

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Flinke verkrapting spreads begin van het jaar
- Problemen bij SVB en Credit Suisse slaan niet over

Vooruitzichten

- Vastgoed heeft last van oplopende rentes
- Veerkracht in de economie
- ECB is nog niet klaar met renteverhogingen
- QT: the final frontier
- Complexe verhouding tussen vraag en aanbod in credit

Positionering

- Licht overwogen risicopositie
- Onderweg in cyclische consumentensectoren en overweging in banken

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits



THEMA

De angst van het faillissement van Amerikaanse banken

In maart zijn twee Amerikaanse banken failliet gegaan, de Silicon Valley Bank (SVB) en de Signature Bank. SVB is was een relatief grote bank (activa van meer dan USD 200 mrd.) die de laatste jaren hard was gegroeid. Het is hiermee een van de grootste bankfaillissementen allertijden.

Verschillende regionale banken in de VS hebben soortgelijke problemen als SVB, een behoorlijke groei in spaargeld en investeringen in vastrentende waarden met een langere looptijd. Het tumult bij Amerikaanse banken waaide ook over Europese banken, met Credit Suisse (CS) als slachtoffer van het slechte sentiment. Kredietopslagen op andere Europese banken liepen ook uit. Echter, Europese banken hebben over het algemeen een betere liquiditeitspositie dan de Amerikaanse banken; de potentiële verliezen op liquide instrumenten zijn beperkt.

[Lees meer op pag 4 →](#)

Marktbeeld

Flinke verkrapping spreads begin van het jaar

De rally in de creditmarkten die in het najaar was begonnen zette zich verder voort in het nieuwe jaar. Deze werd gedreven doordat het algemene risicosentiment verbeterde in financiële markten; afkoelende inflatie in de Verenigde Staten, Chinese heropening, kelderende gasprijzen en mede hierdoor meevallende Europese groei. Bovendien werd geprofiteerd van de sterke vraag naar bedrijfsobligaties dankzij de historisch hoge rendementen. Dit was zichtbaar bij inflows bij creditfondsen en de goed gevulde orderboeken van de nieuwe obligaties die de markt overspoelden. Tekenend voor de sterke markt was dat ondanks de vele nieuwe obligaties, de markt bleef verkrappen. Ook schudde de creditmarkt zorgen over een nog steeds hawkische ECB van zich af.

Problemen bij SVB en Credit Suisse slaan niet over

Halverwege maart sloeg het sentiment abrupt om toen het Amerikaanse Silicon Valley Bank in de problemen kwam. Veel klanten haalden hun deposito's weg toen bleek dat de bank grote verliezen had gerealiseerd op de verkoop van obligaties die door de gestegen rente in waarde waren gedaald. De Amerikaanse autoriteiten grepen direct in en zorgden dat depositiehouders (ook ongegarandeerde) bij hun geld konden. Daarnaast stelde de Fed een nieuwe faciliteit in dat liquiditeit verstrekt aan Amerikaanse banken tegen de volledige nominale waarde van staatsobligaties

als onderpand. De maatregelen bleken in eerste instantie niet genoeg om het sentiment te keren. Er was sprake van een grote depositovlucht bij banken, het geld vloeide naar grotere banken en geldmarktfondsen. Vervolgens raakte in Europa Credit Suisse in de problemen nadat de grootste aandeelhouder aangaf haar belang absoluut niet te willen vergroten. Klanten haalden massaal hun geld weg, de aandelenkoers vloog onderuit en obligaties daalden sterk in waarde. Extra liquiditeit van de Zwitserse Centrale Bank van maar liefst SFR 50 miljard wist deze vrije val niet te keren. De Zwitserse autoriteiten moesten ingrijpen en onder grote druk werd Credit Suisse overgenomen door UBS, terwijl achtergestelde obligatiehouders van Credit Suisse al hun geld verloren. De storm ging hierna weer enigszins liggen. Na een nerveuze week opende de nieuwe uitgiftenmarkt weer en daalden spreads weer voorzichtig.

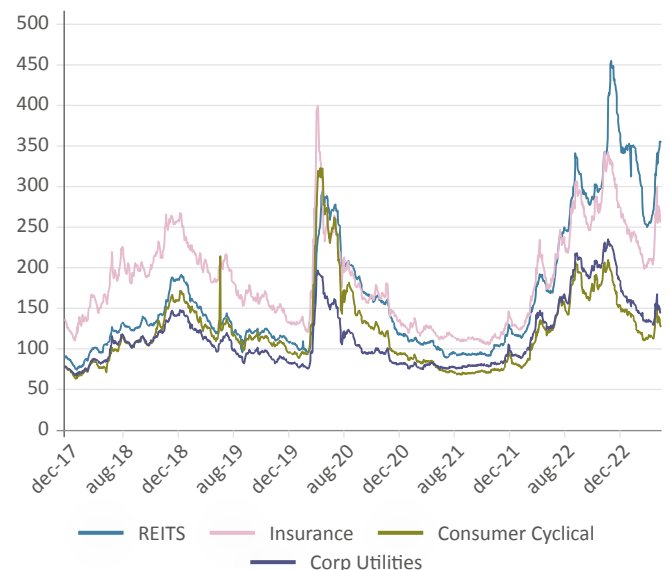
Qua sectoren waren er grote verschillen. Door de bankencrisis kwam de bankensector uiteraard onder grote druk te staan, al herstelde de sector daarna ook weer razendsnel. Daarentegen leed de vastgoedsector veel meer onder de crisis, hier liepen spreads flink op. Vastgoedbedrijven zijn namelijk afhankelijk van bankfinanciering, nu de spreads van de sector te hoog zijn om geld op te halen in de creditmarkt. Juist deze bankfinanciering komt onder druk te staan in een bankencrisis.

Figuur 1: Spreadontwikkelingen credits (t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Sectorspreadontwikkelingen credits (t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten

Vastgoed heeft last van oplopende rentes

De bankencrisis lijkt over te waaien, maar niet zonder sporen achter te laten. Het is nog pril, maar onzekerheid is slecht voor economische groei. Immers, als mensen een verregaande bankencrisis vrezen, worden ze voorzichtiger wat leidt tot minder consumptie en investeringen. Daarnaast leidt de onzekerheid tot minder kredietverlening, omdat banken veel kritischer nieuwe leningen beoordelen. Een slachtoffer hiervan is bijvoorbeeld de vastgoedsector, dat veel afhankelijker is geworden van bankfinanciering. De vastgoedsector, die al geplaagd werd door hogere rentes en leegstand bij kantoren, heeft er dan ook een probleem bij.



Oplopende spreads in de vastgoedsector

Veerkracht in de economie

Toch zijn er veel tekenen dat het mee lijkt te vallen voor de bredere economie. Consumentenvertrouwen in Verenigde Staten lijkt niet of nauwelijks geraakt, ook in Europa zijn mensen amper onder de indruk. Ook alternatieve indicatoren, zoals Google zoekopdrachten naar bankencrisis daalden snel na de piek toen de overname van Credit Suisse door UBS werd aangekondigd. De creditmarkten geven ook een positief teken dat kredietverlening weer op gang komt: er worden weer nieuwe leningen geplaatst. Dat de crisis lijkt mee te vallen is te danken aan het harde ingrijpen van de autoriteiten. Uiteraard zijn de risico's niet weg, deposito's zijn doorgaans direct opvraagbaar en digitaal veel sneller weg te halen dan vroeger, terwijl geruchten over mogelijke problemen zich ook veel sneller verspreiden. Daar staan echter veel positieve krachten tegenover: de heropening van China leidt tot sterke economische groei, toeleveringsproblemen zijn voorbij en energieprijzen zijn gekelderd. Ondertussen blijft de arbeidsmarkt ook sterk, mede dankzij de vergrijzing. Daarmee lijkt de eigenaardig veerkrachtige economie voorlopig stand te houden.

ECB is nog niet klaar met renteverhogingen

Midden in de bankencrisis in maart had de ECB haar beleidsvergadering. De ECB gaf aan zich geen zorgen te maken over de gezondheid van de Europese banken maar desalniettemin de ontwikkelingen op de voet te volgen. Om dit te onderstrepen werd de beleidsrente met 50bps verhoogd. De ECB stond ook uitgebreid stil bij de hoge inflatie maar zag nog geen aanwijzingen voor een loonprijsspiraal. Nu de bankencrisis voorlopig mee lijkt te vallen en de kerninflatie hoog blijft, is het waarschijnlijk dat er zeker nog twee renteverhogingen volgen. Daarnaast verwachten wij dat ECB deze zomer stopt met herbeleggingen van haar obligatieportefeuilles.

QT: the final frontier

Na de zomer gaat de deur open voor het actief verkleinen van de balans. Immers, na de forse verhoging van de beleidsrente en afbouwen van herbeleggingen in de obligatieportefeuilles kan de aandacht van de ECB gevestigd worden op QT. Als de ECB deze stap maakt, dan ligt het voor de hand dat zij zal beginnen bij bedrijven met een hoge CO₂-uitstoot, zonder goede plannen deze CO₂ te beperken én die veel schuld hebben uitstaan. Dergelijke bedrijven scoren namelijk slecht op de klimaatscores van de ECB, terwijl de verkopen door de ECB door de grotere hoeveelheid schuld een beperkte marktimpact hebben. Op deze wijze kan de ECB relatief snel de CO₂-afdruk van haar bedrijfsobligatieportefeuille beperken, aangezien de 5% meest vervuilende bedrijven verantwoordelijk zijn voor bijna 80% van de CO₂-uitstoot in de ECB's obligatieportefeuille.

Meer hierover leest u ook in de kwartaalupdate Q3 2022. [De ECB verlegt haar grenzen: naast marktimpact ook klimaatimpact.](#)

Complexe verhouding tussen vraag en aanbod in credit

De ECB koopt nog nauwelijks bedrijfsobligaties en door de bankencrisis draaiden inflows in creditfondsen naar outflows. Tegelijkertijd is er concurrentie van veilige assets, zoals staatsobligaties, die door de gestegen rente aantrekkelijke



alternatieven zijn tegen een lagere risico. De vraagzijde is daardoor relatief zwak. Tegenover deze vraag staat het aanbod; banken houden voor de handel van obligaties, papier aan op hun balans. Door de bankencrisis hebben banken dit beperkt. Daarnaast kwamen de nieuwe uitgiftes van obligaties tot stilstand. We verwachten dat als de rust aanhoudt, de stroom aan nieuwe obligaties weer zal aantrekken. Toch kan het even duren, door het Paasweekend en het cijferseizoen zijn er minder dagen waarop nieuwe leningen geplaatst kunnen worden. Hierdoor is de verhouding tussen vraag en aanbod naar verwachting positief, ondanks het ontbreken van een grote koper als de ECB.

Positionering

Licht overwogen risicopositie

Waarderingen zijn aantrekkelijk en overeenkomstig een milde recessie. Vanwege de gunstige verhouding tussen vraag en aanbod hebben voorzichtig wat risico toegevoegd. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in de cyclische consumentensectoren vanwege krappe waarderingen. Daartegenover hebben we de overweging in banken weer opgebouwd, vanwege de aantrekkelijke waarderingen.

THEMA

De angst van het faillissement van twee Amerikaanse banken

In maart zijn twee Amerikaanse banken failliet gegaan. Het gaat om de Silicon Valley Bank (SVB) en de Signature Bank. SVB is was een relatief grote bank (activa van meer dan USD 200 mrd) die de laatste jaren hard was gegroeid. Het is hiermee een van de grootste bankfaillissementen allertijden.

De oorzaak van de teloorgang lag in met name in de explosieve groei van spaargeld bij de bank. SVB heeft veel grote tech bedrijven als klant die veel extra cash hadden gedurende de corona crisis en deze middelen stalden bij de bank. Inmiddels hebben veel van deze bedrijven hun geld weer nodig en onttrekken ze deze gelden van de bank. SVB investeerde deze gelden met name in liquide vastrentende instrumenten, met een wat langere looptijd. SVB dekte hierbij het renterisico niet af. Omdat de Amerikaanse Centrale Bank (de FED) de rente het afgelopen jaar flink heeft verhoogd waren er flinke

verliezen op deze instrumenten. Dit was niet zichtbaar omdat de instrumenten in het "Held to Maturity" (HTM) boek stonden. Hierbij worden verliezen pas gerealiseerd bij verkoop. Zodra er geld uit de bank vloeide, moest de bank deze instrumenten verkopen en werden de verliezen zichtbaar. Wat uiteindelijk de solvabiliteit van de bank raakte.

Speelt dit ook voor andere Amerikaanse banken?

Verschillende regionale banken in de VS hebben soortgelijke problemen als SVB, een behoorlijke groei in spaargeld en investeringen in vastrentende waarden met een langere looptijd. Toch was SVB in zekere zin een extreme situatie. Andere banken hebben veel instrumenten in het "Available for Sale" (AFS) boek, waarbij winsten of verliezen wel door de winst- en verliesrekening lopen. De potentiële verliezen zijn voor de meeste banken daarom ook draagbaar. De potentiële verliezen variëren van 10 tot 50% van het eigen vermogen. Bovendien zijn de verliezen van tijdelijke aard. Opvallend is wel dat de regionale banken in de VS heel veel blootstelling hebben naar commercieel vastgoed. Blootstelling aan commercieel vastgoed betreft doorgaans tussen de 40 en 60%. Met de dalende vastgoedwaarden kan dit in de toekomst tot problemen leiden. Wij zijn daarom voorzichtig met blootstelling aan de regionale Amerikaanse banken.

Wat zijn de implicaties voor Europese banken?

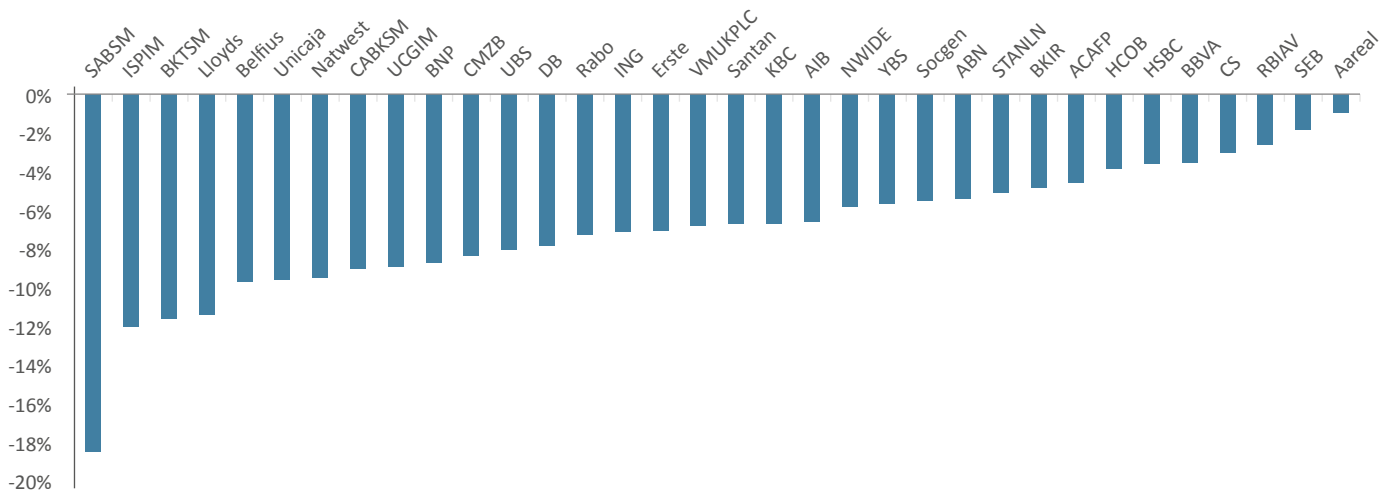
Het tumult bij Amerikaanse banken is ook overgewaaid naar de Europese banken, met Credit Suisse (CS) als slachtoffer van het slechte sentiment. De bank zelf is al langere tijd bezig met een herstructurering, na verschillende incidenten en de daarbij gepaard gaande grote verliezen.



Nadat een groot aandeelhouder aangaf niet extra te willen investeren in de bank werden obligaties in CS massaal gedumpt en kredietopslagen liepen hard op. Ook het aandeel Credit Suisse kwam onder grote druk te staan. De situatie werd onhoudbaar. De Zwitserse toezichthouder en centrale bank werden gedwongen extra liquiditeit te verschaffen aan CS. Omdat er geld bleef uitstromen moest de bank in het weekend gered worden. Uiteindelijk bleek het Zwitserse UBS bereid om de bank over te nemen.

Kredietopslagen op andere Europese banken liepen ook uit. Uiteindelijk hebben Europese banken over het algemeen een betere liquiditeitspositie dan de Amerikaanse banken en zijn de potentiële verliezen op liquide instrumenten beperkt. Zie ook figuur 1 waar het verlies op instrumenten wordt afgewogen tegen het eigen vermogen van de betreffende bank. De potentiële verliezen zijn gemiddeld onder de 10% en zijn hiermee significant lager dan die van Amerikaanse banken.

Figuur 3: Ongerealiseerde verliezen Europese Banken als percentage van het eigen vermogen



Bron: Barclays

Een ander potentieel risico voor Europese banken zijn de dalende waarden van commercieel vastgoed. Echter, de blootstelling van Europese banken naar commercieel vastgoed is beperkt. Voor de meeste banken ligt het percentage CRE onder de 10%.



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. 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 met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: 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, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document (video) 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 is reclame. Raadpleeg het prospectus van het betreffende Achmea IM beleggingsfonds voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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.