

VOORZITTER

Jelle Beenen,
Pensioenfonds Hoogovens (Tata Steel)

DEELNEMERS

Panagiota Balfousia, *Altis Investment Management*
Rinse Boersma, *Aegon Asset Management*
Martijn Hesterman, *Achmea Investment Management*
Michael Schiller, *Union Investment*
Leroy Tujeehut, *Delta Lloyd Asset Management*
Rob Vandenasse, *PineBridge Investments*
Daniel Widijanto, *ASR Vermogensbeheer*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Aegon Asset Management, Achmea Investment Management, Delta Lloyd Asset Management, PineBridge Investments en Union Investment.

Foto's: Ruben Eshuis Fotografie



CREDITS: KANS OP VOLATILITY SPIKES NEEMT TOE

Door Harry Geels

Tijdens de Ronde Tafel Credits gaat het vooral om de risico's van credits, zoals de afgenomen liquiditeit, het monetaire beleid en de Brexit. Kansen zijn er ook, bijvoorbeeld door de terugtrekking van banken.

Waar liggen de grootste kansen voor credits? Wat is de grootste bedreiging voor de obligatiemarkten? De deelnemers aan de Ronde Tafel delen hun mening voor de camera. Bekijk de video op www.financialinvestigator.nl/videos





Hoe zullen we de beleggingscategorie 'credits' definiëren?

Panagiota Balfousia: 'In de basis zijn credits contracten die bestaan uit schuldverplichtingen van leners aan uitleners. Beleggers in credits hebben exposure naar rente-, krediet-, liquiditeits- en herbeleggingsrisico. Vanuit het perspectief van de belegger zouden deze risico's beloofd moeten worden en aldus positieve rendementen moeten opleveren. Tegenwoordig hebben diverse credits negatieve yields. De vraag is of dit nog wel credits zijn. Wellicht worden credits niet meer puur gekocht voor de beloning van de genoemde risicobronnen, maar vanuit speculatie, valutakoers- of toezichtsoverwegingen.'

Rob Vandenassem: 'Als je kijkt naar de creditindices zien we ook dat bepaalde 'sovereigns' er deel van uitmaken, terwijl andere

weer ontbreken. Er is een verandering aan de gang: we spreken steeds minder over de creditmarkten, maar veeleer over de obligatie- of schuldmarkten. Risicovrij bestaat niet meer. Daarom zijn alle obligaties credits geworden.'

Daniel Widijanto: 'Alle obligaties met een spread zijn credits. Een voorshot op de discussie: de correlaties tussen bijna alle creditsegmenten zijn omhooggegaan.'

Michael Schiller: 'Er zijn ook allerlei hybride producten, zoals Coco's (contingent convertibles). Er is dus ook nog een grijs gebied.'

Widijanto: 'Ik denk dat deze producten ook credits zijn, maar dat ze zich wel kunnen gedragen als aandelen.'

> **Jelle Beenen** is Directeur Beleggingen (CIO) bij Pensioenfonds Hoogovens (Tata Steel). Hiervoor was hij Global Head of Alternatives Research bij Mercer Investments. Van 2010 tot 2013 was hij bij Mercer Investments Business Leader in de Benelux en in 2008 begon hij hier als Hoofd van de Financial Strategy Group in Nederland. Voorafgaand hieraan werkte Beenen bij PGGM Investments, ABN AMRO Bank en Rabobank International en daarvoor was hij op Imperial College in Londen werkzaam als wiskundig fysicus. Beenen behaalde ingenieurstitels in Wiskunde en Natuurkunde aan de Universiteit Twente en is gepromoveerd aan het Imperial College for Science & Technology in Londen.





> **Panagiota Balfousia, CFA FRM**, is 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 en Senior Secured Loans. Balfousia is werkzaam in Zwitserland als managerselectiespecialist sinds 2011. Hiervoor was ze econoom. Ze heeft een mastertitel in Policy Analysis and Economics en een postuniversitair certificaat in Mathematics.

Leroy Tujeehut: 'In de basis zijn er twee vormen van kapitaal: obligaties en aandelen. Bij obligaties is er een contract, bij aandelen is er sprake van eigendom. Alles wat geen eigendomsrechten heeft, behoort tot het domein van de obligaties. In dit domein bestaat er een heel spectrum van senior naar junior en hybride. In strikte zin zijn al deze obligatievormen credits.'

Martijn Hesterman: 'Mee eens, bij al deze producten is het startpunt dat het obligaties zijn, maar sommige kunnen omgezet worden in aandelen en kunnen zich daarom als aandelen gedragen, wellicht sneller dan menig belegger zich realiseert.'

Schiller: 'Ik trek de grens toch liever eerder: als een belegger zonder een 'default' van de emittent geld kan verliezen, zoals bijvoorbeeld bij Coco's, die kunnen worden omgezet in aandelen als bepaalde solvabiliteitsgrenzen worden doorbroken, is er geen sprake meer van pure credits.'

Wat opvalt is dat jullie als vertegenwoordigers van de 'sell side' de neiging hebben de definitie van credits zo ver mogelijk op te rekken, door bijvoorbeeld te stellen dat alles dat een contract heeft een credit is. Institutionele beleggers neigen vaak naar een engere definitie. Bij mijn pensioenfonds focust de creditportfolio zich op obligaties waar de pure creditspread de belangrijkste rendementsdrijver is, daarbij worden bijvoorbeeld investment grade-obligaties waar de rentecomponent belangrijk is of EMD uitgesloten.

Balfousia: 'Voordat de discussie al te academisch wordt, denk ik dat het ook belangrijk is vast te stellen welke rol credits in de portefeuille spelen. Credits kunnen dan in twee groepen opgedeeld worden. Ten eerste bedrijfsobligaties met een laag risico en een stabiele inkomensstroom die naast staatsleningen passen in een portefeuille die verplichtingen afdekt, ofwel onderdeel zijn van de matchingportfolio. Ten tweede bedrijfsobligaties met meer risico's, welke dan ook, die naast aandelen passen in een 'return portfolio'.

Dat is een mooi bruggetje naar de vraag hoe credits binnen de asset allocatie passen.

Hesterman: 'Investment grade-bedrijfsobligaties vallen bij de meeste van onze klanten in de matchingportfolio. Afhankelijk van de kredietwaardigheid kunnen ook hypotheekonderdelen van de matchingportefeuille uitmaken. Om de indexatiedoelstellingen te realiseren, moeten de meeste institutionele beleggers ook in risicovollere credits, zoals High Yield, en aandelen beleggen in de returnportefeuille.'

Rinse Boersma: 'Veel hangt af van hoe de klanten en hun doelstellingen, dekkingsgraden en verplichtingen eruitzien. Dat is het startpunt van iedere discussie over hoe de asset mix wordt vastgesteld. Voor credits is er, bijvoorbeeld vanuit het oogpunt van diversificatie, doorgaans in ieder type portefeuille een plaats.'

Vandenasse: 'In de VS lopen veel pensioenfondsen vanuit een LDI-gedachte flink achter op hun verplichtingen, waardoor ze een goed gespreid, risicovoller creditmandaat in een goed gebalanceerde portefeuille vooral inzetten om nog rendementen te kunnen halen.'

Widijanto: 'Ik denk dat een institutionele portefeuille theoretisch geheel uit credits kan bestaan, gezien de enorme diversiteit in de beleggingscategorie. Het beheren van een creditmandaat komt voor een belangrijk deel neer op het managen van de onderlinge correlaties. In de praktijk zal het bestuur of de toezichthouder een pure creditportefeuille niet toestaan. Maar het is een interessante gedachte. Overigens helpen de lage yields en hoge correlaties nu niet bij het onderbouwen van de casus 'het puur met credits te doen'. Het zal te weinig opleveren.'

Tujeehut: 'Institutionele beleggers hebben gezien de lage yields de neiging de risico's op te zoeken. De dekkingsgraden en solvabiliteitsposities bepalen hoeveel er naar de risicovollere credits kan worden gealloceerd. Bij het nemen van assetallocatiebeslissingen verandert momenteel de manier van denken. Vroeger zaten we vooral vast in de silobenadering: staatsobligaties, investment grade, high yield, EMD, aandelen, vastgoed et cetera. Nu worden veel meer (sub)categorieën ingezet, waaronder ook de publieke en private varianten van alle categorieën. En vervolgens

wordt de precieze indeling van de matrix aan mogelijkheden afgestemd op de actuele situatie en behoefte van iedere individuele klant. Een zekere flexibiliteit in het inzetten van alle beleggingscategorieën in het algemeen, en creditsegmenten in het bijzonder, is de sleutel om klantdoelen te realiseren en om passende oplossingen te bieden.'

Schiller: 'Het gaat niet alleen om het bouwen van een bepaald rendement-risicoprofiel, het monetaire beleid is nu ook belangrijke input bij de asset allocatie. Het is verstandig ook zakelijke waarden en reële assets in de portefeuille op te nemen. Die hebben in potentie een betere dekking van het inflatierisico, een reëel gevaar van het huidige beleid. De meeste nominale obligaties bieden geen inflatiebescherming (zoals inflatie-beschermde obligaties zouden doen).'

Vandenassem: 'Het probleem in de huidige verstoorde markten is dat correlaties tussen alle beleggingscategorieën, niet alleen de diverse creditsegmenten, allemaal naar 1 neigen te gaan. Alles lijkt dezelfde 'trade' te zijn. We moeten zoveel mogelijk onze horizon verbreden, daaronder valt ook zoveel mogelijk flexibiliteit in de asset allocatie inbouwen.'

Ik verbaas me niet over jullie roep om flexibiliteit. Dat horen we vaker van vermogensbeheerders. De bestuurders van pensioenfondsen willen echter 'in control' zijn en die building blocks of silo's, zoals de verschillende (sub)categorieën worden genoemd, verschaffen die controle. Als jullie om flexibiliteit vragen, welke controlemechanismen kunnen jullie dan bieden? De klant wil weten wat jullie van plan zijn te doen.

Boersma: 'Flexibiliteit houdt niet meteen complexiteit in. Het is belangrijk dat cliënten weten welk mandaat ze precies aan een beheerder geven. Zij moeten dat aan de belanghebbenden en toezichhouders kunnen uitleggen. Er moeten verschillende 'trade-offs' worden gemaakt en die moeten duidelijk zijn. Gezien de verstoringen van de markt door de centrale banken zijn die nu belangrijker dan ooit. Uiteindelijk moet iedere institutionele belegger een goede waardepropositie aan zijn deelnemers kunnen bieden.'

> **Rinse Boersma** is vanaf 2005 werkzaam bij Aegon Asset Management en is Senior Portfolio Manager Fixed Income and Credits. Hiervoor was hij werkzaam bij ING Investment Management. Boersma studeerde Economie en Business aan de Universiteit van Groningen, en is sinds 2008 CFA charterholder.

Widijanto: 'Als je voor een silobenadering kiest, ligt het voor de hand die dan ook efficiënt in te vullen met indextrackers. Maar dat gaat een belegger niet noodzakelijkerwijs de extra rendementen bieden. Er moet een goed pensioen geleverd kunnen worden tegen een bepaald risicoprofiel. Om dat te bereiken, kan flexibiliteit nuttig zijn.'

Balfousia: 'Ik denk niet dat het steeds verder opschalen naar een 'unconstrained approach' de juiste weg is. Transparantie, verantwoordelijkheid en simpliciteit worden hier ingewisseld voor moeilijk beheersbare manager- en concentratierisico's. Het maakt het beoordelen en monitoren van beheerders bovendien lastiger. Het is beter flexibiliteit in te bouwen door meer subcategorieën toe te voegen en die met specialisten in te vullen.'

Vandenassem: 'De unconstrained benadering is oorspronkelijk ontstaan om renterisico's te kunnen verkleinen of uit te bannen. Als rentes omhoog zouden gaan, zou deze benadering een bescherming van de obligatieportefeuille kunnen bieden. Maar dan worden strategieën ingezet die hedge funds ook gebruiken. Dit gecombineerd met de teleurstellende resultaten van veel unconstrained beheerders heeft tot terughoudendheid jegens deze benadering geleid.'

Tujeehut: 'Er zijn inderdaad twee mogelijke niveaus van flexibiliteit: op allocatieniveau, of binnen iedere subcategorie op managerniveau. In de meeste gevallen is flexibiliteit op allocatieniveau meer in het belang van institutionele beleggers. Maar het hangt allemaal van de klantbehoefte af. We zien regelmatig dat klanten bijvoorbeeld zeggen: 'dit zijn drie building blocks, zorg binnen die blocks voor de beste solvabiliteitsoplossing.'

Hesterman: 'Het hangt ook van de schaalgrootte van de klant af. Een klein pensioenfonds kan waarschijnlijk niet zelf met de flexibiliteit op allocatieniveau uit de voeten. Daar wordt vaak een fiduciaire beheerder ingeschakeld. Het is de taak van de fiduciair beheerder om de klant te begeleiden bij het maken van de afweging tussen 'in control' zijn en flexibiliteit in het beleggingsmandaat.'





> **Martijn Hesterman** is Lead Portfolio Manager Credits bij Achmea Investment Management. Hij begon in 2006 zijn carrière bij een voorloper van het huidige Achmea Investment Management als Portfolio Manager Credits. Na ruim vijf jaar vertrok hij naar NN Investment Partners, waar hij zich vooral bezighield met leningen. Na een kleine vier jaar bij NN IP keerde Hesterman begin dit jaar terug bij Achmea als Lead Portfolio Manager Credits. Hij is daar eindverantwoordelijk voor de actieve credit strategie ter grootte van zeven miljard euro.

Hoe zou de asset allocatie binnen het creditsegment eruit kunnen zien? Kunnen er verschillende creditstrategieën worden ingezet? Private of publieke credits? Factorbeleggen? En kunnen die allemaal bij een of enkele beheerders worden neergelegd?

Widijanto: 'Als er veel met kwantitatieve strategieën wordt gewerkt, is het belangrijk dat er diversificatie in verschillende methodieken wordt gerealiseerd. Ik geloof niet in enkele personen die veel strategieën tegelijkertijd uitvoeren. Ik zou eerst kiezen voor basale building blocks of kernportefeuilles met als aanvulling alpha-strategieën, bijvoorbeeld alternative credits en factorbeleggen.'

Boersma: 'We moeten inderdaad een mandaat niet afhankelijk maken van een of enkele personen. Het is belangrijk een stabiel proces te hebben. En dan maakt het niet zoveel uit of het een striktere building block-benadering is of een benadering met meer flexibiliteit, zolang het proces voor de lange termijn gewaarborgd is. Een ETF-benadering is niet te verkiezen. Credits vormen een asymmetrische beleggingscategorie, met de 'upside' van de coupon en de 'downside' van de nominale waarde van de obligatie. Een actief beleid om de slechte namen met kans op een downside te vermijden is belangrijk, nu meer dan ooit, door alle verstoringen in de markt. Bovendien kunnen illiquide

beleggingscategorieën, zoals bijna alle obligatiesegmenten, niet liquide worden gemaakt met een ETF.'

Schiller: 'Het hangt van de doelstellingen af welke creditstrategieën kunnen worden ingezet. En welke rol de creditportefeuille speelt in de gehele portefeuille. Is het doel de 'carry', de 'roll-return' of de spreadreturn? Als een belegger kiest voor meerdere creditstrategieën is het belangrijk de correlaties daartussen goed te managen. In factorbeleggen voor credits geloven we niet echt. ETFs kunnen eigenlijk alleen ingezet worden bij een korte beleggingshorizon.'

Hesterman: 'Ik geloof dat factorstrategieën voor credits kunnen werken. Het is lastig die factoren te vinden, maar ze zijn er wel. Liquiditeit kan een issue zijn voor kwantitatieve strategieën. Daarmee moet rekening gehouden worden bij de implementatie. Gezien de illiquiditeit van credits zijn ETFs problematisch.'

Vandenassem: 'Naast adviseurs die de asset allocatie doen, is het belangrijk per subsector specialisten te hebben. De trend is om meer flexibiliteit 'in-house' te hebben en je meer te richten op specifieke strategieën, zodat de belegger controle heeft en weet waar de risico's liggen. 'Bag the agg', zoals ze in de VS zeggen.'

Balfousia: 'Specialisten zijn vooral noodzakelijk in subsegmenten als high yield en EMD, met ingewikkelde marktstructuren en specifieke marktomstandigheden. Kwantitatieve regels hebben moeite hiermee om te gaan. Voor deze specifieke subsegmenten zijn kwantitatieve strategieën, waaronder ook factorbeleggen, minder zinvol.'

Hebben de opkoopprogramma's van de centrale banken - voor Europa het Corporate Sector Purchases Programme (CSPP) - de markt voor credits veranderd en zo ja, met welke gevolgen?

Boersma: 'We hebben de afgelopen decennia vele marktverstoringen gezien. Om de zoveel jaar hebben we weer een crisis. Het is altijd belangrijk dat je weet wat je koopt. De verstoringen geven ook mogelijkheden om extra rendement te maken. Grofweg een derde van onze mandaten betreft credits die worden gekocht door de ECB. De resterende twee derde krijgt waarschijnlijk een indirect effect.'



De kans op meer volatiliteit neemt met de verstoringen toe. Implementatie en risicomanagement zijn dan belangrijk.'

Hesterman: 'Het monetaire beleid heeft twee effecten: prijsverstoringen en minder liquiditeit. Op korte termijn is liquiditeit een probleem, maar op de lange termijn kan het monetaire beleid veel meer schade berokkenen. Zowel verstoringen als minder liquiditeit bieden overigens mogelijkheden om alpha te genereren. De mogelijkheden zijn momenteel zo groot dat we hier met onze long-only-strategieën prima mee uit de voeten kunnen.'

Vandenassem: 'Een ander aspect van het beleid is dat de centrale banken de facto de kredietcyclus faciliteren. Door het opkopen van bedrijfsobligaties worden bedrijven in staat gesteld goedkoper te lenen, waardoor ze minder snel failliet gaan. De vraag is hoe de kredietcyclus zal eindigen. Stoppen de centrale banken abrupt met opkopen of faseren ze het programma langzaam uit? Beleidsfouten zijn nu de grootste risico's.'

Widijanto: 'Daarom is risicomanagement erg belangrijk. De risico's zijn zeker bij obligaties met een lange duration groot. De vraag is hoe we ervoor zorgen dat bij eventuele schokken de portefeuilles van onze klanten nog steeds voldoen aan de doelstellingen. Strak ALM-beleid, cashflowmatching of short-duration-strategieën kunnen worden ingezet zodat een klant wat betreft zijn verplichtingen minder snel in de problemen komt. Eventuele volatiliteit moet zo min mogelijk pijn doen.'

Tujeehut: 'Op enig moment zal het beleid stoppen of uitgefaseerd worden. Dan moeten we in staat zijn de 'downside' zo goed mogelijk af te dekken. Bij een draai in het beleid worden overigens niet alleen de instrumenten van het CSPP beïnvloed: alle financiële instrumenten, wereldwijd, zullen worden getroffen.'

Boersma: 'Een verandering van beleid zal niet alleen credits treffen, maar inderdaad invloed hebben op de hele portefeuille. Ook de gehele asset allocatie moet hierop voorbereid zijn. Risicomanagement moet dus breed bezien worden, niet alleen op managerniveau.'

Schiller: 'Als het huidige beleid wordt stopgezet, betwijfel ik of er veel schuilplaatsen zullen zijn. Natuurlijk kan met actief beheer de schade wat worden beperkt. Een complicerende factor is ook dat door regelgeving de liquiditeit in de markt beperkter is geworden. Als iedereen naar de uitgang rent, kunnen grote problemen ontstaan. Het onderwerp liquiditeit moet met iedere klant goed worden doorgesproken. Een lange beleggingshorizon moet worden omarmd. Als er een tijdelijke onderperformance ontstaat, heeft het geen zin in paniek te raken. We moeten portefeuilles niet meer managen op basis van de resultaten van gisteren of afgelopen week. Beleggers moeten kunnen vasthouden aan de instrumenten waarin ze geloven.'

Tujeehut: 'In een nieuwe crisis zal het lastig schuilen zijn, maar er zullen altijd meer en minder liquide delen van de markt zijn. Het gaat niet alleen om liquiditeit om iets te kunnen verkopen, maar eventueel ook liquiditeit om iets uit te lenen of te repo'en. Er moet bovenal met de klant worden overlegd waar de eventuele liquiditeit in de portefeuille verwacht mag worden: in credits, sovereigns of in geldmarktfondsen? Een beheerder moet voorkomen dat hij in tijden van stress wordt geforceerd een illiquide strategie te liquideren.'

Balfousia: 'QE en CSPP gaan niet over de 'fundamentals' maar over de marktomstandigheden. Een lange beleggingshorizon en risicomanagement zijn de sleutels als de markt op slot gaat. Als de markt door een crisis tijdelijk verstoord raakt, kunnen ook interessante tradingopportuniteiten ontstaan. De kortere termijn is dus ook belangrijk voor het genereren van alpha. Dit moet in het beleggingsproces wel mogelijk worden gemaakt.'

Vandenassem: 'Als we terugkijken naar 2008, dan zien we dat de liquide strategieën het hardst werden geraakt. Daar kon nog een prijs voor worden afgegeven. Illiquide strategieën werden waarschijnlijk niet meer goed geprijsd, door gebrek aan liquiditeit. Bij de portefeuilleconstructie moet er een liquide deel zijn voor de liquiditeitsbehoeften. We moeten niet bevreesd zijn voor illiquide beleggingen, ze bieden op de lange termijn een liquiditeitspremie en vanwege hun waarderingseigenschappen een bescherming tegen volatiliteit.'

> **Michael Schiller** is sinds juli 2007 groepshoofd van de afdeling Bedrijfsobligaties en Senior Portfoliomanager bij Union Investment. Van 2001 tot 2007 was hij werkzaam bij Deutsche Asset Management (DeAM). Eerst was hij daar portfoliomanager voor bedrijfsobligaties, later Senior Portfoliomanager voor de aansturing en verkoop van mondiale kredietmandaten (op benchmark- en absolute return-niveau), inclusief (synthetische) CDO's. Zijn loopbaan begon Schiller in 1997 bij DZ Bank als marktspecialist voor de VS en de eurolanden. Na zijn opleiding als bankmedewerker studeerde hij Economie in Trier en Dublin met de nadruk op geld, krediet, valuta en econometrie. Schiller heeft de DVFA-opleiding voltooid en is CFA-charterholder.





> **Leroy Tujeehut** begon zijn loopbaan in 2002 bij Delta Lloyd Asset Management als Kwantitatief Analist. In 2005 maakte hij de overstap naar APG Asset Management om aan de slag te gaan als Portfoliomanager Convertibles en Multi Assets Mandates. Sinds 2010 is Tujeehut terug bij Delta Lloyd Asset Management als Senior Portfoliomanager Credits. Hij heeft een MSc in zowel Econometrie als Economie, beide behaald aan de Universiteit van Tilburg. Tujeehut is CFA charterholder en heeft een MBA.

We hebben het over monetaire beleidsfouten als een van de risico's. Zijn er meer risico's? En zijn credits überhaupt nog wel aantrekkelijk in portefeuillecontext?

Widijanto: 'Obligatiebeleggers moeten grosso modo in staat zijn goed te reageren wanneer de centrale banken terugtreden. Als het liquiditeitsrisico goed wordt gemanaged, kunnen credits een belangrijke rol blijven spelen in beleggingsportefeuilles. Faillissementsrisico's zijn flink afgenomen dankzij het beleid van de centrale banken. Hopelijk treden ze pas terug als het economisch beter gaat en bedrijven er fundamenteeler beter voor staan en faillissementsrisico's dus laag blijven.'

Balfousia: 'Het monetaire beleid is erop gericht om de economie, en in het kielzog daarvan inflatie, aan te zwengelen. Als dat beleid slaagt, en dat is ons basisscenario, voorzien wij geen grote problemen. Staartrisico's, zoals het mislukken van het beleid, zijn er natuurlijk altijd en die proberen we te beheersen door goede asset allocatie en managersselectie.'

Vandenassem: 'We denken dat de centrale banken met hun beleid doorgaan totdat de economische groei substantieel toeneemt. Beleidsfouten zijn een staartrisico, maar we hebben tevens gezien dat als beleidsmaatregelen fout uitpakken de centrale banken ook steeds weer herstelacties verrichten. En zolang schuld niveaus hoog blijven en groeien zal de rente laag en monetair beleid accommoderend blijven.'

Boersma: 'Centrale banken zijn een pad ingeslagen en ze realiseren zich goed dat ze daar ook niet zomaar weer van af kunnen wijken. Tot nu toe hebben ze vooral steeds stappen verder op de weg gezet. De kans op volatility spikes neemt wel toe, bijvoorbeeld als een nieuwe stap in de ogen van beleggers niet voldoende is. Als een belegger deze spikes aankan, een lange beleggingshorizon heeft en steeds het noodzakelijke kasgeld beschikbaar heeft, zullen markten niet slecht voor deze creditbeleggers zijn.'

Widijanto: 'Volatility spikes doen ook andere beleggers pijn. Sterker nog, aandelenmarkten zullen er nog meer last van hebben, want hier is de volatiliteit altijd nog hoger. Credits zijn

wat dat betreft een veiligere haven. Bovendien zijn de credit spreads, ondanks het CSPP, nog altijd iets hoger dan voor de kredietcrisis. Spreads kunnen dus nog steeds inkomen.'

Vormt de Brexit nog een staartrisico?

Boersma: 'Na de onverwachte uitslag van het Britse referendum hebben we een grote daling en een even groot herstel gezien. Voor het VK is er nog een lange weg te gaan voordat de Brexit een feit is. Uiteindelijk zal het negatief zijn voor het VK. Voor continentaal Europa zijn er ook gevolgen, maar die kunnen ook positief uitpakken.'

Vandenassem: 'Het VK heeft altijd een groot handelstekort gehad, maar dat kan door de daling van het pond weleens anders worden. De gevolgen voor continentaal Europa zijn nog onduidelijk. Hoe hard zal de rest van de EU hun eerder uitgesproken 'make them pay' spelen? Mijn eerste ingeving is dat het weleens beter voor het VK kan uitpakken en slechter voor continentaal Europa dan menigeen nu denkt.'

Tujeehut: 'De Brexit zou de politieke onzekerheid in Europa, met de groei in populariteit van populistische anti-Europa partijen, weleens kunnen vergroten. De creditmarkten hebben alleen op de korte termijn de gevolgen ondervonden. Op de lange termijn is het meer een politiek verhaal.'

Schiller: 'Het probleem is dat de EU het VK geen 'easy exit' kan geven, want anders krijgen andere landen de indruk dat ook zij gemakkelijk uit kunnen stappen. Maar dat is geen risico op de korte termijn. Op de lange termijn zal de Brexit geen gemakkelijk proces worden, met mogelijk negatieve gevolgen.'

De ECB speelt dus een cruciale rol. Kan politieke onrust nog roet in het eten gooien?

Boersma: 'Ik heb geloof in de onafhankelijkheid van de centrale banken. De ECB heeft de belangrijkste focus liggen op de stabiliteit van de euro en de inflatiedoelstelling van 2%. Ik verwacht niet dat zij zich zullen laten leiden door eventuele verkiezingen van populistische anti-Europa partijen.'

Hesterman: 'Ik hoop dat je gelijk krijgt! Wereldwijd gaat de mate van onafhankelijkheid van centrale banken niet de goede kant op. Voorbeelden dicht bij huis zijn Polen en Turkije. Als Trump gekozen wordt, zou dat ook gevolgen kunnen hebben voor de Fed.'

Schiller: 'Veel zal afhangen van de vraag of de populistische bewegingen groter worden. De Brexit kwam eigenlijk ook door populisme tot stand. Als landen als Duitsland of Frankrijk een populistische regering krijgen, zal de kritiek op de ECB veel opener en directer worden. Dat zou zomaar negatieve gevolgen kunnen hebben.'

Tujeehut: 'Ik zie niet snel een effect van eventuele populistische bewegingen op onze instituties. Die zijn, in tegenstelling tot veel opkomende markten, onafhankelijk en krachtig. Nu de gevolgen van de Brexit duidelijker worden, is het positief dat er ook weer tegenbewegingen ontstaan, bijvoorbeeld bewegingen die de Brexit weer ongedaan willen maken. Hét probleem voor Europa is dat alle noodzakelijke hervormingen langzaam gaan. We zitten daarom in een doormodderscenario, wat overigens op zich een goed klimaat is voor credits.'

Balfousia: 'Ik zou een onderscheid willen maken tussen populistische en extreme partijen. Als die laatste met acties komen, kan dat de ECB voor problemen stellen. Ik zie dit als een staartrisiko.'

Even genoeg over risico's. Zet de disintermediatie door en is dat een kans voor de creditmarkten?

Widijanto: 'Zolang de huidige regelgeving van kracht is, denk ik niet dat banken snel terug zullen komen. De creditmarkten moeten zich nog wel uitvinden, in de zin van hoe zij de liquiditeit kunnen vergroten. We hebben initiatieven op het gebied van Fintech en dark pools gezien. Als de markt het over een standaard eens kan worden, denk ik dat disintermediatie verder zal doorzetten.'

Boersma: 'Creditbeleggers moeten zich, net als de banken, aanpassen aan de nieuwe realiteit. De traditionele rol van brokers zal afnemen. Direct lending, bijvoorbeeld via leenplatforms, neemt al een snelle vlucht en daar verwacht ik nog meer van.'

Als de standaarden goed zijn, in termen van bijvoorbeeld informatieverstrekking, zijn er grote kansen voor beleggers.'

Tujeehut: 'Banken verstrekken liever korte financieringen. Het kan nog wel even duren voordat we het Amerikaanse model, met veel direct lending, werkend hebben. Een Europese kapitaalmarktunie, met geharmoniseerde regelgeving, is hiervoor een essentiële voorwaarde. Banken kunnen overigens wel een rol spelen, bijvoorbeeld als adviseur of distributiekanaal.'

Schiller: 'De bank hoeft tegenwoordig het distributiekanaal niet meer te zijn. Maar een honderd procent gelijkende kopie van de Amerikaanse markt zullen we hier niet krijgen. We zullen vooral technologische innovaties zien, platformen waar beleggers zelf hun informatie vandaan halen en transacties kunnen doen. Kredietanalyses zullen nog wel uitgevoerd moeten worden.'

Tujeehut: 'Bij een platform gaat het erom wie de klantrelaties bezit. Vertrouwen is belangrijk om relaties aan te kunnen gaan. Als banken zich kunnen transfereren naar een platform kunnen ze nog steeds een intermediaire rol spelen, vermogensbeheerders trouwens ook.'

Widijanto: 'Ook de analyse kan met Fintech geautomatiseerd worden. Er zijn bijvoorbeeld al slimme oplossingen om het collateral te linken aan het contract. Rating agencies kunnen bijvoorbeeld hun rol verliezen omdat alle financiële ratio's en de kwaliteit van het collateral et cetera, online en up-to-date beschikbaar zijn.'

Schiller: 'Maar de kerntaak van vermogensbeheerders, het doen van analyses, zal niet verdwijnen. Je kunt veel kwantitatieve analyse doen, maar aan het eind van de rit kan een kredietprofiel verstoord worden door discretionaire managementbeslissingen. Je moet de emittent ook op kwalitatieve zaken beoordelen.'

Boersma: 'Het zijn inderdaad zaken als hebzucht en fraude die tot de grote defaults hebben geleid. Dit zal lang niet altijd uit de big data kunnen worden afgeleid.'

Hesterman: 'Booms and busts zullen niet verdwijnen, hoe goed de big data ook zullen zijn. Menselijk gedrag zal immers niet veranderen.'

> **Rob Vandenasse** werkt sinds 2001 voor Pinebridge Investments en is Managing Director en Head of Developed Markets Investment Grade Fixed Income. Hij is eindverantwoordelijk voor het beheer van diverse portefeuilles voor grote institutionele partijen en Wholesale. Daarvoor werkte hij bij Morgan Stanley Dean Witter Advisors en bij Dean Witter InterCapital, de voorloper van MSDW Advisors. Hij behaalde een Bachelor of Science in Accountancy aan de Fairleigh Dickinson University en een Master of Business Administration aan de New York University. Vandenasse is tevens beëdigd CFA-charterholder.





> **Daniel Widijanto** is Hoofd Portefeuillebeheer voor externe klanten bij ASR Vermogensbeheer. Hiervoor werkte hij als Directeur bij BNG Vermogensbeheer (per mei 2016 overgenomen door a.s.r.). Daar was hij onder andere verantwoordelijk voor het fonds- en portefeuillebeheer. Daarvoor werkte hij bij ABP Investments (thans APG) en NIB Capital Asset Management. Het beheer van vastrentende waarden en met name credits heeft altijd een belangrijke plaats gehad gedurende zijn carrière in vermogensbeheer. Widijanto is CFA charterholder en is afgestudeerd aan de Technische Universiteit Delft en Nyenrode Business Universiteit.

Wat zijn we nog vergeten te bespreken?

Hesterman: 'We hebben het veel over risico's gehad. Maar de creditmarkten zien er wat ons betreft nog altijd goed uit. We voorzien ook geen crisis op de korte tot middellange termijn.'

Tujeehut: 'We hebben het niet over duurzaamheid gehad. Maar dat wordt ook bij credits steeds belangrijker. Steeds meer beleggers willen een positieve impact realiseren met hun vermogen.'

Boersma: 'Klopt. Nog iets breder: eindklanten willen weten wat er met hun geld gebeurt en willen begrijpen welke keuzes de beheerder maakt.'

Schiller: 'Klanten zullen steeds meer hun stem laten horen, in de zin van wat ze wel en niet in hun portefeuille willen terugzien.'

Vandenassem: 'Klanten passen hun criteria toe. Dan passen wij onze criteria toe aan de namen die niet worden gedekt door die van

de klant. Tot slot zijn er nog de namen die niet door ESG-diensten of de klant worden gedekt, waaronder ook nieuwe namen. Daar passen we onze criteria op toe.'

Widijanto: 'Engagement wordt ook steeds belangrijker. Dat kan voor een pure creditbelegger niet via aandeelhoudersvergaderingen, maar wel bijvoorbeeld in directe gesprekken tijdens road shows en op congressen. Of door direct contact te hebben met de onderneming, alleen of gezamenlijk optrekkend met andere beleggers.'

Balfousia: 'Het gaat verder dan alleen de ESG-criteria die beleggers zelf stellen, beheerders moeten ook zelf proactief met visies komen en die ook efficiënt kunnen implementeren.'

Risicovrij bestaat niet meer. Daarom zijn alle obligaties credits geworden.

CONCLUSIE

Het is opvallend dat bijna alle deelnemers aan de Ronde Tafel de beleggingscategorie van credits ruim definiëren. Grofweg: alles met een spread is een credit. Ook ten aanzien van het beheer van creditportefeuilles kiezen de meeste deelnemers ervoor hun mandaat het liefst zo ruim mogelijk in te richten. Flexibiliteit zou de beleggers voordelen bieden. Flexibiliteit kan op twee manieren worden ingericht: op het niveau van de asset allocatie, ofwel het kunnen schuiven tussen de verschillende subsegmenten, en op managerniveau, waarbij de manager diverse beheervrijheden heeft. Natuurlijk worden er ook kanttekeningen geplaatst bij een te ruim 'unconstrained mandaat'. Want dan wordt transparantie en simpliciteit ingeruild voor manager risk. Het ging tijdens de Ronde Tafel vooral ook over de risico's van het beleggen in credits. De creditmarkten worden verstoord door het huidige monetaire

beleid. Beleidsfouten in markten die door regelgeving ook nog eens minder liquide zijn geworden, kunnen leiden tot 'volatility spikes'. Naast risico's zijn er ook kansen, zoals op het gebied van disintermediatie en Fintech. Al schetsten deelnemers hier wel een beeld van een markt die zichzelf nog moet uitvinden en ontwikkelen. Ondanks alle risico's zien de deelnemers het voor de korte tot middellange termijn positief in. Een van de deelnemers merkt op dat, als er beleidsfouten zijn, die vooralsnog ook weer snel werden gecorrigeerd. Voor de langere termijn zien enkele deelnemers het minder positief in. Hoewel sommige in dit kader wijzen op het belang van bijvoorbeeld risicomangement en het vasthouden aan een langetermijnhorizon, denken andere dat, als iedereen door dezelfde uitgang rent, er weinig schuilplaatsen zijn. Maar voor nu geldt: 'so far so good'.