

KWARTAALUPDATE CREDITS

Q2 2020 | JULI 2020

Achmea Investment Management

Thema: De staat van banken in Corona-tijd; voldoende buffers

De publicatie van de 2e kwartaalcijfers van banken is in volle gang. Een spannende periode. Deze cijfers gaan ons namelijk meer inzicht geven in de impact van de Corona crisis op de bankensector als geheel en de individuele banken daarin. Daarbij kijken wij vooral naar hoeveel voorzieningen getroffen worden voor slechte kredieten. We zijn minder bang voor liquiditeitsproblemen; na de kredietcrisis hebben banken deze in de regel goed op orde weten te brengen < lees meer op pagina 4 >.

Marktbbeeld:

- Risico-opslagen van bedrijfsobligaties daalden 90 basispunten
- Recordhoeveelheid nieuwe obligaties door niet-financiële bedrijven
- Sectoren met een hoger risicoprofiel het meest geliefd, uitgezonderd: vastgoed

Vooruitzichten:

- Het coronavirus is nog niet onder controle
- Grote onzekerheid over cijferseizoen tweede kwartaal
- From America with love: presidentsverkiezingen
- Aanbod nieuwe obligaties zwakt langzaam af

Positionering:

- Overwogen risicopositie

Colofon

Deze Kwartaalupdate Credits is een uitgifte van Achmea Investment Management.

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs



Martijn Hesterman, Lead Portfolio Manager Credits

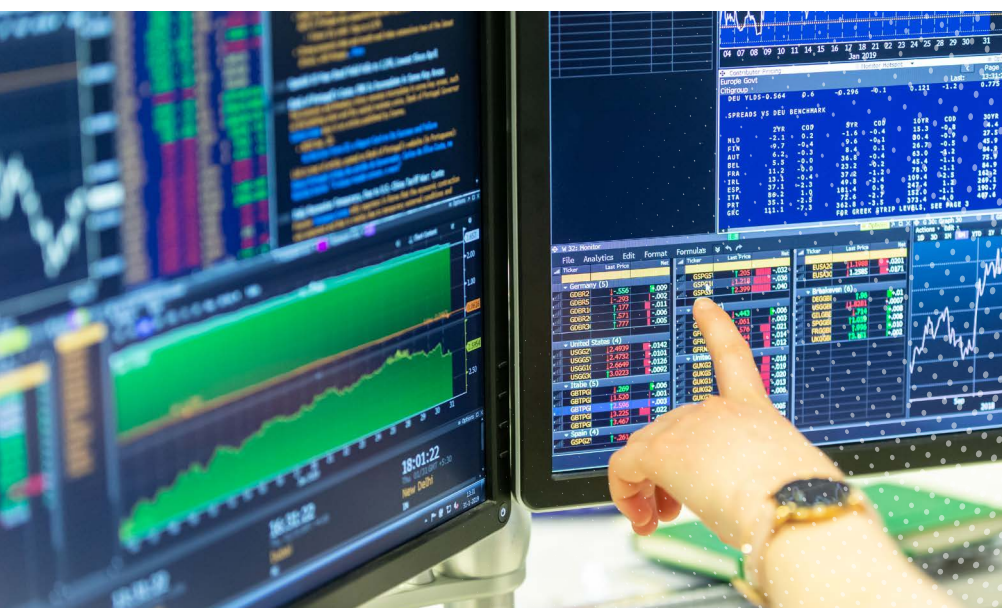


Gwennaële Bruning, Head of Credits

Contact



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

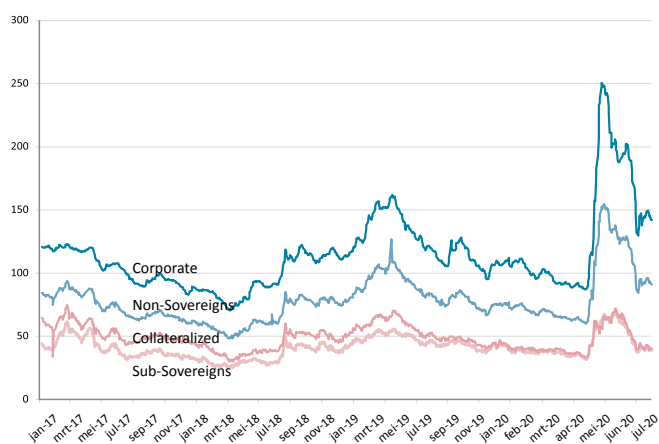


Marktbeeld

Risico-opslagen van bedrijfsobligaties daalden 90 basispunten

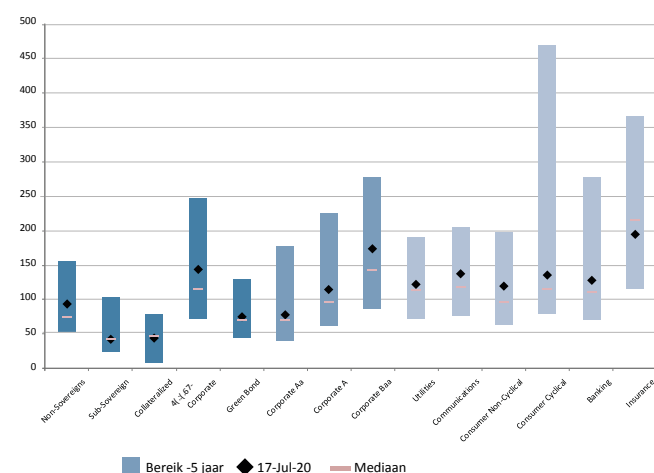
Na de miserabele maand maart dit jaar keken de markten in april vooruit naar het leven na de lock down. In combinatie met ongekende maatregelen van centrale banken wereldwijd zorgde dit voor een abrupte draai van het marktsentiment. In Europa verrasten Duitsland en Frankrijk met een gezamenlijk plan voor een Europees herstellfonds, bedoeld om de zwaarst getroffen Europese regio's te ondersteunen. Als het aan Bondskanselier Merkel en President Macron ligt, zou deze noodsteun deels niet terugbetaald hoeven te worden; een zeer gevoelig onderwerp binnen de EU. Op fiscaal vlak verraste Duitsland eveneens door de portemonnee te trekken voor omvangrijke extra stimuleringsuitgaven.

Grafiek 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten credit markt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Grafiek 2: Waardering Credit Markten (risico-opslagen)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Recordhoeveelheid nieuwe obligaties door niet-financiële bedrijven

De sterke markt werd door niet-financiële bedrijven gebruikt om een recordhoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt te brengen. Hiermee verzekerden zij zich voor een appeltje voor de dorst in tijden van grote onzekerheid. Met name in april kwamen deze nieuwe leningen ook met een aanzienlijke premie naar de markt. Deze stortvloed van nieuwe uitgaven werd relatief gemakkelijk geabsorbeerd. Verzekeraars zagen hun kans schoon om op verhoogde spreadniveaus risico toe voegen. Ook beleggingsfondsen zagen voor het eerst weer inflows. In juni was van de premie nog maar weinig over en werden de vele nieuwe obligaties de markt toch echt te veel. Het gevolg was dat spreads weer opliepen. Het coronavirus bleef een belangrijk thema wereldwijd. Dit kwam ook doordat het aantal coronabesmettingen in de Verenigde Staten weer flink toenam.

Sectoren met een hoger risicoprofiel het meest geliefd

Autofabrikanten, grondstoffen en financiële instellingen deden het beter dan nutsbedrijven, technologie en telecombedrijven. Grote uitzondering op dit sectorbeeld was vastgoed. Deze sector profiteerde een stuk minder van het verbeterde marktsentiment. Vooral over winkelvastgoed maakten beleggers zich grote zorgen.



Zorgen om retailvastgoed in de portefeuille

De hoog-gerate segmenten gedekte obligaties en semistaat presteerden erg goed het afgelopen kwartaal. Doordat er nauwelijks nieuwe gedekte obligaties naar de markt kwamen en de ECB gestaag bleef kopen, verkrapten deze spreads naar pre-corona niveaus. Bij semistaat, waar wel veel nieuwe leningen naar de markt kwamen, liepen spreads dit jaar per saldo heel licht op.

Vooruitzichten

Het coronavirus is nog niet onder controle

Op dit moment loopt het aantal besmettingen weer flink op in de zuidelijke Amerikaanse staten die tezamen een groot deel van de grootste economie ter wereld vormen. Ook in grote zich ontwikkelende landen als Brazilië en India verspreidt het virus zich nog steeds snel. In Azië en Europa lijkt het, met uitzondering van regionale besmettingshaarden, redelijk onder controle. Virologen gaan echter uit van een tweede golf in het najaar wanneer mensen zich weer meer binnen begeven en de weersomstandigheden verslechteren. Onder andere in de Verenigde Staten zien we dat enkele versoepelingen weer teruggedraaid worden omdat ziekenhuizen vol dreigen te raken. Tegelijkertijd maken mensen hun eigen keuzes. Dit zien we bijvoorbeeld terug in cijfers over winkelbezoeken. Deze liepen in de Verenigde Staten al terug voordat de heropening werd teruggedraaid.

Grote onzekerheid over cijferseizoen tweede kwartaal

Over het algemeen waren macro-economische cijfers beter dan verwacht, de grote vraag is hoe dit voor micro-economische cijfers gaat uitpakken. Er zijn hier en daar tekenen dat het ook hier beter is dan gevreesd, maar pas na de komende weken komt er meer duidelijkheid. Wel zijn er al meerdere ontslagrondes afgekondigd, met name bij vliegtuigmaatschappijen en andere reissectoren en bij de energie- en autosector. Deze micro-economische cijfers zullen uiteindelijk ook de macro-economische cijfers raken: Europese werkloosheid is tot nu toe amper gestegen, de komende maanden zal deze naar onze verwachting zonder meer toenemen.

From America with love

President Trump liep al achter in de peilingen voor de presidentverkiezingen door zijn chaotische aanpak van de coronacrisis en de opgelopen werkloosheid. Afgelopen maand, toen het virus weer oplaaide en de Black Lives Matter beweging massaal van zich liet horen, zakte hij nog verder weg in de peilingen. Een overwinning van Joe Biden wordt binnen de financiële sector over het algemeen als negatief gezien voor risky assets; op herregulering en hogere belastingen zitten financiële markten immers niet te wachten. Vooralsnog zijn de verkiezingen echter nog ver weg maar op korte termijn moeten we ons voorbereiden op Trump's welbekende afleidingsmanoeuvres, zoals (dreigen met) hogere importtarieven, waarbij niet alleen China doelwit zal zijn, maar ook Europa.

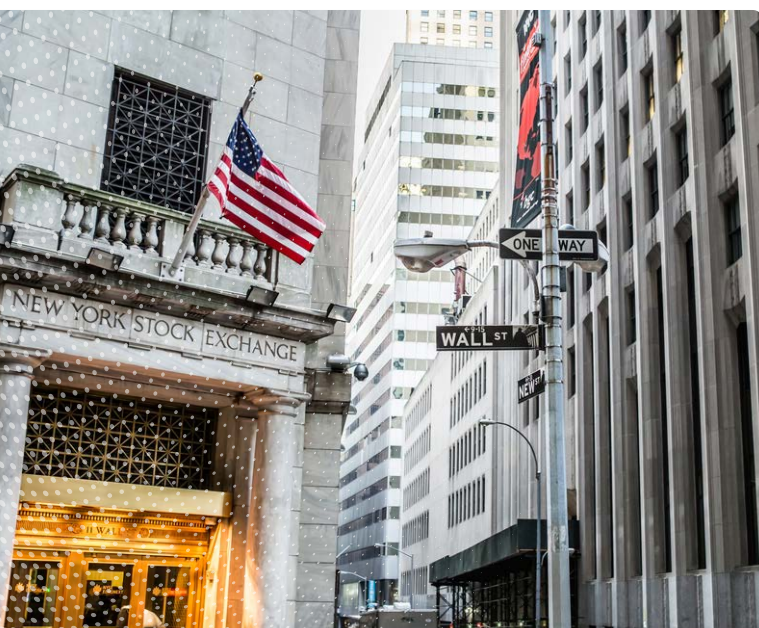
Aanbod nieuwe obligaties zwakt langzaam af

Voor niet-financiële instellingen hebben de posities in liquide middelen flink aangevuld sinds de uitbraak van het coronavirus. Komende maanden zal het aanbod afnemen. Het nieuwe cijferseizoen staat voor de deur. Desalniettemin verwachten wij deze zomer meer nieuwe leningen dan normaal in deze tijd van het jaar. Veel bedrijven zullen, in voorbereiding op het gevreesde najaar, over voldoende liquiditeit willen beschikken.

Positionering

Overwogen risicopositie

De waarderingen zijn op dit moment aantrekkelijk, enigszins geholpen door het uitlopen van spreads gedurende de afgelopen weken. De komende weken kan de verhouding tussen vraag en aanbod zich gunstig ontwikkelen omdat het aanbod van nieuwe obligaties afzwakt, waardoor er ruimte is voor het dalen van spreads. Op een langere horizon zijn we echter minder positief.



De Amerikaanse verkiezingen werpen hun schaduw vooruit op financiële markten

Thema: De staat van banken in Corona-tijd; voldoende buffers

De publicatie van de 2e kwartaalcijfers van banken is in volle gang. Een spannende periode. Deze cijfers gaan ons namelijk meer inzicht geven in de impact van de Corona crisis op de bankensector als geheel en de individuele banken daarbinnen. Daarbij kijken wij vooral naar hoeveel voorzieningen getroffen worden voor slechte kredieten. We zijn minder bang voor liquiditeitsproblemen; na de kredietcrisis hebben banken deze in de regel goed op orde weten te brengen.

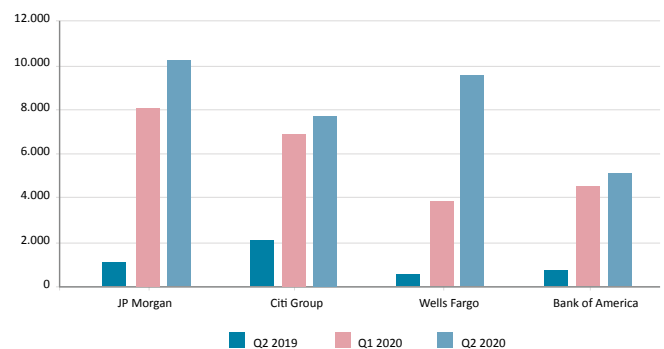
In het 1e kwartaal 2020 hebben we gezien dat met name Europese banken heel verschillend omgaan met het inschatten van voorzieningen. Dit heeft te maken met lokale verschillen in boekhoudregels. In de VS moeten banken direct voorzieningen treffen voor de verwachte verliezen over de gehele levensduur van de uitstaande kredieten. In Europa gebeurt dit pas als er daadwerkelijk een verslechtering in krediet plaatsvindt én op een gefaseerde wijze. Simpel gezegd, in Europa worden voorzieningen meer uitgespreid.

Amerikaanse banken nemen forse voorzieningen

Verschiedende banken uit de VS hebben inmiddels hun 2e kwartaalcijfers gepubliceerd. In grafiek 1 staan de voorzieningen die zij de afgelopen kwartalen hebben getroffen. Deze zijn fors en vooralsnog vergelijkbaar met de kredietcrisis. Ter vergelijking: destijds heeft JP Morgan op jaarbasis in 2008, 2009 en 2010 respectievelijk \$21 mrd, \$32 mrd en \$17 mrd aan voorzieningen moeten toevoegen.

De voorzieningen die banken in de VS nemen, worden vooral getroffen op credit card-tegoeden en leningen aan het bedrijfsleven. Er lijkt (voorlopig) nauwelijks geld opzij gezet te worden voor woninghypotheken. De rentemarge, een belangrijke maatstaf voor winstgevendheid in de bancaire sector, laat een dalende trend zien als gevolg van de sterk gedaalde rente in de VS. De meeste grootbanken uit de VS maken desalniettemin nog steeds winst. Meer zelfs dan door analisten werd verwacht. Dit is voornamelijk te danken aan de goede resultaten op trading activiteiten.

Grafiek 1: Krediet voorzieningen grootbanken VS (USD * 1000)



De komende weken zullen ook Europese banken met cijfers komen

Er is reden voor optimisme: we verwachten dat de rentemarges voor Europese banken robuust zullen zijn. Europese banken werken al langere tijd in een omgeving met lage- of zelfs negatieve rentes. De marges zijn weliswaar laag maar wel meer stabiel dan in de VS. Verder zorgen de aantrekkelijke fundingprogramma's van de ECB (TLTRO's) op termijn voor betere marges voor de Europese bankensector. Dit zullen we alleen nog niet terugzien in de komende kwartaalcijfers.

Daarnaast hebben Europese banken traditiegetrouw relatief weinig credit card exposure in vergelijking met de VS. Wel hebben Europese banken een relatief grote blootstelling naar woninghypotheken. Maar de gemiddelde Europeaan blijft naar onze verwachting ook in crisistijden netjes aan zijn hypotheekverplichtingen voldoen; het verleden heeft dit meermaals uitgewezen. Voor bedrijven zal dit veel minder gelden, zo verwachten wij. Daarvoor zullen ook Europese banken wel degelijk geld opzij moeten zetten. Ook zullen Europese banken minder verdiend hebben op trading activiteiten, aangezien ze op dat gebied veel minder actief zijn dan Amerikaanse banken. Desalniettemin verwachten we dat ook veel Europese banken het tweede kwartaal een winst zullen bijschrijven.

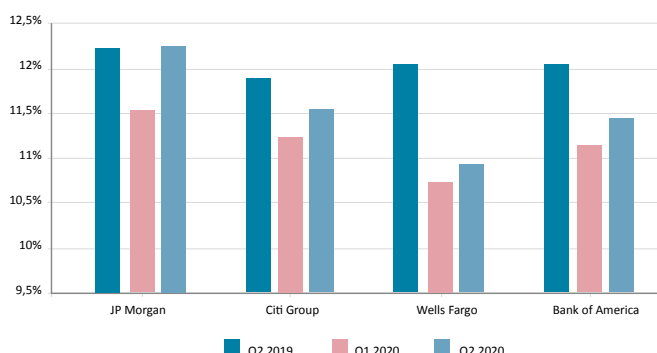


De Londense City waar veel financiële instellingen gevestigd zijn

De kapitaalpositie van zowel Amerikaanse als Europese banken is sterk

In grafiek 2 staat de ontwikkeling van de kapitaalsratio van Amerikaanse banken weergegeven (CET1). We zien zelfs dat deze voor de Amerikaanse grootbanken weer aan het stijgen is. Amerikaanse banken maken nog steeds winst en ze zijn gestopt met het inkopen van eigen aandelen. In de VS betalen de grootbanken ook nog steeds dividend.

Grafiek 2: CET1 ratio's grootbanken VS



De Q2 kapitaalsratio's van Europese banken zijn nog niet bekend maar liggen op een zodanig hoog niveau dat kredietvoorzieningen goed opgevangen zullen kunnen worden. S&P heeft een schatting gemaakt dat in Europa verliezen op krediet kunnen oplopen tot boven de € 200 mrd¹. EU banken verdienen bruto, voor het nemen van voorzieningen, rond de € 240 mrd per jaar.

In tegenstelling tot de kredietcrisis zullen banken nauwelijks verliezen hoeven te boeken op investeringen in (synthetische) producten zoals CDO's op de (subprime) VS-huizenmarkt. Dit en te lage kapitaalsratio's zorgden er destijds voor dat overheden massaal de banken moesten ondersteunen om ze overeind te houden. Tijdens deze Corona crisis hebben banken een veel betere kapitaalspositie en zijn zij, gelukkig, een stuk minder afhankelijk van de belastingbetaler geworden.

¹ The \$2 Trillion Question: What's On The Horizon For Bank Credit Losses (www.spglobal.com)

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.