitval zorgde voor een paniecreactie in de markt en rentes piekten.

De relatie tussen rente en creditspreads is beweeglijk. Met veel ups en down. Eigenlijk net als een goed huwelijk. De belangrijkste conclusies als we naar het verleden kijken:

- De gemiddelde relatie is negatief: hogere rente gaat doorgaans samen met lagere spreads en lagere rente met hogere spreads.
- Dat lagere rente leidt tot hogere spreads zien we goed terug tijdens crisismomenten.
- Omgekeerd zien we juist dat bij sterkere economische groei dit per saldo goed is voor bedrijven. In de periodes 2013 tot 2015 en 2016 tot 2018 waar door economische groei de rente steeg, daalden de spreads.

[Lees meer op pagina 4](#)

### Marktbeeld

- Europese creditmarkten trekken zich weinig aan van volatiliteit staatsrentes.
- Cyclische consumentenbedrijven de grote outperformer.
- Korte looptijden deden het goed, terwijl de lange (rentegevoelige) looptijden achterbleven.

### Vooruitzichten

- Het Europees herstel laat nog langer op zich wachten.
- De markt verwacht in de Verenigde Staten een economische groei van 7% in het tweede kwartaal.
- Markten blijven ondertussen ondersteund worden door dovish centrale banken.
- Europese creditmarkten kwetsbaar door krappe waarderingen.

### Positionering

- Neutrale risicopositie, vanwege krappe waarderingen.
- Risico van een (snelle) rentestijging blijft boven de markt hangen.

## Colofon

Deze kwartaalupdate Credits is een uitgave van Achmea Investment Management. [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

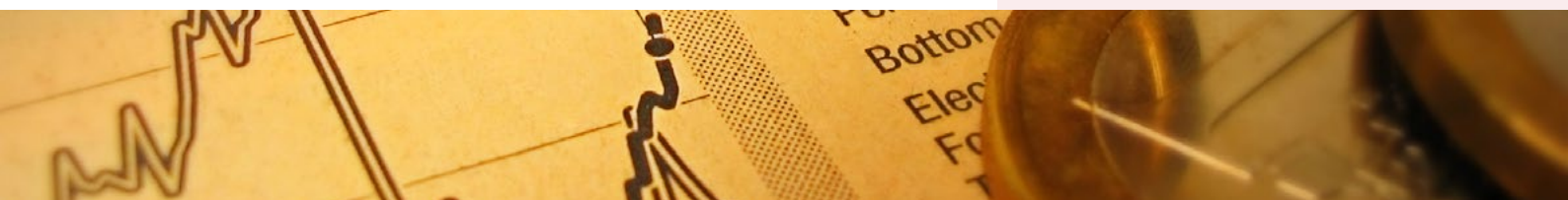
### Auteurs



Gwennaële Bruning,  
Head of Credits



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio Manager Credits

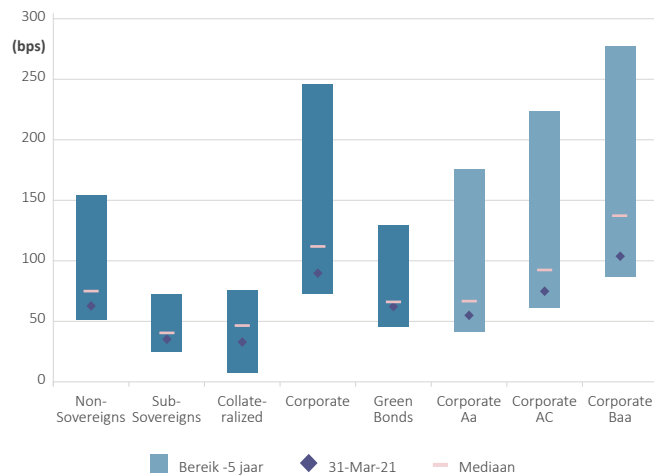


# Marktbeeld

## Europese creditmarkten trekken zich weinig aan van volatiliteit staatsrentes

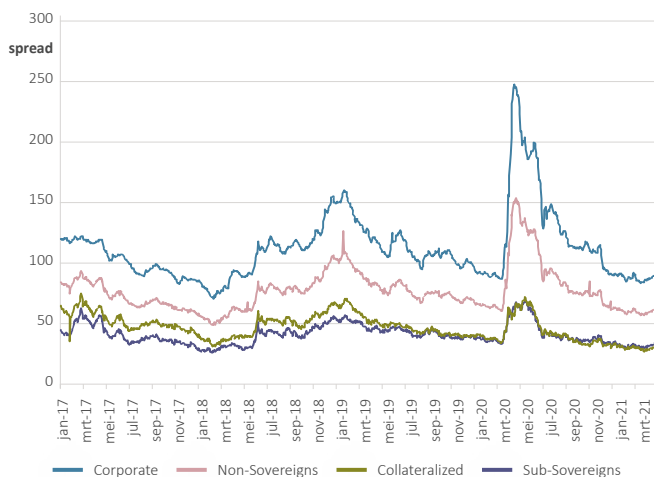
Zelfs terugkerende lockdowns in Europa konden nauwelijks de stemming verpesten, want spreads van bedrijfsobligaties daalden per saldo met twee basispunten en risico-opslagen van semistaat en gedekte obligaties bleven onveranderd. De ECB deed hierbij ook een duit in het zakje: in maart verhoogde zij het opkooptempo om de Europese staatsrentes laag te houden. Bovendien kocht de ECB in maart aanzienlijk meer bedrijfsobligaties dan in voorgaande maanden.

Grafiek 1: Waardering creditmarkten (risico-opslagen), periode 2016 – Q1 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Grafiek 2: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

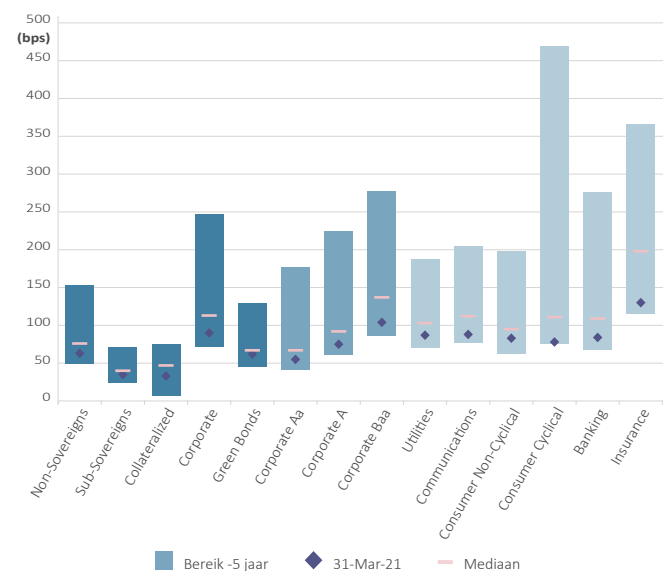


President van de Europese Centrale Bank (ECB) Christine Lagarde.

## Cyclische consumentenbedrijven de grote outperformer

In lijn met het verwachte economisch herstel was het algemene beeld dat cyclische sectoren het beter deden dan niet-cyclische sectoren. Cyclische consumentenbedrijven waren de grote outperformer, gevolgd door vastgoed en industriële bedrijven. Nutsbedrijven en communicatie bleven juist achter. De cyclische energiesector was de grote uitzondering op dit beeld, want deze presteerde in lijn met niet-cyclische sectoren. Dit lijkt gedreven door terugkerende lockdowns in Europa, terwijl de olievraag in de rest van de wereld zo goed als hersteld is.

Grafiek 3: Waardering creditmarkten (risico-opslagen), periode 2016 – Q1 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Het beeld dat hoger risico het beter deed dan lager risico was ook terug te zien in ratings en senioriteit: lagere ratings deden het beter dan hogere en achtergesteld deed het beter dan senior. De angst van beleggers voor hogere rentes was wel terug te zien in de performance van de verschillende looptijduckets: korte looptijden deden het goed, terwijl de lange (rentegevoelige) looptijden achterbleven.

## Vooruitzichten

### Het Europees herstel laat nog langer op zich wachten

Dit is grotendeels te wijten aan de problemen van onder andere de aanlevering van de vaccins, waardoor er nog veel te weinig risicogroepen en ouderen gevaccineerd waren. Bovendien zijn in Europa nog op grote schaal verregaande lockdowns van kracht om de gezondheidszorg te ontlasten, iets waar ze in de Verenigde Staten veel minder snel naar grijpen. In Texas zijn alle Corona maatregelen inmiddels opgeheven. Daarnaast zijn de extra overheidsuitgaven in Verenigde Staten groter dan in Europa. Gevolg van dit alles: de markt verwacht in de Verenigde Staten een economische groei van 7% in het tweede kwartaal, in de Eurozone rekt men op een schamele 2%. In lijn met de markt maken wij ons hierom weinig zorgen. We gaan nog steeds uit van de tijdelijkheid van de Europese lockdowns. Wel verwachten we dat de toeristenindustrie het moeilijk blijft houden. We houden rekening met het scenario dat ook in de zomervakantie de Europese reisbewegingen beperkt blijven.



### Markten blijven ondertussen ondersteund worden door dovish centrale banken

De Fed blijft gestaag doorgaan met het opkopen van Amerikaanse staatsobligaties en zal het tempo verhogen als zij dat nodig achten. Voor de ECB ligt dat genuanceerder. Het verhogen van het opkooptempo van het enorme Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) in maart ging bijvoorbeeld niet zonder slag of stoot. Er moest een bestuursvergadering aan te pas komen om de knoop door te hakken. Het PEPP is dus minder flexibel in de praktijk dan de ECB in het verleden beweerde. Bovendien kan het tempo niet nog een keer verhoogd worden zonder de omvang van het programma te vergroten. Dit laatste zal zonder meer weer een heet hangijzer zijn in Noord-Europa. Vooralsnog is onze verwachting echter dat uiteindelijk de ECB toch weer alles doet wat nodig is om markten in het gareel te houden. Het oplopen van spreads als gevolg hiervan zouden we dan ook zien als een koopkans.

### Europese creditmarkten kwetsbaar door krappe waarderingen

De Europese creditmarkt is niet immuun voor de rentestijgingen in de VS. Beleggers kunnen een deel van hun geld in dollars gaan beleggen in de hoop op hogere rendementen, wat betekent dat ze euro's verkopen. Bovendien kunnen bedrijven nog even snel de lage rente vastpinnen door nú nieuwe obligaties uit te geven in plaats van na de zomer.

## Positionering

### Neutrale risicopositie

Vanwege krappe waarderingen houden wij vast aan onze neutrale risicopositie. Wij houden rekening met de mogelijke risico's van een (snelle) rentestijging. Daarbij moeten we echter niet vergeten dat de reden van de rentestijging positief is: hogere rentes door

sterkere economische groei zijn per saldo goed voor bedrijven. Vanwege de krappe waarderingen blijven wij voorzichtig met risicovollere namen aangezien de extra premie daarvoor historisch laag is.

# Thema: Rente en creditspreads: een gecompliceerd huwelijk

Credit beleggers hielden de stijgende rente afgelopen kwartaal angstvallig in de gaten. Ze maken zich doorgaans zorgen over stijgende rentes. Dit bleek ook afgelopen kwartaal toen spreads in februari langzaam uitliepen en lange, rentegevoelige obligaties achterbleven bij kortere obligaties. Vooral snelle en abrupte rentestijgingen zorgden in het verleden voor explosieve situaties, analoog aan een knetterende echtelijke ruzie. Investerders denken dan al snel terug aan de zogeheten taper tantrum in 2013. Toen kondigde de FED aan dat ergens in de toekomst het tempo waarmee staatsobligaties opgekocht werden, verlaagd zou worden om de hoeveelheid geld in economie te verkleinen. Deze onverwachte potentiële vraaguitval zorgde voor een paniecreactie in de markt en rentes piekten.

Laten we eens terugkijken wat er toen gebeurde in de Europese creditmarkt in grafiek 4. Credit spreads liepen inderdaad sterk op. Dit alles was echter van korte duur. De toenmalige voorzitter van de FED, Ben Bernanke, kondigde al snel een nieuwe opkoopronde aan en de wereldeconomie draaide ondertussen best redelijk door. Spreads verkraptten weer snel tot ver onder de niveaus voor de taper tantrum.

## Begin 2015: stijgende spreads, slecht instapmoment voor credits

In grafiek 4 kunnen we ook gevallen van rentestijging terugvinden die slechter uitpakten voor de Europese bedrijfsobligatiemarkt. Begin 2015 bijvoorbeeld positioneerden beleggers zich op het aanstaande opkoopprogramma van de ECB en daalde de rente. Toen echter enkele partijen winst namen en de rente begon op te lopen, moesten nog meer beleggers hun posities verkopen omdat ze tegen hun stop-loss niveaus aanliepen. Hierdoor steeg de rente nog harder. Spreads stegen toen inderdaad ook. Deze verdergaande spreadstijging werd gedreven door verslechterde vooruitzichten van de wereldeconomie; er waren toen met name veel zorgen over de groei van de Chinese economie. Dit zorgde voor sterk oplopende spreads voor alle sectoren die een link met China hadden, met name de grondstoffensector. Bovendien werden er door Amerikaanse bedrijven extra veel obligaties uitgegeven in euro's, omdat dit veel aantrekkelijker voor hen was dan papier uitgeven in dollars. Dit zette de verhouding tussen vraag en aanbod onder flinke druk. De spreadstijging na de rentestijging in 2015 was dus zeker geen instapmoment voor credits.

Grafiek 4: Historische analyse Europese rente- en spreadontwikkelingen, periode 2007 – Q1 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

### 2008: flight to safety

Laten we ook eens kijken wat er gebeurt met creditspreads als de rente daalt. Aan de start van de financiële crisis in de zomer van 2008 en de coronacrisis vorig jaar zagen we dat de rente daalde en spreads stegen. Dit kwam omdat er een flight to safety plaats vond: risicovollere beleggingen werden verkocht ten gunste van staatsobligaties. Wat we echter in grafiek 4 ook zien is dat een geleidelijke rentedaling (zeer accommoderend centrale bank beleid) ook gepaard kan gaan met een daling van risico-opslagen. Deze periodes zien we bijvoorbeeld terug in 2013 en 2014. En in 2019 toen zowel de FED als de ECB in het begin van het jaar draaiden van hawkish naar dovish.

### Cor-Relatie tussen rente en creditspreads

Na het bestuderen van grafiek 4 kunnen we concluderen dat de relatie tussen rente en creditspreads beweeglijk is, met veel ups en downs. Eigenlijk net als een goed huwelijk. De belangrijkste conclusies als we naar het verleden kijken:

- De gemiddelde relatie is negatief: hogere rente gaat doorgaans samen met lagere spreads en lagere rente met hogere spreads.
- Dat lagere rente leidt tot hogere spreads zien we goed terug tijdens crisismomenten.
- Omgekeerd zien we juist dat bij sterkere economische groei dit per saldo goed is voor bedrijven. Kijk bijvoorbeeld naar de periodes 2013 tot 2015 en 2016 tot 2018 in grafiek 4 waar door economische groei de rente steeg, maar spreads juist daalden.

### Hogere spreads door hogere rente een koopkans

Wij zijn beducht voor de mogelijke risico's van een (snelle) rentestijging. Daarbij moeten we echter niet vergeten dat de huidige rentestijging voor een groot deel gedreven werd door de hoge economische groei in de Verenigde Staten. Dit is per saldo positief voor bedrijven. Bij hoge economische groei horen hogere inflatie en rente. Ook dit kwartaal bleken de hogere spreads dan ook een (kleine) koopkans nu blijkt dat de FED en, in mindere mate, de ECB nog geenszins van plan zijn om afscheid te nemen van hun ruime monetaire beleid. De maximale spreadstijging afgelopen kwartaal bleef echter beperkt tot slechts 8 basispunten. Daarom wachten we tot het echt weer even knettert in het gecompliceerde huwelijk en spreads wel flink stijgen.



### 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](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto: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.