

# KWARTAALUPDATE INVESTMENT GRADE Credits

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld:

- Spreads bedrijfsobligaties 7 bps krasser
- Onzekerheid centrale bankbeleid zorgt voor hogere volatiliteit binnen veiligste segmenten
- Outperformance cyclische consumenten bedrijven
- Angst voor hogere rente bij langere looptijden

### Vooruitzichten:

- Het is zomer; de Europese economie komt uit haar winterslaap
- ECB tapering betekent niet per sé credit tapering
- Summertime when the living is easy; de creditmarkt is aan vakantie toe

### Positionering:

- Licht overwogen risicopositie
- Overweging niet-cyclische consumentenbedrijven en banken
- Onderweging verzekeraars en cyclische consumentenbedrijven

## AUTEURS



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Jorrit de Jong,  
Sr. Portfolio Manager  
Fixed Income

## THEMA

# Ondanks alle tegenwind lenen investment grade autobedrijven weer bijna historisch laag

Autobedrijven blijken na zeer hard uitlopen van spreads tijdens de coronacrisis weer terug te veren naar historische lagere spreads. Door hun relatief lage leverage, grote schaalomvang en geografische spreiding hebben de grote autofabrikanten van oudsher een lage risico-opslag voor hun financiering. De sector is in staat gebleken de grote uitdagingen als de strenge CO<sub>2</sub>-normen, noodzaak tot elektrificatie en de groeiende concurrentie van nieuwe marktpartijen het hoofd te bieden en de ESG-ratings te verbeteren.

[Lees verder op pag 4 →](#)



# Marktbeeld

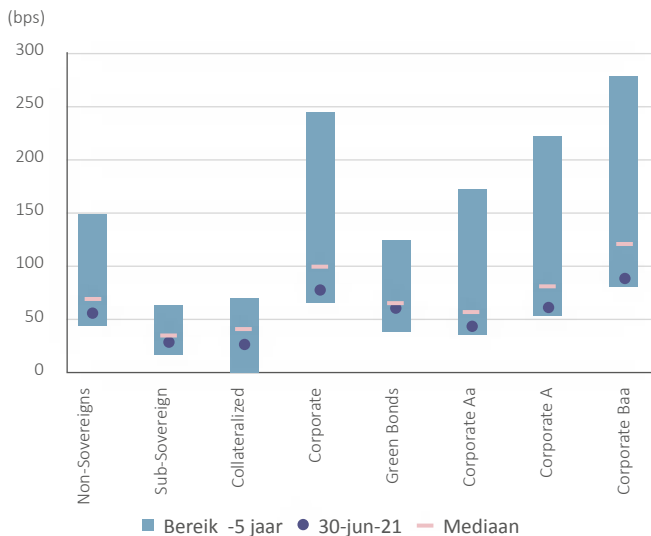
## Spreads bedrijfsobligaties 7 bps krupper

De ECB kocht het afgelopen kwartaal flink door, wat de verkrappende markt deels verklaarde. Deze positieve stemming werd ook gedreven door sterke macro-economische data. Halverwege mei werd dit marktsentiment kort onderbroken vanwege zorgen over het tempo van het ECB opkoopprogramma. Begin juni liet de ECB de zon echter weer doorkomen door aan te geven het huidige opkooptempo voorlopig te handhaven. Halverwege juni leek de Fed echter weer roet in het eten te gaan gooien. De Fed maakte namelijk bekend te verwachten de rente vóór het einde van 2023 te hebben verhoogd met 0,5 procentpunt. De markt werd hierdoor verrast. Het leek namelijk in eerste instantie een breuk met het beleid van gemiddelde inflatie targetting. Dovish duidingen van onder meer Fed president Powell in de dagen na de aankondiging zorgden ervoor dat die onrust toch weer snel wegebde.

## Onzekerheid centrale bankbeleid zorgt voor hogere volatiliteit binnen veiligste segmenten

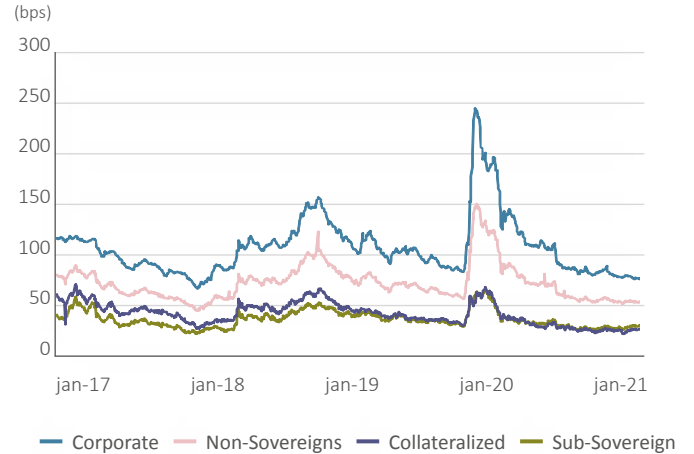
In semistaat en gedekte obligaties was gedurende het kwartaal veel beweging als gevolg van de volatiliteit in swap spreads. Deze werd deels gedreven door volatiliteit van rentes door onzekerheid over de afbouw van de opkoopprogramma's van de ECB en Fed. Daarnaast hing het enorme uitgifteprogramma van de EU boven de markt. De EU gaat de komende jaren namelijk maar liefst 800 miljard euro ophalen voor het Europese Herstelfonds.

**Tabel 1: Waardering creditmarkten (risico-opslagen segmenten), periode 2016 – 30 juni 2021**



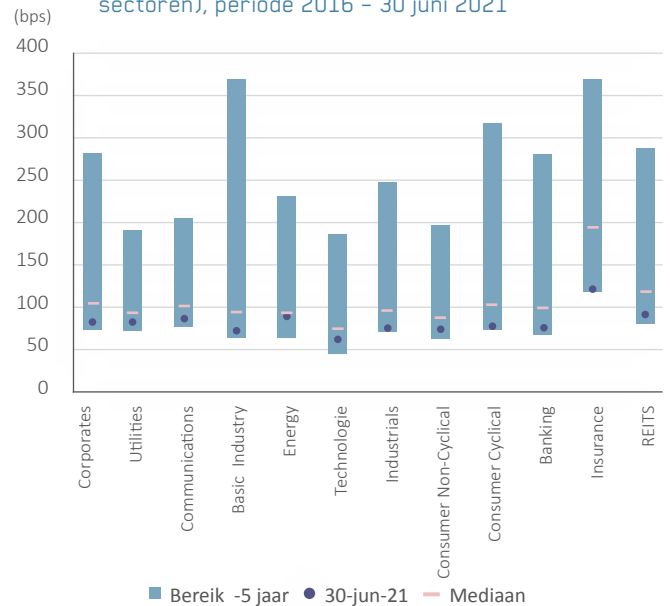
Bron: Achmea IM, Bloomberg

**Grafiek 1: Ontwikkeling risico-opslagen segmenten creditmarkt**



Bron: Achmea IM, Bloomberg

**Tabel 2: Waardering creditmarkten (risico-opslagen sectoren), periode 2016 – 30 juni 2021**



Bron: Achmea IM, Bloomberg

## Outperformance cyclische consumentenbedrijven

Tussen de verschillende sectoren van de bedrijfsobligatiemarkt waren opvallende verschillen. Risicovolle sectoren deden het beter dan sectoren met een laag risico. Bijvoorbeeld de grotendeels gereguleerde telecom- en nutssectoren bleven enigszins achter. Daartegenover waren juist de cyclische consumenten bedrijven de grote outperformer. Een uitzondering vormde de energiesector die flink achterbleef in de verkrappende markt als gevolg van ESG-gerelateerd nieuws.

Tegen het zere been van de Amerikaanse energiereus ExxonMobil werden maar liefst drie groengezinde directeuren aangewezen in de raad van bestuur van twaalf leden. Voor een bedrijf dat niet lang geleden klimaatverandering ontkende, was dit een schok. Een dag later dwong een Nederlandse rechter Shell tot het aanhouden van een veel ambitieuzere CO<sub>2</sub>-doelstelling.

#### Angst voor hogere rente bij langere looptijden

Uit de performance van de verschillende looptijdsegmenten bleek duidelijk een angst voor hogere rentes. Langere looptijden bleven achter, terwijl de korte looptijdsegmenten veel sterker verkrapten. Lange obligaties lijden immers meer bij rentestijging dan korte.

## Vooruitzichten

#### Het is zomer; de Europese economie komt uit haar winterslaap

Dit kwartaal groeit de economie weer ten opzichte van het voorgaande kwartaal. Dit is te danken aan de versnelling van het vaccinatieprogramma in de Eurozone waardoor lockdowns kunnen worden afgeschaald en de consument weer geld kan uitgeven. De dienstensector kwam doordoor weer echt tot leven. Bedrijven zijn dan ook zeer optimistisch over de vooruitzichten van het komende jaar. Bedrijven verwachten zelfs de hoogste groei sinds de millenniumwisseling. Het herstel in Europa blijft wel nog steeds flink achter bij het herstel in de Verenigde Staten. Daar zal de economie naar verwachting 10% groeien het tweede kwartaal, tegen slechts 1.4% in Europa (Bron: Bloomberg). Naast een later opgestarte vaccinatiecampagne is dit te wijten aan veel grotere extra overheidsuitgaven aan de andere kant van de Atlantische oceaan.

#### ECB tapering betekent niet per sé credit tapering

De ECB zal haar opkopen pas na de zomer afbouwen, ondanks de florissante vooruitzichten. De afbouw betreft dan alleen de extra opkopen die de ECB vanaf maart dit jaar deed in het enorme Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) om de stijging van staatsrentes tegen te gaan. Binnen dit programma werden relatief weinig bedrijfsobligaties gekocht. Het lijkt er op dat de ECB het PEPP programma in maart 2022 gaat beëindigen, conform planning. Echter, aangezien inflatie nog steeds ondermaats is en veel Zuid-Europese landen met een enorm financieringstekort zitten, kan de ECB niet veel anders dan dovish blijven. Wij verwachten daarom dat de gangbare opkoopprogramma's vergroot worden om het beëindigen van het PEPP mogelijk te maken. Binnen de reguliere opkoopprogramma's worden meer bedrijfsobligaties gekocht, dus de ECB kan vrolijk doorgaan met het kopen van haar geliefde bedrijfsobligaties. Aan de andere kant van de Atlantische oceaan is de verwachting dat de Fed eind augustus tijdens haar conferentie in Jackson Hole meer duidelijkheid zal geven over de afbouw van opkopen. De afbouw zal dan eind dit jaar of begin volgend jaar beginnen. Wij verwachten dat de Fed de afbouw heel voorzichtig aan de markt communiceert, om een *taper tantrum* te vermijden.



*Lockdowns worden afgeschaald door een versnelling van het vaccinatieprogramma*

#### Summertime when the living is easy

Creditmarkten zijn eigenlijk net als mensen. Af en toe denken ze dat de bomen tot in de hemel groeien, of dat afgrond juist oneindig is, of zijn ze gewoon toe aan vakantie. Na de hawkisher dan verwachte Fed meeting medio juni, hervonden markten weer erg snel de lage precorona volatiliteit. Een duidelijk teken dat de creditmarkt aan vakantie toe is. Tijdens de zomer gebeurt er meestal weinig in de creditmarkt: er komen weinig nieuwe leningen naar de markt en de meeste beleggers wachten met aanpassen van hun positionering tot de stortvloed aan nieuwe leningen terugkeert in september. Dit jaar is het wel mogelijk dat de tsunami van nieuwe leningen eerder op gang komt dan gebruikelijk, met het oog op de Fed conferentie in Jackson Hole eind augustus. Toch zal het zeker enkele weken rustig blijven, wat zich doorgaans vertaalt in dalende risico-opslagen.

## Positionering

### Licht overwogen risicopositie

Omdat de ECB naar onze verwachting wacht met de afbouw van de opkoopprogramma's, hebben we, met de rustige zomer in zicht, wat risico bijgekocht. Bovendien verwachten we op korte termijn nog veel positief economisch nieuws, wat het sentiment ten goede blijft komen. Wij zijn ons wel bewust van de nog steeds krappe waarderingen en zijn ook beducht voor mogelijke risico's, bijvoorbeeld een (snelle) rentestijging. Vanwege de krappe waarderingen blijven wij voorzichtig met risicovollere namen aangezien de extra premie daarvoor historisch laag is. Recent hebben we een overwogen positie ingenomen in banken vanwege aantrekkelijke waarderingen. Om dezelfde reden houden we de overwogen positie in niet-cyclische consumentenbedrijven. Daartegenover houden we vanwege krappe waarderingen een onderwogen positie aan in verzekeraars en hebben we een onderwogen positie in cyclische consumentenbedrijven opgebouwd. Onze onderweging in gedekte obligaties hebben we na het oplopen van spreads afgebouwd naar neutraal.



De ECB in Frankfurt

## THEMA

# Ondanks alle tegenwind lenen investment grade autobedrijven weer bijna historisch laag

Autobedrijven blijken na zeer hard uitlopen van spreads tijdens de coronacrisis weer terug te veren naar historische lagere spreads. Door hun relatief lage leverage, grote schaalomvang en geografische spreiding hebben de grote Europese autofabrikanten van oudsher

een lage risico-opslag voor hun financiering. De sector is in staat gebleken de grote uitdagingen als de strenge CO<sub>2</sub> -normen, noodzaak tot elektrificatie en de groeiende concurrentie van nieuwe marktpartijen het hoofd te bieden en de ESG-ratings te verbeteren.

Grafiek 2: Ontwikkeling spreads (risico-opslagen) autosector, juli 2010 - juni 2021



Bron: Achmea IM, Bloomberg



### Uitdagingen

Omgaan met tegenwind heeft de autosector historisch gezien robuust gemaakt. Fundamenteel is de autosector bekend met veranderingen in de vraag naar auto's en heeft ze zich steeds opnieuw moeten uitvinden. Daar kwamen in de afgelopen jaren, behalve corona en supply chain issues, nog wel extra uitdagingen bij. De strengere CO<sub>2</sub> normen waren een extra stimulans om minder vervuilende fossiele brandstof-modellen te produceren en tot snellere ontwikkeling van elektrische auto's (EV's; electric vehicles). Omdat EV's technisch minder gecompliceerd zijn en minder onderdelen bevatten, groeit het aantal aanbieders. De snelle opkomst van Tesla als wereldspeler en de vele nieuwe Chinese fabrikanten zijn daar voorbeelden van. De merkbeleving bij consumenten hangt van oudsher daarentegen sterk samen met ontwikkelingen in techniek en motoren. De vraag is nog wel wat daarvoor in de plaats komt, nu motoren en merkspecifieke techniek minder dominant worden.

### Risicospreiding

De traditioneel lage risico-opslag voor de sector is goed verklaarbaar. De industriële kant van de grote autofabrikanten kent van oudsher een relatief lage leverage. Bovendien gaat het om grote organisaties die door hun omvang in staat zijn risico's goed te spreiden. Een derde factor is de grote geografische spreiding van de grote autoconcerns. Daardoor waren de grote Duitse merken bijvoorbeeld in 2020 in staat te profiteren van een opleving van de markt in China, terwijl de markten elders in de wereld nog gebukt gingen onder de effecten van de Covid-19 pandemie.

### Veerkracht

De veerkracht van de traditionele autofabrikanten is nog eens bevestigd doordat ze in relatief korte tijd hebben laten zien dat ook zij EV's kunnen maken die aan de wensen van de Europese consumenten kunnen voldoen. Dit hebben voor elkaar gekregen door de afgelopen jaren grote kapitaalinvesteringen te doen om zelfrijdende en slimme EV's te ontwikkelen. Deze investeringen lijken zich nu langzaam uit te betalen. Autofabrikanten lenen nu weer op zeer lage niveaus. We moeten terug naar de start van het opkopen van bedrijfsobligaties door de ECB in 2016 om dergelijke lage niveaus te zien.



*Het aanbod van EV groeit snel*

### Sjoemelsoftwareschandaal voorbij

Ook de grote donkere wolk die lang boven het Wolfsburg van Volkswagen hing lijkt op te lossen. Door het sjoemelsoftwareschandaal heeft Volkswagen jarenlang lage ESG-ratings gekregen van ESG-beoordelaar MSCI waardoor Volkswagen jarenlang op een hogere spread handelde in vergelijking met vergelijkbare autofabrikanten. Inmiddels zijn de ESG-ratings van Volkswagen in lijn met peers en lopen de spreads ook weer in de pas.

### De voorsprong van Tesla neemt af

De uitdager Tesla met zijn innovatieve EV-modellen had een voorsprong op de traditionele autofabrikanten. Tesla bouwde het imago niet op techniek, maar op innovatie in duurzaamheid en informatietechnologie. Met name in de VS was ruimte voor een nieuwe aanbieder door het gebrek aan innovatie bij gevestigde partijen als GM en Ford. Financiers bleken bovendien op grote schaal bereid innovatieve bedrijven als Tesla te financieren, ook toen de onderneming het moeilijk had. Tesla wist hierdoor in korte tijd een sterke marktpositie op te bouwen. De vraag is of dit succes kan worden doorgezet met productiefaciliteiten in Europa en of Tesla CO<sub>2</sub>-credits kan blijven verkopen aan haar concurrenten om daarmee haar winstgevendheid te sturen. Bovendien blijft CEO Elon Musk soms rare sprongen maken.

### Ieder z'n issues

Op ieder terrein hebben de grote spelers hun eigen issues waar de komende jaren een oplossing voor gevonden moet worden. De traditionele spelers moeten duurzamer worden. De nieuwe toetreders hebben uitdagingen op social en governance terrein. Op de spreads lijkt dit vooralsnog nauwelijks invloed te hebben.





#### 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 van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. 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 over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.



#### [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.