

**VOORZITTER**

Marc Vijver, *Investment Professional* en  
*Pensioenfondsbestuurder*

**DEELNEMERS:**

Effi Bialkowski, *Van Lanschot*  
Claire Cullen, *J.P. Morgan Asset Management*  
Rob van Duist, *Auréus*  
Jose Garcia Zarate, *Morningstar*  
Thomas Jonk, *Wealth Management Partners*  
Marc van Maarle, *Index People*  
Philippe Roset, *State Street SPDR ETF's*

*Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met J.P. Morgan Asset Management en State Street SPDR ETF's.*



# VASTRENTENDE ETFs GAAN INHAALSLAG MAKEN

Door Hans Amesz

Beleggen in vastrentende ETFs heeft nogal wat voordelen. De verwachting is dan ook dat deze markt de komende vier tot vijf jaar zal verdubbelen. Geldt dat ook voor smart beta-beleggingsoplossingen in vastrentende ETFs, actieve ETFs en duurzame fixed income ETFs? En hoe zit het met de liquiditeitsrisico's binnen de vastrentende ETF-markt?





**De markt voor vastrentende ETFs is veel later ontstaan dan de ETF-markt voor aandelen en is nog steeds veel kleiner in omvang. Denken jullie dat de vastrentende ETF-markt op de lange termijn een inhaalslag gaat maken of misschien zelfs groter wordt dan de ETF-markt voor aandelen?**

**Thomas Jonk:** 'Fixed income is als asset class gecompliceerder dan equity. Een simpele buy-and-hold-strategie is voor fixed income bijvoorbeeld niet mogelijk. Een ETF zorgt ervoor dat de toegang tot deze asset class vrij eenvoudig is, zonder complicaties met bijvoorbeeld het doorrollen van maturities. Als je kijkt naar de omvang van debt versus equity in de wereld, valt zeker te verwachten dat vastrentende ETFs de komende jaren een inhaalslag gaan maken.'

**Philippe Roset:** 'Zo'n tien jaar geleden besloeg de markt voor vastrentende ETFs circa 19 procent van de totale ETF-markt. Aan het eind van 2018 was dat 26 procent, een verschil van 7 procent. In 2019 heeft deze trend zich voortgezet. Er is dus zeker sprake van een inhaalslag, maar het kan nog lang duren voordat deze markt groter is dan de ETF-markt voor aandelen.'

**Rob van Duist:** 'Ik verwacht dat de markt voor vastrentende ETFs zich de komende vier tot vijf jaar zal verdubbelen. Er komen ook nieuwe markten bij, bijvoorbeeld voor duurzame ETFs.'

**Jose Garcia Zarate:** 'Vorig jaar lag de netto groei van obligatie-ETFs aanzienlijk hoger dan die van aandelen-ETFs. De ETF-markt voor aandelen heeft echter nog zo'n enorme voorsprong, dat het nog maar de vraag is of de ETF-markt voor vastrentende waarden binnen vijf tot tien jaar op hetzelfde niveau zit.'

> **Marc Vijver** is sinds 1989 actief als Investment Professional. Hij is lid van diverse beleggingscommissies en adviseert institutionele beleggers en vermogende families over de strategie en het beleggingsproces. Verder is Vijver Bestuurslid en Hoofd van de balans- en vermogensbeheercommissie bij het Bedrijfstakfonds voor de Handel in Bouwmaterialen (HiBiN) en doceert hij vermogensbeheer aan de Swalef pensioen-academie. Zijn specialisme is het reorganiseren van de beleggingsopzet en (uitbesteding van) vermogensbeheer.





> **Effi Bialkowski** is Senior Portefeuillemanager bij Van Lanschot. Ze verhuisde op 25-jarige leeftijd van Duitsland naar Nederland en begon toen als trainee bij ABN AMRO. Na drie jaar werkzaam te zijn geweest als Accountmanager, is ze in 2000 als Private Banker en Beleggingsadviseur voor Staalbankiers gaan werken, waar ze vanaf 2008 als Vermogensbeheerder onder meer verantwoordelijk was voor de fonds- en ETF selectie. Sinds eind december 2016 werkt Bialkowski als Vermogensbeheerder en Beleggingsfondsenexpert bij Van Lanschot.

**Marc van Maarle:** 'Vastrentende ETFs gaan zeker een inhaalslag maken, maar dat betreft meer een conceptueel iets. Steeds meer beleggers raken vertrouwd met indexbeleggen: als je de hele markt tegen lage kosten kunt repliceren, zullen steeds meer mensen dat willen doen.'

**Effi Bialkowski:** 'Wij denken dat beleggen in vastrentende ETFs nogal wat voordelen heeft. Op de lange termijn verwachten we een sterke toename hiervan. De vastrentende ETF-markt zal waarschijnlijk meer groeien dan de totale obligatiemarkt.'

### De rentetarieven zijn zeer laag. Hoe beïnvloedt dit de aantrekkelijkheid van (vooral) obligatie-ETFs met een hoge rating?

**Jonk:** 'Staatsobligaties zitten vrijwel altijd in de benchmark. Hierdoor worden beleggers min of meer gedwongen om posities in te nemen om tracking error te voorkomen. Daarnaast spelen kosten een steeds belangrijkere rol: de lage kosten van ETFs ten opzichte van actieve fondsen zullen de voorkeur genieten van beleggers in een laag renteklimaat.'

**Claire Cullen:** 'Obligaties met een hoge rating zullen altijd een belangrijk deel uitmaken van een gediversifieerde portefeuille om stabiliteit te bieden. Niemand bouwt een portefeuille op met alleen hoogrenderende assets. Het feit dat obligaties met een hoge rating nog steeds positief renderen, terwijl zestig procent van het Global Aggregate-universum negatief renderend is voor beleggers met een euro-hedge, heeft het afgelopen jaar de vraag naar deze asset class doen stijgen. Maar het gaat niet alleen om het rendement, er is ook een totaalrendementsverhaal. We hebben gekeken naar de total return van tienjarige staatsobligaties, teruggaand tot 2014, toen de ECB-rente voor het eerst negatief werd. Wat bleek? In termen van total return hebben negatief renderende obligaties het beter gedaan dan positief renderende obligaties.'

**Van Duist:** 'Als de opbrengsten zo laag zijn, namelijk één tot anderhalf procent in de Europese obligatiemarkt, zijn de lage kosten van ETFs echt een groot voordeel.'

**Roset:** 'De rentetarieven spelen natuurlijk een rol, maar de

belangrijkste oorzaken van de groei van vastrentende ETFs zijn het gemak van de handel, de transparantie en de bekendheid van professionele beleggers met deze ETFs.'

**Bialkowski:** 'Het hangt af van het soort klanten. Onze adviesklanten zijn bijvoorbeeld niet zo geïnteresseerd in high-rated obligatie-ETFs vanwege de lage verwachte rendementen. Ons discretionair managementteam maakt natuurlijk gebruik van vastrentende ETFs of vastrentende indexfondsen, waaronder ook high rated, om een evenwichtige portefeuille op te bouwen.'

**Van Maarle:** 'Binnen een goed gespreide portefeuille heb je vanuit een risico-oogpunt wel degelijk behoefte aan obligaties met een hoge rating. Ze zijn nodig en daarom nog steeds aantrekkelijk.'

**Garcia Zarate:** 'De financiële markten hebben al zo'n tien jaar te maken met een zeer lage rente en dat zal voorlopig nog wel zo blijven. Ik zie geen veranderingen aan de horizon en misschien moeten we ons erop instellen dat dit het zogenoemde nieuwe normaal is. Ongeacht de hoogte van de rentevoeten zullen obligaties altijd deel uitmaken van de asset-allocatie. Dat maakt indexvolgende producten tegen lage kosten interessanter en dat speelt ETF-aanbieders in de kaart.'

### Er zijn goede redenen om op het gebied van fixed income de market-cap-benadering los te laten. Toch zien we niet veel smart beta-beleggingsoplossingen in vastrentende ETFs. Wat zou daarvan de oorzaak kunnen zijn?

**Cullen:** 'De belangrijkste reden is een gebrek aan gegevens. Factorbeleggen in fixed income is veel gecompliceerder dan in aandelen, omdat je de juiste metrische winstgevendheid moet koppelen aan de juiste entiteit. De afgelopen jaren hebben we intensief gewerkt aan het opbouwen van een dataset met actuele en historische data om een redelijke backtest te ontwikkelen.'

**Van Duist:** 'Er is meer en meer interesse voor factorbeleggen. Wellicht dat er een periode van de factor 'value' op komst is.



Meer belangstelling voor factorbeleggen zorgt voor meer aanbod.'

**Jonk:** 'De ontwikkeling van equity ETFs loopt voor op die van fixed income ETFs. Mede door gebrek aan data en research zal het aanbod van smart beta-oplossingen binnen fixed income later op gang komen.'

**Bialkowski:** 'Bij aandelen is het veel gebruikelijker om over onderzoeksgegevens te beschikken dan bij vastrentende waarden. Een andere reden voor het achterblijven van smart beta-oplossingen of factorbeleggen in fixed income is misschien dat factorfondsen meestal duurder zijn dan gewone, normale fondsen.'

**Garcia Zarate:** 'Je hebt te maken met technische kwesties als de beschikbaarheid van gegevens en de complexiteit van de vastrentende markt. Verder zou ik het idee willen aanvechten dat absolute schuld niveaus een onfeilbare indicator zijn voor het vermogen van de emittent om gemaakte schulden terug te betalen. Kijk bijvoorbeeld naar Japan. Het is te simplistisch om extra gewicht te geven aan emittenten die minder schulden hebben. Ik weet niet zeker of individuele factoren hier een oplossing voor kunnen zijn.'

**Roset:** 'Ik ben van mening dat de market-cap indexbenadering veel geavanceerder is dan alleen het kijken naar de grootste emittenten van schuldleningen. Als je het bekijkt vanuit een totaal schuldperspectief, is het is niet per se zo dat de grootste emittent in de index ook de emittent met de meeste schulden is. Niet elke lening zit in de index. Daarnaast zijn er indexcaps en -regels die tegen dit risico van concentratie helpen te beschermen.'

### Is fixed income de ideale asset class om de ontwikkeling van actieve ETFs te stimuleren?

**Cullen:** 'Er zijn zeker nadelen verbonden aan de market-cap gewogen benadering in fixed income. Als je dat koppelt aan het feit dat fixed income-benchmarks vrij moeilijk te repliceren zijn, denk ik dat een actieve aanpak nodig is.'



**Van Duist:** 'Een actieve aanpak is mogelijk, maar alleen met betrekking tot de ETFs waar genoeg liquiditeit is om actief te zijn. Dat gaat misschien makkelijker met staatsobligaties dan met high-yield obligaties.'

**Van Maarle:** 'Het hangt ook af van hoe en waarvoor de ETFs worden gebruikt. Als het alleen maar gaat om het volgen van een index tegen lage kosten, heeft het geen zin om actief te zijn.'

**Cullen:** 'ETFs op basis van actieve research bieden ook een lage tracking error en lage kosten, maar ze voegen alpha toe.'

**Van Maarle:** 'Actief beheer gaat altijd gepaard met risico's.'

**Cullen:** 'Dat is juist. Daarom zijn track records en een sterk ETF-team zo belangrijk.'

**Roset:** 'Ik denk dat actieve beheerders zich geleidelijk meer openstellen voor het gebruik van ETFs en voor de gedachten achter het emitteren van ETFs. Als de actieve ETFs transparanter en kostenefficiënter worden ontwikkeld, is er misschien toegevoegde waarde voor beleggers.'

> **Claire Cullen** is Beleggingsspecialist voor het Global Credit-beleggingsplatform bij J.P. Morgan en is in die rol verantwoordelijk voor het communiceren van de beleggingsstrategie, beleggingsbeslissingen en -prestaties aan relaties. Ze is tevens Lid van de Global Fixed Income, Currency and Commodities (GFICC)-groep. Cullen werkt negen jaar bij J.P. Morgan, voornamelijk in Finance & Business Management-functies in Londen, Luxemburg en New York. Ze is CFA-charterholder, beschikt over een CIMA-toekenning en heeft een Bachelor of Science-grad in Economie en Financiën van de Nationale Universiteit van Ierland.





> **Rob van Duist** is Senior Investment Advisor bij Auréus Vermogen. Hij startte zijn professionele carrière in 1981 bij Optiebeurs NV. In 1986 vertrok hij daar als manager van de Trading Floor en werd hij Optietrader. In 1994 vervolgde hij zijn carrière bij ING Bank op de afdeling Vermogensbeheer & Advies. Na diverse opleidingen voltooid te hebben, maakte hij in 1999 de overstap naar verschillende Amerikaanse vermogensbeheerders, waaronder Prudential Bache en Merrill Lynch. Toen in 2014 alle internationale kantoren van Merrill Lynch werden overgenomen door Julius Bear, stapte Van Duist samen met zijn collega's over naar Boer Olij Securities. In oktober 2019 verkochten de partners Boer Olij Securities aan Auréus Vermogen.

**Garcia Zarate:** 'Ik houd me al bijna een decennium intensief met ETFs bezig. Vanaf de dag dat ik begon, heb ik gehoord over actieve ETFs. Ze werden beschouwd als de natuurlijke vooruitgang van de markt. Maar die toekomstvisie is nooit bewaarheid; actieve ETFs beslaan maar een heel klein deel van de totale ETF-markt.'

**Van Duist:** 'De vraag is waarom een actieve manager die misschien vijftig, zestig, zeventig basispunten op zijn eigen product maakt, voor twintig basispunten actief zou zijn voor een ETF. Op die manier doet hij, als zijn eigen concurrent, zijn bedrijf de das om.'

**Bijna elke bank biedt haar klanten meer en meer duurzame fondstoplossingen, maar voor fixed income is het nog steeds moeilijk om duurzame staatsobligaties, credit, high yield en/of emerging market debt ETFs te vinden. Wanneer zal dat veranderen?**

**Garcia Zarate:** 'Het is al aan het veranderen. Het toepassen van ESG-criteria op vastrentende waarden is veel moeilijker dan bij aandelen. High yield is nog veel problematischer vanwege het gebrek aan data en informatie over ESG. En het toepassen van ESG op staatsobligaties blijft een moeilijk onderwerp. Niettemin denk ik dat er meer duurzame fixed income producten op de markt zullen komen. ESG gaat waarschijnlijk ook in fixed income een soort van sleutelprincipe worden.'

**Jonk:** 'Duurzaam wordt, mede door de druk van overheden en de vraag van klanten, in de komende jaren de nieuwe standaard. In eerste instantie voor aandelen, maar fixed income zal binnen afzienbare tijd een inhaalslag maken.'

**Cullen:** 'Je moet heel goed nadenken over hoe je vanuit een fixed income-perspectief aan ESG-beleggen kunt doen. Het in kaart brengen van de juiste ESG-rating bij de juiste obligatie-entiteit kan complexer zijn dan bij aandelen. Obligatiebeleggen is over het algemeen veel moeilijker en complexer dan aandelenbeleggen. Er moeten op ESG-gebied voor fixed income meer toekomstgerichte data komen, ook om de impact van ESG-beleggingen te kunnen meten. Ik denk wel dat er op het gebied

van fixed income meer duurzame producten zullen komen. Dat moet gebeuren, want de klanten vragen erom.'

**Roset:** 'Wij putten uit meerdere bronnen die ESG-gegevens produceren. Die hebben we geïntegreerd met data van ons stewardship-team om zo stabielere data op te bouwen en emittenten een Responsibility-Factor en ESG-score te kunnen geven. Die wordt vervolgens weer gewaardeerd aan de hand van de Sustainability Accounting Standards Board-standaard. Over vijf jaar zal ESG er waarschijnlijk anders uitzien, maar vooralsnog is de trend sterk richting ESG-strategieën in aandelen en obligaties.'

**Van Duist:** 'Innovatie voert het volume aan ESG-producten op. De markt vraagt meer ESG, maar innovatie en het bestuderen van data maken dat mogelijk.'

**Van Maarle:** 'Het kan natuurlijk ook om een klantverzoek gaan. Wat mij betreft zijn er veel smaken van ESG, maar als we een klant hebben die genoeg geld, zeg 60, 80 of 100 miljoen euro, wil investeren in ESG, kan de betreffende ETF met behulp van een ETF-aanbieder geconstrueerd worden.'

**Zou er plaats zijn voor een Low Vol Absolute Return Solution binnen de ETF-markt?**

**Bialkowski:** 'Daar is misschien wel plaats voor, maar dit soort producten passen niet meer in de traditionele benadering van de asset class-verdeling, waar je moet kiezen voor óf staatsobligaties óf bedrijfsobligaties. Het gaat om gemengde producten, die niet in een van de twee asset classes passen.'

**Garcia Zarate:** 'Hiervoor is maximale flexibiliteit vereist en ik ben er niet zeker van dat je voor dit soort producten een rules-based, passief-achtig, samenhangend kader kunt construeren dat controleert en bijvoorbeeld slechts eens per kwartaal herbalanceert.'

**Jonk:** 'De ontwikkeling van actieve ETFs speelt hier een belangrijke rol en deze staat momenteel nog in de kinderschoenen. Als dit ver genoeg is ontwikkeld, kan men pas serieus gaan nadenken over een dergelijke strategie.'

## Wat zijn de grootste risico's in de komende jaren als de ETF-markt voor fixed income snel blijft groeien?

**Van Duist:** 'Het grootste risico is dat de ETFs zo groot worden dat ze in volatiele markten niet meer echt goed te verhandelen zijn.'

**Cullen:** 'We moeten ervoor zorgen dat klanten het kredietrisico dat ze nemen bij de aankoop van vastrentende ETFs begrijpen. Naarmate we verder opschuiven in de kredietcyclus, zullen we zeker een nieuwe golf van downgrades zien. Er komt een moment waarop actieve fixed income ETFs zich kunnen onderscheiden.'

**Jonk:** 'Vergeleken met tien jaar geleden is de omvang van de BBB-tranche binnen de obligatie-indices en daarmee de ETFs aanzienlijk groter geworden. Dat zou inderdaad een risico kunnen zijn. De market makers spelen evenwel een hele belangrijke rol op het gebied van liquiditeit. Een groter aantal market makers komt de liquiditeit ten goede, alsmede de prijsstellingen van deze organisaties.'

**Roset:** 'Liquiditeit is voor onze klanten belangrijk; daar hebben ze de afgelopen jaren regelmatig naar gevraagd. Ik maak me daar voor de nabije toekomst niet zo druk om, vanwege de enorme verbetering van het gehele ecosysteem waarin obligatie-ETFs verhandeld worden. Daarnaast is ook de verscheidenheid in typen gebruikers toegenomen. Particuliere beleggers zullen vaak verkopers zijn bij dalende markten, terwijl dit voor verzekeraars of pensioenfondsen juist momenten zijn om bij te kopen en de allocatie weer op het strategische niveau te brengen.'

**Bialkowski:** 'Er heersen nu normale omstandigheden, maar in tijden van stress is er waarschijnlijk behoefte aan veel meer liquiditeit.'

**Roset:** 'ETFs zijn zeer populair en er komen steeds meer emittenten naar de markt. Niet iedereen heeft de nodige ervaring, robuustheid van systemen en aanpak om daadwerkelijk op te schalen in lijn met de groei van het vermogen in obligatie-ETFs. Dat kan een risico zijn.'

**Garcia Zarate:** 'Naarmate de ETF-markt voor fixed income blijft groeien, wordt het voor beleggers steeds moeilijker een due diligence uit te voeren en het juiste product te selecteren. Dat is geen beleggingsrisico, maar een soort van selectierisico. Er bestaat een veelheid aan benchmarks. Die komen allemaal met verschillende constructies en regels en uiteindelijk zijn het allemaal heel verschillende investeringsproposities. Dat is een risico voor de belegger, want als je de verkeerde index kiest, maak je in feite de verkeerde allocatie. Zo simpel is het.'

## Transparantie wordt steeds belangrijker, onder andere als gevolg van MIFID. Factsheets van vastrentende ETFs die tegen euro's zijn afgedekt, vermelden altijd de yield-to-maturity vóór de kosten van afdekking. Een groot deel van het rendement gaat verloren als een grote exposure naar de Amerikaanse dollar wordt gehedged tegen de euro. Moeten deze kosten niet ook sterker naar voren worden gebracht?

**Bialkowski:** 'Ja, natuurlijk. In de factsheets wordt wat de kosten van afdekking betreft een verkeerde voorstelling van zaken gegeven.'

**Van Maarle:** 'De kosten van hedgen zijn volledig ondoorzichtig. Daarom moeten ze op de factsheets worden vermeld.'

**Van Duist:** 'De belangrijkste reden waarom het niet zo gemakkelijk is om dat te doen, is dat de dekkingskosten op maandbasis enorme verschillen vertonen. Maar er verandert veel en het moet mogelijk worden om op dagelijkse basis factsheets beschikbaar te stellen, of op zijn minst op wekelijkse basis.'

**Roset:** 'Ik denk dat het heel nuttig zou zijn om ook de verwachte dekkingskosten te vermelden en daarbij duidelijk aan te geven dat het om een verwachting, een indicatie, gaat. Ik ben er geen voorstander van om de dekkingskosten af te trekken van het rendement tot de vervaldag, omdat je dan nog meer aannames combineert in een kostenraming; bijvoorbeeld dat je een obligatie aanhoudt voor de komende tien jaar en dat de afdekkingskosten voor die tien jaar gelijk blijven. Het zou

> **Jose Garcia Zarate** is Associate Director van het Europese onderzoeksteam van Morningstar voor passieve fondsen. Hij was eerder Senior Analyst in het team dat ETFs, ETPs en indexfondsen volgt. Voordat hij in 2010 bij Morningstar kwam, werkte hij zeven jaar als Senior Obligatie Analyst bij 4cast. Hij was Macro-Economisch Analyst bij S&P MMS en Macro-Economisch Landen Analyst bij Hilfe Research. Garcia Zarate behaalde zijn Bachelor Economie aan de San Pablo CEU University in Madrid, een diploma Politiek aan de London School of Economics en een diploma Psychologie aan het Birkbeck College - University of London.



Foto: Archief Morningstar





> **Thomas Jonk** is Portfolio Manager bij Wealth Management Partners en houdt zich bezig met fondsanalyse, selectie en implementatie. Jonk startte in 2012 bij Binck Bank op de brokerdesk. Hier was hij eindverantwoordelijk voor beleggingsfondsen en ETFs. Eerder was Jonk ook bij ING Bank actief, als Sales Trader binnen de afdeling Financial Markets.

goed zijn om inzicht te krijgen in wat de maandelijkse dekkingskosten zijn en die apart te noemen, afzonderlijk van de yield-to-maturity.'

**Cullen:** 'Daar ben ik het helemaal mee eens. Je wilt ook in staat zijn klanten uit te leggen hoe het zit met de dekkingskosten en het rendement tot de vervaldag. Dat is met name van belang in de retailsector. Het is dus, zeker gezien de huidige hoge dekkingskosten, erg belangrijk om transparant te zijn.'

**Jonk:** 'Van een professionele belegger mag je verwachten dat hij zich bewust is van de kosten. Het is dus met name voor retailbeleggers van belang dat er transparantie bestaat over de kosten.'

**Van Maarle:** 'Inmiddels wordt aan de hand van European MIFID Template-bestanden ook inzicht gegeven in de interne transactiekosten. Dat was kort geleden nog niet het geval. De hedging-kosten worden echter niet vermeld; die moet je nog steeds zelf berekenen. Hier ontbreekt transparantie. Het zou zinvol zijn om in ieder geval een indicatie van die kosten te geven.'

**Garcia Zarate:** 'We prediken dit al jaren. Ik denk dat goed inzicht in de kosten een van de beste voorspellers voor performance is. Het is een van de weinige ex ante meetbare factoren. Kortom elke transparantie over de kosten is essentieel. Hoe meer transparantie, hoe beter.'

### Hoe kan de transparantie van securities lending en het onderliggende onderpand worden verbeterd?

**Van Duist:** 'Het moet zo transparant mogelijk zijn. Voor ons is het helemaal niet interessant om binnen de ETF een uitleenmogelijkheid te hebben. Waarom zou je extra risico nemen voor zo'n kleine vergoeding?'

**Roset:** 'In onze Europese obligatie-ETFs worden de onderliggende obligaties niet uitgeleend. Maar ik ben het er wel mee eens dat de transparantie van securities lending en het onderliggende onderpand zo groot mogelijk moet zijn, dus volledige openbaarmaking.'

**Cullen:** 'Je moet beschikken over sterke controle mogelijkheden. Wij hanteren een conservatieve benadering met betrekking tot securities lending: wij staan sec lending slechts toe tot maximaal 33 procent van het totale beheerde vermogen van de ETF.'

**Bialkowski:** 'Wij geven de voorkeur aan producten zonder securities lending. Overigens is de transparantie van ETFs wat mij betreft eigenlijk veel beter dan die van actieve producten.'

**Jonk:** 'ETFs zijn inderdaad veel transparanter dan actieve producten. De transparantie van sec lending-activiteiten van asset managers kan worden verbeterd. Daarnaast zou ook het aangehouden collateral beter inzichtelijk moeten zijn. Er is een duidelijk verschil in het aangehouden collateral tussen verschillende asset managers.'

### Is het voor jullie van belang om te weten wie en wat de lender zal zijn?

**Jonk:** 'Sommige van hen laten dat al dagelijks zien. Zo moet het.'



**Van Maarle:** 'Mijn ervaring is dat als je informatie nodig hebt die niet op de website staat, je altijd contact kunt opnemen met de aanbieder en alle inside-gegevens kunt krijgen: haircuts, het soort onderpand dat wordt gebruikt, tegenpartijenbeleid, enzovoort. In principe is securities lending niet direct een 'no-go', maar je moet er bij de due diligence van het fonds wel heel goed naar kijken.'

### Wat zijn de liquiditeitsrisico's bij vastrentende ETFs?

**Cullen:** 'Wat we in stresssituaties vaak zien, is dat ETFs de liquiditeit van de onderliggende markt weerspiegelen. Naarmate de vastrentende markten zich meer ontwikkelen en meer geautomatiseerd raken, zal de liquiditeit verbeteren. Vanuit dat perspectief maak ik me geen zorgen over de liquiditeitsrisico's bij vastrentende ETFs.'

**Garcia Zarate:** 'Veel van de vragen en zorgen over liquiditeit komen, denk ik, voort uit het feit dat er nog steeds veel misverstanden bestaan over hoe een ETF werkt. Er is meer analyse nodig, bijvoorbeeld over hoe high-yield ETFs zich gedragen in allerlei stress-omstandigheden. Het is de taak van ETF-aanbieders om beleggers in dit opzicht op te voeden.'

**Roset:** 'Ik denk dat de infrastructuur die nu wordt gebruikt om ETFs te verhandelen veel robuuster en stabiel is dan vijf tot tien jaar geleden. Het systeem is zeker in staat om grotere volumes en ook de stress van de markt te absorberen.'

### Het ETF-vehikel geeft toegang tot de kredietmarkten. Hoe denken jullie over de kredietrisico's bij de overgang naar het jaar 2020?

**Van Duist:** 'Kijkend naar de huidige fase van de economische cyclus en een heleboel andere problemen is er geen sprake van een omgeving waarin je beloond wordt voor het risico dat je neemt. Wij zijn dus voorzichtig met het plaatsen van geld in de kredietruimte.'

**Van Maarle:** 'Wij hanteren een vast gewicht voor credits in de standaardportefeuilles. Als ze het goed doen, verkopen we ze.'

## De vastrentende ETF-markt zal waarschijnlijk meer groeien dan de totale obligatiemarkt.

Als ze het slecht doen, kopen we ze bij. Allemaal op basis van regels, dus geen enkele mening.'

**Cullen:** 'Er bestaat een toenemend risicogevoel, maar er is, denk ik, nog wel tijd om dat uit te spelen.'

**Bialkowski:** 'Voor credits was 2019 een zeer goed jaar. Door de verkleining van de spreads en de daling van de rente hebben ze een performance van ongeveer zes procent laten zien. We houden voornamelijk onze creditposities aan, maar we zijn voorzichtig. En als de omstandigheden verslechteren, zullen we onze posities verkleinen.'

**Jonk:** 'De spreads liggen nog steeds onder hun tienjarig gemiddelde, dus wellicht is een kleine overweging van credits geen gekke gedachte. Er moet echter wel rekening worden gehouden met het kredietrisico binnen een ETF. Zoals ik al eerder zei, is de BBB-tranche in de afgelopen tien jaar veel groter geworden binnen investment grade.'

### Wat zijn de belangrijkste opportuniteiten in fixed income ETFs in de komende drie jaar?

**Jonk:** 'Kostenefficiëntie. Hoe groter ETFs worden, hoe beter ze waarschijnlijk kunnen worden gemanaged. Grote emittenten worden efficiënter voor eindgebruikers. Daarnaast zal het aanbod van ETFs over de breedte groter worden, met duurzaamheid als belangrijkste speerpunt.'

**Bialkowski:** 'Wij denken dat er meer duurzame obligatie-ETFs komen, niet alleen voor credits, maar misschien ook voor staatsobligaties, emerging market debt en high-yield. We hebben dit soort ETFs nodig om portefeuilles op te bouwen. Klanten vragen hierom.'

> **Marc van Maarle** is Senior Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People en heeft ruim 25 jaar ervaring in (institutioneel) vermogensbeheer en corporate treasury. Hij werkt sinds mei 2014 bij Index People en is eindverantwoordelijk voor alle beleggingsinhoudelijke zaken en de hiermee samenhangende operationele aspecten ten behoeve van de institutionele klanten. Daarnaast is hij voorzitter van de beleggingscommissie van Index People en in die rol verantwoordelijk voor onder meer de portefeuilleconstructie van de (maatwerk-)portefeuilles van de zakelijke en particuliere klanten.







> **Philippe Roset** is sinds 2016 verantwoordelijk voor de SPDR ETFs bij State Street Global Advisors in Nederland. Hij is sinds 2008 actief in de ETF-industrie en heeft eerder verschillende functies bekleed bij iShares en ETF Securities. Roset begon zijn carrière bij de Autoriteit Financiële Markten in het toezicht op financiële marktinfrastuctuur. Hij heeft Rechten gestudeerd aan de Universiteit van Maastricht en is tevens CFA-Charterholder.

**Van Duist:** 'Daar ben ik het mee eens. In de komende jaren zal een enorme vraag ontstaan naar duurzame fixed income ETFs. De gevraagde producten zullen dan bij wijze van spreken vanzelf op de markt komen.'

**Roset:** 'De trend naar duurzaamheid zal ertoe leiden dat veel van de gevestigde vastrentende posities worden vervangen. Tegelijkertijd zal de gebruikersbasis van vastrentende ETFs blijven groeien. Sommige van de meer actieve fixed income portfoliomanagers zullen ETFs gaan gebruiken als instrument voor portefeuille- of balansbeheer. Door het optreden van de Europese Centrale Bank wordt het steeds moeilijker om een enkele obligatie te kopen of een goede prijs te krijgen voor de verkoop daarvan. Daarbij komt dat het innemen van een positie van tien of twintig miljoen aan obligaties waarschijnlijk veel tijd kost. Met ETFs kan dit tegenwoordig in enkele seconden gebeuren.'

**Garcia Zarate:** 'We zitten in de eigenaardige situatie dat één ETF-aanbieder in feite 75 procent van het marktaandeel van alle fixed income ETFs in Europa in handen heeft. Er zijn dus genoeg uitdagingen, maar ook kansen voor andere aanbieders om hun aanwezigheid in obligatie-ETFs te vergroten.'

### Op welke manier zouden de toezichthouders kunnen helpen om te innoveren?

**Cullen:** 'De toezichthouders, zoals de Europese Centrale Bank, zouden op het gebied van duurzaamheid verschillende dingen kunnen doen. Er moet een soort duurzaamheidsstandaard komen.'

**Roset:** 'ETFs worden nu op meerdere Europese beurzen afzonderlijk verhandeld. De toezichthouders in de verschillende Europese landen kunnen het mogelijk maken dat de orderboeken van deze beurzen aan elkaar worden gekoppeld, zoals bij Euronext Amsterdam, Brussel en Parijs. Dat zou een grote stap voorwaarts zijn voor de Europese ETF-industrie. Het is een kwestie van samenwerking: de beurzen en toezichthouders moeten het eens worden over een gezamenlijke aanpak. Dat zou de liquiditeit in Europa enorm verbeteren en transactiekosten voor beleggers nog lager maken.'

**Jonk:** 'De parameters en restricties voor securities lending en het aan te houden collateral moeten nog meer gestandaardiseerd worden.'

## CONCLUSIE

De vastrentende ETF-markt zal waarschijnlijk een inhaalslag gaan maken, maar het kan nog lang duren voordat deze markt groter is dan de ETF-markt voor aandelen. Ongeacht de hoogte van de rentevoeten zullen obligaties altijd deel blijven uitmaken van de asset-allocatie. Met name in een lage renteomgeving zijn indexvolgende producten tegen lage kosten interessant en dat speelt ETF-aanbieders in de kaart. Mede door gebrek aan data en research zal het aanbod van smart beta-oplossingen binnen fixed income later op gang komen. De groei van actieve ETFs zet nog niet echt door, ondanks de kostenvoordelen en de mogelijkheid

van het toevoegen van alpha. Het toepassen van ESG-criteria op vastrentende waarden is veel moeilijker dan bij aandelen. Maar ook in fixed income wordt duurzaam, mede door de druk van overheden en de vraag van klanten, in de komende jaren de nieuwe standaard. Innovatie voert het volume aan ESG-producten op. Er zullen meer duurzame obligatie-ETFs komen. Niet alleen voor credits, maar misschien ook voor staatsobligaties, emerging market debt en high-yield. Het grootste risico in de komende jaren is dat de ETFs zo groot worden, dat ze in volatiele markten niet echt goed meer te verhandelen zijn.