

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties stegen per saldo zeven basispunten, maar waren veel in beweging
- ECB: nog meerdere renteverhogingen in het verschiet
- Chaos aan de overkant van de Noordzee

Vooruitzichten

- Donkere wolken boven de Europese economieën
- Slechts enkele zonnestrallen zichtbaar
- ECB gaat volgend jaar mogelijk nog minder bedrijfsobligaties kopen
- Precaire verhouding tussen vraag en aanbod

Positionering

- Voorzichtig wat risico toegevoegd

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits

THEMA

De ECB verlegt haar grenzen: naast marktimpact ook klimaatimpact

Afgelopen maand [kondigde de ECB plannen](#) aan rond het verminderen van de CO₂-intensiteit van haar corporate bonds portfolio. De ECB ziet dit als onderdeel van haar mandaat, omdat klimaatrisico's inflatieverhogend kunnen werken. Groene obligaties zullen met andere woorden gunstig behandeld worden bij nieuwe uitgiftes. Daarmee begeeft de ECB zich in de richting van impactbeleggen. Maar wat is de impact op de markt? Heeft deze nieuwe ECB-koers bijvoorbeeld impact op looptijdlimieten en steilere spreadcurves voor vervuilende bedrijven?

[Lees meer op pag 4 →](#)

Marktbeeld

Spreads bedrijfsobligaties stegen per saldo zeven basispunten, maar waren veel in beweging

De markt stabiliseerde aan het begin van het derde kwartaal, nadat spreads in juni stevig waren opgelopen. Tot halverwege augustus daalden spreads dankzij een gunstige verhouding tussen vraag en aanbod: er waren lichte inflows bij creditfondsen, terwijl er nauwelijks aanbod was van nieuwe obligaties. Bovendien was er sprake van een kleine zomerrally op de beurs: aandelenbeleggers hoopten dat centrale banken de rente al volgend jaar weer kunnen verlagen als het inflatiespoek verslagen is.

Halverwege augustus sloeg het sentiment om. De gasprijs liep nog verder op door een nieuwe aankondiging van onderhoud aan de Nordstream 1 gasleiding van Rusland naar Duitsland. Door de hoge gasprijs kwam de elektriciteitsmarkt eveneens onder hoogspanning te staan: recordprijzen, meer dan 10 keer het gemiddelde van voorgaande jaren. Tegelijkertijd nam het aanbod van obligaties weer toe na de zomerstilte, terwijl creditfondsen juist weer outflows noteerden.

Chaos aan de overkant van de Noordzee

De septembermeeting van de ECB deed het sentiment ook geen goed: nog enkele flinke renteverhogingen lagen in het verschiet. Echter, de Europese creditmarkt trok zich verder

weinig aan van tegenvallende inflatiecijfers. De creditmarkt kwam pas echt onder druk te liggen toen de Britse regering haar “mini” begroting bekend maakte: een historische grote belastingverlaging, gefinancierd met extra schuld. Hierop liep de rente van Britse staatsobligaties zeer hard op. Beleggers zetten zich schrap voor veel nieuwe uitgiftes van extra schuld, terwijl het pakket inflatieverhogend was, waardoor de Bank of England nog verder de rente zou moeten verhogen. De onrust bereikte ook het continent: rentes van Eurozone-staatsobligaties vlogen ook omhoog, wat tot een algemene negatieve stemming leidde op financiële markten. Ditmaal wist de euro creditmarkt het negatieve sentiment niet te mijden: spreads stegen flink.

Banken vallen op in negatieve zin, cyclische consumentenbedrijven in positieve zin

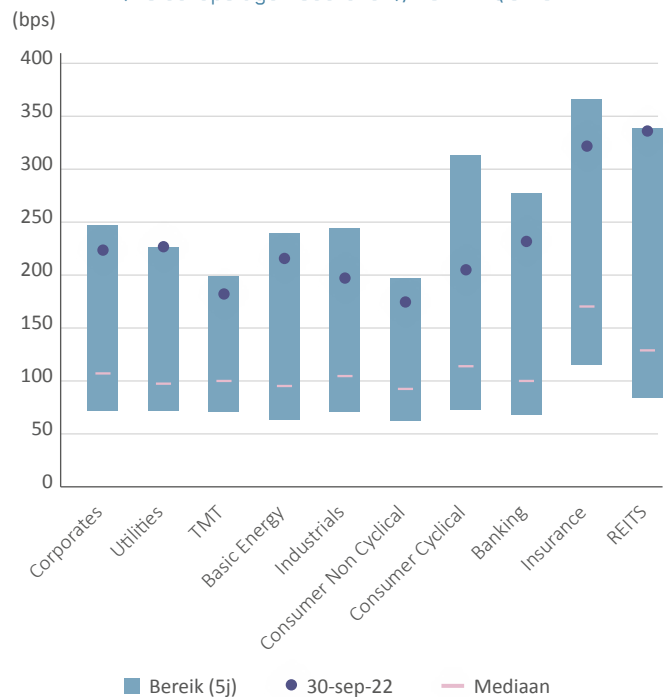
Qua sectoren vielen banken in negatieve zin op. Zij hadden last van de flinke hoeveelheid nieuwe obligaties die in de sector werd geplaatst, ook tijdens de zomer. Daarnaast hadden banken last van de verslechterende economische vooruitzichten. Cyclische consumentenbedrijven daarentegen deden het juist erg goed: het uitblijven van nieuwe obligaties is de voornaamste verklaring. Vastgoed deed het ook relatief goed, maar deed het met name in juni juist erg slecht. Dit betrof dus een gedeeltelijke correctie.

Figuur 1: Ontwikkeling risico-opslagen (spreads) segmenten creditmarkten, 2017 - Q3 2022



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Waardering creditmarkten (risico-opslagen sectoren), 2017 - Q3 2022



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten

Donkere wolken boven de Europese economieën

Door de torenhoge inflatie staan de bestedingen van consumenten onder druk, waar afgelopen zomer nog geteerd kon worden op het coronaspaarpotje. Restaurants, hotels, winkels en reismaatschappijen zullen hier naar verwachting last van gaan ondervinden, want komende tijd zal de consument veel meer uitgeven aan eerste levensbehoeften door de gestegen prijzen.

Ondertussen bestrijden centrale banken de inflatie vol overgave in een poging te voorkomen dat deze nog verder om zich heen grijpt. Wij verwachten dat centrale banken hiermee pas stoppen als er duidelijke tekenen zijn dat kerninflatie hard daalt, of er een heuse financiële meltdown plaatsvindt. Hogere rentes betekent ook hogere hypotheekrentes en een kwetsbare huizenmarkt. In meerdere Westerse landen zijn al dalende huizenprijzen. Ook dit heeft een negatief effect op bestedingen aangezien consumenten zich minder rijk wanen, zeker als hun huis onder water staat.

Slechts enkele zonnestralen schijnen door de donkere wolken

Veel Noord-Europese overheden hebben grootschalige plannen aangekondigd om consumenten ten dele te beschermen tegen de hoge energie-inflatie. Helaas is daar in Zuid-Europa minder ruimte voor. Daarnaast is de arbeidsmarkt in heel Europa nog steeds krap. De werkloosheid in de Eurozone is lager dan ooit en het aantal vacatures is nog steeds veel hoger dan het aantal werklozen. Bedrijven zullen hun personeel daarom minder snel om straat zetten. Verder is de vergrijzing één van de grondoorzaken van de krappe arbeidsmarkt. Al met al verwachten wij dat de arbeidsmarkt nog wel even krap blijft. Maar de risico's liggen duidelijk aan de onderkant.



Centrale banken zetten 'vol in' op inflatiebestrijding



De markt begint zich aan te passen aan de terugtrekkende ECB

ECB gaat volgend jaar mogelijk nog minder bedrijfsobligaties kopen

In de septemberbijeenkomst gaf de ECB prioriteit aan het verhogen van de rente boven het verkleinen van de opkoopprogramma's. De ECB zegde zelfs toe tot eind 2024 door te gaan met herbeleggingen van het grote PEPP-programma. Later gaf de ECB aan dat volgend jaar, na enkele flinke renteverhogingen, begonnen kan worden aan het afbouwen van de herbeleggingen buiten het PEPP. Juist hier zitten de meeste bedrijfsobligaties, wat een slecht vooruitzicht is voor de creditmarkt. Per oktober gaat ECB ook werken aan het beheersen van de klimaatrisico's binnen haar portefeuille. Vervuilende bedrijven zonder plannen voor CO₂-reductie zullen dan waarschijnlijk als eerste worden verkocht (meer hierover in het thema-artikel in deze Kwartaalupdate).

Precaire verhouding tussen vraag en aanbod

Creditfondsen toonden de afgelopen tijd outflows. Deze outflows kunnen voortduren: veel beleggers in creditfondsen worden geleid door korte termijn historische rendementen (deze zijn momenteel negatief door stijgende rentes en spreads). Daarnaast is er concurrentie van veiligere staatsobligaties of deposito's die inmiddels weer rendementen geven ruim boven 0%. Verzekeraars zijn traditiegetrouw de grootste (private) speler in de creditmarkt: zij hebben de afgelopen tijd mondjesmaat gekocht, de grote vraag is of zij op de huidige aantrekkelijke yields hun allocatie naar credit kunnen verhogen.

Tegenover de vraagzijde staat het aanbod. Nieuwe uitgiftes bleven dit jaar achter bij voorgaande jaren, vooral bij non-financials. In die zin begint de markt zich aan te passen aan de terugtrekkende ECB. Wij verwachten dat dit beeld komende tijd niet wezenlijk verandert. Veel bedrijven hebben zich afgelopen jaren al voorgefinancierd. Ook nemen kleinere bedrijven hun toevlucht tot hun bank of andere private markten voor hun financieringsbehoefte.

Positionering

Waarderingen zijn aantrekkelijk en overeenkomstig met een recessie. Daarom hebben we voorzichtig wat extra risico toegevoegd. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in cyclische consumenten vanwege het teruglopende consumentenvertrouwen en toeleveringsproblemen.

De onderweging TMT houden we vast vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan een overwogen positie in banken die nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd zijn en fundamenteel kunnen profiteren van een hogere renteomgeving.

THEMA

ECB verlegt haar grenzen: naast marktimpact ook klimaatimpact

Van Frankfurt naar Parijs: de ECB gaat CO₂-reductie toepassen binnen haar creditportefeuille

Afgelopen maand [kondigde de ECB plannen](#) aan rond het verminderen van de CO₂-intensiteit van haar corporate bonds portfolio. De ECB ziet dit als onderdeel van haar mandaat, omdat klimaatrisico's inflatieverhogend kunnen werken; denk bijvoorbeeld aan hogere transportkosten vanwege een lagere waterstand van de Rijn, of hogere energieprijzen door verminderde capaciteit van waterkrachtcentrales.

De plannen van de ECB klinken op het eerste gezicht misschien als mosterd na de maaltijd, omdat de ECB haar netto opkopen afgelopen zomer terugschroefd heeft naar nul.

Echter, schijn bedriegt, want voorlopig zal de ECB aflossingen van het bedrijfsobligatieprogramma herbeleggen. Aangezien het programma aanzienlijk is, gaat dit om flinke bedragen per maand. Zoals het er nu naar uitziet, zal de ECB het herbeleggen in de loop van volgend jaar afbouwen. Het is op langere termijn zelfs mogelijk dat de ECB haar bedrijfsobligaties actief gaat verkopen, iets dat de Bank of England nu al doet. Dan zullen naar verwachting als eerste de bedrijfsobligaties worden verkocht die volgens de ECB het slechtst scoren op CO₂. Daarom is het relevant te onderzoeken hoe de CO₂-methodiek van de ECB werkt.

De ECB heeft een vooruitstrevende CO₂-methodiek; meer transparantie is nodig

De methodiek die de ECB aangeeft te gebruiken, is gebaseerd op drie pijlers:

1. Score gebaseerd op historische CO₂-uitstoot van bedrijven. De score wordt vergeleken met bedrijven in de betreffende sector en met alle bedrijven die in aanmerking komen voor het ECB-opkoopprogramma. Bedrijven met een lagere uitstoot, krijgen een betere score.
2. Score op basis van CO₂-reductieplannen van de bedrijven. Dit is vooruitstrevend, omdat op deze wijze niet alleen huidige "groene" bedrijven beloond worden, maar ook bedrijven die nu een hoge uitstoot hebben, maar dit willen reduceren.
3. De derde pijler is gebaseerd op de kwaliteit van de CO₂-rapportages van bedrijven. Dat betekent dat vervuilende bedrijven op deze subscore goed kunnen scoren, mits zij hun rapportages op orde hebben. Middels de scores bouwt de ECB haar eigen benchmark, waar toekomstige aankopen tegenaan worden gehouden.



Lagere waterstanden kunnen leiden tot minder elektriciteit uit waterkracht

De ECB houdt de weging van de verschillende subscores vooralsnog voor zichzelf. Bovendien worden de eindscores niet gepubliceerd. Daarmee blijft de totale CO₂-score giswerk voor de buitenwereld. De aankopen die de ECB doet, zijn wel beschikbaar, dus op termijn zal er naar verwachting wel meer duidelijkheid komen. Aangezien het huidige aankoopprogramma op een veel lager tempo wordt uitgevoerd dan in het verleden, kan het even duren voor er duidelijkheid ontstaat over de ECB's CO₂-scores.

De ECB gaat impactbeleggen, maar wat is de impact op de markt?

Naast de ECB's CO₂-reductiescore, heeft de ECB aangekondigd de voorkeur te geven aan groene obligaties die voldoen aan de ECB's eisen. Deze groene obligaties zullen gunstig worden behandeld bij nieuwe uitgiftes. Echter, groene obligaties zijn eveneens onderdeel van de ECB's CO₂-benchmarkbenadering, dus de exposure per bedrijf blijft beperkt. Goede groene obligaties van groene bedrijven zullen dus voorlopig zeker gekocht worden. Buiten groene obligaties is de impact van de nieuwe scoremethodiek niet klip en klaar. Dit komt dus doordat de ECB de weging van de subscores en de eindscores niet vrijgeeft. Er zijn tegenwoordig veel bedrijven met goede CO₂-rapportages. Ook vervuilende bedrijven, zoals oliemaatschappijen, beschikken doorgaans over goede rapportages. Aangezien oliemaatschappijen recordwinsten boeken, verwachten wij niet dat de ECB haar politieke kapitaal zal verspelen met forse aankopen in de energiesector.

Looptijdlimieten en steilere spreadcurves voor vervuilende bedrijven?

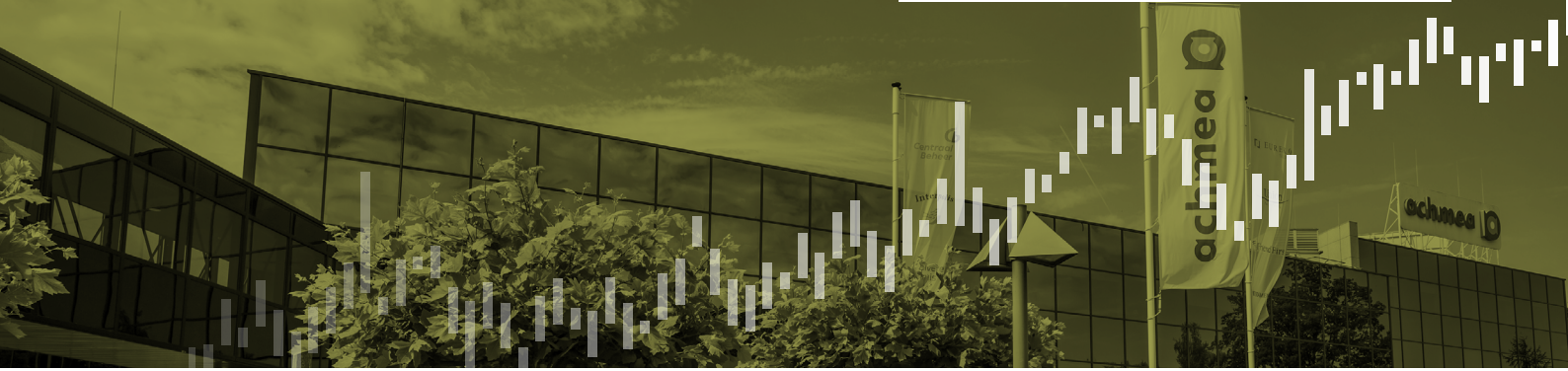
Daarnaast is het zo dat als de ECB een energieobligatie koopt, het waarschijnlijk kort zal zijn. Want ook dat is een gevolg van het nieuwe beleid. Vervuilende bedrijven krijgen te maken met



looptijdlimieten, aangezien er op termijn klimaatrisico's kunnen ontstaan volgens de ECB. Dit kan dus resulteren in steilere spreadcurves voor vervuilende bedrijven.

Nutssector heeft een hoge CO₂-uitstoot: kan de ECB de sector nog kopen?

De nutssector is een CO₂-intensieve sector. Binnen het investment grade universum is het één van de grotere vervuilers. Desalniettemin verwachten wij dat de ECB deze sector niet links zal laten liggen. Juist omdat de nutssector de sector is die de energietransitie moet laten slagen. Bovendien voorzien wij dat deze bedrijven goed scoren op CO₂-reductie, aangezien de sector op veel fronten hieraan werkt. Ook op transparantie over CO₂-uitstoot scoren nutsbedrijven doorgaans goed. Genoeg redenen voor de ECB om deze obligaties te blijven kopen, verwachten wij. Als beleggers kijken wij daarom met extra veel interesse naar de hoge spreads in deze sector.



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 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.