

Kortlopende en variabele assets verdienen de voorkeur

Door Baart Koster Fotografie Cor Salverius Fotografie



Het vinden van rendement wordt voor asset managers een steeds uitdagendere exercitie. Vier specialisten op het gebied van fixed income lieten tijdens het seminar van Financial Investigator over ‘What to own in a low-yield world?’ hun licht schijnen over wat je wel en niet in portefeuille moet willen hebben.

Dagvoorzitter Kees Verbaas begint het debat met de million dollar question: wat wil je vooral niet in je beleggingsportefeuille hebben? Voor Steven Oh, Global Head of Credit and Fixed Income bij PineBridge Investments, staat vast dat je in de huidige omgeving van lage rendementen voor het behalen van meer rendement praktisch niet om extra risicopremies heen kunt. Oh identificeert vier risicopremies, waarbij hij onderscheid maakt tussen gebieden die waarde bieden en componenten waarvan hij niet gecharmeerd is. Hij noemt de illiquiditeitspremie, de complexiteitspremie, de geografische premie en de incrementele kredietrisicopremie. ‘Waar we niet van houden, bijvoorbeeld met betrekking tot complexe beleggingsstrategieën, zijn bepaalde strategieën met een hoger risico. Zo zijn distressed assets op dit moment een verkeerde asset class om in te stappen. Je gaat daar niet in beleggen als er geen defaults zijn. Misschien dat er managers zijn die hier nog iets kunnen verdienen, maar dit is een categorie waar ik in ieder geval niet van houd.’

Centrale banken begrijpen inflatie niet

Geografisch gezien ligt de nadruk vooral op China, vervolgt Oh. Maar je hoeft geen Chinese staatsobligaties te kopen voor het rendement, betoogt hij. ‘Er wordt gezegd dat ze een rendement van 3% opleveren, maar er is ook een valutarisico aan verbonden. Momenteel kost het 250 basispunten om het valutarisico van de renminbi af te dekken, wat resulteert in een lager nettorendement dan Amerikaanse Treasuries.’ Het is gunstig om in Chinese staatsobligaties te beleggen om je portefeuille te diversifiëren, maar niet voor het nettorendement, zegt Oh. En dan anticipeert hij op de vraag die Verbaas later zal stellen, namelijk in welke asset classes je wel belegd wilt zijn. Voor Oh zijn dat selectieve credits in de Chinese vastgoedsector. Er is volgens hem

veel waarde te vinden te midden van het trauma in die sector, met een aantal goede bedrijven.

Voor Roelof Salomons, Professor Investment Theory and Asset Management aan de Universiteit van Groningen alsmede onafhankelijk Investment Consultant en Lid van verschillende beleggingscommissies, is de vraag waarin je niet wilt beleggen, kort te beantwoorden. ‘In nominale vaste staatsobligaties. Ik adviseer zowel pensioenfondsen als family offices en het grote verschil is dat family offices geen traditionele obligaties bezitten, waar pensioenfondsen, die de afgelopen twintig jaar te weinig obligaties bezaten, er nu juist te veel van in hun portefeuilles hebben.’ Dat gegeven illustreert volgens Salomons dat er te veel prijsongevoelige kopers op de markt zijn. Beleggers die flexibiliteit en wendbaarheid bezitten en actief beleggen, weten dat er buiten traditionele obligaties veel rendabelere asset classes zijn, zegt hij.

Wouter Weijand, CIO bij Providence Capital, geeft aan niet gerust te zijn op de koersvastheid van traditionele staatsobligaties. Dat komt volgens Weijand doordat de grotere centrale banken enorm ‘behind the curve’ zijn met betrekking tot hun perceptie van inflatierisico’s. Markten prijzen daar inmiddels wel wat van in en yield curves zijn inmiddels flink vervlakt. ‘Wij denken dat er een aanzienlijke kans is dat centrale banken een inhaalslag moeten maken in hun rentebeleid en willen daarom geen assets met een langere duration. Wil je echter geen duration maar wél een zeker rendement behalen, dan zijn investment grade bonds ook problematisch, omdat daarvoor al snel een duration van 7 tot 8 jaar geldt.’

Chinees vastgoed: reputatierisico dreigt

Met betrekking tot Chinese vastgoedontwikkelaars wijst Weijand op het reputatierisico voor beleggers. ‘Er zijn door de Chinese overheid maatregelen getroffen en met de waarschijnlijk 20 tot 25% yield die nu in de high yield-obligaties van deze projectontwikkelaars beschikbaar lijkt, kan dit best een koopmoment zijn.’ Maar het reputatierisico dat hieraan vastzit is asymmetrisch, waarschuwt hij. ‘Ook als je het goed doet, zeggen mensen dat je een enorm risico hebt genomen. En gaat het fout, dan straalt dat niet best op je af.’ Ook Weijand loopt kort vooruit op wat hij aantrekkelijk vindt voor zijn beleggingsportefeuilles. ‘We kijken momenteel naar assets met een >



VOORZITTER

Kees Verbaas

Chief Investment Officer, Altis Investment Management



Jerome Henrion

Head of Specialty Finance, SFF Portfolio Manager, M&G Investments



Steven Oh

Global Head of Credit and Fixed Income, PineBridge Investments



Roelof Salomons

Professor Investment Theory and Asset Management, Universiteit van Groningen, Investment Consultant, Lid van verschillende beleggingscommissies



Wouter Weijand

Chief Investment Officer, Providence Capital

relatief hoog rendement en een korte looptijd. Die zijn te vinden in pure consumer loans-producten, en dat geldt niet zozeer voor de verpakte asset backed securities.’

Jerome Henrion, Head of Specialty Finance en SFF Portfolio Manager bij M&G, merkt op dat hij niet veel heeft toe te voegen aan het reeds gezegde. Meer in het algemeen adviseert hij om niet te beleggen in typen assets waar te veel geld is opgehaald, dan wel assets die zijn beïnvloed door marktverstoring beleid van overheden en centrale banken, en dan vooral door de Quantitative Easing (QE).

Aangezien Specialty Finance het alledaagse en complexe werkterrein van Henrion is, wil Verbaas weten welk deel van de fixed income-markt vanuit het oogpunt van risico, rendement en kosten de voorkeur verdient. Het soort assets dat Henrion koopt, bestaat uit de brede markt van (hypothecair) consumentenkrediet. Naast een lening voor een huis of auto, gaat het ook om leningen voor alledaagse zaken. Denk aan een lening voor de financiering van je mobiele telefoon of om op vakantie te kunnen.’ Dergelijke consumentleningen bestaan al decennia, maar nieuw is dat ze niet alleen voor banken maar inmiddels ook voor institutionele beleggers beschikbaar zijn geworden. Waarom vindt Henrion consumer loans zo aantrekkelijk, vraagt Verbaas. ‘Ten eerste omdat deze assets zeer volwassen zijn en er dus veel data beschikbaar zijn voor analyse. Daarnaast zijn ze zowel gediversifieerd als diversifiërend, omdat institutionele beleggers er nog weinig naar hebben gealloceerd. Verder hebben deze assets korte looptijden en aantrekkelijke rendementen en zijn ze

niet gecorreleerd met kapitaalmarktinstrumenten. Deze assets hebben dus géén last van verstoring QE-programma’s. En omdat consumer loans naar hun aard bankleningen zijn, zijn de opbrengst en de spread van deze assets vrij constant, waar die voor andere assets sterk zijn verkrapt.’

Kijk naar de relatief aantrekkelijke rendementen

Weijand wijst in deze context op het zeer gespreide karakter van consumer loans. ‘Je praat niet over een fonds met 50 obligaties, je hebt het over 50.000 of 100.000 leningen met een zeer korte duration, denk aan gemiddeld een tot twee jaar. Zodoende heb je in principe weinig onderliggend renterisico. De hoogte van de rentevergoeding is afhankelijk van wat voor credit scores je accepteert.’ Vroeger verstrekten alleen credit card-bedrijven dergelijke leningen, tegenwoordig kunnen Amerikanen met een bescheiden salaris met één druk op een app-knop 10.000 dollar lenen. En dat terwijl het salaris van dergelijke consumenten gemiddeld op 90.000 dollar ligt. ‘Dat is natuurlijk typerend voor the American dream. Je wilt het nú hebben, dus je leent daar het benodigde bedrag voor. In onze cultuur zouden we dan nog een paar maandjes doorsparen.’ Overigens zijn er ook in Europa fintech-platforms beschikbaar om in consumer loans te beleggen.

Voor institutionele beleggers houdt dit volgens Weijand in dat ze met dergelijke leningen enorm veel diversiteit in hun beleggingsportefeuille aanbrengen, bij kredietkosten die variëren afhankelijk van waar we in de cyclus zitten. ‘Over de hele beleggingscyclus genomen is zo, na aftrek van kosten zoals performance fees, nog altijd 6 tot 8% rendement haalbaar.’ Beleggen in consumer loans vindt Weijand dus een compleet ander spel dan beleggen in staatsobligaties, waarbij je op nul begint met een duration van acht jaar of meer. Voor Oh blijft dit soort obligaties wél interessant. Hij deelt niet de mening dat je geen langere looptijden in je risicoblootstelling zou moeten willen. Overigens verwacht Oh niet dat yields omhoog zullen schieten. Als onderdeel van het pad naar normalisering zullen yields vanaf nu enigszins in opwaartse richting worden bijgesteld, meent hij. Er zijn wat hem betreft pockets of opportunity binnen asset classes, maar daarbij moeten we niet aan al te hoge rendementen denken. Oh kijkt überhaupt niet meer door een historische bril naar rendementen. Het gaat volgens hem



namelijk niet om de absolute maar om de relatieve aantrekkelijkheid van bepaalde asset classes. ‘Afhankelijk van je risicoprofiel kun je, als je bijvoorbeeld bank loans of European leveraged loans in portefeuille neemt, 3,5 tot 3,75% rente realiseren. Dat is in een nul-default omgeving behoorlijk goed.’

Eenrichtingshandel in Nederlandse hypotheek

De trend bij veel institutionele beleggers is om complexiteit in de portefeuille te beperken en het zo simpel en overzichtelijk mogelijk te houden. Salomons, die regelmatig publiceert over complexiteit, laat een contrair geluid horen, constateert Verbaas. Waarom vindt Salomons complexiteit interessant en hoe integreert hij dat gegeven in zijn beleggingskeuzes? ‘In meetings met pensioenfondsbesturen gaat het vooral over het controleren van het hele beleggingsproces door zaken zo simpel mogelijk te houden. Deze benadering wordt gedeeld binnen de wereld van pensioenfondsen. Dat impliceert dat wanneer je je huiswerk goed kunt doen, je jezelf wat speelruimte gunt én je de teams hebt om wat gedetailleerder naar assets te kijken, er ruimte is voor complexiteit. Juist omdat niemand complexiteit in portefeuille wil hebben. Ik snap het ook, want complexiteit is lastig uit te leggen aan gepensioneerden en regelgevers. Maar dat biedt dus kansen voor wie niet om complexiteit heenloopt. Concreet betekent dit dat ik in deze tijd van financiële repressie niets wil bezitten dat lang en vast is, maar liever kijk naar assets die kort en variabel zijn. Ik denk bijvoorbeeld dat handelsfinanciering interessant is voor pensioenfondsen. En zou ik al in iets met een lange looptijd willen beleggen, dan zouden dat Nederlandse hypotheek zijn. Je hebt dan met looptijdrisico te maken, maar je hebt nog altijd je yield pickup.’

Je loopt wel tegen een liquiditeitsrisico aan, kan Salomons beamen in reactie op de publieksvraag hoeveel je ervan in portefeuille kunt hebben. Vooral hypotheekbeleggingen zien veel instroom uit institutionele hoek zonder daarin ooit iets te verkopen. Pensioenfondsen blijven kopen als alternatief voor obligaties. Hij geeft een illustratief voorbeeld van een family office dat een keer wilde verkopen, maar waar de vermogensbeheerder niet wist hoe om te gaan met een verkooporder. Zij hadden nog nooit iets verkocht en dus geen idee

hoe ze dat moesten managen, vertelt Salomons.

Weijand, die voor een family office werkt, onderschrijft de enorme omvang van de hypotheekportefeuilles bij institutionele beleggers. ‘Men wil alternatieven hebben voor staatsobligaties. Het nadeel is echter dat je de spreads ziet verkrappen terwijl je tegelijkertijd met een liquiditeitsrisico zit. Als iedereen tegelijk uit Nederlandse hypotheek wil stappen, dan lukt dat absoluut niet. Dit is een eenrichtingshandel.’ Henrion gelooft in hypotheek, al vindt hij de bewieroking van Nederlandse hypotheek vooral getuigen van een flinke home bias van Nederlandse institutionele beleggers. Zijn beleggingsportefeuille bestaat voor ongeveer tweederde uit hypotheek. Maar Nederlandse hypotheek maken daarvan slechts een klein deel uit. Ook andere Europese landen, waaronder Ierland, bieden in deze asset class interessante beleggingskansen, zegt hij.

Inflatie: waarschijnlijk een blijvertje

Wat betreft de vraag of inflatie op het huidige peil een blijvertje is, wijzen alle neuzen in dezelfde richting. Door onder meer het centrale bank- en overheidsbeleid, fiscale stimuleringsmaatregelen, implementatie van ESG en stijgende lonen verwacht Oh dat de inflatie nog iets zal oplopen. Ook de andere gespreksdeelnemers denken dat we van deze inflatie niet snel meer af komen. Henrion merkt op dat dit voor beleggers in hypotheek en consumer loans geen slecht nieuws is. Immers, lonen zullen dientengevolge omhooggaan, wat afbetaling van vastrentende schulden die mensen zijn aangegaan, vergemakkelijkt. En mocht je in gebreke blijven, dan helpt het dat het onderpand dat de leningen dekt, in waarde stijgt, waardoor het verlies op een lening kleiner wordt.

Verbaas bewaart het lekkerste voor het laatst. Voordat hij de paneldiscussie afsluit, vraagt hij nog naar ieders top pick in fixed income-beleggingen. Voor Oh omvat die, op basis van risicogewogen rendement, hoogwaardige collateralized loan obligation (CLO)-tranches. Henrion kiest voor hypotheek en consumer loans. Weijands specifieke keuze valt op zowel factoring- als consumer loans-fondsen via fintech platforms. Salomons krijgt nog de lachers op zijn hand als hij de tegenvraag stelt of hij ook voor aandelen mag kiezen. Maar als het dan écht om fixed income moet gaan, is handelsfinanciering Salomons’ top pick. ■

IN HET KORT

In de huidige omgeving van lage rendementen kun je als actieve belegger eigenlijk niet meer om extra risicopremies heen.

Flexibele en wendbare beleggers kunnen in verschillende asset classes nog prima rendementen realiseren.

Consumer loans, hypotheek en handelsfinanciering lijken aantrekkelijke asset classes.

Variabele assets met een korte looptijd verdienen over het algemeen de voorkeur.

Het gaat tegenwoordig niet om absolute, maar om relatieve aantrekkelijkheid van asset classes.

De inflatie zal voorlopig niet verdwijnen en waarschijnlijk nog iets stijgen.

Bekijk hier de video's van het seminar over What to own in a low-yield world?

