

KWARTAALUPDATE CREDITS

Q4 2020 | JANUARI 2021

Achmea Investment Management

Thema: Sustainability Linked Bonds here to stay?

SLB's zijn in de kern obligaties waarvan de opbrengsten generiek bestemd zijn voor diverse investeringen. Maar er wordt wel een koppeling gelegd met vooraf gedefinieerde duurzaamheidsdoelstellingen. Anders dan bij green bonds, gaat het daarbij niet om specifieke projectfinanciering. Het lijkt erop dat deze nieuwe categorie obligaties de wind in de rug heeft, gezien de groei van het aantal uitgiftes. Vraag is nog wel of dit een blijvende ontwikkeling is, maar er zijn volgens ons zeker voortekenen dat dit zo is. [<lees meer op pagina 4>](#)

Marktbeeld:

- Risico-opslagen bedrijfsobligaties daalden 27 basispunten
- Lucht- en autosector deed het goed, retailvastgoed bleef somber
- Daling spreads bij hoger-gerate bedrijven minder scherp

Vooruitzichten:

- Markt optimistisch over vaccinaties
- Democraten pakken tóch Georgia: voorlopig geen vermindering van overheidsuitgaven
- Verhoudingen tussen vraag en aanbod blijven gunstig

Positionering:

- Licht overwogen risicopositie

Colofon

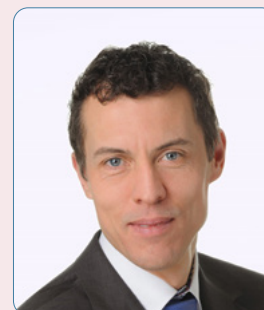
Deze Kwartaalupdate Credits is een uitgave van Achmea Investment Management.

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs

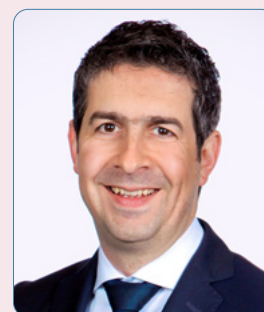


Martijn Hesterman, Lead
Portfolio Manager Credits



Arthur van Mansvelt,
Sr. Engagement Specialist

Contact



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

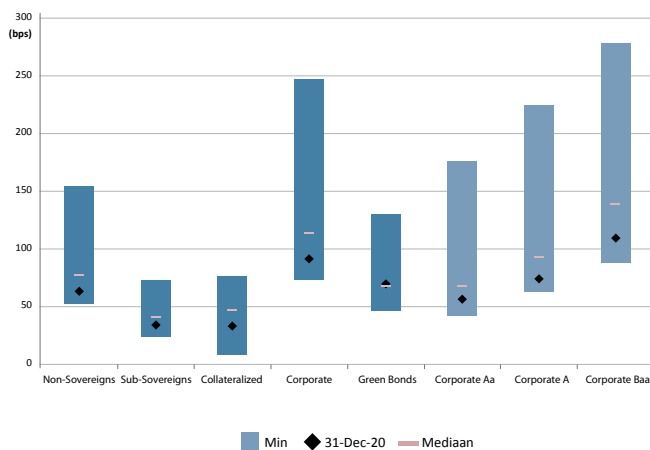


Marktbeeld

Risico-opslagen bedrijfsobligaties daalden 27 basispunten

Het vierde kwartaal begon moeizaam voor de creditmarkten. Een tweede coronagolf sloeg toe in Europa. Ook de op handen zijnde presidentsverkiezingen in de VS zorgden voor nervositeit onder beleggers; de ruime overwinning van Biden deed het sentiment echter omslaan waardoor er weer meer rust ontstond. De beschuldigingen van President Trump over grootschalige verkiezingsfraude werden op geen enkel moment serieus genomen door de financiële markten. Halverwege november kwam daar positief vaccinnieuws bij toen Pfizer en BioNTech hun fase 3 studie afsloten. Dit vaccin bleek zeer effectief tegen Covid-19, en zeer belangrijk, ook bij ouderen. Eind november volgde Moderna met vergelijkbare testresultaten.

Grafiek 1: Waardering Credit Markten (risico-opslagen), periode 2016-2020



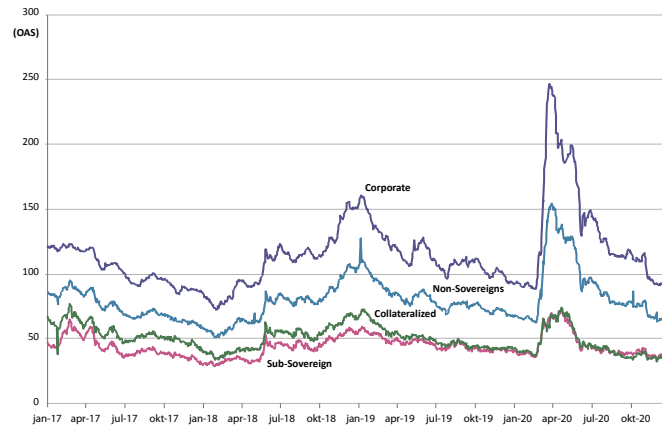
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Inhaalslag getroffen sectoren en lager gerate bedrijven

Door het positieve vaccinnieuws bleven sectoren met beperkte corona-exposure achter bij sectoren die eerder in het jaar juist veel last hebben gehad van het virus. Sectoren die in Q4 achterbleven waren met name nutsbedrijven, communicatiebedrijven en de hoog-gerate segmenten gedekte obligaties en semistaat.

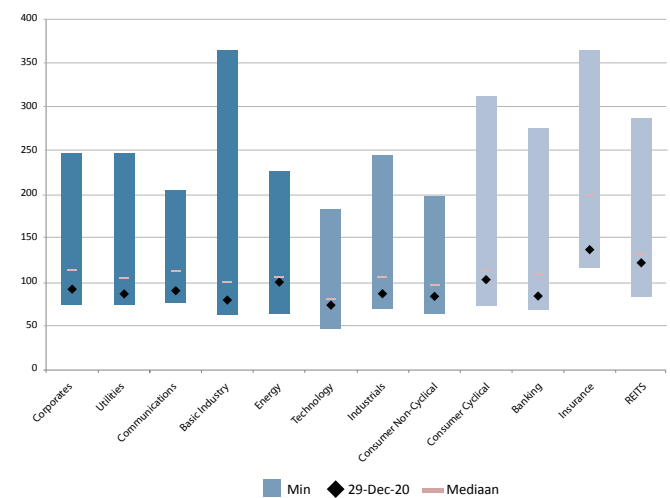
Vanzelfsprekend had de luchtvaartsector juist stevige staartwind. Ook autofabrikanten profiteerden van het positieve nieuws. Opvallend was dat de hard geraakte vastgoedsector slechts gemiddeld presteerde. De sombere vooruitzichten voor winkelvastgoed waren hier debet aan: een deel van het omzetverlies aan online komt immers niet meer terug. Deze tweedeling was ook zichtbaar op het niveau van ratings: de daling van risico-opslagen was het scherpst bij BBB-gerate bedrijven, waar zich de het overgrote deel van door corona getroffen bedrijven bevindt. Ook deed achtergesteld papier het veel beter dan senior papier, een teken van toegenomen vertrouwen onder beleggers.

Grafiek 2: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten credit markt



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Grafiek 3: Waardering Credit Markten (risico-opslagen), periode 2016-2020



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Vooruitzichten

Markt optimistisch over vaccinaties

De verwachting is dat in ontwikkelde markten in de loop van september de voor groepsimmunitet noodzakelijke 50% tot 70% vaccinatiegraad bereikt gaat worden. Kwetsbare groepen zullen echter al veel eerder gevaccineerd zijn. Veel economen verwachten dat de Eurozone al in het eerste kwartaal van 2021 op stoom zal komen. Gezien de recent afgekondigde lockdowns en de opkomst van de besmettelijke Britse variant van het virus zou dit tegen kunnen vallen. Ook kan de productie of distributie van vaccins vertraging oplopen of later worden toegelaten tot de markt. Dit kan er ook voor zorgen dat het herstel langer op zich laat wachten, maar wij verwachten dat de marktimpact hiervan beperkt is.



Democraten pakken tóch Georgia: voorlopig geen vermindering van overheidsuitgaven

Door de twee extra zetels komen de Democraten, net als de Republikeinen, op 50 zetels in de machtige Amerikaanse senaat. In de praktijk is daarmee de Senaat in handen de Democraten door de beslissende stem van aankomend vicepresident Kamala Harris. Hierdoor kunnen extra overheidsuitgaven niet meer worden tegengehouden door de Republikeinen. Ondertussen is in Europa na lange onderhandelingen vorig maand een klap gegeven op het Europese herstellfonds van 750 miljard euro. Dit betekent dat de extra overheidsuitgaven voorlopig niet zijn weg te denken, en dat economieën "organisch" herstellen als ze weer volledig worden heropend. Bovendien zullen de Fed en ECB naar onze verwachting ook pas beginnen met afbouw van de steunprogramma's als economieën echt zijn aangesterkt.

Deze mix van zeer ruim monetair en fiscaal beleid tezamen met een sterk herstellende economie zou zich kunnen vertalen in inflatie, met name in de VS. In Europa lijkt dit scenario in onze optiek echter nog ver weg en bevinden inflatieverwachtingen zich op dit moment op hetzelfde niveau als in 2019.

Verhoudingen tussen vraag en aanbod blijven gunstig

De ECB heeft het PEPP in december vergroot en zal in onze verwachting dus pas aan afbouwen van de steunprogramma's denken als de Europese economie aangesterkt is. Tegelijkertijd maakt de markt zich op voor een economisch hersteljaar, waarin het vaak loont om risico te nemen. Bovendien blijven dankzij de ECB staatsrentes naar verwachting zeer laag, wat verzekeraars verleidt tot het kopen van bedrijfsobligaties om nog enig rendement te maken. Het is spannend wat het aanbod van nieuwe obligaties gaat doen. Enerzijds hebben bedrijven vorig jaar extra veel geld opgehaald als appeltje voor de dorst. Sommige bedrijven zullen zelfs schuld terugkopen om zo overtollige kasmiddelen te gebruiken om de uitstaande schuld te verminderen. Anderzijds lijken er meer overnames aan te komen, die doorgaans met schuld gefinancierd worden. Dit zal juist weer zorgen voor extra aanbod.

Positionering

Licht overwogen risicopositie

Begin december hebben we onze risicopositie teruggeschaald naar licht overwogen. Aangezien waarderingen veel minder aantrekkelijk zijn na de flinke rally zijn wij voorzichtiger geworden, ook omdat de markt eenzijdig gepositioneerd is. Daardoor kan een onverwachte negatieve gebeurtenis leiden tot hogere spreads. We bouwen echter niet meer risico af, vanwege de gunstige verhouding tussen vraag en aanbod. Wij handhaven onderwegingen in nutsbedrijven en gedekte obligaties vanwege onaantrekkelijke waarderingen. Hiertegenover hebben we een overweging opgebouwd in energie vanwege aantrekkelijke waarderingen en verbeterde vooruitzichten. De overwegingen in de vastgoedsector handhaven we om dezelfde reden.



Thema: Sustainability Linked Bonds here to stay?

De opkomst van ESG-gerelateerd beleggen heeft zich de afgelopen jaren vooral gemanifesteerd bij aandelen. Inmiddels zijn green en social bonds ook gemeengoed aan het worden. Maar ook in ruimere zin weet ESG-integratie binnen credits zich meer en meer te manifesteren. Zowel in Investment Grade als in High Yield, maar ook bijvoorbeeld in EMD. Redenen hiervoor liggen in de hoek van risico-/rendementsverhouding (ESG-scores die zich vertalen in een bepaalde rating), uitsluitingen en/of van het willen realiseren van maatschappelijke impact.

Eind 2019 diende zich a new kid on the block aan, te weten: Sustainability Linked Bonds (SLB's), voor het eerst uitgegeven door Enel, een Italiaans energiebedrijf. Het lijkt erop dat deze nieuwe categorie obligaties de wind in de rug heeft, gezien de groei van het aantal uitgiftes. Vraag is nog wel of dit een blijvende ontwikkeling is, maar er zijn volgens ons voortekenen dat dit het geval lijkt. In het geval van de SLB kwam daar bovendien nog een interessante nieuwe incentive bij: de couponvergoeding werd afhankelijk gemaakt van het behalen van de duurzaamheidsdoelstellingen.

Wat zijn Sustainability Linked Bonds (SLB's)?

SLB's zijn in de kern obligaties waarvan de opbrengsten generiek bestemd zijn voor diverse investeringen. Maar er wordt wel een koppeling gelegd met vooraf gedefinieerde duurzaamheidsdoelstellingen. Anders dan bij green bonds, gaat het daarbij niet om specifieke projectfinanciering. Uitgevende instellingen verplichten zichzelf echter wel om meer duurzaam te gaan opereren. Bijvoorbeeld op het gebied van algehele verlaging van CO₂-footprint, of investeren in nieuwe productietechnieken of productontwikkeling waarvan de uitkomst (lees: opbrengst) onzeker is. Voorwaarde is wel dat er sprake is van heldere KPI's en bijbehorende tijdslijnen. En dat er sprake is van onafhankelijke externe validatie van doelstellingen en beoordeling van resultaten.

Tot zover niet heel spannend. Want waar het echt anders wordt, is de vergoeding die obligatiehouders ontvangen (of mislopen) bij het behalen (of juist niet) van de duurzaamheids-KPI's van de uitgevende instelling. Hierdoor wordt duurzaam investeren aantrekkelijk gemaakt (vanuit maatschappelijk perspectief), omdat er financiële druk ontstaat voor de uitgevende instelling om de duurzaamheidsdoelstellingen daadwerkelijk te behalen.

Harde stok achter de deur

Een voorbeeld: de eerste SLB werd eind 2019 uitgegeven door Enel, een Italiaans nutsbedrijf. Ze hebben twee milieudoelstellingen:



meer duurzame energie in de energiemix en 70% minder CO₂-uitstoot per eenheid opgewekte elektriciteit tussen 2017 en 2030. Als Enel deze doelstellingen niet haalt, betalen ze een step-up van 0,25% op hun coupon. Met andere woorden: de vergoeding aan kapitaalverschaffers is mede afhankelijk van het behalen van milieudoelen. Enel dwingt zichzelf om de duurzaamheidsdoelstellingen te behalen, anders kost het immers een extra vergoeding. De initiële couponvergoeding is marktconform.

De reden dat Enel een SLB (en geen green bond) heeft uitgegeven, is dat ze deze doelstelling willen halen door zowel te investeren in duurzame energie als het op termijn uitzetten van kolencentrales. Beide dragen bij aan milieudoelstelling, maar voor het uitzetten van kolencentrales kunnen ze geen green bond uitgeven. Met SLB's kan dat wel. SLB's zijn daarmee een flexibeler instrument om geld op te halen en bij te dragen aan de verduurzamingstrategie van de onderneming.

Innovatie en duurzaamheid

Inmiddels zijn er meer bedrijven geweest die in de euromarkt SLB's hebben uitgegeven. Nog niet veel, maar we denken dat dit op korte termijn gaat veranderen. Ten eerste omdat SLB's per 2021 ook in aanmerking komen voor ECB-opkoopprogramma's. Ten tweede heeft International Capital Market Association (ICMA) afgelopen zomer een raamwerk gepubliceerd voor deze nieuwe obligatieklasse; dat is een belangrijke stap naar objectivering van doelstellingen en uniformering van standaarden en beoordelingscriteria. We hebben dan ook van meerdere bedrijven vernomen dat ze serieus overwegen deze obligaties uit te geven, vaak met een thematische koppeling naar de door hen gekozen Sustainable Development Goals (SDG's).

In onze optiek zijn SLB's een innovatieve vorm van financiering die beleggers die meer gespitst zijn op duurzaamheid, zeker zal aanspreken. Ze kunnen dan ook een interessante aanvulling zijn in een corporate credit portfolio door het duurzame profiel te versterken. Wel is het van belang dat de uitgevende ondernemingen ook blijven voldoen aan basis

ESG-criteria. En er blijft een kritische blik nodig op de gestelde doelen tegen het licht van de overkoepelende duurzaamheidsstrategie, het voorkomen van green washing en prestaties van de onderneming. Bovendien dient de 'boetecoupon' groot genoeg te zijn als een echte harde stok achter de deur, anders kunnen bedrijven hun beloftes aan hun spreekwoordelijke laars lappen.



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.