

# KWARTAALUPDATE CREDITS

Q4 2019 | FEBRUARI 2020

Achmea Investment Management

## Thema: ECB-aankopen van bedrijfsobligaties

Vier jaar geleden kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) aan dat zij naast staatsobligaties ook bedrijfsobligaties zou gaan opkopen. Het totale maandelijkse opkoopbedrag bedroeg toen € 80 miljard. Na de recente herstart van het opkoopprogramma zit de ECB nu op een aankooptempo van € 20 miljard aan obligaties per maand.

Wij verwachten dat de ECB de komende maanden een groter aandeel bedrijfsobligaties zal kopen dan tijdens het eerste opkoopprogramma. De ECB heeft namelijk nog slechts beperkte ruimte om staatsobligaties op te kopen. Voor een aantal landen zit de centrale bank al op de limiet van 33% van het door een lidstaat uitgegeven volume staatsobligaties. <Lees verder op pagina 3>.

### Marktbeeld Q4 2019:

- Flinke daling risico-opslagen bedrijfsobligaties
- Verzekeraars en niet-cyclische consumentenbedrijven deden het erg goed
- Industriële bedrijven, vastgoed en nutsbedrijven bleven achter
- Record hoeveelheid nieuwe obligaties

### Vooruitzichten:

- Trump's Twitteraccount blijft boven financiële markten hangen
- Malaise in de maakindustrie nog niet voorbij
- Kans dat ECB in 2020 meer bedrijfsobligaties gaat kopen
- Veel aanbod nieuwe bedrijfsobligaties, maar ook veel aflossingen

### Positionering:

- Overwogen risicopositie

## Colofon

Deze Kwartaalupdate Credits is een uitgave van Achmea Investment Management.

[www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://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](mailto:Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl)  
06 224 559 26



## Marktbeeld

### Flinke daling risico-opslagen euro-bedrijfsobligaties

Risico-opslagen van bedrijfsobligaties daalden in de laatste drie maanden van 2019 met 18 basispunten. Dit kan vooral toegeschreven worden aan het “fase 1- handelsakkoord” tussen de Verenigde Staten en China. In de tweede week van december werd eindelijk duidelijk dat het akkoord getekend zou gaan worden. Daarnaast zorgde de verkiezingsoverwinning van de Conservatieven in het Verenigd Koninkrijk ervoor dat een harde Brexit voorlopig van de baan was. De performance van Brits kredietrisico was dan ook beter dan niet-Britse bedrijfsobligaties. Daarnaast hielpen de sterkere economische cijfers in de Eurozone het marktsentiment. Risico-opslagen van gedekte obligaties en semistaat, die minder gevoelig zijn voor economisch nieuws, daalden slechts met enkele basispunten.

### Verzekeraars en niet-cyclische consumentenbedrijven deden het erg goed

Verzekeraars profiteerden het meest van het positieve marktsentiment. Dit komt vooral doordat de sector wordt gekenmerkt door veel achtergestelde leningen met hoge risico-opslagen. Dit segment doet het doorgaans goed als de markt sterk is, omdat beleggers met achtergestelde leningen sneller risico kunnen toevoegen aan hun portefeuilles. De niet-cyclische consumentensector kende erg veel aantrekkelijke nieuwe uitgiftes, vooral van Amerikaanse bedrijven; de risico-opslagen van deze nieuwe uitgiftes daalden geleidelijk na uitgifte.

### Industriële bedrijven, vastgoed en nutsbedrijven bleven achter

De industriële sector bleef achter bij de rest van de markt. Dit was een direct gevolg van de downgrade naar high yield van tolwegbeheerder Atlantia (tolwegbeheerders vallen onder industriële bedrijven in de sectorverdeling van de benchmark). Rating agencies achtten het inmiddels mogelijk dat Atlantia haar concessie verliest voor een substantieel deel van haar activiteiten in Italië. Ook de door Atlantia overgenomen tolwegbeheerder Abertis leed hieronder. Binnen vastgoed zetten enkele overnames de kredietkwaliteit van de gehele sector onder druk waardoor spreads uitliepen. Tot slot namen veel beleggers winst op hun posities in nutsbedrijven. Deze hadden een mooie performance laten zien sinds de markt halverwege 2019 de herstart van opkoopprogramma's begon in te prijzen.

### Record hoeveelheid nieuwe bedrijfsobligaties

Bedrijven profiteerden optimaal van de sterke markt en gaven zeer veel nieuw papier uit. Dit werd probleemloos door de markt opgenomen. De herstart van de opkoopprogramma's gaf vervolgens veel wind mee. Zo verraste de ECB in de eerste week door direct voor zo'n drie miljard euro aan bedrijfsobligaties te kopen, al daalden de opkopen daarna gestaag. Daarnaast bleven creditfondsen instroom van nieuw geld noteren.

## Vooruitzichten

### Trump's Twitteraccount blijft boven de financiële markten hangen

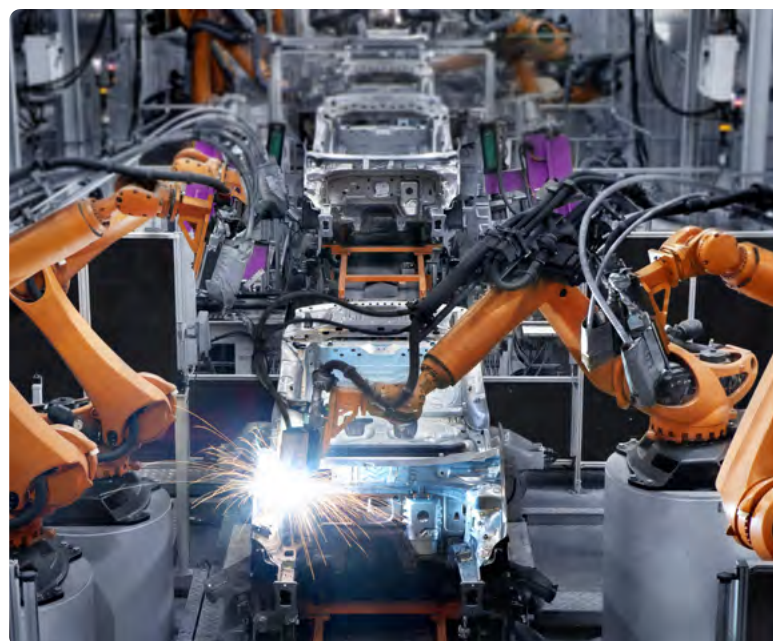
De Verenigde Staten en China tekenden 15 januari een “fase 1-handelsakkoord”. Volgens de Amerikanen behelst het akkoord zelfs lastige zaken zoals bescherming van intellectueel eigendom. De Chinezen hebben zich nog niet publiekelijk gecommitteerd aan de door president Trump breed uitgemeten importvolumes van Amerikaanse landbouwgoederen. Niettemin is het akkoord een belangrijke stap in de de-escalatie van het handelsconflict. Zo lang president Trump aan de macht is, blijft het wel de vraag of deze de-escalatie houdbaar is. En natuurlijk blijft er vanuit de Verenigde Staten een kans op onverwachte maatregelen en presidentiële uitspraken die via Twitter met de buitenwereld gedeeld worden.

### Malaise in de maakindustrie nog niet voorbij

Na een opleving in november daalde de inkoopmanagersindex van de maakindustrie in de eurozone in december weer. In de Verenigde Staten en in China zijn de vooruitzichten voor de maakindustrie echter veel positiever. De vooruitzichten voor de Europese dienstensector zijn stabiel. Ook in de Verenigde Staten zien wij in de dienstensector geen enkel vuiltje aan de lucht.

### Kans dat ECB in 2020 meer bedrijfsobligaties gaat kopen

Zowel intern binnen de ECB als extern vanuit de politiek neemt de weerstand tegen verdere renteverlagingen toe. De negatieve effecten van lage rentes worden steeds meer zichtbaar, onder andere voor spaarders en pensioenfondsen. Ook bij banken staan de rente-inkomsten onder druk door de negatieve rentes die zij slechts ten dele kunnen doorrekenen.



Het vergroten van het opkoopprogramma van staatsobligaties is evenmin een realistische optie voor de ECB. De 33% issue-limieten beginnen langzamerhand toch echt te knellen. Gezien de verdeelde Raad van Bestuur van de ECB zal het verhogen van deze limieten op z'n minst enige tijd vergen. Dit lijkt alleen waarschijnlijk in een crisissituatie, zoals bij flink oplopende Italiaanse rentes of een zich aftekenende recessie. De ECB kan wel uitwijken naar andere asset classes waar meer ruimte is, zoals bedrijfsobligaties. Wij houden hier dan ook rekening mee. Ondertussen koopt de Federal Reserve Bank in de VS alleen nog beperkt staatspapier om de liquiditeit van de geldmarkt te bevorderen.

#### Veel aanbod nieuwe obligaties, maar ook veel aflossingen

Zolang de markt sterk blijft, zullen bankensyndicaten veel nieuwe leningen naar de markt voor bedrijfsobligaties blijven brengen. Naar verwachting zal de markt veel van deze nieuwe uitgiftes kunnen absorberen, vooral ook gedreven door het grote aantal aflossingen.

## Positionering

#### Overwogen risicopositie

Met name door de gunstige verhouding tussen vraag en aanbod zullen wij door nieuwe uitgiftes onze overwogen positie handhaven.

## Thema: ECB-aankopen van bedrijfsobligaties - het CSSP- opkoopprogramma

#### Corporate Sector Purchase Programme: back to the future

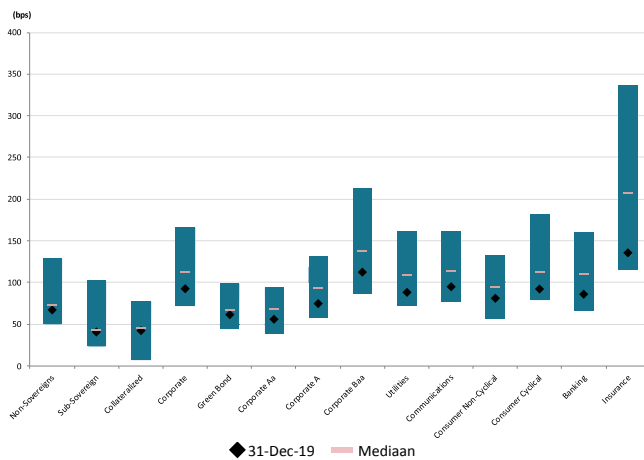
Alweer bijna vier jaar geleden, in maart 2016, kondigde de Europese Centrale Bank aan dat zij naast staatsobligaties ook bedrijfsobligaties zou gaan opkopen. Door toevoeging van dit Corporate Sector Purchase Programme (CSSP) aan het reeds lopende programma werd dit € 80 miljard groot.

De ECB kocht bedrijfsobligaties met een Investment Grade rating van bedrijven die vanuit de Eurozone papier uitgaven; banken waren uitgesloten van het programma. De ECB voegde bedrijfsobligaties toe, omdat zij erg bezorgd was over de lage en dalende inflatie in de Eurozone. Door agressieve monetaire verruiming hoopte zij de groei en inflatie te stimuleren. De lage rente en de door de opkoopprogramma's gedrukte risico-opslagen waren verleidelijk voor beleggers met een appetite voor meer risicovolle beleggingen, zoals high yield en aandelen. Hierdoor konden ook kleinere bedrijven met een high yield-rating zich goedkoper financieren op de kapitaalmarkt. Volgens de ECB profiteerden zelfs kleine en middelgrote bedrijven die afhankelijk zijn van bankfinanciering en niet actief zijn op de kapitaalmarkt. Banken hadden namelijk kapitaal in overvloed, omdat grotere bedrijven zich via de kapitaalmarkt financierden. Risico-opslagen waren na de eerste aankondiging van het programma al flink gedaald. Toen de opkopen in juni 2016 daadwerkelijk startten, bleek de ECB echter veel meer te kopen dan de markt aanvankelijk dacht. Hierdoor verkrapten de opslagen nog verder.

In 2017 trok de economische groei in de Eurozone aan, vooral dankzij een opleving van de wereldhandel. De ECB zag haar kans schoon en bouwde in 2018 de lopende opkoopprogramma's af. De creditmarkten waren hier minder enthousiast over, want tegelijkertijd met de afbouw van de opkopen verslechterden de economische vooruitzichten. Het gevolg was dat risico-opslagen in 2018 flink opliepen.

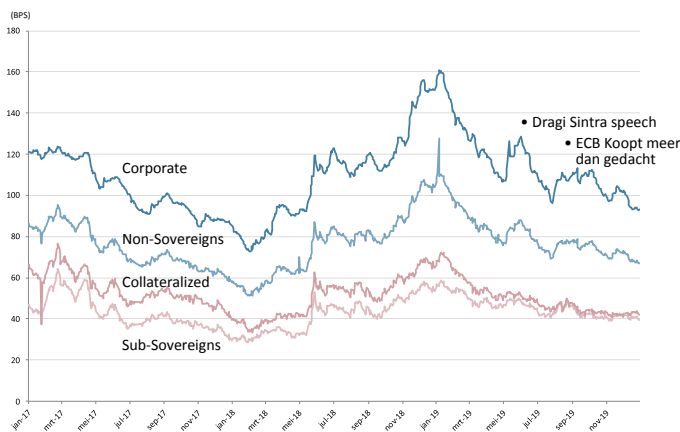


**Grafiek 1: Waardering Credit Markten (risico-opslagen), 2015 - 2019**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Grafiek 2: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten credit markt**



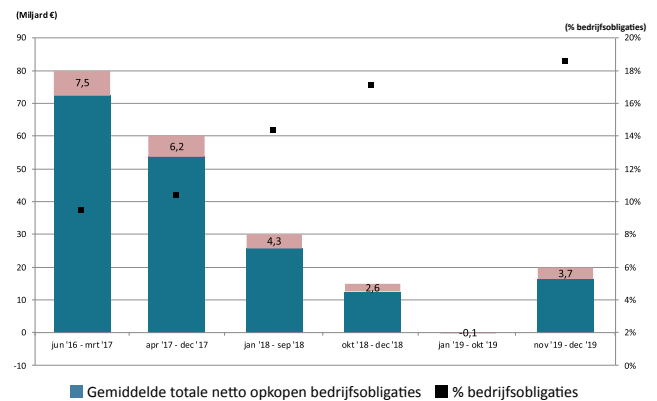
Bron: Bloomberg, Achmea IM

**The Empire strikes back**

Nog geen half jaar nadat de opkopen eindigden, hintte ECB-president Draghi in juni 2019 tijdens een conferentie alweer op een terugkeer van de opkoopprogramma's. De markten pikten dit direct op: risico-opslagen daalden. In september 2019 drukte Draghi het programma erdoor bij de ECB, ondanks flinke tegenstand vanuit de kernlanden. De ECB kondigde een maandelijks opkoopprogramma aan van € 20 miljard, verdeeld over staatsobligaties, semistaat, gedekte obligaties en bedrijfsobligaties. Draghi gaf aan dat de verdeling van de opkopen in lijn zou zijn met het eerste programma, de voorwaarden bleven onveranderd. De markt verwachtte dan ook dat zo'n 15% van de € 20 miljard uit bedrijfsobligaties zou bestaan. (grafiek 3).



**Grafiek 3: Gemiddelde totale netto opkopen per maand per periode**



Bron: ECB, Achmea IM

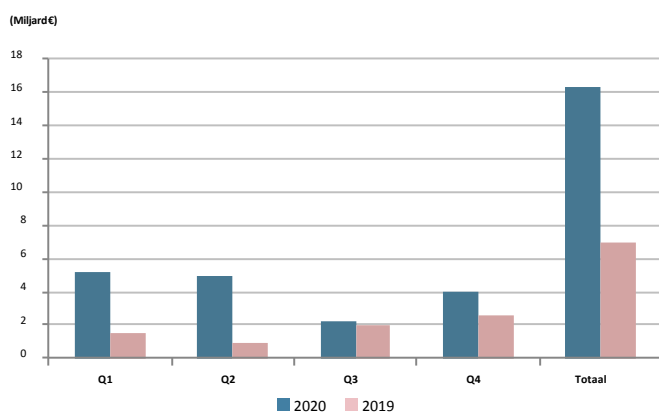
Eind oktober startte de ECB daadwerkelijk met opkopen en wist wederom de markt te verrassen door in de eerste week direct bijna 3 miljard op te kopen. Risico-opslagen daalden direct; de markt ging inprijzen dat de ECB wel eens meer bedrijfsobligaties dan die 15% zou kunnen gaan opkopen. Er werd in de eerste week vooral secundair gekocht, want veel banken hadden veel papier voor de ECB "apart gehouden".

**CSPP: the future is yours**

Wij verwachten dat de ECB in de loop van 2020 steeds meer bedrijfsobligaties gaat kopen. De ECB heeft namelijk slechts beperkte ruimte om staatsobligaties op te kopen. Voor een aantal landen zit de ECB al op de limiet van 33% van het uitgegeven volume. Verder achten we de kans dat de ECB de rente nog substantieel gaat verlagen heel klein. Dit mede vanwege de

toenemende weestand tegen dit beleid binnen en buiten de ECB. Daar komt bij dat er veel bedrijfsobligaties die de ECB gekocht heeft tijdens het eerste opkoopprogramma, afgelost zullen worden. Tot nu toe waren er relatief weinig aflossingen. De ECB koopt namelijk vooral obligaties met een looptijd langer dan 3 jaar. Nu het programma bijna vier jaar loopt, nemen de aflossingen toe. Dit jaar zijn dat er meer dan twee keer zoveel als vorig jaar (zie grafiek 2). De terugkopen zijn geen onderdeel van het netto aankoopbedrag van € 20 miljard.

Grafiek 4: (Verwachte) aflossingen bedrijfsobligaties per kwartaal



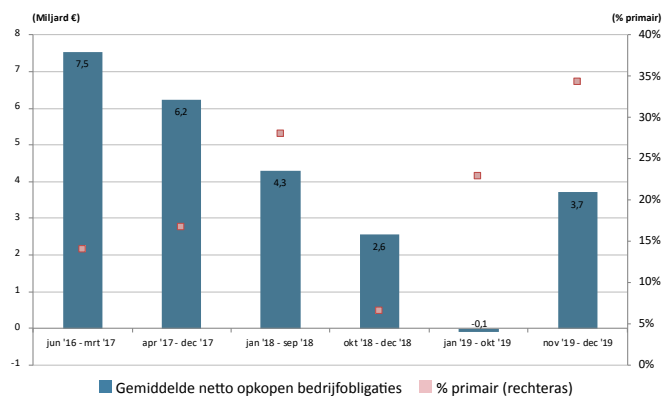
Bron: ECB, Achmea IM

### Eerst primair, dan secundair papier

Gaandeweg het eerste opkoopprogramma ontdekte de ECB dat zij creditmarkt het minst verstoorde door primair te kopen. Als de ECB inschrijft op een nieuwe obligatie wordt namelijk vaak het uitgiftevolume verhoogd. De impact op de secundaire markt is veel groter. De omvang van deze markt is een gegeven en iedereen vist in dezelfde vijver. Het aandeel primair nam dan ook toe in de loop van CSSP 1 (zie grafiek 3). Toen de ECB zich begon terug te trekken uit de bedrijfsobligatiemarkt daalde het aandeel primair, om bij

de herstart eind oktober 2019 weer te stijgen naar een record van circa 35%. Wij gaan er daarom vanuit dat de ECB zal proberen zoveel mogelijk mee te doen met nieuwe obligaties.

Grafiek 5: Gemiddelde netto opkopen bedrijfsobligaties (per maand)



Bron: ECB, Achmea IM

### Dankzij de grote koper uit Frankfurt zullen risico-opslagen minder hard stijgen bij paniek

De herstart van het CSSP-opkoopprogramma heeft in onze optiek tot gevolg dat het neerwaarts risico in bedrijfsobligaties vooralsnog beperkt is. We kunnen er immers vanuit gaan dat er altijd een koper is, namelijk de ECB, die onze posities wil overnemen als de economische omstandigheden weer draaien en de corporate fundamentals verder zouden verslechteren. Dat gegeven aan zich maakt de markt al stabielier waardoor de kans op een panieksituatie met sterk oplopende spreads gering is. Dit betekent dat wij verwachten dit jaar terughoudend te zullen zijn met het innemen van een onderwogen risicopositie. De enige uitzondering hierop is een situatie waarin bedrijfsobligaties zo duur zijn geworden dat er geen upside potential meer te verwachten is. Wij denken dat we daar nu nog niet zijn.

### 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.