

KWARTAALUPDATE

## Credits

## IN DEZE UPDATE

## Marktbeeld

- Spreads bedrijfsobligaties zo'n 15 basispunten krupper
- Sentiment slaat om
- Grote verschillen tussen segmenten en sectoren

## Vooruitzichten

- Europa lijkt de bodem te hebben gevonden
- Van hoge groei naar lage groei in de VS
- ECB en Fed maken zich op voor renteverlagingen dit jaar
- Januari: één van de zwaarste aanbodmaanden, zeker nu spreads en rentes flink gedaald zijn

## Positionering

- Neutrale risicopositie

## AUTEURS



Martijn Hesterman,  
Lead Portfolio  
Manager Credits



Gwennaële Bruning,  
Head of Credits

## THEMA

## Rising stars: dé manier om je als actieve belegger te onderscheiden

Ná de coronacrisis hebben we relatief veel rising stars (upgrades naar investment grade vanuit high yield) gezien. Dit waren vooral fallen angels die tijdens de coronacrisis hun investment grade rating kwijtraakten. Deze bedrijven hadden enkele jaren nodig om hun kredietratio's te verbeteren om weer toe te kunnen treden tot de investment grade index.

Rising stars zijn dé manier om je als actieve belegger te onderscheiden. Passieve fondsen kunnen immers niet beleggen in BB's, en veel institutionele beleggers zijn strikt gebonden aan het onderscheid tussen investment grade en high yield. De Achmea IM creditfondsen beleggen vooral in investment grade bedrijven maar hebben ook ruimte voor het innemen voor BB-posities. Dat biedt rendementspotentieel.

[Lees meer op pag 5 →](#)



Lees hier meer over de out-performance van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

# Marktbeeld

## Spreads bedrijfsobligaties zo'n 15 basispunten krapper

De negatieve marktstemming die eind september begon, hield in oktober aan. Deze negatieve stemming was een gevolg van de realisatie bij beleggers dat beleidsrentes langer dan gedacht hoog zullen blijven. Het hielp vervolgens niet dat in het Midden-Oosten het Palestijns-Israëliësch conflict escaleerde na de aanval van Hamas op 7 oktober. Met name de aandelenmarkten leden onder het negatieve sentiment, maar ook bedrijfsobligaties werden geraakt. Dat de stijging van spreads meeviel, hing samen met het feit dat er relatief weinig nieuwe obligaties naar de markt kwamen.

## Sentiment slaat om

Begin november sloeg het sentiment volledig om toen de Fed leek aan te geven klaar te zijn met renteverhogingen. Vervolgens gaven lager dan verwachte Amerikaanse inflatiecijfers de rally nog meer kracht, aangezien de kans op renteverhogingen daarmee

nog verder afnam. Later in de maand volgden ook Europese inflatiecijfers die aanzienlijk lager waren dan verwacht, waardoor het sterke marktsentiment aanhield. In dit positieve klimaat kwamen er veel nieuwe obligaties naar de markt. Niet-financiële bedrijven maakten volop gebruik van het sterke sentiment én de gedaalde rente en spread. Na de positieve november, volgde nog een positieve maand. Want in december deed de Fed er nog een schepje op toen zij de deur openzette voor renteverlagingen volgend jaar, wat door markten zeer positief ontvangen werd: spreads daalden flink. De onderliggende staatsrentes daalden ook fors.

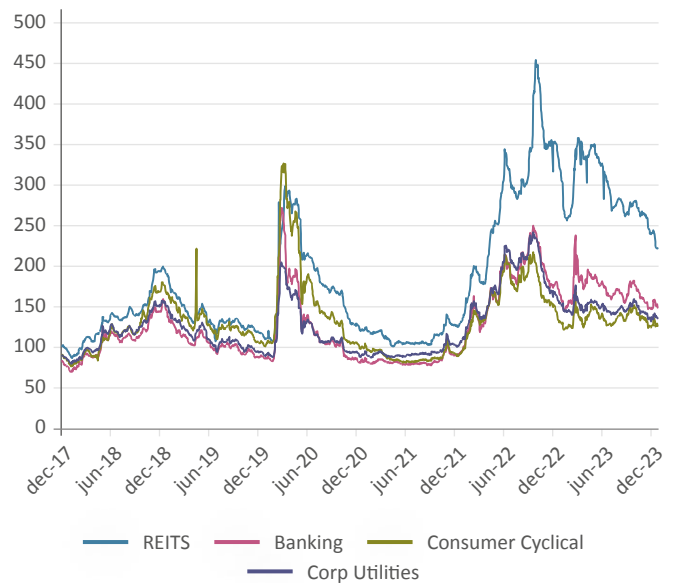
In dit klimaat waren er relatief grote verschillen tussen segmenten en sectoren. Bedrijfsobligaties deden het veel beter dan de veilige segmenten semistaat en gedekte obligaties. Binnen bedrijfsobligaties bleven de stabielere sectoren nutsbedrijven en niet-cyclische consumentenbedrijven achter in de rally.

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

# Vooruitzichten

## Europa lijkt de bodem te hebben gevonden

Vooruitkijkende indicatoren duiden niet op een nog verdere economische verslechtering. Voorwaarde daarvoor is dat de ECB volgend jaar de rente verlaagt. Markten hebben hier al in grote mate voorschot op genomen (langere rentes gedaald), wat de Europese economie wat lucht geeft. Een andere ondersteunde factor is dat ondanks het winterseizoen, energieprijzen stabiel zijn, zij het op een relatief hoog niveau. Voor consumenten is eveneens positief dat inflatie hard daalt terwijl werkloosheid voorlopig nog laag blijft, waardoor de forse loonsverhogingen eindelijk enig koopkrachtherstel geven.

Het scenario dat de economie toch verder verslechtert is echter niet van tafel: bij veel bedrijven is er sprake van margedruk mede door de hoge reële rentes, uiteindelijk kan dit tot een verzwakking van de arbeidsmarkt leiden. Een andere uitdaging voor Europa is dat in China de economie veel minder hard groeit door de Chinese vastgoedcrisis: slecht nieuws voor Europese exporteurs.



*De Amerikaanse presidentsverkiezingen werpen hun schaduw vooruit*

## Van hoge groei naar lage groei in de VS

Het beeld aan de andere kant van Atlantische Oceaan is complexer dan in Europa. Vooruitkijkende economische vooruitzichten indicatoren duiden daar nog op lichte economische groei in de VS, waarbij de arbeidsmarkt wel langzaam aan het verslechteren is. Groei is eigenlijk altijd hoger in de Verenigde Staten dan in Europa, wat betekent dat de risico's bij lagere groei groter zijn, want dat zijn bedrijven en consumenten niet gewend. Een reden dat de groei dit jaar veel hoger was in de Verenigde Staten was dat het begrotingstekort flink toenam. Dat zal in aanloop van de presidentsverkiezingen niet nog een keer gebeuren, want de Republikeinen hebben de macht in het Amerikaanse Congres en willen president Biden geen cadeautjes geven.

## ECB en Fed maken zich op voor renteverlagingen dit jaar

De Fed zal naar alle waarschijnlijkheid de rente rond de zomer voor de eerste keer weer verlagen, nadat zij sinds maart 2022 de beleidsrente fors verhoogd heeft. De Fed zal de eerste renteverhoging laten afhangen van de voortgang van het terugbrengen van de kerninflatie.

De ECB probeert nog even de boot af te houden, maar zal waarschijnlijk ook rond de zomer beginnen aan haar eerste renteverlaging nadat de rente afgelopen jaren flink verhoogd is. De timing zal samenhangen met de voortgang van het terugbrengen van de kerninflatie en in mindere mate de staat van de Europese arbeidsmarkt. Er zijn namelijk wel haarscheurtjes te vinden in de sterke arbeidsmarkt: in meerdere grote landen loopt de werkloosheid op, zij het nog steeds van zeer lage niveaus.

## Januari: één van de zwaarste aanbodmaanden, zeker nu spreads en rentes flink gedaald zijn

Veel niet-financiële bedrijven zullen hun kans pakken nu de coupon die zij betalen flink gedaald is. Afgezien van de recente rally is januari een belangrijke maand om nieuwe obligaties te plaatsen: na de stille decembermaand én voor het cijferseizoen van februari, wanneer er veel minder obligaties geplaatst kunnen worden. Tegenover het aanbod staat de vraag, recent zijn er mede door dalende rentes en het algemene positieve risicosentiment weer inflows geweest in creditfondsen. Dit hebben we het afgelopen jaar vaker gezien, zodra de rentevolatiliteit gaat liggen, dan trekt de vraag naar credit aan vanwege de (historisch) aantrekkelijke rendementen van bedrijfsobligaties. De vraag is echter wat er na de rally van het vorige kwartaal gebeurt, het is goed mogelijk dat beleggers eerst even de kat uit de boom kijken.

# Positionering

## Neutrale risicopositie

We maken een pas op de plaats vanwege de verwachte golf van nieuwe obligaties en door de flinke rally van de afgelopen maanden is de waardering minder aantrekkelijk. Daarom brengen wij de risicopositie van de portefeuille van overwogen terug naar neutraal. Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in de consumentensectoren vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan de overweging in gedekte obligaties en banken, vanwege de aantrekkelijke waarderingen.

## Outperformance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

Figuur 3: Performance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	5,84%	5,52%	0,32%
dit jaar	10,09%	8,19%	1,90%
1 jaar	10,09%	8,19%	1,90%
3 jaar	-1,7%	-2,56%	0,86%
Sinds aanvang (15 november 2019)	-0,41%	-1,24%	0,83%

### Toelichting: drivers van outperformance

In 2023 wist het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund een outperformance te realiseren van bijna 200 basispunten (1,90%). Zoals gebruikelijk voor het Achmea IM credit team werd het leeuwendeel van deze outperformance gegenereerd middels naam- en titelselectie. Er werd veel waarde toegevoegd binnen vastgoed, banken, TMT en binnen consumentenbedrijven. Naast bottom-up werd er ook top-down performance toegevoegd: spreads verkrapten, dus werd er gewonnen op de overwogen top-down risicopositie.

	Information Ratio	Tracking Error
3 jaar	2,23	0,38%
Sinds aanvang	2,13	0,39%

*Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 31 december 2023.*

*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.*

# Rising stars: dé manier om je als actieve belegger te onderscheiden

Rising stars zijn bedrijven met een high yield rating (BB+ en lager) die worden geüpgraded naar investment grade (BBB- en hoger). Een fallen angel is precies het omgekeerde: een bedrijf dat vanuit investment grade afglijdt naar high yield. Het afgelopen jaar waren er veel rising stars in de euro investment grade markt. Rising stars bieden doorgaans significant hogere spreads dan de laagste categorie van de investment grade markt (BBB-, zie figuur 4). Het hogere kredietrisico van deze lagere gerate obligaties is natuurlijk een belangrijke verklaring voor dit spreadverschil. Marktsegmentatie speelt echter ook een rol: veel investment grade beleggers mogen niet in high yield obligaties beleggen. Zij moeten wachten totdat de obligatie geüpgraded is naar investment grade voordat zij erin kunnen beleggen. Dit spreadverschil fluctueert flink door de cyclus heen, meestal laag in een economische stabiele omgeving en hoog als er spanning in de markt is en of er meer onzekerheid is. Wat daarbij ook een rol kan spelen is de samenstelling van de verschillende ratingbuckets. Zitten er bijvoorbeeld veel verbeterende credits in de BB-bucket, dan zal het spreadverschil met BBB- relatief klein zijn.

## Veel rising stars in 2023

Ná de coronacrisis hebben we relatief veel rising stars, upgrades naar investment grade vanuit high yield gezien. Dit waren vooral



*Rising stars: bedrijven die van high yield naar investment grade schieten*

fallen angels die tijdens de coronacrisis hun investment grade rating verloren waren (zie figuur 5). Deze bedrijven hadden enkele jaren nodig om hun kredietratio's te verbeteren en weer toe te kunnen treden tot de investment grade index. Het beste voorbeeld hiervan is autofabrikant Ford, dat verassend snel weer de index inkwam nadat S&P Ford upgradede naar investment grade vanwege sterke vooruitgang met kostenbesparingen. Maar er zaten ook bedrijven tussen die al tijdens de Eurocrisis

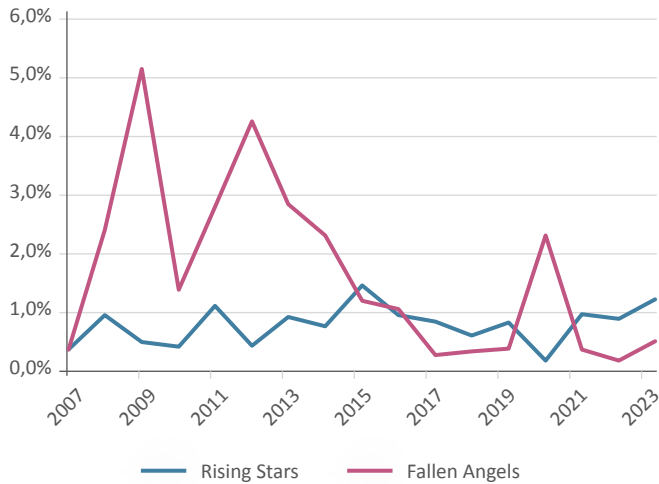
Figuur 4: Spreads BBB-/BB+/BB (risico-opslag t.o.v. Duitsland, bps)



Bron: Bloomberg

hun investment grade rating verloren. Een voorbeeld hiervan is Banco Comercial Portugues, daarover hieronder meer. Ook hebben we jonge bedrijven in opkomende sectoren gezien die op een gegeven moment groot en kredietwaardig genoeg waren om de opmars naar de investment grade index te maken. Denk daarbij bijvoorbeeld aan Netflix.

Figuur 5: Rising stars en fallen angels (% van de euro investment grade index)



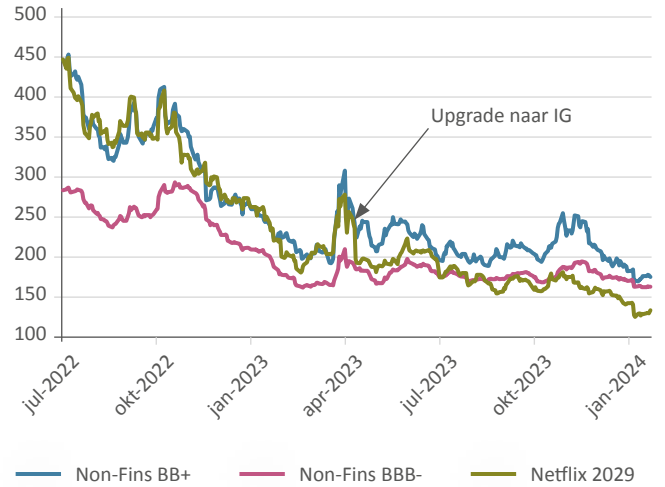
Bron: Barclays

**Rising stars: dé manier om je als actieve belegger te onderscheiden**

Immers, passieve fondsen kunnen niet beleggen in BB's. Daarnaast zijn ook andere beleggers strikt gebonden aan het onderscheid tussen investment grade en high yield. De Achmea IM creditfondsen beleggen vooral in investment grade bedrijven maar hebben ook ruimte voor het innemen voor BB-posities. Wanneer een rising star wordt geüpgraded naar investment grade, dan zullen de obligaties in lijn gaan handelen met investment grade. Dat betekent dat de spread flink daalt en dat er waarde wordt toegevoegd met een overwogen positie in een rising star. Hieronder lichten we een tweetal voorbeelden toe waarvan onze fondsen hebben kunnen profiteren:

- **Streaminggigant Netflix naar investment grade**  
Netflix heeft in 2023 drie upgrades gekregen van de rating agencies en we zijn, hierop vooruitlopend, het hele jaar overwogen geweest. De belangrijkste drijfveer van de upgrades was de kracht van Netflix' verdienmodel en de sterke kredietwaardigheidsratio's. Het bedrijf heeft minder last van de toegenomen concurrentie dan aanvankelijk gedacht. Daarnaast is Netflix niet meer afhankelijk van externe financiering voor de dagelijkse werkzaamheden, wat de financiële risico's verlaagt.

Figuur 6: Spreadontwikkeling Netflix

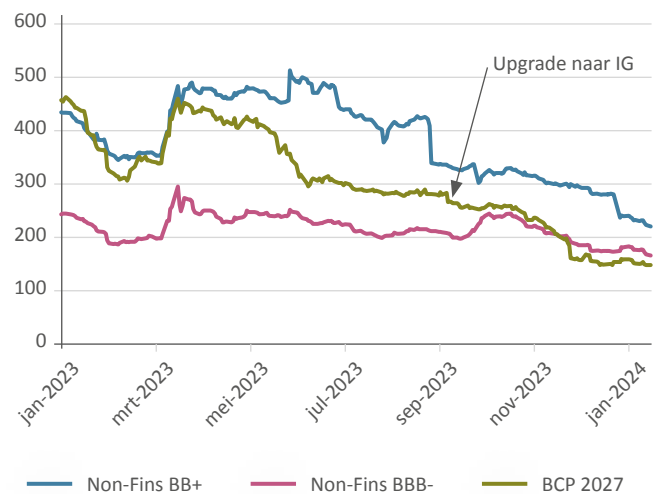


Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerking: spreads van senior obligaties

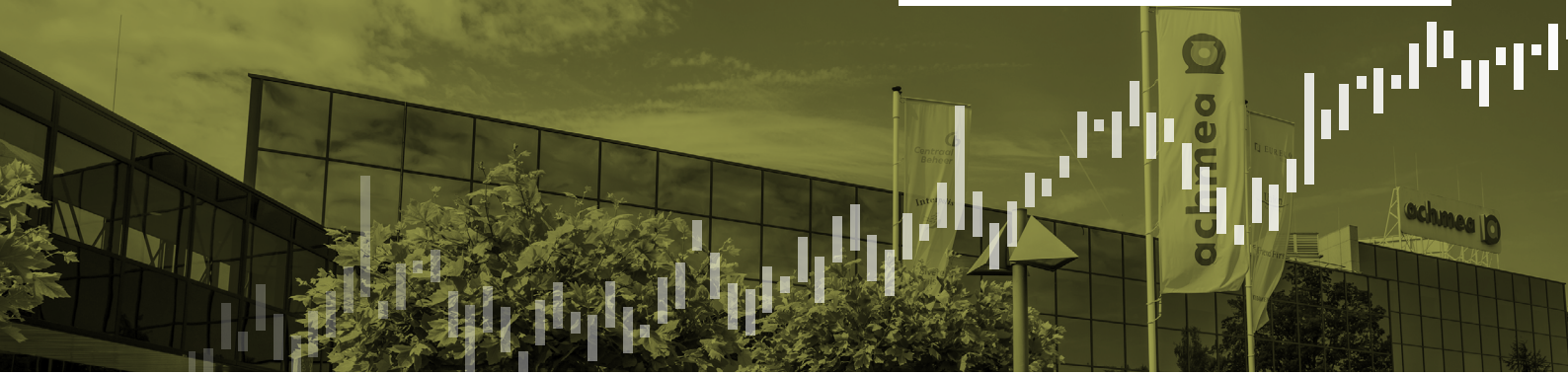
- **Banco Comercial Portugues (BCP) ook naar investment grade**  
BCP is een top vier bank in Portugal. Dankzij het herstel van de economie sinds de eurocrisis heeft Portugal een forse ratingverbetering behaald. BCP heeft haar buffers ook flink op kunnen voeren, terwijl slechte leningen fors gedaald zijn. Door de ratingverbetering van Portugal en de goede kapitaalratio's zijn de senior obligaties van BCP weer investment grade. In anticipatie op de upgrade naar investment grade namen wij een overwogen positie in.

Figuur 7: Spreadontwikkeling Banco Comercial Portugues (BCP)



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Opmerking: spreads van senior obligaties



### [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 Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, [Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl](mailto:Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl), +31 6 201 384 74.  
Of met Mark Bakker, Business Development Director, [Mark.Bakker@Achmea.nl](mailto: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](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

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