

Ai generated image

MAART 2026

Beleggen in bedrijfsobligaties door de cyclus heen.

Een risicokader voor gedisciplineerd beleggen in bedrijfsobligaties



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Succesvolle onderhandelingen worden zelden aan tafel gewonnen. Ze worden vooraf gewonnen, door voorbereiding. Beleggen in bedrijfsobligaties volgt dezelfde logica. De resultaten worden zelden bepaald op het moment dat de markten hun prijzen bijstellen; ze worden al veel eerder gevormd, naarmate de hefboomwerking toeneemt, de liquiditeitsomstandigheden zich ontwikkelen en het risico wordt ingeprijsd. De kredietcyclus is het verhaal achter die verschuivingen – vaak zichtbaar in gedrag en financieringsvoorwaarden lang voordat het zichtbaar wordt in wanbetalingen.

Waarom is de kredietcyclus belangrijk voor beleggers?

Kredietrisico is asymmetrisch. Bij beleggen in bedrijfsobligaties worden rendementen geleidelijk verdiend, terwijl verliezen snel kunnen optreden wanneer de herfinancieringsvoorwaarden strenger worden, de liquiditeit verzwakt en het aantal wanbetalingen stijgt.

Bedrijfsobligaties zijn cyclisch. De kredietcyclus weerspiegelt de interactie tussen kredietnemers, beleggers, centrale banken en marktdynamiek. Wanneer de spreads oplopen en de risicoaversie toeneemt, verzachten de economische omstandigheden meestal, wat leidt tot versoepeling van het beleid en minder risico's voor beleggers.

De kredietcyclus biedt essentiële context voor beleggingsbeslissingen. Hiermee kunnen we beoordelen of rendementen worden ondersteund door solide fundamentals of door gemakkelijke financieringsvoorwaarden. Als men de cyclus negeert, loopt men niet alleen carry mis; men loopt ook het risico dat op het verkeerde moment aan bedrijfsobligaties te worden blootgesteld, wanneer de markten snel hun pricing aanpassen

De kredietwaardigheidscyclus: Vier trappen, twee motoren

Kredietcycli zijn welbekend. De meeste beleggers kunnen hun **vier brede fases** beschrijven: **herstel, herstel, expansie en neergang**. In dit document is het niet ons doel om de labels opnieuw te leren, maar om te benadrukken **waar het in elke fase om draait: de veranderende aard van risico**. Bij bedrijfsobligaties gaat de cyclus niet alleen over groei en recessie, maar ook over hoe vergevingsgezind herfinancieringsvoorwaarden zijn, hoe gemakkelijk hefboomfinanciering wordt beloond en hoe snel liquiditeit kan verdwijnen als het sentiment omslaat.

Bij Candriam analyseren we de cyclus door **twee complementaire lenzen: de schuldcyclus en de bedrijfscyclus**.

- **De schuldcyclus** geeft weer hoe de hefboomwerking zich opstapelt bij bedrijven en huishoudens en hoe de kredietverlening in de loop van de tijd evolueert.
- **De bedrijfscyclus** geeft de economische omgeving weer waarin die schuld moet worden onderhouden, geherfinancierd en geprijsd: groei, inflatie en monetaire omstandigheden.

Kredietstress ontstaat meestal wanneer deze twee cycli elkaar negatief versterken – wanneer de hefboomfinanciering blijft toenemen terwijl de groei vertraagt en het beleid minder ondersteunend wordt.

Het raamwerk is bewust aan het begin van het proces. **Wanbetalingen, downgrades en gedwongen verkopen zijn typisch laatcyclische gevolgen**; tegen de tijd dat ze duidelijk zijn, is de prijssherziening vaak al gebeurd. **De meer bruikbare signalen komen vaak eerder**: het tempo en het doel van lenen, de acceptatiediscipline, herfinancieringskanalen en de manier waarop monetair beleid de foutmarge verandert.

Vanuit het oogpunt van de schuldcyclus kijken we naar hoe bedrijfsobligaties worden gebruikt – niet alleen hoeveel er is. Kredietverlening voor onroerend goed (langlopend en rentegevoelig), leningen van niet-financiële ondernemingen (investeringen versus financiële instrumentering), groei van het consumentenkrediet (gevoeligheid van huishoudens) en leveraged M&A (een gedragssignaal) helpen onthullen of veerkracht wordt herbouwd of stiltejes wordt uitgegeven. We houden ook de omvang van de kredietverstrekking door banken en kapitaalmarkten in de gaten, omdat cycli worden versterkt als financiering overvloedig blijft, zelfs als structuren verzwakken.

Vanuit het oogpunt van de **bedrijfs cyclus** richten we ons op de voorwaarden die bepalen of schulden gemakkelijk kunnen worden afbetaald en geherfinancierd: groeimomentum, dynamiek van de arbeidsmarkt, inflatie en beleid van de centrale banken. Dit geeft vorm aan inkomsten, marges en financieringskosten en bepaalt uiteindelijk hoe gemakkelijk schulden kunnen worden afgelost en geherfinancierd. Zelfs gematigde schuld niveaus kunnen problematisch worden wanneer de groei vertraagt, de inflatiedruk toeneemt of de financieringsvoorwaarden strenger worden.

Deze stappen staan niet vast in de tijd. Ze kunnen lang aanhouden, ongelijkmatig overgaan of lijken om te keren. **Het doel is niet om het omslagpunt te noemen, maar om te herkennen wanneer het evenwicht tussen risico en compensatie verbetert en wanneer het steeds asymmetrischer wordt.**

De vier fasen kunnen als volgt worden samengevat:

1. Fase 1 – Reparatie en heropening:

Bedrijven hebben de neiging om hun hefboomfinanciering af te bouwen door aandelenkapitaal aan te trekken, activa te verkopen en kosten te besparen. Het wanbetalingspercentage is hoog en risico is zichtbaar en vaak ook geprijsd. De spreiding is hoog en spreads kunnen een buffer bieden, maar de liquiditeit kan nog steeds ongelijk zijn en emittenten kunnen verborgen kwetsbaarheden hebben.

1. Fase 2 –Herstel:

De groei keert terug, de winst herstelt zich, de uitgifte versnelt, de hefboomwerking stabiliseert en de volatiliteit neemt af. Met een dalende wanbetalingsratio en balansdiscipline is dit het gouden hangijzerscenario. Hier heeft risico meer te maken met zelfgenoegzaam gedrag en een stille verkleining van de foutenmarge.

1. Fase 3 –Expansie:

Risicobereidheid bij bedrijven keert terug. Hoewel de fundamentele factoren er nog steeds acceptabel uitzien, neemt de schuldgraad toe naarmate bedrijven meer uitgeven aan fusies & en enorme kapitaalinvesteringen, en naarmate het risicoacceptatieproces verzwakt. Met krappe waarderingen, lage wanbetalingspercentages en een minder ondersteunende beleidsachtergrond wordt het risico asymmetrisch: beperkte opwaartse risico's en grote gevoeligheid voor herfinancieringsvoorwaarden.

1. Fase 4 – Neergang:

Financieringsvoorwaarden worden strenger, winst en liquiditeit verslechteren, de leverage piekt, wanbetalingen stijgen en spreads worden snel opnieuw geprijsd. De resultaten worden bepaald door structuur, senioriteit en herstel.

2. Herstel

Bedrijven: groei keert terug, soepele kredietvoorwaarden
Centrale banken: neutraal
Beleggers: toenemend risico, instroom houdt aan

1. Reparatie

Bedrijven: schuldafbouw, stijgende wanbetalingspercentages, idiosyncratische risico's blijven hoog
Centrale banken: dovish
Beleggers: voorzichtige houding, stromen worden positief

Bron: Candriam



3. Expansie

Bedrijven: schuldgraad neemt toe. Snelle kredietgroei en lage wanbetalingspercentages. Kredietvoorwaarden verkrappen
Centrale banken: Hawkish worden
Beleggers: instaprisico, instroom houdt aan

4. Neergang

Bedrijven: winst verslechtert snel. De hefboomwerking neemt snel toe en de wanbetalingspercentages stijgen.
Beleggers: reageren traag
Beleggers: willen risico's afbouwen, maar worden beperkt door afnemende liquiditeit. Uitstroom.

Hoe Candriam bedrijfsobligaties door de cyclus heen beheert

Bij Candriam zien we kredietcyclusanalyse niet als een afzonderlijke activiteit, maar als **een contextlaag die een door de emittent geleid proces versterkt**. We gebruiken het om de kredietwaardigheid te stresstesten, risicobudgetten te kalibreren en ervoor te zorgen dat portefeuilles bestand zijn tegen verschuivingen die snel en meedogenloos kunnen zijn. Onze aanpak werkt op twee niveaus: **bottom-up analyse van de emittent** – "Wat is het risico dat we hebben?" – en een **top-down overlay van de cyclus** – "Is dit het moment in de cyclus waarop we het willen bezitten – en zo ja, op welke schaal en in welke structuur?"

Bottom-up: Kredietadviezen op basis van cyclusrisico

Bottom-up onderzoek is de belangrijkste stap in ons beleggingsproces. Onze analisten geven een interne kredietaanbeveling voor elke emittent op basis van een beoordeling van zijn bedrijfsprofiel, zijn financiële profiel en de gebeurtenisrisico's die hem omringen. ESG-criteria worden in deze analyse geïntegreerd omdat ze een wezenlijke invloed kunnen hebben op de duurzaamheid van de kasstroom, de toegang tot kapitaal en het bestuursgedrag – vooral wanneer de omstandigheden verslechteren.

Het cyclusrisico is ingebed in deze analyse. Analisten richten zich op herfinancieringsbehoeften, het looptijdprofiel van schulden, liquiditeitsbuffers en de veerkracht van de vrije kasstroom onder minder gunstige omstandigheden. Ze onderzoeken managementincentives en mogelijke acties onder stress, omdat het risico op gebeurtenissen vaak sneller gaat wanneer de foutenmarge kleiner wordt. De structuur

op emissieniveau – senioriteit, convenanten, callkenmerken en vooruitzichten op herstel – wordt juist kritisch wanneer de omstandigheden veranderen.

Voordat ze een definitieve aanbeveling doen, evalueren analisten het risico om in de huidige fase te opereren – en het risico om over te stappen naar een minder ondersteunende fase. Het doel is niet om te voorspellen op welke dag de cyclus keert. Het is de neerwaartse risico's op voorhand verzekeren, een veiligheidsmarge in de fundamenteën en structuur eisen, en weglopen wanneer het rendement afhangt van veronderstellingen die alleen gelden in perfecte omstandigheden.

Top-down overlay: Risico's beheren, geen pieken oproepen

Onze top-down overlay analyseert de macro-economische omstandigheden en de bredere kredietomgeving aan de hand van marktfundamentals, waarderingen en technische gegevens. Dit helpt om een samenhangend beeld te krijgen van waar de compensatie verbetert en waar ze dunner wordt.

We vertalen de macro-economische achtergrond – groei, inflatie en de beleidskoers – naar een beoordeling van de financiële voorwaarden. Het kredietteam interpreteert vervolgens de implicaties voor het spreadrisico in verschillende regio's en ratings, waarbij fundamenteën, waarderingen, sentiment en technische gegevens worden geïntegreerd. Ons doel is niet om een mechanisch signaal af te geven, maar om een duidelijke risicoboodschap af te geven die de portefeuilleconstructie ondersteunt.

Omdat regimeveranderingen snel en meedogenloos kunnen zijn, **streven we ernaar het risico geleidelijk aan te passen naarmate de asymmetrie toeneemt**. Omdat regimeveranderingen snel en meedogenloos kunnen zijn, streven we ernaar het risico geleidelijk aan te passen naarmate de asymmetrie toeneemt. Dat kan betekenen dat men winst moet nemen als de spreads hun werk hebben gedaan, dat je de kwaliteit moet verbeteren als de foutmarge kleiner wordt en dat men genoeg liquiditeit moet aanhouden om gedwongen verkopen te voorkomen. **Bij bedrijfsobligaties hebben kansen de neiging zich voor te doen wanneer anderen beperkingen ondervinden. Een gedisciplineerd cycluskader houdt een portefeuille onbeperkt.**

Tegendraads zijn wanneer het telt: Portefeuillehouding over de hele cyclus

Tegendraads zijn bij bedrijfsobligaties gaat niet over het permanent vermijden van risico. Het gaat om het hebben van risico wanneer het loont om het te hebben –en om voorzichtig te zijn wanneer de markt de illusie van veiligheid biedt tegen de prijs van onvoldoende spreiding.

Onze portefeuillesamenstelling evolueert met risicocompensatie doorheen de vier fases.

- **Fase 1 – Reparatie en heropening**

Bedrijven gaan meer rekening houden met hun obligatiehouders. We zijn op zoek naar bedrijfsobligaties met afbouw van schuld waar de spreads nog een buffer bieden. **De focus ligt op selectiviteit:** emittenten met geloofwaardig balansherstel, sterke liquiditeit en herfinancieringsmogelijkheden. **Het doel is om risico toe te voegen met discipline.**

- **Fase 2 – Herstel**

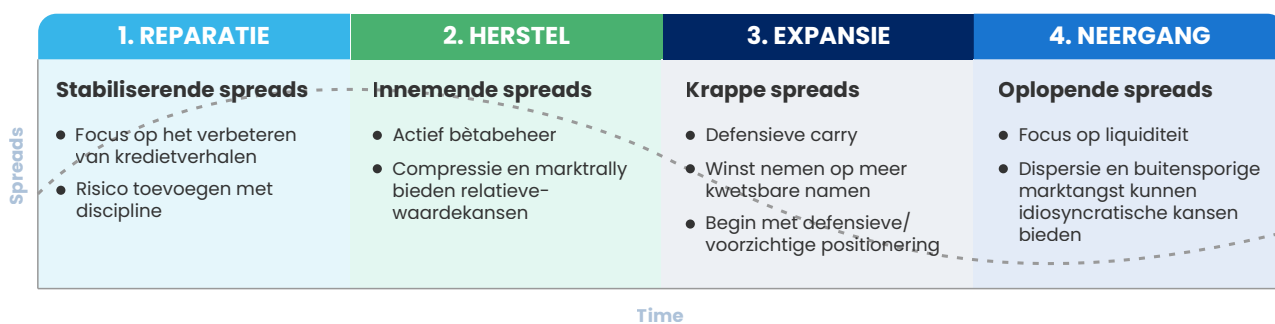
We **proberen de bèta** geleidelijk te verhogen, aangezien in deze fase de marktomstandigheden meer ondersteunend kunnen zijn voor het leveren van positieve rendementen. De grootte en structuur van posities worden belangrijk als de compensatie voor risicopremies afneemt. We willen carry oogsten zonder risicocontrole uit te besteden aan de markt.

- **Fase 3 – Expansie**

Onze positie is defensieve carry. We houden de potentiële excessen in het gedrag van bedrijven in de gaten: M&A met hefboomfinanciering, uitkeringen aan aandeelhouders, uitholling van convenanten en te veel risico's die aan boord worden genomen. Dit is het moment waarop discipline het minst in de mode is – en het meest waardevol. We geven de voorkeur aan sterke balansen boven marginale spread, verminderen de blootstelling aan bedrijfsobligaties die afhankelijk zijn van voortdurende toegang tot de markt en vermijden structuren met een slechte neerwaartse bescherming.

- **Fase 4 – Neergang.**

De resultaten in de portefeuille worden gedomineerd door liquiditeitsbeheer en beheer van neerwaartse risico's. We richten ons op het behouden van flexibiliteit, terwijl we bereid blijven om risico's selectief te herschikken als dislocaties kansen creëren. Wanneer de spreads groter worden dan de fundamentals rechtvaardigen, kan een goed voorbereide portefeuille het risico selectief herschikken – en tegendraads worden wanneer het risico zichtbaar is en geprijsd.



Source: Candriam



Bij Candriam **is het evenwicht tussen top-down- en bottom-upanalyse niet statisch; het beweegt mee met de kredietcyclus**. Wij hanteren beide perspectieven voortdurend parallel – emittentenonderzoek om het risico te definiëren dat wij in portefeuille hebben, en een macro- en cyclische invalshoek om te beoordelen of de markt ons daarvoor adequaat vergoedt. Bij de uiteindelijke portefeuilleconstructie bepaalt de fase van de cyclus echter welk perspectief zwaarder weegt.

In fases waarin de spreiding tussen emittenten groot is en uitkomsten sterk afhangen van het gedrag van emittenten en hun kapitaalstructuur, vormen bottom-upconvictie en effectenselectie de belangrijkste bron van differentiatie. Wanneer daarentegen de correlaties toenemen en prijsbewegingen worden gedomineerd door een brede herprijsing van risico, wordt top-down-discipline het anker – dat de beta, de liquiditeit en het totale risicobudget stuurt, terwijl we tegelijkertijd blijven zoeken naar idiosyncratische kansen.

In de praktijk betekent dit dat:

- **In de late expansiefase van de cyclus** – wanneer spreads krap zijn, overmatig optimisme kwetsbaarheden kan verhullen en de foutmarge kleiner wordt – **wij sterker de nadruk leggen op fundamentele bottom-upanalyse**: we geven prioriteit aan balansresistentie, herfinancieringsopties en structuren met neerwaartse bescherming om de portefeuille voor te bereiden op een mogelijke omslag in de cyclus.
- **Tijdens de reparatiefase**, wanneer spreads uitlopen en sterkere credits zich sneller herstellen, **leunen we opnieuw zwaar op bottom-upanalyse** om de emittenten te identificeren die het meest waarschijnlijk als eersten opnieuw toegang krijgen tot de markt en een herwaardering kennen.
- **In neergaande fases** bewegen spreads doorgaans meer uniform, waarbij liquiditeitsomstandigheden en regime-dynamiek de rendementen domineren; in dit geval **sturen top-downperspectieven de positionering van de portefeuille**, ook al kunnen zich selectieve, emittentspecifieke dislocaties voordoen.
- **De herstelperiode** wordt eveneens vaak gekenmerkt door een brede spreadcompressie en door beta-gedreven prestaties – waardoor **top-downbeheer van beta en risicokalibratie centraal staan** – terwijl het bottom-upwerk ervoor zorgt dat we carry kunnen realiseren zonder de veerkracht van de portefeuille in gevaar te brengen naarmate de marktomstandigheden evolueren.

Conclusie

Het tekenen van de vier stadia van de cyclus is zeker geen nieuw concept. Wat echter belangrijk is, is hoe de analyse van deze stadia wordt gebruikt. **De kredietcyclus is geen prognose; het is een kader voor risicobeheer.** Het laat zien wanneer liquiditeit overvloedig of fragiel is, wanneer hefboomwerking wordt beloond of slechts wordt getolereerd en wanneer de markt onzekerheid compenseert – of u beloont op basis van zelfgenoegzaamheid in de markt.

Bij Candriam benaderen we de cyclus zowel bottom-up als top-down, omdat kredietrisico zowel idiosyncratisch als systemisch is. We proberen te anticiperen op risico's – door herfinancieringskanalen, balansgedrag en de krimpende foutmarge onder de loep te nemen – in plaats van te voorspellen wanneer de cyclus omslaat. In een wereld waar overgangen abrupt kunnen zijn en waarschuwingen vaak subtiel, is voorbereiding belangrijker dan voorspelling.

Bij beleggen in bedrijfsobligaties is het beste moment om risico te beheren precies wanneer het onnodig voelt omdat de markten comfortabel lijken. Daarom staat ons proces in het teken van een snelle lezing van de cyclus, het voortdurend onderschrijven van neerwaartse risico's en het behouden van liquiditeit om te kunnen handelen wanneer anderen dat niet kunnen. We streven naar veerkrachtige kredietprestaties in cycli en het vermogen om stress in de markt om te zetten in kansen wanneer de compensatie terugkeert.

//

Het moment om het dak te repareren is als de zon schijnt

– John F. Kennedy

Om meer te weten te komen over onze strategieën:

[Bedrijfsobligaties / Candriam >](#)

Om te ontdekken hoe onze kredietteams het risico temmen:

[Tame Risk. Don't run from it. / Candriam >](#)



Ai generated image

Investeren in kredietmarkten brengt risico's met zich mee, waaronder het risico van kapitaalverlies.

BELANGRIJKE INFORMATIE

Dit document is een marketingcommunicatie. Dit document is uitsluitend bedoeld voor informatieve en educatieve doeleinden en kan de mening en eigendomsinformatie van Candriam bevatten, het vormt geen aanbod om financiële instrumenten te kopen of te verkopen, noch vormt het een beleggingsaanbeveling of bevestigt het enige vorm van transactie, behalve waar uitdrukkelijk overeengekomen. Hoewel Candriam de gegevens en bronnen in dit document zorgvuldig selecteert, kunnen fouten of weglatingen niet a priori worden uitgesloten. Candriam kan niet aansprakelijk worden gesteld voor directe of indirecte verliezen als gevolg van het gebruik van dit document. De intellectuele eigendomsrechten van Candriam moeten te allen tijde worden gerespecteerd, de inhoud van dit document mag niet worden gereproduceerd zonder voorafgaande schriftelijke toestemming.