

KWARTAALUPDATE

## Credits

## IN DEZE UPDATE

## Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties zo'n 10 basispunten krapper
- Minder nieuwe uitgiftes dan verwacht
- Sectorverschillen: vastgoed deed het goed, non-financials bleven achter

## Vooruitzichten

- Hogere rentes zorgen voor groeivertraging in Europa, de VS dendert nog even door
- ECB nadert einde van renteverhogingen, Fed mogelijk toch nog niet klaar
- Minder aanbod bedrijfsobligaties vanwege het cijferseizoen, doorgaans goed voor de verhouding tussen vraag en aanbod

## Positionering

- Overwogen risicopositie

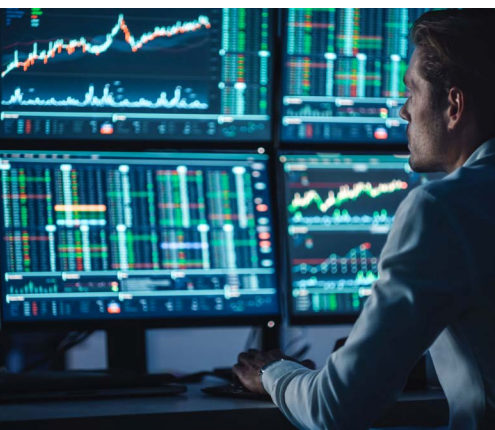
## AUTEURS



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Gwennaële Bruning,  
Head of Credits



## THEMA

## Supply in euro investment grade

- Actieve creditbeleggers spelen in op premies die er te behalen zijn bij de uitgiftes van nieuwe obligaties. Er is daarbij sprake van een sterk seizoenspatroon waarbij vakanties en bekendmaking van bedrijfscijfers een rol spelen.
- De totale hoeveelheid supply heeft effect hebben op de credit markt als geheel: is het aanbod van nieuwe obligaties een stuk groter dan de vraag dan kunnen spreads uitlopen.
- Halverwege oktober 2023 waren er voor non-financials al meer nieuwe uitgiftes naar de markt gekomen dan in heel 2022. Afgezien van het uitzonderlijke 2020 zijn we op weg naar een recordjaar voor non-financials, ondanks de gestegen rente.
- De versoering van het TLTRO-programma eind vorig jaar leidde ertoe dat banken hun goedkope leningen van de ECB versneld gingen terugbetalen. Hiervoor kwam in veel gevallen de uitgifte van covered bonds in de plaats.

[Lees meer op pag 4 →](#)

# Marktbeeld

## Spreads bedrijfsobligaties zo'n 10 basispunten krupper

De grootste daling van spreads vond plaats in juli. Het sterke marktsentiment van juni hield aan. Meevallende inflatiecijfers uit de Verenigde Staten en tegenvallende macro-economische cijfers uit Europa betekenden dat zowel de Fed als de ECB minder hawkish werden en het einde van de renteverhogingen in zicht leek te zijn.

## Minder nieuwe uitgiftes dan verwacht

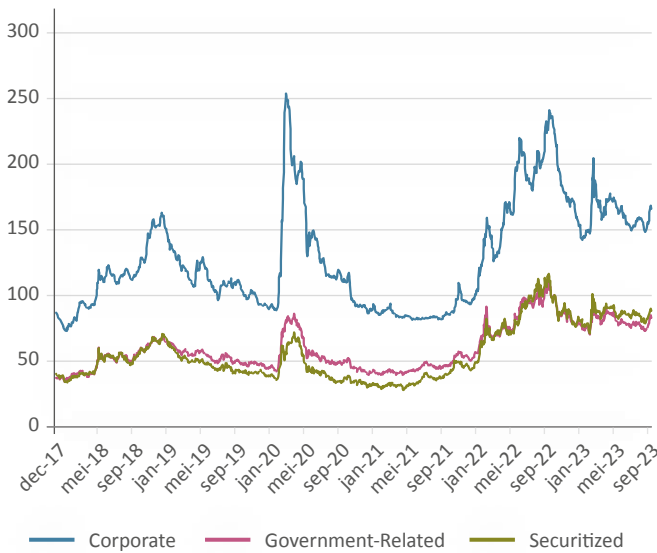
Voor financiële markten was dit goed nieuws, ook voor creditmarkten, waardoor spreads verder verkrapten. Dit was mede te danken aan het afzakken van het aanbod van nieuwe leningen, dat traditiegetrouw halverwege juli begon. Pal aan het begin van augustus viel het sterke momentum stil en liepen spreads weer op. Dit viel samen met een mindere stemming op aandelenbeurzen. Wat ook zeker een rol speelde, is dat beleggers zich voorbereidden op de golf aan nieuwe obligaties

die traditiegetrouw eind augustus start. Toen deze bleek mee te vallen, was dat een teken voor beleggers om risico te voegen. Het gevolg was uiteraard dat spreads daalden. Tegen het einde van de maand kwam hier een kentering in. Deze werd met name gedreven doordat hawkische centrale bank uitingen leidden tot het besef onder beleggers dat beleidsrentes langer dan gedacht hoog zullen blijven. Met name aandelen leden hieronder, maar ook bedrijfsobligaties ontkwamen niet aan het negatievere sentiment.

## Sectorverschillen

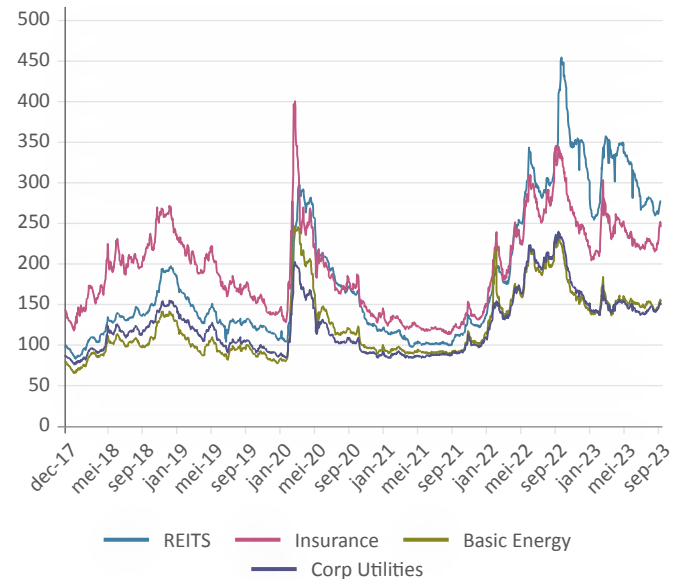
Er waren verschillen tussen sectoren. Met name de vastgoedsector deed het erg goed, aangezien de grote centrale banken de piek in hun beleidsrentes leken te hebben bereikt. Verder viel het op dat meerdere niet-financiële sectoren wat achterbleven, omdat daar meer nieuwe obligaties werden geplaatst, terwijl deze sectoren krap waren gewaardeerd.

Figuur 1: Spreadontwikkeling segmenten credits (t.o.v. Duitse Staatsobligaties, in basispunten) 2017 - september 2023



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Spreadontwikkeling sectoren credits (t.o.v. Duitse Staatsobligaties, in basispunten) 2017 - september 2023



Bron: Achmea IM, Bloomberg

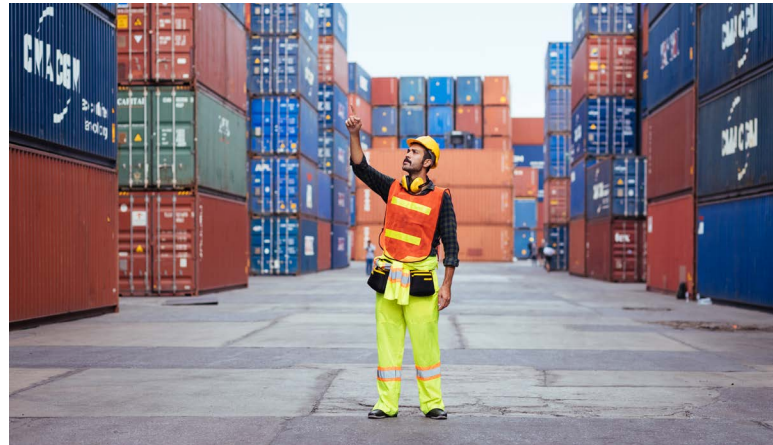
## Vooruitzichten

### Hogere rentes zorgen voor groeivertraging in Europa, de VS dendert nog even door

De monetaire verkrapping begint steeds meer haar sporen achter te laten: de impact hiervan is het duidelijkst binnen de Europese maakindustrie. Daar duiden de vooruitkijkende inkoopmanagersindices al enige tijd op krimp, terwijl dit in de Verenigde Staten voorlopig lijkt mee te vallen. De forse subsidieregelingen van de Amerikaanse overheid zouden daar een rol bij kunnen spelen. Het begrotingstekort in de Verenigde Staten blijft voorlopig fors, wat zeker een bijdrage levert aan de economische groei. Daartegenover lijkt de Amerikaanse consument het coronaspaarpotje bijna te hebben uitgegeven. De tegenvallende groei in China blijft voor met name Europese exportbedrijven voorlopig wel een tegenvaller. De economische groei in de Eurozone is inmiddels min of meer tot stilstand gekomen. Toch zijn er lichtpuntjes, de werkloosheid blijft laag terwijl de lonen stijgen en de inflatie daalt, wat betekent dat er meer bestedingsruimte aankomt voor consumenten.

### ECB nadert einde van renteverhogingen, Fed mogelijk toch nog niet klaar

In Europa is de kerninflatie inmiddels flink aan het dalen. Mede daarom heeft de ECB alreeds aangekondigd in oktober de beleidsrente stabiel te houden. We verwachten ook niet dat de ECB de aankomende meeting aan de verschillende opkoopprogramma's zal gaan sleutelen. De risico's dat er toch wat gaat gebeuren aan de opkoopprogramma's neemt naar het einde van het jaar wel toe. Mochten de ECB toch de PEPP gaan afbouwen, dan is dat met name slecht nieuws voor Italiaanse staatsobligaties, want die profiteren het meest van de PEPP.



*De tegenvallende groei in China blijft voor met name Europese exportbedrijven voorlopig wel een tegenvaller*

Bedrijfsobligaties daarentegen zullen daar weinig last van hebben. Qua beleidsrentes is het aan de overkant van de Atlantische oceaan iets spannender: er bestaat een kans dat de Fed toch nog de rente verhoogt door de sterke aanhoudende groei.

### Minder aanbod bedrijfsobligaties vanwege het cijferseizoen, doorgaans goed voor de verhouding tussen vraag en aanbod

Recent hebben we outflows gezien in creditfondsen, die samenhangen met stijgende én volatiele markrentes. Daarmee neemt de concurrentie van relatief veilige assets, zoals staatsobligaties, semi-staat en gedekte obligaties weer toe. Als de rentevolatiliteit echter weer gaat liggen, dan kan de vraag naar credit weer aantrekken vanwege de aantrekkelijke rendementen van bedrijfsobligaties. Tegenover de vraag staat het aanbod. Na de drukke septembermaand neemt het aanbod in oktober juist weer af vanwege de aankomende kwartaalcijfers.

## Positionering

### Overwogen risicopositie

Waarderingen zijn aantrekkelijk, aangezien we geen diepe recessie verwachten. We verwachten dat de verhouding tussen vraag en aanbod zal verbeteren de komende tijd. Daarom zien we ruimte voor spreads om te verkrappen en houden daarom een overwogen risicopositie aan.

# Supply in euro investment grade

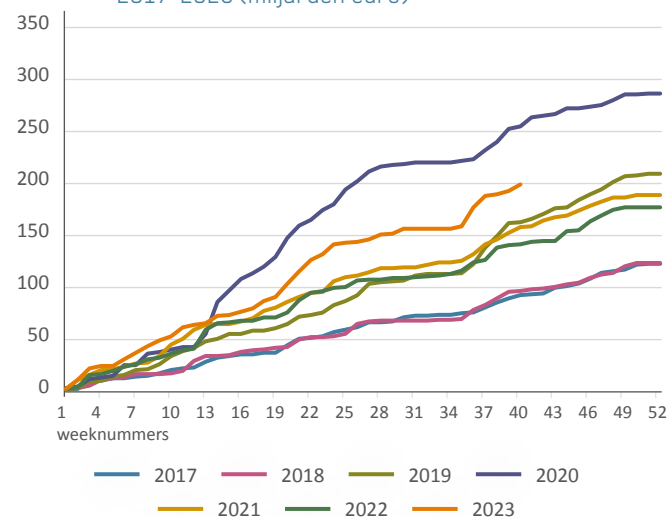
Eén van de belangrijkste dynamieken in de credit markt is de uitgifte, *supply*, van nieuwe obligaties. In de credit markt is er sprake van een beperkte liquiditeit, en met een nieuwe uitgifte kunnen beleggers zonder kosten een substantiële positie in een bedrijf opbouwen of aflopende obligaties vervangen. Daarnaast komen nieuwe uitgiftes vaak (maar niet altijd!) met een premie ten opzichte van de secundaire markt. Veel actieve beleggers maken daarvan gebruik en verruilen duurder geworden obligaties in hun portefeuille voor goedkopere nieuwe uitgiftes. Waarbij het uiteraard de kunst is om de juiste te nieuwe uitgiftes te selecteren.

Maar dat nieuwe uitgiftes nauwlettend gevolgd worden heeft nog een andere reden, zoals de trouwe lezer van deze Kwartaalupdates waarschijnlijk al weet: de hoeveelheid supply kan namelijk ook effect hebben op de credit markt als geheel: is het aanbod van nieuwe obligaties een stuk groter dan de vraag dan kunnen spreads uitlopen. Is het omgekeerde het geval, dan gaan beleggers op zoek naar kansen in de secundaire markt waardoor spreads juist dalen. In deze Kwartaalupdate analyseren we hoe de supply zich afgelopen jaren heeft ontwikkeld en wat daarvan de drivers zijn geweest. Ook gaan we in op hoe supply zich gedurende het jaar doorgaans ontwikkelt.

## Veel nieuwe uitgiftes bij niet-financiële ondernemingen dit jaar

Halverwege oktober 2023 waren er al meer nieuwe uitgiftes naar de markt gekomen dan in heel 2022. Dat het universum groeit, is een natuurlijk fenomeen: er komen steeds meer issuers op de euro investment grade obligatiemarkt, die vervolgens weer hun

Figuur 3: Uitgiftes nieuwe obligaties non-financiële 2017-2023 (miljarden euro)

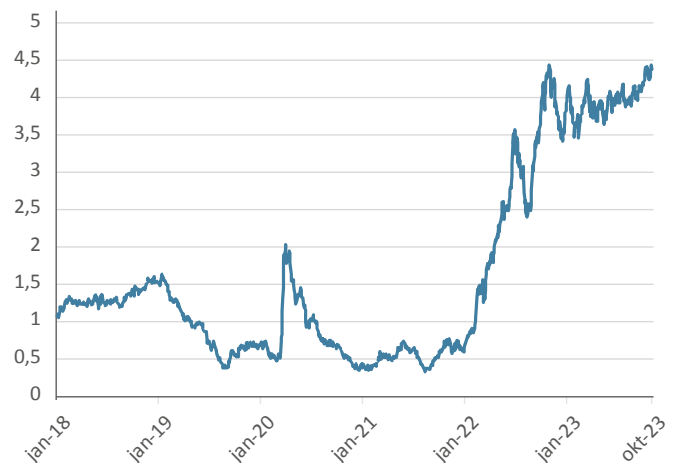


Bron: Bloomberg, Achmea IM

schuld moeten herfinancieren. Bovendien groeit de economie in nominale termen in verreweg de meeste jaren, wat resulteert in een natuurlijke groei van het universum. Maar, zoals te zien is in figuur 3, is dit niet het enige verhaal.

Zo was in er in 2022 beduidend minder supply dan in de jaren daarvoor. 2020 was daarentegen weer een recordjaar. In dit eerste coronajaar haalden niet-financiële bedrijven extreem veel geld op, omdat zij zich wilden beschermen in onzekere tijden. Bovendien waren destijds de onderliggende rentes laag door ingrijpen van centrale banken, waardoor het voor bedrijven ook in absolute termen relatief aantrekkelijk was om geld op te halen in bedrijfsobligaties (zie figuur 4). Wanneer we nader naar figuur 4 kijken is het ook helemaal niet gek dat dat non-financiële in 2022 even de kat uit de boom keken, want de rente die zij gemiddeld moesten betalen nam gedurende 2022 met meer dan 3,5 procentpunt toe.

Figuur 4: Geschatte rentelasten non-financiële bij nieuwe uitgiftes (%)



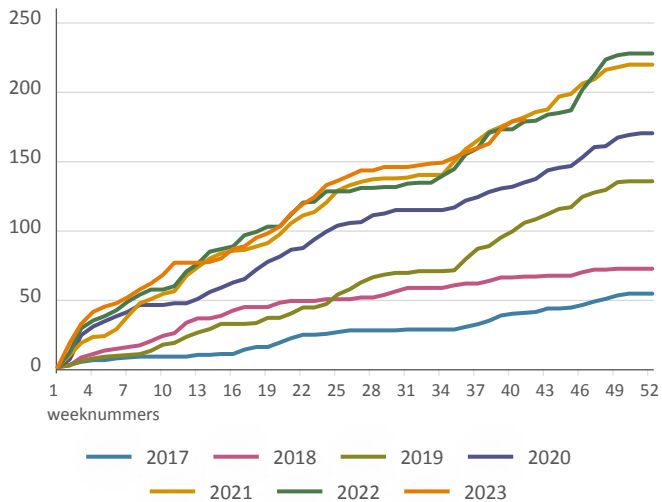
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerking: 7-jaars Duitse rente, indexspread en 20 bps premie

## Supply financiële ondernemingen vergelijkbaar met voorgaande jaren

Financiële ondernemingen gingen, anders dan non-financiële, in 2022 gewoon door met het uitgeven van schuld (zie figuur 5). Hier zijn verschillende redenen voor: banken moesten voldoen aan kapitaaleisen, zijn korter gefinancierd, dus moesten meer herfinancieren én banken kunnen de hogere markrentes doorberekenen aan hun klanten, terwijl dat voor gewone bedrijven een directe kostenpost is.

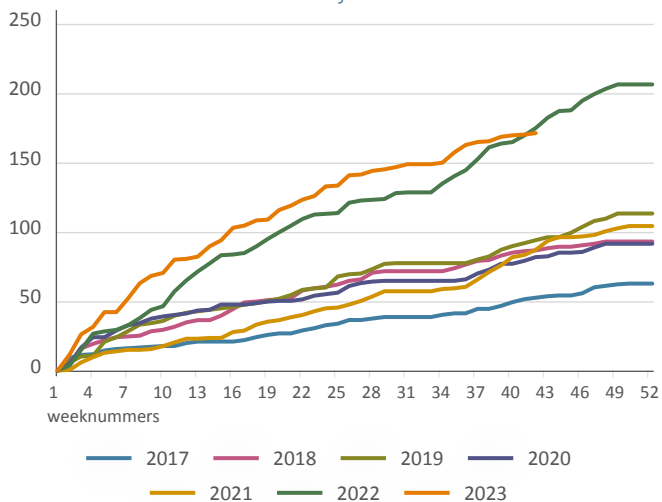
Figuur 5: Cumulatieve uitgiften nieuwe obligaties financials (miljarden euro)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Banken kunnen daarnaast geld ophalen met onderpand (met name hypotheek) in de covered bondmarkt. Zoals uit figuur 6 blijkt, hebben ze dat dit jaar en vorig jaar met overgave gedaan. Dit heeft onder andere te maken met het besluit van de ECB om de TLTRO's, targeted longer-term refinancing operations, te versoberen. De TLTRO's waren een belangrijk instrument van de ECB om economische gevolgen van de coronacrisis te beperken. Via de TLTRO's verstrekte de ECB langlopende leningen aan banken tegen gunstige tarieven. De versoering van dat programma eind vorig jaar zorgde ervoor dat dat banken hun goedkope leningen van de ECB versneld gingen terugbetalen. Daarmee kwam ook onderpand vrij waardoor banken covered bonds konden uitgeven om de TRTLO's te vervangen.

Figuur 6: Cumulatieve uitgiften nieuwe obligaties covered bonds 2017-2023 (miljarden euro)

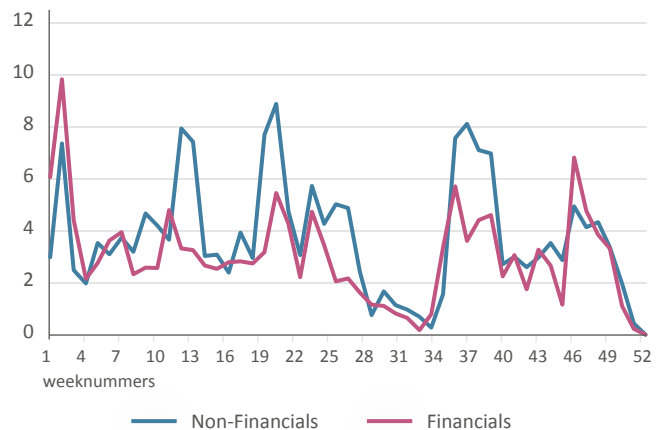


Bron: Bloomberg, Achmea IM

**Sterke seizoeneffecten in nieuwe uitgiften van bedrijfsobligaties**

De hoeveelheid supply verschilt niet alleen van jaar op jaar maar ook gedurende het jaar. De cumulatieve nieuwe uitgiftegrafieken (figuur 3, 5 en 6) verbloemen het enigszins, maar in deze grafieken zitten sterke seizoeneffecten verscholen. In onderstaande grafiek (figuur 7) zijn de seizoeneffecten duidelijker zichtbaar. Met name tijdens de zomer (week 29 t/m 35) en kerstvakantie (week 50 t/m 52) komen er nauwelijks nieuwe obligaties naar de markt. Dit vanwege de afwezigheid van key spelers aan zowel de demand- als de supply-side.

Figuur 7: Gemiddelde uitgiften nieuwe obligaties 2017-2023 (miljarden euro) gedurende het jaar



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Er zijn nog meer seizoeneffecten: bedrijven geven weinig nieuwe obligaties uit vlak voor de publicatie van hun kwartaal- of jaarcijfers (rond week 9, 18 en 42). De cijfers over het tweede kwartaal vallen samen met de zomervakantie. Bedrijven geven doorgaans geen schuld uit in de weken vóór de publicatie om geen schijn tegen te krijgen. Want stel dat een bedrijf een grote lening plaatst die kort daarna gevolgd wordt door de publicatie van slechte cijfers, dan staan er een hoop boze obligatiebeleggers op de spreekwoordelijke stoep. Dit wordt overigens niet door de toezichthouder opgelegd; het is aan de uitgever om te beslissen of hij een black-outperiode hanteert, afhankelijk van de materialiteit van de informatie die gepubliceerd wordt. In de praktijk beschouwen issuers kwartaal- en jaarcijfers als materiële publicaties. De lengte van de blackout kan vervolgens per bedrijf en per publicatie (kwartaal of jaar) verschillen.

Wanneer zorgt supply tot drukte aan de desk? De meeste nieuwe uitgiften vinden plaats in januari en september. Andere drukke maanden zijn mei en november. In het voorjaar kan het ook druk zijn, net na de publicatie van de jaarcijfers, echter wanneer het dan druk is, hangt ook samen met de ieder jaar verspringende Paasdagen.

**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 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.  
Of met Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@Achmea.nl](mailto:Mark.Bakker@Achmea.nl), +31 6 101 851 94.

**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. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund en/of het Achmea IM Euro Investment Grade Credit Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op [www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl) voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM-registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.