

KWARTAALUPDATE

## Credits

## IN DEZE UPDATE

## Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties liepen met 11 basispunten op
- Inflatie mogelijk minder tijdelijk
- Black Friday: Omikron
- ECB: PEPP eindigt eind maart 2022
- Outperformance van cyclische consumentenbedrijven, vastgoed negatieve uitzondering
- Semistaat en gedekte obligaties bewogen mee met swaps

## Vooruitzichten

- Groeivooruitzichten getemperd door oplopende inflatie en coronagevallen
- 2022: het jaar van de monetaire verkrapping, gevoed door hoge inflatie
- Omikron voedt onzekerheden

## Positionering

- Neutrale risicopositie
- Overweging niet-cyclische consumentenbedrijven, onderweging verzekeraars

## AUTEURS



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Gwennaële Bruning,  
Head of Credits

## THEMA

## Engelandvaarders, een uitstapje naar bedrijfsobligaties in Britse ponden voor extra rendement

De EU creditmarkt kende de afgelopen tijd weinig volatiliteit. Ook de relatieve waarderingsverschillen (dispersie) tussen de 30% hoogste spreads en de 30% laagste spreads was historisch laag. Voor actieve beleggers vormen beide geen prettig klimaat.

Een kans diende zich aan aan de andere kant van het Kanaal toen de oplopende inflatie steeds minder tijdelijk bleek te zijn. In oktober gooide de voorzitter van de Bank of England (BOE) de handdoek in de ring: "That's why we, at the Bank of England, have signalled, and this is another such signal, that we will have to act." De ECB was nog niet zo ver, de inflatie in de Eurozone was lager en de ECB moest sowieso de financieringsvoorwaarden gunstig houden voor de periferie-landen. Hierdoor ontstond er een groot renteverval tussen obligaties in ponden en obligaties in euro's waar beleggers van konden profiteren.

[Lees meer op pag 4 >](#)

# Marktbeeld

## Spreads bedrijfsobligaties liepen met 11 basispunten op

Na bijna een halfjaar nauwelijks beweging, begonnen spreads vanaf half oktober op te lopen. Dit werd ingeleid door stijgende staatsrentes die onder druk stonden van oplopende inflatieverwachtingen.

## Inflatie mogelijk minder tijdelijk

De inflatieverwachtingen werden het afgelopen kwartaal aangewakkerd door hogere energieprijzen (met name gas). Financiële markten zetten steeds meer vraagtekens bij de tijdelijkheid van de hoge inflatie, wat er toe leidde dat er zelfs voor de Eurozone renteverhogingen werden ingeprijsd. Beleggers keken bovendien vooruit naar het einde van het grote ECB PEPP opkoopprogramma in maart 2022. Dit heeft ook mogelijk gevolgen voor het bedrijfsobligatie (CSPP) opkoopprogramma dat wel eens beperkter in omvang zou kunnen worden. Dit zette de spreads onder druk.

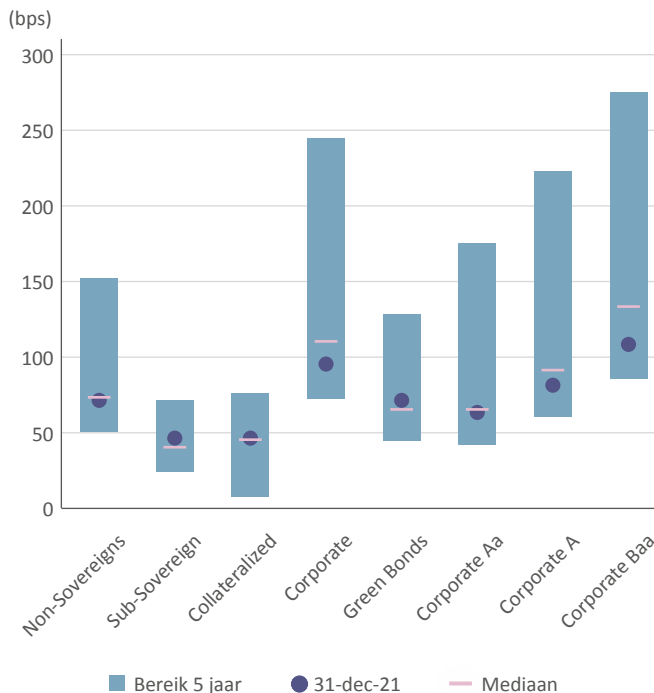
Spreads kwamen verder onder druk te staan doordat (korte) Duitse staatsobligaties enorm in trek waren vanwege toegenomen onderpandverplichtingen bij beleggers. Terwijl de spread van



Hogere energieprijzen wakkeren de inflatie aan

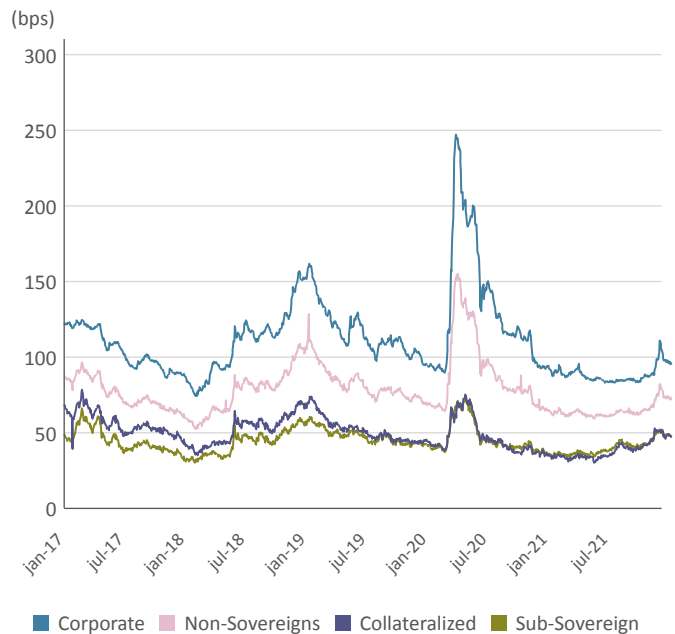
bedrijfsobligaties ten opzichte van swaps min of meer constant bleef, liep de spread ten opzichte van staat wel op. Daarnaast kwamen in een toch al zwakke markt toch best nog wat nieuwe uitgiften naar de markt, wat spreads verder onder druk zette.

**Figuur 1:** Waardering creditmarkten (risico-opslagen segmenten), periode 2016 - 31 december 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Figuur 2:** Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt, januari 2017 - 31 december 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Black Friday: Omikron**

Als klap op de vuurpijl volgde eind november “Black Friday”: er werd een nieuwe variant van het coronavirus ontdekt die veel besmettelijker leek te zijn dan de deltavariant. Of de nieuwe omikronvariant ook gevaarlijker zou zijn, was toen nog niet bekend. Vanwege Black Friday draaiden Amerikaanse trading desks op halve bezetting. Liquiditeit was daardoor beperkt en spreads liepen erg hard op. Na deze (te) harde stijging hadden spreads de ruimte te dalen. Bovendien kwamen er steeds meer voorzichtige berichten dat de nieuwe coronavariant weliswaar besmettelijker leek te zijn, maar dat mensen er minder ziek van werden.

**ECB: PEPP eindigt eind maart 2022**

Daarbij ging de ECB tot halverwege december stevig door met het opkopen van bedrijfsobligaties, terwijl nieuwe uitgiftes langzaam stilvielen. De markt keek wel met enige spanning uit naar de ECB-meeting halverwege december. Hier werd het einde van het grote PEPP-programma per eind maart 2022 bevestigd, alsook het einde van de gunstige bankleningen per juni 2022. Bovendien kondigde de ECB aan de opkopen in stappen volgend

jaar af te bouwen. Dit was hawkisher dan waar markten op hadden gerekend. Toch reageerden markten nauwelijks, waarschijnlijk omdat de ECB nog wel veel flexibiliteit behoudt, mocht het toch tegenvallen.

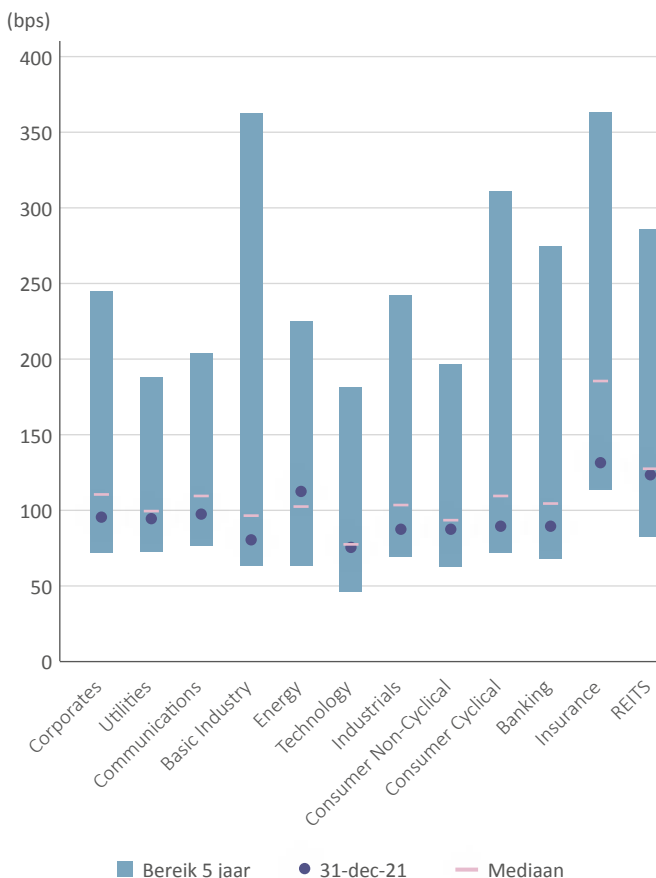
**Outperformance van cyclische consumentenbedrijven, vastgoed negatieve uitzondering**

Qua sectoren waren er over het algemeen kleine verschillen. Cyclische consumentenbedrijven waren de grote outperformer. De sector kende weinig nieuwe uitgiftes, terwijl veel obligaties gekocht worden door de ECB. Bovendien weet de sector de winstgevendheid, ondanks het chiptekort, op peil te houden. Vastgoed was een negatieve uitzondering. Deze sector liep harder uit doordat de sector flink door ging met nieuwe uitgiftes. Dat gebeurde omdat vastgoedbedrijven zich vast indekken tegen de mogelijke hogere rente. Vanwege dezelfde hogere rente is de sector minder geliefd bij beleggers, want de sector is kwetsbaar voor hogere rentes vanwege de hoge schulden.

**Semistaat en gedekte obligaties bewegen mee met swaps**

De veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties deden het relatief slecht en bewogen veel als gevolg van de volatiele staatsrente, want deze segmenten bewegen, in tegenstelling tot bedrijfsobligaties, doorgaans mee met swaps.

**Figuur 3: Waardering creditmarkten (risico-opslagen sectoren), periode 2016 – 31 december 2021**



Bron: Bloomberg, Achmea IM

## Vooruitzichten

**Groeivoorzichten getemperd door oplopende inflatie en coronagevallen**

De stijgende inflatie is het meest zichtbaar in de stijgende energieprijzen. Een mogelijke Russische inval in Oekraïne kan de energieprijsstijging nog verder aanwakkeren.



Inflatieverwachting minder tijdelijk

In het inflatieschuwe Duitsland ligt de inflatie op het hoogste niveau sinds de Duitse eenwording. Consumenten lijden hieronder, want zij worden geraakt in hun koopkracht zo lang de lonen niet meestijgen, en daar lijdt economische groei onder. Omdat de werkloosheid laag is en de bedrijven veel mensen zoeken, zouden de lonen wel wat kunnen gaan stijgen. Er zijn in Europa echter nog geen tekenen dat dit heel hard gaat. Dit beeld is anders aan de andere kant van Atlantische Oceaan, waar in sommige sectoren de lonen fors stijgen. In Europa hebben meerdere landen wederom beperkingen ingevoerd om de verspreiding van het coronavirus tegen te gaan, dit gaat vanzelfsprekend ook ten koste van economische groei.

#### 2022: het jaar van de monetaire verkrapping, gevoed door hoge inflatie

Fed president Jerome Powell gooide eind november de handdoek in de ring door te stellen dat we met betrekking tot inflatie moeten afstappen van het woord "tijdelijk". Dat betekent dat de Fed sneller de steunaankopen zal afbouwen: deze kunnen in het voorjaar al worden afgerond, wat de deur open zet voor renteverhogingen. De Bank of England verhoogde net voor de kerst ook de rente, nadat zij dit in november tegen de verwachtingen in nog niet aandurfde.

Dit jaar zullen er naar verwachting nog enkele renteverhogingen volgen. De ECB is naar verwachting nog lang niet zo ver, eerst worden de opkoopprogramma's dit jaar volledig afgebouwd en volgen mogelijk de eerste renteverhogingen pas begin 2023. De ECB kan echter wel meer onder druk komen te staan als de hoge inflatie niet afneemt zoals verwacht, als de vele tijdelijke verhogende effecten zouden moeten afnemen. Dit scenario is waarschijnlijker als de omikronvariant meevalt.

De druk op de ECB zal het hevigst zijn vanuit Duitsland, dat nog steeds een inflatietrauma heeft van de hyperinflatie van de Weimarrepubliek. In dit scenario zou de ECB gedwongen kunnen worden sneller de steunaankopen af te bouwen. Dit scenario zou zonder meer negatief zijn voor spreads. Bovendien verwachten wij dat bedrijfsobligaties niet de prioriteit zullen zijn van de ECB; maar dat de ECB juist kiest voor de periferie en EU. De EU vanwege de enorme hoeveelheid geld die het gaat ophalen voor het NextGenerationEU programma en de ECB wil de gunstige financieringscondities voor de periferie-landen handhaven.

#### Omikron voedt onzekerheden

Tegenhanger van de hawkische krachten is dat economische groei toch tegenvalt doordat omikron (of andere varianten) de economische groei harder raakt dan gedacht. Daarom heeft de ECB zichzelf veel flexibiliteit toegedicht: PEPP kan in noodgevallen worden gereactiveerd en de steunaankopen kennen geen einddatum zolang de door de ECB verwachte inflatie nog te veel onder de 2% blijft.

## Positionering

#### Neutrale risicopositie

Na het flink uitlopen van spreads eind november hebben we onze risicopositie tijdelijk opgehoogd. Deze hebben wij voor de kerst weer afgebouwd. Dit vanwege de gebruikelijk golf nieuwe issues in januari en de verwachte afbouw van monetaire steunmaatregelen. We houden vast aan een overwogen positie in niet-cyclische consumentenbedrijven. Tevens hebben we een positie in semistaatsobligaties opgebouwd vanwege aantrekkelijke waarderingen. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen vast aan een onderwogen positie in verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven.



*Met het NextGenerationEU programma wil de ECB gunstige financieringscondities voor de periferie handhaven.*

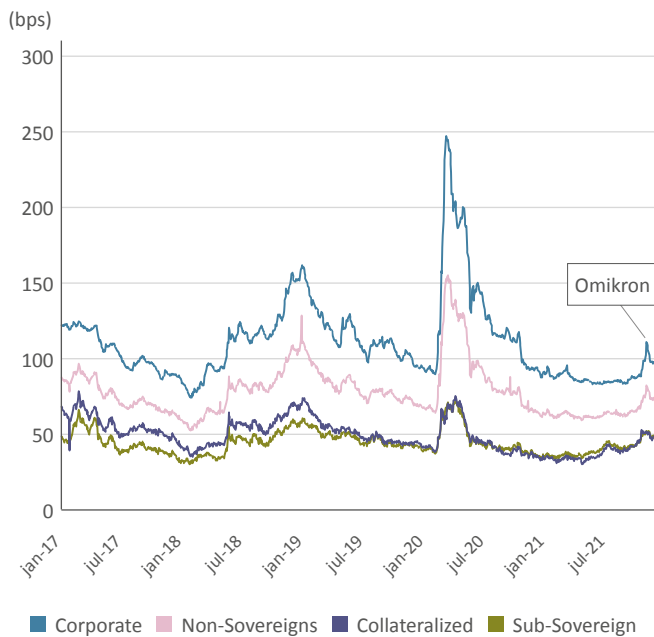
THEMA

# Engelandvaarders, een uitstapje naar bedrijfsobligaties in Britse ponden voor extra rendement

## Historische lage volatiliteit in de Europese creditmarkten

Totdat de volatiliteit halverwege oktober terugkeerde in de Europese creditmarkten was het lange tijd rustig op de creditmarkten. Sterker nog, we moeten terug naar de periode voor de grote financiële crisis om een periode terug te vinden waar de volatiliteit in de creditmarkten zo laag was. Vanaf midden april tot midden oktober bewoog de spread van de index in een bandbreedte van slechts vier basispunten (zie figuur 2).

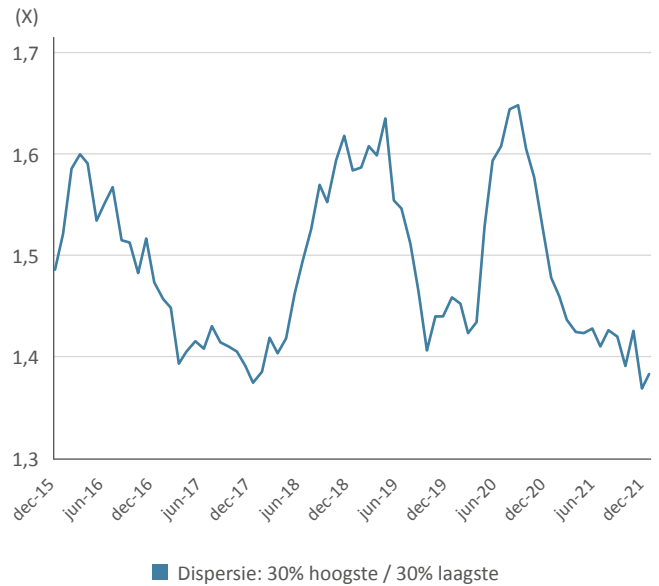
**Figuur 2:** (herhaling): Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt, januari 2017 - 31 december 2021



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Dat is geen prettig klimaat voor een actieve belegger, want die is juist gebaat bij beweging. Bovendien viel er in deze periode weinig te profiteren van bottom-up kansen, aangezien de relatieve spreadverschillen klein waren. Dit noemen beleggers ook wel dispersie. Hoe groter deze is, hoe beter geprofiteerd kan worden van relatieve waarderingsverschillen. In figuur 4 is te zien dat de dispersie, gemeten als de ratio tussen bedrijven met de 30% hoogste spreads en de 30% laagste spreads relatief laag was vanaf het voorjaar.

**Figuur 4:** Ontwikkeling dispersie, december 2015 - december 2021 (30% hoogste spread/30% laagste spread)



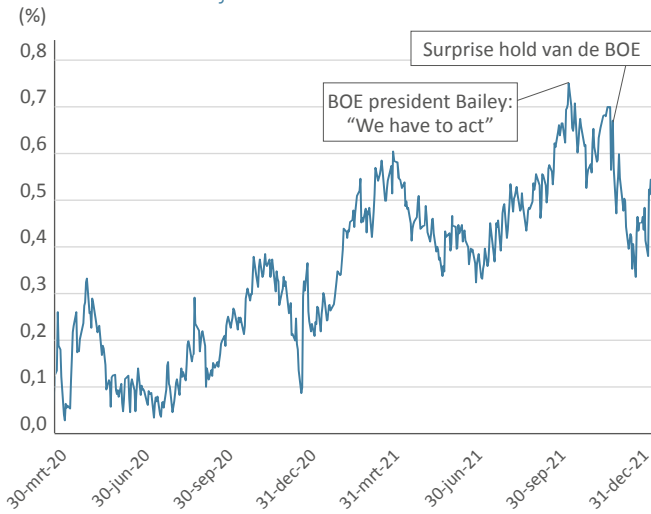
Bron: Bloomberg, Achmea IM

De meest voor de hand liggende verklaring voor de ongekende kalmte op de creditmarkt was dat de ECB nog steeds op grote schaal bedrijfsobligaties bleef kopen, terwijl de economische data sterk bleven.

## Kansen buiten de gebaande paden

In een klimaat van weinig volatiliteit moeten portefeuillebeheerders op zoek naar kansen buiten de gebaande paden. Deze kans diende zich aan aan de andere kant van het Kanaal toen de oplopende inflatie steeds minder tijdelijk bleek te zijn. Tot voor kort hielden de centrale bankiers van de Westerse wereld zich aan een strak script tijdens persconferenties: hoge inflatie is tijdelijk en zal "vanzelf" weer dalen. Maar in oktober gooide de voorzitter van de Bank of England (BOE) de handdoek in de ring: "That's why we, at the Bank of England, have signalled, and this is another such signal, that we will have to act." De ECB was nog niet zo ver, de inflatie in de Eurozone was lager en de ECB moest sowieso de financieringsvoorwaarden gunstig houden voor de periferie-landen.

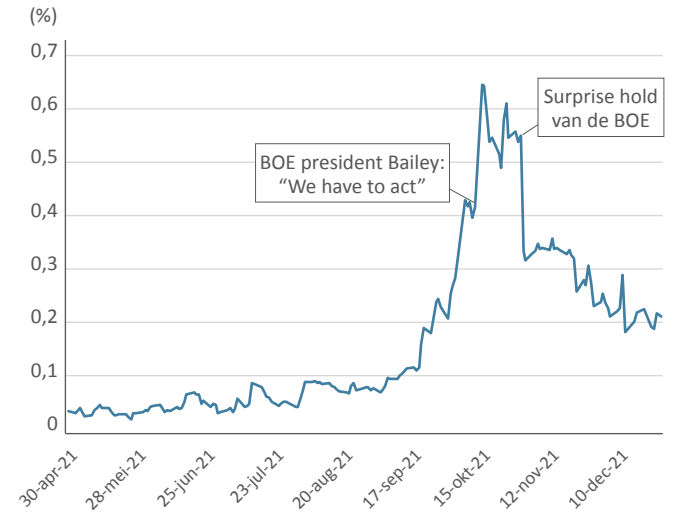
**Figuur 5:** 10-jaars rente Duitsland minus 10-jaars rente UK na aftrek van van geannualiseerde 1-maands valutatermijncontracten



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Als gevolg hiervan ontstond er een groot renteversil tussen obligaties in ponden en obligaties in euro's (zie figuur 5). Er werden voor de BOE meeting van februari bijna drie renteverhogingen ingeprijsd: oftewel elke meeting één renteverhoging (1x15bps, 2x25bps, zie figuur 6). Dit leek ons iets te veel van het goede, ook omdat de winter weer voor de deur stond met mogelijk oplopende coronabesmettingen. Bovendien was er ook nog de kans dat de ECB iets minder dovish zou worden, want ook in de Eurozone liep de inflatie flink op. Wij kochten daarom bedrijfsobligaties in ponden. Het valutarisico dekten we af middels valutatermijncontracten. In termen van kredietopslag waren deze obligaties gemiddeld gewaardeerd ten opzichte van obligaties gedemineerd in Euro. Dus dat vormde geen showstopper.

**Figuur 6:** Cumulatief ingeprijsde renteverhoging Bank of England februari 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

van zijn voorganger Carney die de markten ook wel eens op het verkeerde been zette. De BOE wachtte met de renteverhoging omdat zij wilde weten wat de impact was van de beëindiging van doorbetaald coronaverlof eind september. Bailey ontkende uiteraard dat hij een onbetrouwbaar vriendje was, wel leidde het uitstel van de renteverhoging tot een aanzienlijke verkrapping van het relatieve renteversil tussen ponden en euro's. Voor onze pondenpositie betekende dat een flinke bijdrage aan de totale outperformance. Dit was aanleiding te beginnen met de afbouw van deze positie. Dat was een goede beslissing, want de BOE verhoogde net voor de kerst op 16 december uiteindelijk wel de rente met 15 basispunten. De markt had dit niet zien aankomen, want het was een unanieme beslissing ondanks dat de omikronvariant zich op grote schaal verspreidde in het Verenigd Koninkrijk. Het gevolg was dat het relatieve renteversil tussen ponden en euro's weer toenam.



*Extra rendement: groot renteversil tussen obligaties in ponden en obligaties in euro's*

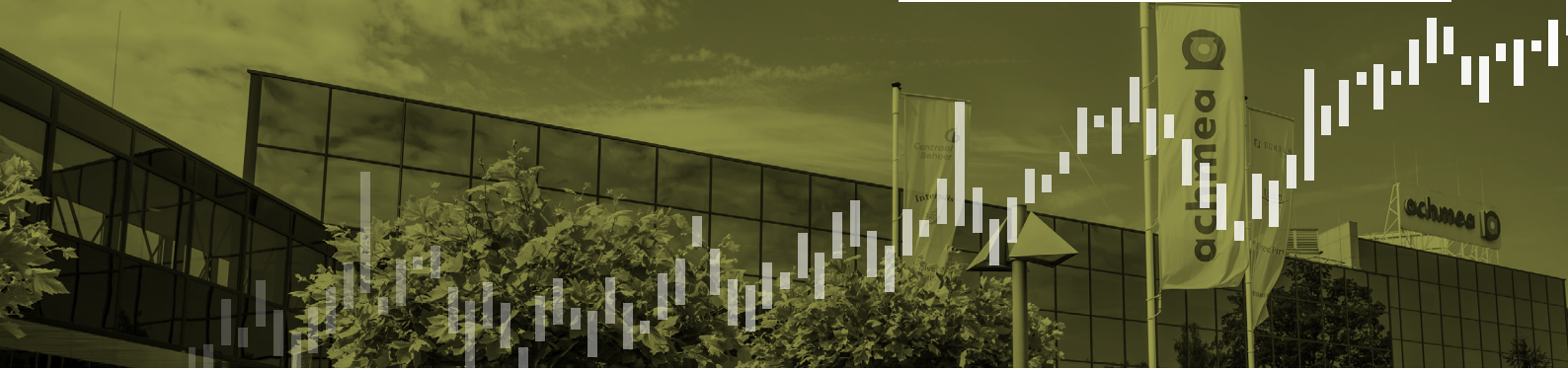
**Unreliable Boyfriend No2 speelt voor Kerstman**

Tegen de marktverwachtingen in, die gevoed waren door de overduidelijke taal van BOE voorzitter Bailey, stelde de BOE de renteverhoging begin november uit. Bailey werd door de Britse pers zelfs weggezet als Unreliable Boyfriend No2, als opvolger

**Hoge inflatie bood ook meer kansen in de Europese creditmarkten**

De hogere inflatie die tot het najaar vooral een Angelsaksisch fenomeen was gebleken, bereikte uiteindelijk ook de Eurozone, met name door flink stijgende energieprijzen. Het leidde er zelfs toe dat er door de markt renteverhogingen voor de ECB werden ingeprijsd in 2022, zeker toen sommige ECB-bestuursleden zich hawkish uitten. Aangezien dit zou betekenen dat de steunaankopen (versneld) zouden worden afgebouwd betekende dit dat spreads van eurobedrijfsobligaties vanaf eind oktober opliepen en er weer meer kansen ontstonden (zie figuur 1).

Al met al heeft de uitstap naar Britse bedrijfsobligaties in de herfst van 2021 gezorgd voor een mooie performance. Of dat ook in de toekomst het geval is, en/of we ook uitstapjes naar andere valuta maken, moet nog blijken. De dominante (opkoop)positie van de ECB blijft nog wel even verstorend werken op financiële markten.



#### 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](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto: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.