

VOORZITTER

Alex Neve, Uninvest

DEELNEMERS

Panagiota Balfousia, Altis Investment Management

Gwennaële Bruning, Achmea Investment Management

Cord Hinrichs, Corestone Investment Management

Herman Slooijer, APG Asset Management

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

Philippe Vannerem, Quoniam Asset Management

Martijn Vijver, MN

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Quoniam Asset Management.*



# IN FIXED INCOME BLIJVEN ZICH MOGELIJKHEDEN VOORDOEN

Door Hans Amesz

Veel sectoren in fixed income zijn door de interventie van met name de ECB duur, bijvoorbeeld investment grade bedrijfsobligaties. Dat neemt echter niet weg dat er nog steeds kansen bestaan voor fixed income beleggers.



## Waar is nu sprake van ontwrichting in de fixed income markten?

**Panagiota Balfousia:** 'Ik zie, in termen van koopmogelijkheden, niet veel ontwrichting in de fixed income markten. Maar het is wel zaak heel voorzichtig te zijn met het inschatten van risico's.'

**Marthe Tuinstra:** 'Ik denk dat de sterke verstoring, veroorzaakt door de interventie van de Europese Centrale Bank (ECB), gevolgen heeft gehad voor met name vraag en aanbod in de fixed income markten. De rente is naar kunstmatig lage niveaus gedrukt, maar de spreads van swaps zijn bijvoorbeeld in Europa nog relatief hoog. Spreadniveaus van swaps worden veel minder bepaald door technische bijzonderheden en daarom laten zij de juiste prijsvorming van risico zien. Staatsobligaties en investment-grade credits zijn niet juist geprijsd: hiervoor moet te veel worden betaald.'

**Herman Slooijer:** 'Als gevolg van quantitative easing zijn nu heel wat sectoren duur. Investment-grade bedrijfsobligaties zijn bijvoorbeeld tamelijk aan de prijs. Ik denk dat er aan de total return kant nog steeds kansen bestaan in asset backed securities, onder andere omdat verzekeringsmaatschappijen die moeilijk kunnen kopen vanwege regelgeving. Leveraged loans in Europa zijn nog altijd attractief, zeker als je ze vergelijkt met die in de Verenigde Staten. Kortom, er doen zich altijd mogelijkheden voor.'

**Gwennaële Bruning:** 'De dispersie in credit- en andere markten is op dit moment erg laag. Het is echter een wijdverbreid misverstand dat dit klimaat geen kansen biedt voor de actieve belegger. Zo zijn obligaties die door de ECB worden opgekocht te duur. Ook hebben we dit jaar veel relative value opportuniteiten zien ontstaan tussen covered bonds en government-related bonds door de toegenomen

> **Alex Neve** is Director of Fixed Income bij Unigest. Neve heeft meer dan 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie. Hij startte zijn carrière binnen de institutionele verkoop en aandelenresearch. Hij werkte als belegger voor ING, ABN AMRO en Philips Pensioenfonds. Voor zijn komst naar Unigest Company in 2012, werkte Neve zes jaar voor Robeco als Head of Investment Specialists en was hij verantwoordelijk voor Productmanagement. Bij Unigest is hij verantwoordelijk voor alle fixed income beleggingen en (rente-, inflatie- en valuta-) overlays van de aangesloten Unilever pensioenfondsen. Neve heeft een MSc in Macro-Economie en is een CEFA Charterholder.





> **Panagiota Balfousia, CFA, FRM** is Senior Portefeuille Manager binnen Altis Investment Management, met een focus op vastrentende waarden. Ze is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van externe vermogensbeheerders alsmede voor de asset allocation binnen Global High Yield Bonds, Senior Secured Loans en Investment Grade Credit. Balfousia is werkzaam in Zwitserland als managerselectie-specialist sinds 2011. Hiervoor was ze econoom. Ze heeft een mastertitel in Policy Analysis and Economics en een postuniversitair certificaat in Mathematics.

swap spread volatility. En zo kunnen we nog wel een tijdje doorgaan.'

### Blijft de rente voorsnog zo laag, of zal die gaan stijgen?

**Slooijs:** 'Het voorspellen van de renteontwikkeling is, zeker op de lange termijn, eigenlijk nauwelijks te doen. Ooit gaat de rente weer omhoog, maar wanneer weet niemand. Daar moeten we mee leven.'

**Martijn Vijver:** 'Je moet inderdaad uiterst terughoudend zijn met het doen van rentevoorspellingen.'

**Philippe Vannerem:** 'Persoonlijk vind ik dat centrale banken extreem voorzichtig geweest zijn om de rente te laten stijgen, waarschijnlijk met de bedoeling zwakke groei niet te onderdrukken. Mocht de rente nu sterk omhooggaan, dan kan dat ernstige gevolgen hebben voor de economie en voor bedrijven die relatief veel geleend hebben. Aangezien de prijzen van goederen en ook lonen niet stijgen, is het niet waarschijnlijk dat de rente op middellange termijn snel zal stijgen.'

**Balfousia:** 'In de meeste ontwikkelde markteconomieën blijft de inflatie rond of beneden het streefcijfer. Als de inflatie toeneemt, zullen de centrale banken daarop moeten reageren

en de rente verhogen. Voorlopig. Wat zij in het vooruitzicht stellen en het tempo waarin zij de rente verhogen, zullen bepalend zijn in termen van marktimpact.'

**Bruning:** 'En zelfs als ook in Europa begonnen wordt met enige tapering, betekent dat niet noodzakelijkerwijs dat de rente snel gaat stijgen. QE (quantitative easing) heeft een positief effect op groei en inflatie. Het is niet onlogisch om in een wereld zonder QE ook een lagere groei en een (nog) lagere inflatie te verwachten. Verder zijn de lage rentes ook een gevolg van demografische veranderingen.'

### Neemt het risico op meer faillissementen toe of niet?

**Bruning:** 'De liquiditeit van ondernemingen is over het algemeen uitstekend. Op de korte tot middellange termijn verwachten wij geen stijging van het aantal faillissementen.'

**Cord Hinrichs:** 'Europese en Amerikaanse ondernemingen laten behoorlijk gezonde winsten en rentedekkingratio's zien. Voor de nabije toekomst zie ik geen toename van faillissementsrisico. Wellicht over twee of drie kwartalen.'

**Tuinstra:** 'Volgens Moody's was de default rate van high yield in de Verenigde Staten in juni 3,3 procent. Dat is beneden het historisch gemiddelde en tegen het einde van dit jaar wordt uitgegaan van 2,5 procent en in 2018 van een nog lager percentage. Voor Europa wordt voor het eind van dit jaar een default rate van rond de 2 procent verwacht. Beide markten laten daarmee een positieve ontwikkeling zien.'

### Met welke politieke risico's moet rekening worden gehouden?

**Hinrichs:** 'Het grootste politieke risico wordt gevormd door de Verenigde Staten, en met name door president Trump en de Federal Reserve. Alles hangt af van de Verenigde Staten, in termen van handelspolitiek, begrotingspolitiek en beloofde belastingverlaging. Als de toekomst anders uitpakt dan verwacht, zullen veel beleggers teleurgesteld raken en verliezen moeten nemen als de markt zich aanpast aan de nieuwe





realiteit. Dit zou grote onttrekkingen kunnen veroorzaken, met name uit passieve strategieën, die dan op zichzelf weer een grote dislocatie of verstoring van de markt tot gevolg kunnen hebben die groter kan zijn dan mensen nu verwachten.'

**Slooijer:** 'Ik denk dat de politieke risico's zijn afgenomen. Trump zal niet snel aangeklaagd worden en de financiële markten lijken tevreden met hem te zijn. Er zijn natuurlijk nog wel politieke risico's, in Italië bijvoorbeeld, waar het financiële systeem niet erg goed is. Daarnaast bestaat er geopolitiek risico in Rusland vanwege de olieprijs en terroristische acties.'

**Tuinstra:** 'Zolang er zich geen eurocrisis ontwikkelt, lijkt de impact van de huidige politieke risico's laag.'

**Slooijer:** 'Dat risico is afgenomen na de Franse verkiezingen.'

**Bruning:** 'Het politieke risico is inderdaad laag op dit moment. Verkiezingen in Duitsland lijken voor Merkel op een duidelijke overwinning uit te lopen. Wel houden wij Italië goed in de gaten. Op Griekenland na is Italië de meest langzaam groeiende economie in Europa en de werkloosheid is heel hoog, met name onder jonge mensen. Er is dan ook veel anti-EU-sentiment. Italianen voelen zich ook behoorlijk in de steek gelaten door de rest van Europa in de vluchtelingen crisis. Verkiezingen vinden echter pas volgend jaar plaats. Zo ver denken de financiële markten niet vooruit.'

**Balfousia:** 'Er zijn nogal wat politieke risico's in Europa. Rond de Brexit heerst bijvoorbeeld veel onzekerheid.'

**Vijver:** 'We hebben het nu vooral over de ontwikkelde markten, maar ook in opkomende landen, zoals bijvoorbeeld Brazilië en Argentinië, zorgt politiek risico voor onzekerheid en daarmee volatiliteit.'

### Zijn de huidige lage tracking errors van credit portfolio's een goede of slechte zaak?

**Bruning:** 'De tracking errors zijn laag omdat de marktvolatiliteit laag is. Voor mij betekent een lage tracking error nu dat de

portefeuilles goed gespreid zijn. Te veel nadruk op tracking error kan leiden tot perverse prikkels om meer risico in de portefeuille op te nemen.'

**Hinrichs:** 'Wij zijn niet bezorgd over lage tracking errors, omdat dit een weerspiegeling is van de huidige marktomstandigheden. Ik zou wel zorgen hebben als de tracking errors op hetzelfde niveau zouden liggen als in de jaren negentig, want dat zou inhouden dat de managers nu hogere risico's nemen, waar ze niet voor zijn ingehuurd.'

**Tuinstra:** 'Lage tracking errors betekenen een lage volatiliteit in de markt. De VIX heeft recent het laagste niveau behaald in 22 jaar. Dit is geen juiste reflectie van de onderliggende risico's. In die zin is het een slechte zaak. Een gemiddelde volatiliteit is evenwichtiger.'

**Slooijer:** 'Een lage tracking error heeft alles te maken met lage volatiliteit. Maar in een low volatility environment kan ook verdiend worden, en wel door actief te beleggen. Ik denk dat het een misvatting is dat passief beleggen ervoor zorgt dat je het rendement van de index krijgt, als het gaat om fixed income.'

### Is passief beleggen in fixed income wenselijk?

**Hinrichs:** 'Passief beleggen in fixed income is buitengewoon moeilijk. De indices zijn zeer gecompliceerd. Als je passief in een fixed income index belegt, ben je zwaar overwogen in bedrijven met heel veel schulden. Indexbeleggen aan de aandelenkant is meer voor de hand liggend dan indexbeleggen aan de fixed income kant.'

**Vannerem:** 'Fixed income benchmarks worden gekenmerkt door veel problemen die equity benchmarks niet kennen. Er zijn bijvoorbeeld concentratierisico's in sectoren en emittenten. Iedereen weet hoe groot het aandeel van financials in de index is. Er is ook een probleem met liquiditeit: je wilt immers inschrijven op nieuwe uitgaven van obligaties, ze evalueren in de primaire markt en nagaan of ze op lange termijn in je portfolio passen. Kortom, je moet nogal wat beslissingen nemen die je benchmark niet neemt.'



> **Gwennaële Bruning** is sinds 2014 manager van het Credit Team van Achmea IM. Van 2009 tot 2014 werkte zij bij Achmea Groep. In deze rol was zij verantwoordelijk voor de vastrentende beleggingen van de verzekeringsmaatschappijen van Achmea. Van 2008 tot 2009 was Bruning verantwoordelijk voor de (LDI)-portefeuilles van de fiduciaire klanten van AXA Investment Managers. Zij begon haar carrière in 1999 bij NN Investment Partners als Investment Manager Structured Products. Vanaf 2003 heeft zij de afdeling Strategisch Advies opgezet en geleid. Bruning heeft economie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam en is CFA Charterholder.



> **Cord Hinrichs** is Head Asset Allocation bij Corestone Investment Managers. Daarvoor werkte hij voor Suva, de Zwitserse nationale schadeverzekeringsmaatschappij. Hinrichs heeft meer dan 15 jaar ervaring in het onderzoeken en modelleren van de financiële markten en heeft meerdere posities als senior econoom bij Feri, een erkend macro- en fondsonderzoeksinstituut en als docent aan de Universiteit van Heidelberg en de Schiller International University in Duitsland. Hij is gepromoveerd in de economie aan de Universiteit van Heidelberg en heeft ook twee masterdiploma's in de economie van de Universiteit van Heidelberg en de Universiteit van Delaware.

**Vijver:** 'Je kunt passief beleggen, maar je moet heel zorgvuldig bekijken wat je dan krijgt en of je vanwege liquiditeit alles wel in voldoende mate kunt kopen. Wij proberen onze benchmarks aan te passen aan de wensen en doelstellingen van onze klanten, zodat zaken als ESG integraal meegenomen worden.'

**Bruning:** 'Passief beleggen in de creditmarkten is zeker mogelijk, maar actieve managers hebben over het algemeen outperformance laten zien en passieve managers underperformance, zelfs met securities lending. Dit komt omdat beleggen binnen credit geen zero-sum game is. Bovendien is passief beleggen erg duur. De jaarlijkse turnover ligt nu rond de 25 procent. Dit betekent dat er veel obligaties gekocht en verkocht moeten worden om de benchmark te blijven volgen, terwijl credits niet heel liquide zijn en de transactiekosten hoog.'

### Zijn ETFs providers van liquiditeit?

**Hinrichs:** 'Vandaag de dag schijnen zij een leverancier van liquiditeit te zijn omdat er veel geld instroomt, maar dat kan snel veranderen. De reden is dat ETFs oplossingen of producten zijn die aan de oppervlakte in liquiditeit voorzien, maar de onderliggende assets voorzien daar niet altijd in. High yield is het beste voorbeeld. Deze mismatch van liquiditeit wordt door nogal wat beleggers niet gezien, het ontbreekt hen aan tijd of kennis dit te doorgronden. We weten eigenlijk niet hoe de enorme hoeveelheid geld die in zeer liquide passieve oplossingen zit, zich zal gedragen als er een marktcorrectie plaatsvindt. Dit is zorgwekkend en heeft continu onze aandacht.'

**Slooijer:** 'Als er een massale outflow uit ETFs komt, kan de markt - denk ik - in grote moeilijkheden komen, omdat er alleen maar verkopers zijn. Om een voorbeeld te noemen: een paar maanden geleden ging in de Investment Grade Utility Index in de Verenigde Staten de minimale omvang van emissies omhoog van 250 naar 300 miljoen dollar. Daardoor verdwenen nogal wat obligaties uit de index. Passieve managers belden hun broker en zeiden: 'Geef me een prijs voor deze stukken, het maakt niet echt uit wat de prijs is, want wij willen van de stukken af.' Dat is geen natuurlijke manier van

investeren, gewoon doen wat de index je voorhoudt. Dit neemt niet weg dat er een rol voor ETFs is weggelegd; ze hebben additionele liquiditeit gecreëerd.'

**Tuinstra:** 'We maken geen gebruik van ETFs binnen credits, omdat we juist selectief willen zijn. Er is natuurlijk een reden waarom de ETF-markt in fixed income klein is vergeleken met die in aandelen. We richten ons nu bijvoorbeeld op Europese bankleningen, waar ETFs niet bestaan.'

**Vijver:** 'Wij zijn ook geen voorstander van het strategisch gebruik van fixed income ETFs in de portefeuilles van onze opdrachtgevers. Fixed income ETFs hanteren vaak een afwijkende benchmark en daarnaast zijn ze ook niet per se goedkoper dan de huidige beheer-fees die wij betalen voor de portefeuilles.'

### Hoe belangrijk is schaal/omvang in de wereld van fixed income?

**Slooijer:** 'Omvang wordt steeds belangrijker in de fixed income wereld omdat - denk ik - de intermediaire rol van de banken afneemt. Als je groot bent, kun je je eigen mogelijkheden creëren omdat je direct toegang tot ondernemingen hebt die geld nodig hebben. Je kunt zaken kopen die voorheen op de bankbalansen stonden. In de primaire markten probeert de sell side uit te vinden op welke condities zij een obligatie kunnen plaatsen bij de buy side. Je kunt niet iedereen bellen, daarom bel je de grotere beleggers.'

**Vijver:** 'Als je groot bent, is het ook makkelijker om met alle veranderingen in regelgeving, zoals Dodd-Frank, EMIR en MiFID II, om te gaan.'

**Balfousia:** 'Er is ook een andere kant. Als je alpha wilt, moet je gemakkelijk bestuurbaar zijn en dan kan je niet heel erg groot zijn. Als je heel groot bent, kun je nog altijd alpha genereren door markttiming in liquide markten, maar alpha halen uit aandelselectie wordt moeilijker.'

**Slooijer:** 'Kan dat aangetoond worden met resultaten? Ik denk dat de grote managers ook de beste resultaten boeken. Er zijn natuurlijk veel manieren om waarde toe te voegen.'

**Tuinstra:** 'Grote passieve managers kunnen opereren tegen lagere kosten. Als we selectief willen kopen, zoeken we actieve managers die niet tot de grootste behoren, want dan kunnen zij juist niet selectief zijn.'

### Waarom maakt factor investing in fixed income minder furore dan factor investing in aandelen?

**Vannerem:** 'In de academische literatuur bestaat veel minder consensus over factor investing in fixed income dan in aandelen. Bijvoorbeeld: een ondergewaardeerd aandeel met solide fundamentals is een kandidaat voor factor investing, maar een goedkope obligatie in fixed income betekent ook meestal een hoog kredietrisico en dat is niet noodzakelijkerwijs iets wat je moet hebben in je portefeuille. Zo bezien is er geen sprake van een golf van factor investing in fixed income. Toch pleiten wij ervoor dat er ook in fixed income een aantal systematische argumenten zijn waarom je selectief bepaalde obligaties koopt en andere weer niet. Wij onderzoeken deze factoren specifiek voor creditsectoren en markten in een dynamisch proces om een investeringsbeslissing te nemen.'

**Slooijer:** 'Wij kijken nu ook naar factor investing, maar dat is geen alternatief voor passief beleggen. Misschien is dat het geval bij aandelen, hoewel ik dat betwijfel. Ik denk dat de strategieën die je met betrekking tot factor investing kunt ontwikkelen, complementair zijn aan traditionele fundamentele strategieën.'

**Bruning:** 'Een van de redenen dat factor investing in fixed income nog in de beginfase verkeert, is dat er, vergeleken met aandelen, maar weinig academische literatuur en data beschikbaar zijn. Ik denk dat factor investing in fixed income zinvol kan zijn. Value is bijvoorbeeld een belangrijke factor die bij credits waarde kan toevoegen. Een nadeel van een pure factorstrategie is dat het lastiger is het rendement te vergelijken met een benchmark.'

**Hinrichs:** 'Als ik een juiste benchmark kan vinden, laat ik het weten, maar eerlijk gezegd heb ik geen idee. Je neemt een actieve beslissing. Je kiest een strategie die is gevormd op een

## De dispersie in credit- en andere markten is op dit moment erg laag. Het is echter een wijdverbreid misverstand dat dit klimaat geen kansen biedt voor de actieve belegger.

systematische basis, wat in orde is. Maar hierdoor wordt niet de index gevolgd die je verondersteld wordt over een lange tijd te volgen. Als gevolg kan er een tracking error ontstaan en kan de portefeuille uit balans raken omdat er een mogelijke tilt is naar een bepaalde factor. Voor de duidelijkheid: factorbeleggen is een actieve, systematische strategie, die een actief risico geeft ten opzichte van de traditionele fixed income benchmarks.'

**Vannerem:** 'Onze ervaring met factor-driven, low-risk credit portfolio's is dat het belangrijk is om transparant te zijn; erover te communiceren hoe de portefeuille is geconstrueerd en in hoeverre er wordt afgeweken van de benchmark, bijvoorbeeld met behulp van risicogewogen in plaats van marktgewogen sectoren. Zolang je je aan je bouwstrategie houdt en uit kunt leggen waarom, kunnen klanten accepteren dat er grotere afwijkingen zijn van de benchmark.'

**Balfousia:** 'Het factorperspectief kan significante toegevoegde waarde opleveren in termen van de evaluatie van performance en het onderscheiden van alpha door structurele factorbets, ook in fixed income.'

**Slooijer:** 'Als ik het heb over factor investing in fixed income, gaat het meer over de selectie van emittenten. Welke emissies selecteer je op omvang en waarde en hoe kijk je tegen waarde aan? Is er sprake van een juiste spreiding of moet je corrigeren voor het risico? Dat is nogal ingewikkeld, omdat je alle noodzakelijke data moet verzamelen en dient na te gaan welke data bij welke obligatie horen. Er bestaat niet zoiets als een gemeenschappelijk geaccepteerde definitie over hoe je de

> **Herman Slooijer** is Managing Director Developed Markets Debt bij APG Asset Management. In die functie heeft Slooijer de algemene verantwoordelijkheid voor de beleggingsbeslissingen en het beleggingsproces van alle beleggingen in vastrentende waarden in de ontwikkelde markten binnen APG Asset Management. Het DMD team werkt vanuit twee locaties, Amsterdam en New York. Slooijer begon zijn carrière bij APG in 2005 en was in zijn 19-jarige carrière in het vastrentende veld voornamelijk actief in credits op zowel de Europese als de Amerikaanse markten. Hij studeerde in 1998 af in de Econometrie aan de Rijksuniversiteit Groningen. In 2002 werd hij CFA Charterholder.





> **Marthe Tuinstra** is sinds september 2015 werkzaam als Portfolio Manager Alternative Fixed Income binnen het External Mandates team van PGB Pensioendiensten (voorheen Timeos). Daarvoor bekleedde zij commerciële functies bij AXA Investment Managers (van september 2012 tot en met augustus 2015) en Goldman Sachs Asset Management (van november 2007 tot en met augustus 2012). Tuinstra heeft een Bachelor of Economics en een Master of Financial Economics behaald aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam.

beste factor kunt vinden om obligaties op te pikken die attractiever zijn dan andere obligaties.'

**Vannerem:** 'Het gaat, om het concreet in te vullen, meer om factoren voor de bottom-up selectie van bedrijven dan over timing van de belangrijkste marktfactoren in credits. Er worden veel kleine keuzes gemaakt, een selectie van obligaties die bijeen worden gevoegd, en dat is beter dan dat je probeert een visie te ontwikkelen over welke factor, bijvoorbeeld waarde of momentum, volgend jaar doorslaggevend is.'

**Tuinstra:** 'Wij doen op dit moment niet aan factor investing in fixed income. Het gaat om een nieuw terrein voor ons, dat we verder moeten analyseren. Wel werken we in onze portefeuille met dynamische balanssturing. De renteafdekking wordt bijgestuurd op basis van de huidige rentestand in de markt, en credits en aandelen worden bijgestuurd op basis van momentum en waarderingfactoren.'

### Welke rol spelen niet-financiële factoren als ESG (environment, social, governance) bij beleggen in fixed income?

**Hinrichs:** 'De laatste jaren zijn asset managers zich meer bewust geworden van het feit dat institutionele beleggers ESG

over het algemeen belangrijk vinden. Als je veronderstelt dat ondernemingen die geen gehoor geven aan ESG slechtere rendementen opleveren, dan is het rationeel ze uit te sluiten of managers te selecteren die dat actief doen. Als je naar de creditkant kijkt, moet je vaststellen dat credit in de kapitaalstructuur hoger staat dan aandelen. Als je dus ESG toepast bij aandelen, moet je dat bij het beleggen in bedrijven toepassen voor elke asset class. Aanvankelijk waren asset managers nogal terughoudend als het om ESG ging, maar vandaag de dag maakt het deel uit van hun beleggingsproces.'

**Slooijs:** 'Ik denk dat Nederland nu, internationaal gezien, op ESG-gebied voorloopt, maar over vijf jaar is ESG gewoon een, om het zo maar te noemen, gezondheidsfactor. Dan komt het erop neer hoe je een ESG-strategie implementeert. Het is vrij eenvoudig een lijst te maken en bepaalde ondernemingen uit te sluiten. Dat kan nadelig zijn voor je performance omdat je je beleggingsuniversum beperkt. Als je het meer impliciet doet, en engagement gebruikt om de performance van ondernemingen op het gebied van ESG te verbeteren, is dat zo langzamerhand noodzakelijk als je assets van pensioenfondsen wilt managen. Over vijf jaar is ESG waarschijnlijk volledig geïntegreerd in het beleggingsproces van pensioenfondsen.'

**Vijver:** 'Wat je ziet is dat ESG-factoren een explicietere rol hebben gekregen in het beleggingsproces van managers, iets wat wij overigens actief stimuleren en waar we ook op beoordelen. Daarnaast wordt, zoals eerder genoemd, ESG expliciet geïntegreerd in de productstrategie zodat deze beter aansluit bij de doelstelling.'

**Bruning:** 'Wij kijken naar bedrijven vanuit een middellange tot lange horizon. Veel van de bedrijven waarnaar wij kijken, worden geconfronteerd met grote uitdagingen op ESG-gebied. We kijken dan ook met een ESG-bril naar bedrijven om kredietrisico's te identificeren.'

### Wat is de rol van alternative fixed income?

**Tuinstra:** 'Wij beschouwen alternative fixed income als alle soorten van fixed income die geen deel uitmaken van onze matchingportefeuilles. Dus geen staats- of inflatiegerelateerde





obligaties en geen Europese investment grade credits. In 2014 besloten wij in alternative fixed income te gaan beleggen, omdat dit naast onze matching- en aandelenportefeuilles diversificatie kan opleveren en een aantrekkelijke kredietpremie en in sommige gevallen illiquiditeitspremie. In de eerste plaats hebben we gekeken naar het verwachte netto rendement gecorrigeerd voor risico's en kosten en in de tweede plaats naar het verbruik van ons VEV-budget. Daaruit kwamen onder andere bankleningen en direct lending naar voren, welke we nu implementeren.'

**Vijver:** 'Wij hanteren geen formele definitie voor alternative fixed income. Je kunt bijvoorbeeld denken aan private debt. Dit kunnen overigens zowel investment grade als below investment grade obligaties zijn.'

**Sloojer:** 'Wij beschikken over een relatief groot team en beleggen rechtstreeks in bijvoorbeeld leveraged loans. Wij beschouwen ze als traditioneel, hoewel we weten dat de buitenwereld er het etiket alternative fixed income aan hangt. Wij geloven dat de risicofactor in leningen credit risk is en als je een bedrijf moet analyseren omdat het een obligatie of een lening uitgeeft, is het risico op zich hetzelfde. Wij kijken dus naar de risicofactoren om te bepalen of het om een alternatief gaat en vervolgens kijken we naar de illiquiditeits- of liquiditeitsfactor. Distressed en nonperforming loans beschouwen wij ook als alternatief. Kortom, het is allemaal nogal gecompliceerd en daarom noemen wij het alternatief. Over het algemeen moet je vooral bij fixed income voorzichtig zijn om dingen in hokjes te plaatsen.'

### Welke rol speelt alternative fixed income in de portefeuilles van pensioenfondsen?

**Hinrichs:** 'De meeste beleggers zijn geobsedeerd door liquiditeit. De portefeuille moet op elk moment liquide zijn, dus mag er bijvoorbeeld alleen maar in liquide staatsobligaties belegd worden. Toen in 2008 de crisis uitbrak, bleek plotseling dat deze liquide assets alleen met een enorme korting verkocht konden worden. Een deel van de portefeuille van een pensioenfonds kan bestaan uit illiquide assets, omdat die een illiquiditeitspremie kennen. Dit is geen probleem, omdat de

## Over vijf jaar is ESG waarschijnlijk volledig geïntegreerd in het beleggingsproces van pensioenfondsen.

beleggingshorizon van pensioenfondsen extreem lang is. Het is wel de vraag of pensioenbestuurders er emotioneel mee om kunnen gaan dat er illiquide assets in de beleggingsportefeuille zitten. Wat als er plotseling een ramp plaatsvindt, zal het pensioenfondsbestuur dan nog aan de langetermijnstrategie vasthouden of gaan verkopen? Informeren en communiceren met het pensioenfonds is belangrijk in z'n algemeenheid, maar nog belangrijker in dit geval, om dure en onnodige fouten te voorkomen.'

**Vannerem:** 'Wij stellen de vraag of beleggers zich genoeg zorgen maken over het feit dat alternative fixed income, zoals direct lending en hypotheekleningen, risicopremies hebben die op dit moment waarschijnlijk verkeerd geprijsd zijn. Wat gebeurt er als 'the shit hits the fan' en heel veel beleggers op hetzelfde moment naar de uitgang rennen? Zijn beleggers zich van deze risico's bewust?'

**Vijver:** 'Onze klanten hebben de grote financiële crisis meegemaakt, zijn heel voorzichtig en willen vooral belegd zijn in liquide en transparante, fysieke instrumenten boven synthetische constructies.'

**Sloojer:** 'Je moet precies weten waar je in belegt en welke compensatie bijvoorbeeld voor een illiquide belegging moet worden gegeven. Als je kunt kiezen tussen private en publieke schulden tegen dezelfde prijs, zou ik adviseren het publieke deel te kopen. Verder is het verstandig niet al je geld illiquide te beleggen, maar ik denk ook niet dat je alles liquide moet beleggen. Het gaat erom hoeveel rendement je kunt maken en hoe lang je beleggingshorizon is. Pensioenfondsen moeten natuurlijk profiteren van illiquiditeitspremies. Wellicht is

> **Philippe Vannerem, PhD**, werkt als Portfolio Manager in Fixed Income bij Quoniam Asset Management in Londen sinds 2014. Vannerem heeft meer dan 16 jaar ervaring in finance en kwantitatief onderzoek, met leidinggevende posities in Index, Portfolio en Risk Solutions bij Barclays Capital in Londen en in New Product Development bij MSCI Barra in Genève. Hij startte zijn carrière bij McKinsey&Company. Vannerem is opgeleid tot deeltjesfysicus; hij was postdoctorale research fellow aan CERN in Genève, na een doctoraat aan de Universiteit Freiburg in Duitsland (2001) en een master aan de Universiteit Gent in België (1997).







> **Martijn Vijver** is sinds januari 2013 werkzaam voor MN als Senior Fundmanager Fixed Income. Hij is verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van vermogensbeheerders voor de vastrentende waarden portefeuilles van opdrachtgevers op onder andere High Yield en EMD. Vijver heeft ruim 16 jaar ervaring en is werkzaam geweest bij Watson Wyatt (zowel in Nederland als de UK), Russell Investments (London), SAMCo (Shell) en Achmea. Hij studeerde af als econometrist aan de Rijksuniversiteit Groningen. Tevens is hij sinds 2004 CFA Charterholder.

private equity aantrekkelijk. Maar zoals gezegd: als je weet waarin je belegt, weet je ook hoe liquide of liever illiquide die belegging is en hoe je die moet managen.'

### Wat is de invloed van fintech op fixed income markten?

**Slooijer:** 'Het is voor ons nog te vroeg om daar een antwoord op te kunnen geven. Het is nog niet echt bewezen dat je met fintech goed zaken kunt afsluiten. Ik denk dat dat over vijf jaar wel het geval zal zijn. Het is hetzelfde als met crowdfunding: dat werkt totdat de helft van de markt geen leningen meer terugbetaalt. Je kunt argumenteren dat crowdfunding hielp bij het aantrekken van geld, maar misschien niet als het op terugbetalen aankomt. De primaire taak van banken is krediet geven aan mensen die daar behoefte aan hebben en de lening kunnen terugbetalen. Er gaat natuurlijk weleens wat mis, maar daarom betaal je rente. Banken kunnen hun zaken

efficiënter doen met fintech, maar, zoals gezegd, het is nog te vroeg om daar in detail iets over te zeggen.'

**Vijver:** 'De aandelenmarkt is veel verder wat betreft elektronische handel dan de bondmarkt, maar we zien wel wat initiatieven ontstaan op het gebied van best execution en het verzamelen van prijsinformatie vanaf de verschillende informatiebronnen. De FX-markt is verder dan de bondmarkt. MiFID II dwingt onder andere ook beleggers tot additionele transparantie.'

**Bruning:** 'Fixed income markten zijn transparanter geworden met de introductie van elektronisch handelen. Dat is natuurlijk goed. Door regulering, zoals MiFID II, zal het elektronisch handelen alleen maar toenemen. Verder zien we ook ontwikkelingen als all-to-all trading. Je handelt dan niet meer met een bank maar met een pensioenfonds, verzekeraar of asset manager. Potentieel kan dat de liquiditeit van de markt positief beïnvloeden.' «

## CONCLUSIE

Als gevolg van quantitative easing zijn nu heel wat sectoren in fixed income duur, bijvoorbeeld investment grade bedrijfsobligaties. Om de zwakke economische groei niet te onderdrukken, zijn centrale banken waarschijnlijk te terughoudend geweest om de rentes te laten stijgen. Aangezien de prijzen van goederen en ook lonen niet omhooggaan, is het onwaarschijnlijk dat de rente op middellange termijn snel zal stijgen. Voor zowel de Verenigde Staten als Europa wordt aangenomen dat op korte termijn geen sprake zal zijn van een toename van het aantal bedrijfsfaillissementen. De indruk bestaat dat de politieke risico's zijn afgenomen. Het grootste politieke risico wordt mogelijk gevormd door president Trump, de verkiezingen in Duitsland lijken op een duidelijke overwinning voor Bondskanselier Angela Merkel uit te lopen. Over de Brexit heerst nog wel veel onzekerheid. Tracking errors zijn laag

omdat de marktvolatiliteit laag is. Passief beleggen in fixed income is buitengewoon moeilijk en erg duur. Het is wel mogelijk, maar je moet heel zorgvuldig bekijken wat je dan krijgt en of je vanwege de liquiditeit alles wel in voldoende mate kunt kopen. Een van de redenen waarom factor investing in fixed income nog in de beginfase verkeert, is dat er - vergeleken met aandelen - maar weinig academische literatuur en data beschikbaar zijn. Het kan overigens wel zinvol zijn. ESG-factoren gaan een steeds grotere rol spelen bij beleggen in fixed income. Het is de vraag of beleggers zich genoeg zorgen maken over het feit dat alternative fixed income categorieën, zoals direct lending en hypotheek, risicopremies hebben die op dit moment verkeerd geprijsd zijn. Het is nog te vroeg om te kunnen bepalen wat de invloed van fintech op de fixed income markten is.