

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld Q4

- Verkiezingen in de VS
- November: rally op de creditmarkten
- Zorgen over de inflatie
- Per saldo: sterke verkrapping creditspreads

Vooruitzichten

- Europese economie verder onder druk door potentiële invoerheffingen
- Verkiezingen in Duitsland
- Verdere renteverlagingen?
- Tempo van inflows in de credit markten neemt af

Positionering: neutrale risicopositie

- Overweging in gedekte obligaties
- Onderweging automotive, overweging in nutsbedrijven
- Onderweging BBB-obligaties ten gunste van A-gerate obligaties en enkele selectieve posities in high yield

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gwennaële Bruning,
Head of Credits

THEMA

Party like it's 1998: Amerikaanse credit spreads op laagste niveau sinds 1998

Kort na de verkiezing van Trump tot 47ste president van de VS verkraptten de spreads tot absolute laagtereconds. Dit duidt op een groot vertrouwen van de financiële markten. We moeten teruggaan naar het vorige millennium om vergelijkbare spreads te vinden. Zelfs tijdens de hoogtijdagen van de creditmarkten net voor de grote financiële crisis waren spreads niet zo laag.

Rendementen op Amerikaanse bedrijfsobligaties zijn aantrekkelijk door de hoge onderliggende rentes. Waar de Amerikaanse investment grade markt rendementen van boven de 5% oplevert, ligt dat in Europa rond de 3% en in Japan net boven 1%. Dit trekt zowel binnenlandse als buitenlandse kopers aan die op zoek zijn naar een goed rendement met relatief beperkt risico.

[Lees meer op pagina 4 →](#)

Marktbeeld

Oktober was een sterke maand voor de Europese creditmarkten. Dit werd grotendeels gedreven doordat het aanbod van nieuwe obligaties flink afnam. Oktober is altijd een rustige maand vanwege het cijferseizoen. Wat dit jaar ook hielp is dat bedrijven geen nieuwe obligaties wilden uitgeven vlak voor de Amerikaanse presidentverkiezingen. Toen Trump de onbetwiste winnaar bleek zette de rally door, meeliftend op stijgende aandelenprijzen door de hogere verwachte economische groei in VS.

Halverwege november keerde de markt door de politieke onrust in Frankrijk. Dit zoveelste sombere geluid over Europa zorgde ervoor dat sommige marktparticipanten op de verkoopknop drukten. Spreads liepen dan ook significant op naar het einde van de

maand. Wat hierbij zeker niet hielp is dat er toch nog wat nieuwe obligaties naar de markt kwamen.

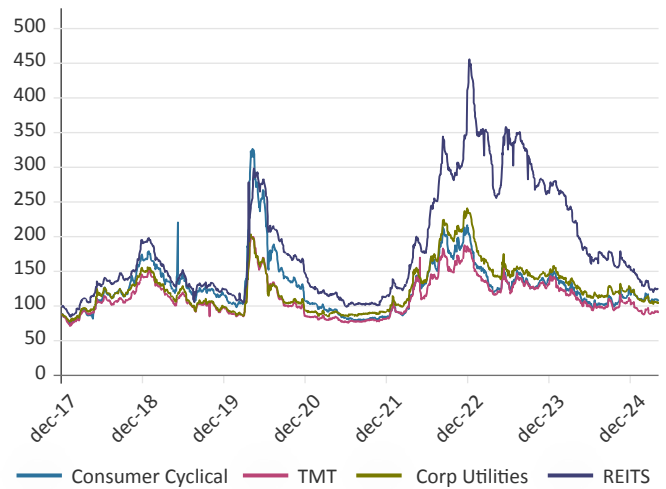
In december waren deze zorgen weer vergeten. Met slechts een handvol nieuwe uitgiftes naar de markt en forse inflows verkrapten spreads flink. De rally in de creditmarkten kwam tot een halt toen in de persconferentie na het rentebesluit van de ECB Lagarde zich niet helemaal onbezorgd toonde over de inflatie. Ook de lange rente liep op. Maar de echte wake-up call kwam een week later. De FED verlaagde de beleidsrente conform verwachting met 25 bps maar Powell was in zijn commentaar duidelijk meer hawkish. Hierdoor veranderde het algehele risicosentiment onder beleggers en ook de Europese credit spreads liepen wat uit.

Figuur 1: Spreadontwikkeling segmenten
(t.o.v. Duitse Staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 2: Spreadontwikkelingen sectoren
(t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Performance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

Figuur 3: Outperformance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

| Performance | Fonds | Benchmark | Vershil |
|-------------------------------------|-------|-----------|---------|
| 3 maanden | 0,92% | 0,87% | 0,05% |
| Dit jaar | 5,20% | 4,74% | 0,46% |
| 1 jaar | 5,20% | 4,74% | 0,46% |
| 3 jaar | 0,10% | -0,72% | 0,82% |
| Sinds aanvang (15 november 2019) | 0,67% | -0,09% | 0,76% |

| | Information Ratio | Tracking Error |
|---------------|-------------------|----------------|
| 3 jaar | 2,00 | 0,41% |
| Sinds aanvang | 2,06 | 0,37% |

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 31 december 2024.

Let op: Dit is een publicitaire mededeling. Fondrendementen zijn voor aftrek van kosten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Raadpleeg het prospectus van het [Achmea IM Euro Corporate Bond Fund](#) voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Vooruitzichten

Europese economie verder onder druk door potentiële invoerheffingen

Invoerheffingen verzwakken potentieel de macro-economische cyclus. Deze openen op hun beurt het risico op vergeldingsheffingen met potentieel significante impact op de wereldwijde handelsstromen. Op dit moment weten we niet in hoeverre Trump deze tarieven daadwerkelijk gaat opleggen of dat het bij spierballentaaal blijft en hogere tarieven grotendeels vermeden kunnen worden. Maar hoewel we geen grote handelsoorlog tussen de VS en EU verwachten is de impact hoe dan ook op korte termijn niet positief voor de economische groei in de EU. De VS is één van de grootste handelspartners van de EU, met name voor Duitsland, Nederland en Ierland. We zien vooral risico's voor de Europese auto-industrie. Maar ook voor producenten van luxe goederen kan de impact aanzienlijk zijn gezien de aard van de sector en het belang van de Amerikaanse markt.

Verkiezingen in Duitsland

Op een iets langere horizon komen misschien interessante ontwikkelingen uit Duitsland waar op 23 februari verkiezingen plaatsvinden. Voor financiële markten ligt de focus op de vraag of de nieuwe regering de zogenaamde 'Schuldenbremse' zal gaan hervormen om een meer expansief begrotingsbeleid mogelijk te maken. Zowel SPD, Groenen en sinds kort ook CDU/CSU zijn al vóór. De FDP, die tegen het loslaten van 'Schuldenbremse' is, komt in de peilingen vooralsnog niet boven de kiesdrempel van 5 procent uit.

Verdere renteverlagingen?

Deze korte termijn neerwaartse risico's zouden de ECB moeten aanzetten om de rente ook in 2025 verder te verlagen. Zeker omdat Europa al voldoende economische problemen heeft. Met name in de grootste economieën, Duitsland en Frankrijk, gaat het niet goed. Daar staat tegenover dat de inflatierisico's niet weg zijn. Diensteninflatie in de Eurozone ligt al een tijdje stabiel op 4%. De loongroei zal verder moeten dalen om dat omlaag te brengen naar een duurzamer niveau. Nu in veel CAO's de recente inflatie is gecompenseerd ligt dat ook in de lijn der verwachting. Daar staat tegenover dat de arbeidsmarkt nog steeds krap is waardoor werknemers veel onderhandelingsmacht hebben. Het is dus maar

de vraag of de renteverlagingen die de markten op dit moment in prijsen ook daadwerkelijk gerealiseerd zullen worden.

Tempo van inflows in de credit markten neemt af

Door de wereldwijd dalende rentes was 2024 was een recordjaar voor inflows in Credits. Deze positieve technical zal vooralsnog aanhouden. In de Eurozone liggen mogelijk nog minimaal drie renteverlagingen in het verschiet. Naarmate we het einde van deze 'cutting cycle' naderen zal het tempo van deze inflows wel afnemen.

Positionering: neutrale risicopositie

Spreads zijn flink gedaald in 2024 en beginnen historisch duur te worden. Daarnaast verwachten we dat er begin januari weer zoals elk jaar een flinke hoeveelheid nieuwe obligaties naar de markt zal komen. Daarom hebben we halverwege december onze risicopositie afgebouwd naar neutraal.

Qua sectoren hebben we in december een overweging in gedekte obligaties ingenomen. Deze sector handelt aantrekkelijk, met name in vergelijking met senior preferred obligaties uitgegeven door banken. Daarnaast hebben we ook een kleine overweging in overheidsgerelateerde obligaties ingenomen. Deze handelen op historisch wijde niveaus ten opzichte van bedrijfsobligaties. Binnen de cyclische consumentensector handhaven we voorlopig de onderweging in auto's vanwege de fundamentele uitdagingen die deze sector kent. Daartegenover houden we vast aan de overweging in nutsbedrijven, deze sector handelt op aantrekkelijk niveaus door de vele nieuwe issues van de afgelopen maanden.

In termen van kredietkwaliteit zijn we onderwogen in BBB-obligaties ten gunste van A-gerate obligaties en een aantal selectieve posities in high yield. BBB-obligaties zijn historisch duur ten opzichte van A-gerate obligaties, terwijl BB-obligaties afgelopen tijd juist wat achter gebleven zijn.

THEMA

Party like it's 1998: Amerikaanse credit spreads op laagste niveau sinds 1998

Amerikaanse bedrijfsobligaties handelden op het laagste niveau in decennia

Kort na de verkiezing van Trump tot 47ste president van de VS verkrapten de spreads tot absolute laagterecords (zie figuur 4). Dit duidt op een groot vertrouwen van de financiële markten. We moeten teruggaan naar het vorige millennium om vergelijkbare spreads te vinden, vlak voor de LTCM-crisis in de zomer van 1998. Zelfs tijdens de hoogtijdagen van de creditmarkten net voor de grote financiële crisis waren spreads niet zo laag. De laatste 10 basispunten verkrapting afgelopen november kwamen voornamelijk doordat de markt de positieve kanten van Trumps verkiezing verwelkomde: lagere belastingen, deregulering en hogere economische groei.

Figuur 4 toont de historisch krappe spread van Amerikaanse bedrijfsobligaties. Op 1 januari 2025 bedroeg deze gemiddeld 80 basispunten. Over de afgelopen 20 jaar was de gemiddelde spread 150 basispunten, inclusief een uitschieter naar ruim 600 basispunten in 2009.

Krappe spreads: sterke economie, hoge yields

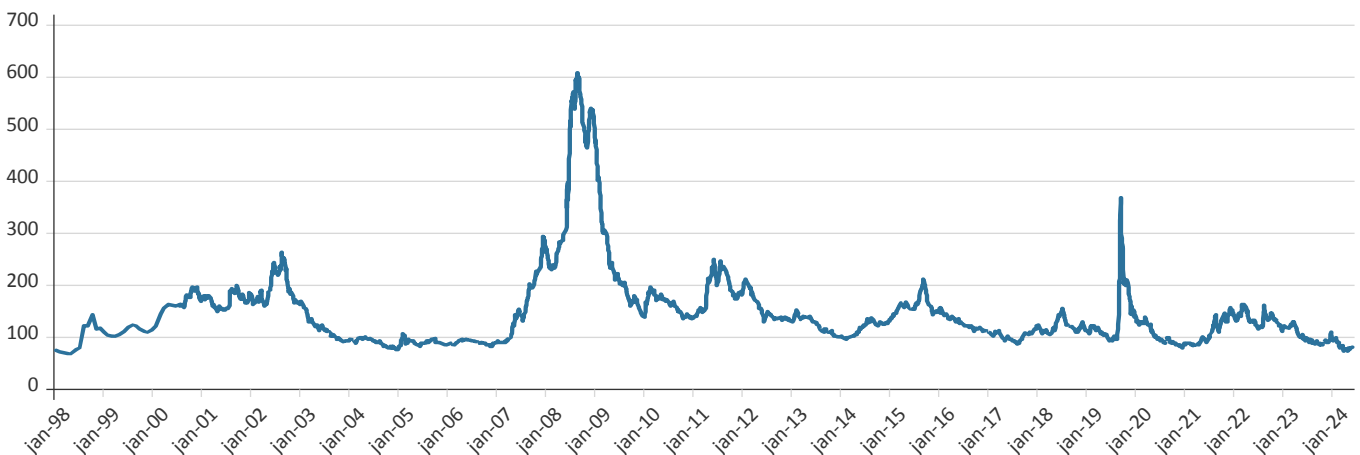
Vóór de verkiezing van Trump waren de spreads al krap. Een belangrijke factor was dat de markt aanvankelijk een Amerikaanse recessie verwachtte, die echter uitbleef. Sterker nog, de economie groeide sterk, terwijl bedrijven tegelijkertijd hun balansen versterkten.

Daarnaast bleven de rendementen op Amerikaanse bedrijfsobligaties aantrekkelijk door de hoge onderliggende rentes (zie figuur 5 op de volgende pagina). Waar de Amerikaanse investment grade markt rendementen van boven de 5% oplevert, ligt dat in Europa rond de 3% en in Japan net boven 1%. Dit trekt zowel binnenlandse als buitenlandse kopers aan, die op zoek zijn naar een goed rendement met relatief beperkt risico. De verliezen door faillissementen bij investment grade bedrijven zijn historisch gezien immers minimaal.

... én portefeuilletrades

Een andere mogelijke reden voor de lage spreads is de opkomst van zogenaamde portefeuilletrades. Bij een "portefeuilletrade" wordt een mandje met obligaties als één enkele transactie verhandeld. Deze vastrentende handelsstrategie is een snellere en goedkopere manier om mandjes van effecten te verhandelen dan over-the-counter handel per afzonderlijke obligatie. Door portefeuilletrades vinden er veel meer transacties plaats in minder liquide obligaties dan voor de opkomst van deze handelsstrategie. Minder liquide obligaties kunnen nu worden opgenomen in een gespreide portefeuille van transacties, die ook voldoende liquide obligaties bevat. Betere liquiditeit betekent een lagere illiquiditeitspremie en dus een lagere spread. Volgens Barclays vinden er nu zelfs elke zeven minuten portefeuilletrades plaats in de dollarmarkt, en deze transacties

Figuur 4: Spreads US Dollar investment grade bedrijfsobligaties (ten opzichte van US staatsobligaties, basispunten)



Figuur 5: Aanvangsrendementen US Dollar investment grade bedrijfsobligaties (%)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

vormen maar liefst 25% van het handelsvolume tussen beleggers en banken (twee jaar geleden was dit nog 5%).¹

Verschillende invalshoeken op de lage spreads

Spreads geven echter niet het volledige beeld. Op lange termijn vinden er allerlei ontwikkelingen plaats in het universum: de kredietwaardigheid fluctueert, looptijden veranderen en ook de prijzen van obligaties hebben flinke schommelingen doorgemaakt. Daarom corrigeren wij spreads voor rentegevoeligheid (duratie), per dollar geïnvesteerd vermogen en gecorrigeerd voor kredietwaardigheid.

- **Veranderingen in duratie**

Gecorrigeerd voor duratie bevinden spreads zich iets van de tights af: 6% duurste in de afgelopen 20 jaar.² Dit komt voort uit het feit dat bedrijven minder lang geld lenen. De gemiddelde looptijd van de Bloomberg US Corporate index is gedaald van de recente piek eind 2021 (12,3 jaar) naar 10,6 jaar. Deze daling is grotendeels te verklaren door de lage rentes tijdens de coronajaren, waardoor veel bedrijven hun schuldprofiel verlengden.

- **Prijscorrectie**

Wanneer we corrigeren voor de prijs van de obligaties, blijkt de waardering ook minder duur: 12% duurste in de afgelopen 20 jaar. Deze maatstaf valt gunstiger uit doordat veel oude obligaties met lage couponrentes (tussen 2009 en 2022, zie ook figuur 2) nu tegen lagere prijzen handelen. Dit is voordelig voor beleggers, aangezien er bij faillissement minder verlies is bij de lagere prijsniveaus.

- **Kredietwaardigheid slechter**

Als laatste beoordelen we hoe spreads eruitzien gecorrigeerd voor kredietwaardigheid. Helaas zijn dollarobligaties op deze maatstaf net zo duur als op pure spreadbasis: ze zijn zelden duurder geweest en waren zelfs het duurst in november 2024 (van de afgelopen 20 jaar). Dit komt doordat de kredietwaardigheid op langere termijn verslechterd is. Na de coronapandemie zijn de ratings weliswaar weer wat verbeterd, maar niet voldoende om te compenseren voor de huidige lage spreads.

Positionering: onderwogen dollar- en overwogen euro-obligaties

Wij zien dat asset allocators in de praktijk weinig aandacht aan bovenstaande waarderingsmaatstaven schenken. In plaats daarvan richten zij zich toch vooral op de spread en yield van de beleggingscategorie. De yield is momenteel nog steeds in het voordeel van de dollarmarkt. Echter, bij de huidige lage spreads hoeft er maar weinig mis te gaan voordat spreads in relatieve zin fors stijgen. Onverwacht sterk-negatief nieuws leidt doorgaans tot wijdere spreads; de risico's nemen immers toe. Wij denken dat de verhouding tussen risico en rendement op dit moment gunstiger is voor euro-bedrijfsobligaties, omdat spreads op euro bedrijfsobligaties zich nog ver van hun tights bevinden en de markt wel héél erg negatief is over Europa (in onze optiek te negatief). Daarom houden wij in ons Investment Grade global bedrijfsobligatiefund een overweging in euro-obligaties aan en een onderweging in dollar-obligaties.

1 Barclays FICC Research. Portfolio trading: Every seven minutes

2 Data op dit niveau in Bloomberg gaat niet verder terug dan 20 jaar.



[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.

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Mark Bakker, Business Development Director,
Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.



[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

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 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 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.