



Covered bonds: erg aantrekkelijk!

En zeker niet alleen door Duitse probleembanken

Covereds bonds: onbekend maakt onbemind

De covered bond markt is bij veel beleggers enigszins onbekend. Covered bonds zijn gedekte obligaties met onderpand, veelal hypotheeken. De wortels gaan terug naar 1769, toen de Pruisische koning Frederik de Grote Pfandbrieven introduceerde als een kredietvoorziening voor landeigenaren. Tegenwoordig zitten er allerlei eisen aan de samenstelling van de onderpandpool. Zo mag de gemiddelde 'loan to value' (LTV¹) niet te hoog zijn en moet er extra onderpand worden aangehouden (minimum doorgaans 2-5%, in de praktijk vaak hoger). Bovendien kunnen beleggers niet alleen terugvallen op het onderpand, maar ook op de uitgevende instelling waar de lening nog gewoon op de balans staat (in tegenstelling tot asset backed leningen). Daarom zijn gedekte obligaties erg veilig en beschikken zij doorgaans over een hoge rating (gemiddelde ratings AAA/AA+). Dat ze veilig zijn blijkt ook uit de statistieken: geen defaults en uitstel op betalingen is zeldzaam². Echter, op dit moment zijn er problemen, bij met name Duitse gedekte obligaties. Daarover later meer.

Grote invloed van de ECB

Waarom zijn die covered bonds dan nu zo aantrekkelijk? Eigenlijk heeft dit vooral te maken met vraag en aanbod. De ECB koopt al enige tijd geen gedekte obligaties meer. Tegelijkertijd heeft de ECB het [TLTRO-programma](#) voor banken flink afgebouwd, waardoor banken op zoek moesten naar nieuwe financierings-kanalen.

1. De verhouding tussen de lening en de waarde van het onderpand
Doorgaans maximaal 80% voor residentieel en maximaal 60% voor commercieel vastgoed
2. [Covered bonds – safe assets with side effects? | Deutsche Bundesbank](#)

AUTEURS

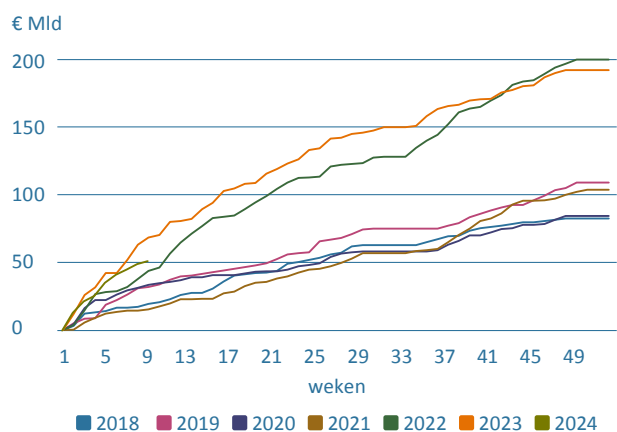


Gerben Cuiper
Senior Portfolio Manager Credits



Martijn Hesterman
Lead Portfolio Manager Credits

Figuur 1: Cumulatieve uitgiftes gedekte obligaties



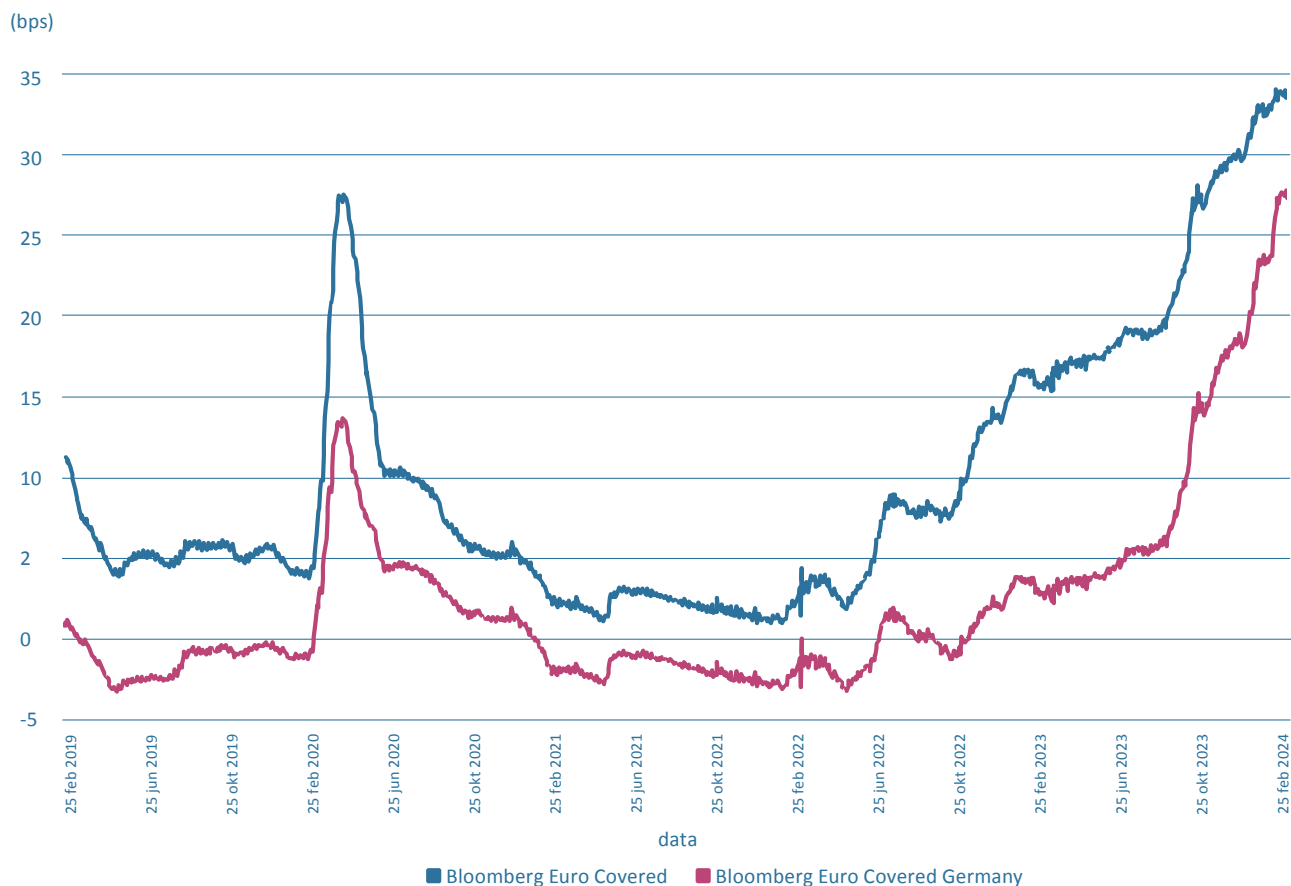
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Sinds de grote aflossingen van banken van de TLTRO-leningen is het aanbod van covered bonds enorm toegenomen (zie figuur 1).

Relatief hoge spreads maakt covered bonds weer geliefd

Dat heeft flinke druk op spreads gegeven (zie figuur 2). Spreads liggen zelfs veel hoger dan tijdens de coronapiek in 2020. Wij vinden covered bonds op moment aantrekkelijk, zeker in vergelijking met bedrijfsobligaties en houden een overwogen positie aan. In sommige gevallen is het spreadverschil met senior bankobligaties zelfs erg klein. Bijvoorbeeld bij Japanse banken. Dan wordt het erg aantrekkelijk om de senior obligatie te verkopen en de gedekte obligatie te kopen. →

Figuur 2: Spreads covered vs swaps



Bron: Bloomberg, Achmea IM

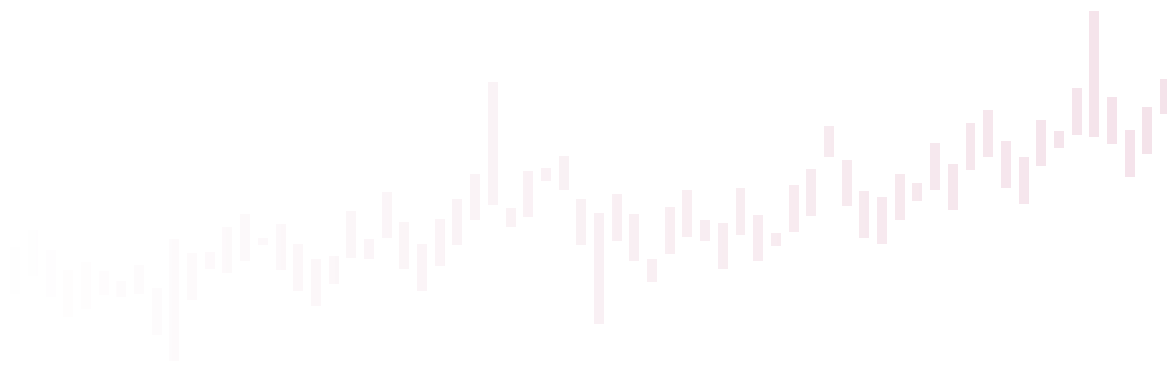
Dit is alleen mogelijk voor actieve bedrijfsobligatiebeleggers die deze flexibiliteit hebben. Wij zijn niet de enige die covered bonds aantrekkelijk vinden, getuige de fors toegenomen inschrijvingen op nieuwe obligaties. Helaas dalen daarmee ook de premies op de nieuwe uitgiftes. Dat geldt niet voor Duitse gedekte obligaties en al helemaal niet als er ook kantoren in de onderpandpool zijn opgenomen.

Hoge rating en aantrekkelijk. Dus blind kopen? Nee!

Dat er minder vraag is naar Duitse pfaandbrieven is niet verwonderlijk, want enkele Duitse banken staan op het moment onder grote druk. Spreads op de Duitse gedekte obligaties zijn dan ook de laatste tijd veel harder opgelopen dan de index (zie figuur 2). De problemen zijn geconcentreerd bij Deutsche Pfandbriefbank (PBB) en Aareal Bank en in mindere mate Landesbank Baden-Württemberg en Bayerische Landesbank. PBB en Aareal komen door afboekingen op (Amerikaans) kantorenvastgoed in grote problemen omdat zij forse voorzieningen moeten gaan nemen. Wij vinden Deutsche Pfandbriefbank (PBB) en Aareal Bank verslechterende credits, dus niet investeerbaar.

De senior bankobligaties van PBB staan al op de nominatie om de investment grade index te verlaten. Deze zijn door ratingbeoordelaar S&P gedowngraded naar BBB- met negatieve vooruitzichten.

Voor de gedekte obligaties ligt dit genuanceerder, omdat deze obligaties (nog) een hogere rating hebben en omdat er uiteraard sprake is van onderpand. Echter, wanneer de senior obligaties gedowngraded worden, zullen de gedekte obligaties waarschijnlijk volgen en zullen vele van de voor de asset class kenmerkende oerconservatieve beleggers uitstappen. Gevolg: de spreads vliegen nog veel verder omhoog. Ondertussen moet de uitgevende bank de onderpandpool aanvullen als er verliezen zijn in de pool. Dit is lastig voor een bank die in de problemen zit, omdat deze doorgaans nog nauwelijks nieuwe leningen afsluit. Kortom: voorlopig nog zeker geen instapmoment voor de gedekte obligaties van deze Duitse probleembanken. Een actieve belegger die zijn huiswerk doet, kan hier dus echt een verschil maken.



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 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](https://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.