

VOORZITTER:

Jeroen Verleun, PGGM

DEELNEMERS:

Andre Broijl, DSM Pension Services

Rob Dekker, Achmea Investment Management

Tjomme Dijkma, TKP Investments

Marèn Klap, a.s.r. vermogensbeheer

April LaRusse, Insight Investment Management

(a BNY Mellon boutique)

Walter Leering, InsingerGilissen Bankiers

Jason Lejonvarn, Mellon Capital (a BNY Mellon boutique)

Nathan Levy, ING

Menno Meekel, Altis Investment Management

Erik Schmahl, Rabobank

Marthe Tuinstra, PGB Pensioendiensten

Martijn Vijver, MN

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met BNY Mellon.



NEGATIEVE RENTES VORMEN EEN GROOT PROBLEEM

Door Hans Amesz

Met name institutionele beleggers worden door wet- en regelgeving gedwongen om in vastrentende instrumenten te beleggen. Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren zijn alternatieve fixed income-beleggingen nodig. Hoe lang zal de Europese Centrale Bank zijn huidige ruime monetaire beleid nog voortzetten? Welke gevolgen hebben de Chinees-Amerikaanse handelsoorlog en de Brexit op de fixed income-markten? En welke rol spelen demografische factoren?



Wat is het effect van de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten op de fixed income-markten?

April LaRusse: 'De handelsoorlog zorgt voor veel volatiliteit in de markten.'

Rob Dekker: 'Door de handelsoorlog nemen de risico's toe. Die komen nog boven op de Brexit-risico's.'

Walter Leering: 'Door hogere onzekerheid zullen kapitaalsuitgaven door bedrijven afnemen. Dit is negatief voor de economische groei en zorgt uiteindelijk voor druk op de rentetarieven.'

Nathan Levy: 'De handelsoorlog zorgt voor lagere rentes, minder economische groei en minder inflatie. Maar een kleine

deal tussen de Verenigde Staten en China – en misschien hebben we daar al een deel van gezien – zal weer soelaas bieden.'

Marthe Tuinstra: 'De onzekerheid neemt toe en de economische groei vertraagt. De centrale banken zullen daarop moeten reageren met een ruimer monetair beleid. Renteverlagingen en Quantitative Easing (QE) leiden tot het inkomen van credit spreads. Als er een handelsschok ontstaat door iets dat we niet voorzien hebben, kan dat mogelijk leiden tot een vlucht naar kwaliteit, wat erop neer komt dat beleggers weer meer Amerikaans staatspapier gaan kopen en credit spreads uitlopen.'

LaRusse: 'Omdat president Trump nu al bezig is met zijn herverkiezingscampagne, denk ik dat hij wil laten zien dat er vooruitgang wordt geboekt bij het oplossen van het

> **Jeroen Verleun** is sinds 2017 werkzaam bij PGGM als Senior Investment Manager in het External Management team, waar hij zich richt op Emerging Market Debt Local Currency en EM Corporate Debt. Hiervoor was Verleun werkzaam bij Aviva Investors en Barclays Capital in fixed income research-gerelateerde rollen. Daarnaast heeft hij werkervaring als Research Associate bij Harvard Business School. Verleun heeft Finance en Economie gestudeerd aan respectievelijk de Vrije Universiteit Amsterdam en Universiteit Utrecht en is tevens CFA- en CAIA-charterholder.





> **André Broijl** is Investment Manager bij DSM Pension Services. Broijl heeft 25 jaar ervaring in financiële markten, met een specialisme in vastrentende waarden. Voordat hij bij DSM Pension Services in dienst trad, werkte hij bij Mirabaud in Londen en gaf daar leiding aan het Investment Grade Credit-team. Daarvoor vervulde Broijl diverse functies bij Achmea, ING Investment Management en Robeco. Hij begon zijn carrière bij Royal Netherlands Levensverzekeringen. Broijl is CFA-charterholder en heeft een diploma Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen.

Amerikaans-Chinese handelsconflict. Het risico voor de markten kan zijn dat er proefballonnen worden opgelaten en er een uitverkoop van obligaties komt.'

Tjomme Dijkma: 'Ik verwacht geen majeure deal. De huidige toestand kan nog zeer lang aanhouden, omdat het feitelijk een gevecht is om economische macht.'

Jason Lejonvarn: 'Ondanks de toegenomen volatiliteit en onzekerheid, lijkt het erop dat er in de meeste asset classes sprake is van een gebrek aan geopolitieke premies. Je denkt dat er een zogenoemde oliepremie moet zijn, maar die is er niet. Dat is ook het geval bij credits. Aziatische aandelen kennen geen extra premie voor onzekerheid. Het voelt alsof de markt het potentieel voor een schok onderschat of dat zij rekent op QE, met zelfs nog lagere rentes en minder volatiliteit.'

Menno Meekel: 'De impact is al zichtbaar in bijvoorbeeld de markt voor bedrijfsobligaties. Veel managers zijn bezig de portefeuillekwaliteit op te hogen, met als gevolg dat de risico-opslagen van bedrijven met een A- en BBB-rating inkomen.'

Waarom investeren we nog steeds in negatieve rendementen?

Marèn Klap: 'Het gemakkelijkste antwoord is dat we geen keus hebben. Veel partijen moeten immers een groot deel van hun portefeuille beleggen in liquide, minder kapitaalintensieve assets. Bovendien kun je wel profiteren van, laten we zeggen, steile rentecurves. Zelfs als je geen carry return hebt, kun je nog steeds wel een roll-down return ontvangen. In Japan is al heel lang sprake van zeer lage rentes, maar dankzij de roll-down hebben Japanse vastrentende beleggers een redelijk goed totaalrendement gemaakt, zeker gecorrigeerd voor inflatie.'

Andre Broijl: 'Met name institutionele beleggers worden door wet- en regelgeving gedwongen om in vastrentende instrumenten te beleggen, ook tegen negatieve yields. Maar ook beleggers die niet of minder gebonden zijn aan beperkingen, kunnen in negatieve rendementen beleggen.'

Martijn Vijver: 'Daar ben ik het mee eens. Als er een vlucht naar kwaliteit ontstaat, hebben we natuurlijk nog steeds assets nodig die bescherming bieden, want aandelen kunnen veel meer dalen dan vastrentende waarden, zoals we in het laatste kwartaal van 2018 hebben gezien.'

LaRusse: 'Vastrentende beleggingen kunnen ook nuttig zijn in termen van diversificatie, met name voor multi-assetportefeuilles. Rendementen zien er niet onaantrekkelijk uit als je denkt dat de inflatie nul of negatief zal zijn.'

Tuinstra: 'Als liability-driven belegger moeten wij het renterisico afdekken. Daarvoor kom je al snel terecht bij langjarige staatsobligaties van hoge kwaliteit, bijvoorbeeld Duitse en Nederlandse. Die renderen negatief en dat compenseren we met swaps, wat nog steeds interessante instrumenten zijn om het renterisico mee af te dekken.'

Dijkma: 'Ik vraag me af of een pensioenfonds negatieve rente zou moeten willen ontvangen in lange swaps, maar ik ben het ermee eens dat de alternatieven vrij beperkt zijn.'



Lejonvarn: 'Negatieve rentetarieven vormen een groot probleem. Ze zijn alom tegenwoordig, met name in Europa, en ze bestaan al bijna vijf jaar. Het gevolg van negatieve rentes is dat het rendement op kapitaal en/of het rendement op arbeid negatief is. Dat is vanuit economisch oogpunt contraproductief.'

Het is duidelijk dat de Europese Centrale Bank (ECB) door haar obligatieaankopen de markt verstoort. Hoe lang kan het nog duren tot beleggers het vertrouwen in de centrale banken verliezen?

Tuinstra: 'We hebben gezien dat het effect van QE in de loop van de tijd afneemt. De ECB wil dat de lokale overheden economische stimuleringsmaatregelen gaan nemen door te investeren of hun fiscaal beleid te versoepelen. Dat gaat gebeuren, denk ik.'

Levy: 'Als dat gebeurt, heeft dat effect op de rentetarieven. Aan de andere kant denk ik dat de centrale banken lang door kunnen gaan met monetaire verruiming. Misschien is het Japan-scenario onze toekomst.'

Dekker: 'Ik denk niet dat beleggers hun vertrouwen in de centrale banken zullen verliezen, want negatieve rentes zijn een wereldwijd probleem, waar op dit moment geen alternatief voor is.'

Leering: 'De vraag is of bijvoorbeeld landen als Duitsland en Nederland wel in staat zijn om krachtige stimuleringsmaatregelen te nemen. Wat dat betreft zijn de verwachtingen misschien te hoog gespannen.'

Levy: 'Demografische factoren, waardoor de wereldwijde besparingen blijven toenemen, hebben volgens mij meer invloed op de rentestanden dan het beleid van de centrale banken.'

LaRusse: 'Als je onmiddellijk economische groei wilt realiseren, zou je aan helikoptergeld kunnen denken of mensen een belastingverlaging kunnen geven. Het duurt zeer lang eer bijvoorbeeld langetermijnprojecten op infrastructureel gebied effectief zijn.'

Ondanks de toegenomen volatiliteit en onzekerheid, lijkt het erop dat in de meeste asset classes sprake is van een gebrek aan geopolitieke premies.

Erik Schmah: 'Als de belastingtarieven echt worden verlaagd en er in Duitsland en andere kernlanden van Europa stimuleringsmaatregelen worden genomen, zal dat een duidelijk positief effect hebben op de uitgaven en de economische groei in Europa.'

Dekker: 'Een economische impuls door een fiscale stimulans of een belastingverlaging is altijd tijdelijk. Dat houdt in dat je steeds meer moet stimuleren om dezelfde groei te houden. Dat is niet echt duurzaam.'

LaRusse: 'Een andere manier om monetair beleid effectiever te maken, is banken te dwingen om de negatieve rentetarieven door te berekenen aan mensen die geld lenen.'

Dekker: 'Zelfs als de rente negatief is, gaan mensen geen nieuwe dingen kopen als ze die niet nodig hebben. Ze gaan gewoon meer sparen.'

Is twee procent inflatie nog steeds een realistisch doel in de eurozone? Denken jullie dat de ECB een lagere doelstelling gaat kiezen?

Vijver: 'Iedereen heeft bij wijze van spreken zijn eigen inflatie, afhankelijk van zijn uitgaven. Als je met grote uitgaven te maken hebt voor bijvoorbeeld kinderopvang of de universiteit, is jouw persoonlijke inflatie hoger dan het macro-inflatiecijfer. Uiteindelijk denk ik dat een streefcijfer van twee procent realistisch was. Misschien zou het nu lager kunnen zijn.'

Klap: 'Het QE- en rentebeleid van de ECB zijn volgens mij niet zozeer gericht op een inflatie van twee procent, maar op het in

> **Rob Dekker** is sinds december 2014 in dienst bij Achmea Investment Management als Senior Portfolio Manager Fixed Income. Dekker is werkzaam in de financiële sector sinds 2000. Na zijn studie bedrijfseconomie aan de Hogeschool Alkmaar heeft hij van 2000 tot 2014 gewerkt als Analist en Portefeuillemanager voor F&C Netherlands. Dekker heeft ruime ervaring in institutioneel vermogensbeheer, met name op het gebied van staatsobligaties en overheid-gerelateerde obligaties. In 2008 heeft hij het Chartered Financial Analyst programma afgerond.





> **Tjomme Dijkma** is sinds 2009 in dienst bij TKP Investments (TKPI). TKPI is een handelsnaam van Aegon Investment Management B.V. In zijn huidige rol als Senior Portfoliomanager Fixed Income beheert Dijkma diverse vastrentende fondsen. Voordat hij naar TKPI kwam, werkte hij bij F&C als hoofd van Global Investment Grade Credits. Van 1994 tot 2004 was Dijkma werkzaam als Senior Portefeuillebeheerder Vastrentend bij Centraal Beheer en Achmea Asset Management.

stand houden van de euro. Ik denk niet dat de inflatie-doelstelling verlaagd zal worden, want dan is er maar heel weinig nodig om deflatie te krijgen, met als gevolg dat schulden onhoudbaar worden. De ECB zal de inflatiedoelstelling waarschijnlijk eerder verhogen dan verlagen, al is het maar om de boodschap af te geven dat zij streeft naar een hogere in plaats van een lagere inflatie.'

Levy: 'Een lagere inflatiedoelstelling zal leiden tot lagere inflatieverwachtingen en improductief worden. Aan de andere kant denk ik niet dat een lagere inflatie of een beetje deflatie in de huidige wereld grote problemen zal veroorzaken. In Japan is al heel lang sprake van deflatie of een zeer lage inflatie en dat is meer een probleem voor economen en de centrale bank dan voor de burgers.'

Dekker: 'De belangrijkste factor in dit verband is de demografische ontwikkeling die tot lage groei en minder inflatie leidt. Japan is nooit hersteld van de crisis in de late jaren tachtig van de vorige eeuw, omdat de beroepsbevolking begon te krimpen evenals de totale vraag. In Europa zitten we nu in dezelfde situatie en die zal zich de komende jaren ook in de Verenigde Staten manifesteren.'

Vijver: 'Lagere groei en lagere inflatieverwachtingen zijn een wereldwijd fenomeen. Zelfs in een land als Brazilië is de kapitaalmarktrente dit jaar gedaald, van negen tot iets boven de zes procent. Vroeger ging de centrale bank daar uit van een inflatie van 4,5 procent (met een bandbreedte van ongeveer 1,5 procent), nu wil men die doelstelling verlagen tot 3,75 procent in 2021.'

Lejonvarn: 'De ECB moet geen Bank of Japan worden. Europa wil geen permanente deflatie en bevrozing van de kapitaalmarkten. Wat Europa in ieder geval nodig heeft, is een sterke fiscale stimulering en minder vertrouwen in de botte instrumenten van QE.'

LaRusse: 'Enige inflatie is gezond voor de economie en maakt relatieve loonsveranderingen mogelijk zonder een daling van de nominale lonen.'

Schmahl: 'In landen met een groot overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, zoals Duitsland en Nederland, zou meer groei moeten zijn. Daarom is het belangrijk dat de ECB blijft aangeven te streven naar een hogere inflatie. Ik ben er niet zo zeker van dat de inflatie lange tijd niet boven de één procent zal uitkomen.'

Tuinstra: 'The proof of the pudding is in the eating. De ECB zal in 2020 een beleidsherziening ondergaan, dus we moeten afwachten waar ze mee komt.'

De reële rentevoeten in Europa zijn historisch gezien buitengewoon laag tot negatief. Wat zou op de langere termijn een redelijk en fundamenteel gezond niveau van reële rentetarieven zijn en hoe zou dat van land tot land – bijvoorbeeld in de eurozone – verschillen?

Dekker: 'De reële rentevoet is geen vaststaand stabiel getal. Een krimpende bevolking, lagere productiviteit en minder inflatie maken lagere reële rentetarieven noodzakelijk.'

Klap: 'Het huidige beleid van de ECB is niet specifiek gericht op een inflatie van zo'n twee procent. Het gaat er vooral om



Hoe meer idiosyncratisch risico er in een markt is, des te meer het loont om voor een actieve aanpak te kiezen.

de schulden van de eurolanden betaalbaar te houden. Ik denk dat de ECB de reële rentetarieven laag zal houden totdat de schuld/BBP ratio gaat dalen. In Europa is de verhouding van schuld tot BBP nu gemiddeld iets omlaag gegaan, maar in Italië is nog steeds sprake van een zijwaartse of iets opwaartse beweging.'

Dekker: 'Als er begonnen wordt met fiscale uitgaven, gaat de staatsschuld omhoog. Dan bereik je nooit een situatie waarin de rente kan stijgen, omdat het schuldniveau dan onhoudbaar wordt.'

We zitten nu in een soort catch-22 situatie, waarin de ECB altijd koopt. Maar wat gebeurt er als de ECB opeens zegt: 'Genoeg is genoeg?'

Dijkma: 'Er wordt veel geklaagd over het beleid van de ECB, met name over het QE-programma. Het is echter de vraag of rentes veel hoger zouden zijn zonder QE.'

Klap: 'Dat is waar. De ECB is eind 2018 gestopt met QE en vervolgens gingen de rentetarieven met één procent omlaag.'

Heeft de ECB invloed op jullie vastrentende beleggingen?

Leering: 'Ja, want door haar opkoopprogramma vermindert de ECB de volatiliteit op de kredietmarkten.'

LaRusse: 'De ECB is een prijs-ongevoelige koper, wat de euromarkt duurder maakt. Daarom zullen er andere wereldwijde vastrentende markten in beeld komen; er zullen kansen ontstaan voor niet-euromarkten.'



Meekel: 'De tweede versie van het ECB-opkoopprogramma heeft naar verwachting minder impact op de kredietmarkten dan het oorspronkelijke programma, vanwege de kleinere omvang en het lagere tempo van het tweede opkoopprogramma. Maar het zal voor actieve managers een uitdagende tijd worden om hun outperformance-doelstellingen te halen.'

Lejonvarn: 'In plaats van na te denken over waarderingen en risicopremies, kijkt iedereen naar wat de centrale banken gaan doen. Dat moet veranderen, want de centrale bank zou niet moeten dicteren wat de reële waarde van een tienjarige obligatie is.'

Heeft iemand als gevolg van het ECB-beleid wijzigingen in zijn allocaties aangebracht?

Dijkma: 'Wij zijn meer in Nederlandse hypotheeklen gaan beleggen. Hypotheken bieden uitzicht op een relatief zeker extra rendement ten opzichte van zeer laagrenderende staatsobligaties.'

> **Marèn Klap** is sinds april 2015 werkzaam bij a.s.r. als Senior Portfolio Manager Rates, verantwoordelijk voor de beleggingen in (semi)staatsobligaties en rentederivaten. Hiervoor heeft Klap bijna tien jaar bij Delta Lloyd Asset Management gewerkt in achtereenvolgens een researchfunctie, als Portfolio Manager Quant Strategieën en de laatste 5 jaar als Portfolio Manager Fixed Income. Klap is in 2006 afgestudeerd in Quantitative Finance & Actuarial Sciences aan de Universiteit van Tilburg.





> **Walter Leering** is Senior Portfoliomanager Fixed Income bij InsingerGilissen Bankiers. Hij is verantwoordelijk voor het beheer van diverse vastrentende portefeuilles en de selectie van IG Corporate- en High Yield-fondsen voor de KBL Groep. Hij is in 2008 begonnen bij Theodoor Gilissen als Fixed Income Analyst. Hij heeft in 2008 de Master Business Administration behaald aan de VU en in 2014 de Master Investment Management afgerond (VBA opleiding/ Certified European Financial Analyst).

Vijver: 'Wij vinden Nederlandse hypotheeklen ook aantrekkelijk. In het algemeen gaan we een beetje uit langlopende obligaties in langlopende swaps en tegelijkertijd kopen we meer bedrijfsobligaties, zowel investment grade als high yield. Dat is echter niet zozeer het gevolg van het beleid van de ECB, maar van ons langetermijnperspectief voor de beleggingsmarkt.'

Broijl: 'Nederlandse hypotheeklen zijn zonder meer aantrekkelijk en we zien dat de meeste Nederlandse pensioenfondsen de allocatie naar Nederlandse hypotheeklen vergroten.'

Meekel: 'Nederlandse hypotheeklen zijn interessant vanuit een risico-rendementsperspectief, maar er moet wel rekening worden gehouden met implementatierisico. Immers, als je vandaag besluit om in hypotheeklen te beleggen, zal er pas over zes, zeven maanden daadwerkelijk geïnvesteerd kunnen worden tegen de dan geldende marktcondities.'

Tuinstra: 'Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren heb je wat extra rendabele instrumenten nodig in de matchingportefeuille, die een lange looptijd en hoge kwaliteit hebben. Daarom zijn Nederlandse hypotheeklen een belangrijke rol in het beleggingsproces gaan spelen. Ook hebben we BB-credits opgenomen.'

Direct lending wordt steeds populairder. Zien jullie die interesse ook?

LaRusse: 'Onze pensioenfonds- en verzekeringsklanten zijn steeds meer geïnteresseerd in minder liquide credits, vooral omdat liquide credits niet genoeg spread bieden. Echter, als je besluit om in minder liquide credits te investeren, moeten die wel van een hogere kwaliteit zijn. Want als het fout gaat, kun je niet verkopen.'

Levy: 'Als er iets in de markt gebeurt, is illiquiditeit een groot probleem.'

Vijver: 'Wij zijn zeker geïnteresseerd in private credit. Voor volgend jaar staan onze eerste investeringen in infrastructure debt op het programma, ook om te investeren in de reële economie.'

Tuinstra: 'Binnen de returnportefeuille alloceren we dit jaar meer naar Amerikaanse bank loans. De spreadwaardering van Amerikaanse bank loans is aantrekkelijker dan Europese bank loans. We alloceren nu niet naar Europese bank loans of U.S. high yield. U.S. high yield is in onze ogen – vanuit rente, inverse curve en spread – onaantrekkelijk gewaardeerd. We zijn voorzichtig met direct lending, omdat veel toegezegd geld nog belegd moet worden en de marges teruglopen. Bovendien zijn de fees in dit segment hoger.'

Welke vastrentende beleggingscategorieën lenen zich het best voor passief en welke juist voor actief beheer?

Leering: 'Voor bijvoorbeeld bedrijfsobligaties loont het om goede actieve managers te selecteren. Die weten na kosten de benchmark en zeker passieve instrumenten structureel te verslaan.'

Levy: 'Vanwege de liquiditeit is het gemakkelijker om passief te beleggen in bijvoorbeeld euro-staatsobligaties dan in schuld papier van opkomende markten of high yield obligaties.'



> **Jason Lejonvarn** werkt sinds 2014 bij BNY Mellon en is Global Investment Strategist. Hij is verantwoordelijk voor uitleg en verdere ontwikkeling van BNY Mellon's index, multi-asset en multi-factor producten. Lejonvarn heeft een MA graad in Economie van de Los Andes Universiteit en een bachelorgraad in Political Science en International Studies van het Macalester College. Hij is een CFA-charterholder en lid van het CFA Instituut.



LaRusse: 'Sommige van onze pensioenklanten, die nogal slecht gefinancierd zijn, maken gebruik van derivaten om zich op de markten te positioneren. Dat is een passieve exposure die op niet-gefinancierde basis wordt gerealiseerd.'

Vijver: 'Op basis van eVestment-data blijkt dat de gemiddelde actieve manager in fixed income in de afgelopen drie tot vijf jaar in staat is geweest om, voor beheerfee, de benchmark te verslaan. Er valt dus zeker wat te zeggen voor actief beheer, maar het is wel belangrijk om de juiste exposure te krijgen. We kiezen dus niet zomaar een benchmark, maar passen de benchmark van de klant aan om eerst de juiste exposure te krijgen. Vervolgens is het de vraag hoe we dat efficiënt kunnen inrichten en hoe we een goede manager vinden die gebruik kan maken van inefficiënties in de markt.'

Dekker: 'Passief beleggen is in wezen voor alle beleggingscategorieën geschikt. Op een gegeven moment wordt er waarschijnlijk te veel passief belegd, wat de markt verstoort. Daar kunnen actieve beleggers dan weer van profiteren.'

In Japan is al heel lang sprake van zeer lage rentes, maar dankzij de roll-down hebben Japanse vastrentende beleggers een redelijk goed totaalrendement gemaakt.

Dijkma: 'Wij zien dat institutionele beleggers de neiging hebben om hun passieve exposure te vergroten. Hoewel passief beheer goedkoper is, zien wij nog steeds goede kansen voor een beter risico-rendementsprofiel met actief beheer.'

Tuinstra: 'Wij hebben een buy-and-hold-aanpak voor Europees investment grade papier en een actieve aanpak voor alles wat sub-investment grade is. Hoe meer idiosyncratisch risico er in een markt is, des te meer het loont om voor een actieve aanpak te kiezen.'

Klap: 'Met passief beleggen ben je er zeker van dat je de benchmark niet bij kunt houden, terwijl een actieve manager de benchmark, na aftrek van kosten, misschien wel kan verslaan. De opkomst van passief beleggen wordt voornamelijk veroorzaakt door het verschil in kosten tussen actief en passief. Ik denk dan ook dat er wel meer passieve obligatiefondsen zullen komen, maar blijf er sterk van overtuigd dat actieve managers altijd de mogelijkheid hebben om indices te verslaan.'

Lejonvarn: 'Wij willen in essentie het rendement van de index leveren na kosten. Dat lijkt op een soort passieve doelstelling, maar we gebruiken actieve instrumenten om dat doel te bereiken. Het gaat dus om een hybride aanpak. Het is niet zo eenvoudig om dit in bepaalde segmenten ook te realiseren. Onze klanten zijn er zeer in geïnteresseerd om te zien hoe we dit doen, ook omdat ze dan een kernbeta in hun portefeuilles hebben.'

> **Nathan Levy** is sinds 2008 Investment Manager bij het ING Investment Office. Hij heeft ruim twintig jaar beleggingservaring als Beleggingsadviseur en Vermogensbeheerder bij onder meer Kempen & Co. Rabobank, Effectenbank Stroeve, SNS Securities en ING. Bij ING is hij medeverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid en het beheer van de beleggingsstrategieën voor de relaties van de bank. Hij studeerde Bedrijfseconomie aan de Haagse Hogeschool en deed daarna de postdoctorale studie Financieel Beleggingsanalist.





> **Menno Meekel** is Senior Portfolio Manager Fixed Income bij Altis Investment Management en heeft bijna twintig jaar beleggingservaring. Hij is verantwoordelijk voor de selectie en monitoring van managers in de categorieën Investment Grade Credits, Green Bonds en Dutch Mortgages. Voorheen was Meekel werkzaam bij Rabobank Private Banking, waar hij de laatste twaalf jaar verantwoordelijk was voor de selectie en monitoring van vastrentende beheerders. Hij heeft een BA in Business Administration en is geslaagd voor CFA Level I en II.

Schmahl: 'Wij gebruiken momenteel veel ETF's en indexfondsen. Voor onze particuliere klanten wordt het steeds lastiger om in individuele obligaties te beleggen, waardoor steeds meer klanten in fondsen terecht komen. Daar zijn veel voordelen aan verbonden, zoals spreiding en minder kosten.'

Meekel: 'Kijkend naar de fees die we kunnen bewerkstelligen voor onze klanten is er soms nog maar beperkt verschil tussen een actieve en passieve oplossing, waardoor het kostenaspect een kleinere rol speelt in de afweging.'

Hoe staan jullie ten opzichte van factor investing met betrekking tot vastrentende waarden?

Meekel: 'Een van de redenen dat factorbeleggen in vastrentende markten achterblijft bij factorbeleggen in aandelen, is het gebrek aan historische gegevens. Pas de laatste jaren is hier beter onderzoek mogelijk. Ik ben ervan overtuigd dat er in fixed income ruimte is voor factorbeleggen, maar het gaat vooral om de implementatie van het beleggingsbeleid. Hierbij zijn transactiekosten van groot belang, omdat bij onzorgvuldig beleid de factorpremie mogelijk weer teniet wordt gedaan.'

Levy: 'Factorbeleggen is niet nieuw, eigenlijk is het hetzelfde als quant investing. Misschien is er in vastrentende waarden minder vraag naar expliciet op factoren gebaseerde strategieën dan in aandelen.'

Broijl: 'Bij factorbeleggen in het algemeen lijkt het allemaal heel eenvoudig om factorpremies op termijn te oogsten. In werkelijkheid heb je echt een sterke maag nodig voor dit soort producten, omdat de verschillende factoren zich lange tijd tegen je kunnen keren, zoals de ervaring leert. Het is heel moeilijk om dat uit te zitten.'

Lejonvarn: 'Over aandelenfactoren bestaat veel consensus, zo bestaat het drie- en vijf-factorenmodel. In vastrentende waarden is veel minder overeenstemming over factoren. Het andere probleem in vastrentend is dat één factor, namelijk de kans op wanbetaling, dominant is en ten minste de helft van de spread verklaart. Wij denken wel dat factorbeleggen in fixed income heel nuttig is.'

Zouden jullie overwegen om Chinese obligaties in portefeuille te nemen nu ze allengs deel gaan uitmaken van vastrentende indices?

Schmahl: 'Het rendement op Chinese staatsobligaties is nu redelijk aantrekkelijk. Ik ben er eigenlijk verbaasd over dat veel managers de Chinese vastrentende markt laten liggen. Er bestaat kennelijk een grote terughoudendheid om het China-risico aan de portefeuille toe te voegen. Dat is te begrijpen als je kijkt naar de ultra-high yield-markt in China, maar als je daar doorheen kijkt, is China nu zeker een markt die aandacht verdient.'

Een krimpende bevolking, lage productiviteit en minder inflatie maken lagere reële rentetarieven noodzakelijk.



> **April LaRusse** werkt sinds september 2008 voor Insight als Hoofd van het Specialists Fixed Income-team. Daarvoor werkte LaRusse voor F&C Investments waar ze Portfolio Manager was voor de UK, US en Global Government bond portfolio's. Voor deze positie, werkte ze voor Lehman Brothers als Sales Government Bond en Derivaten. LaRusse heeft een BA in Economie van het Mount Holyoke College in Massachusetts, US en een MBA van de City University Business School in Londen. Ze is ook lid van de CFA Society in het Verenigd Koninkrijk.



Klap: 'Wij zijn een van de meest duurzame verzekeraars. China is een van de landen die zijn uitgesloten als belegging. Onze benadering van vastrentende waarden is een mix van positieve selectie, uitsluitingen en engagement.'

Is dat gebaseerd op mensenrechten of op het begrip groen?

Klap: 'Op beide. China is uitgesloten op basis van een beperkte vrijheid van meningsuiting, maar China scoort op eigenlijk alle ESG-criteria matig tot slecht.'

LaRusse: 'Wij beleggen in Chinese staatsobligaties. We denken dat China zijn monetaire en mogelijk fiscale beleid zal versoepelen zodra de inflatie afneemt. We kopen ook obligaties van Chinese bedrijven als onderdeel van onze bedrijfsstrategie in EMD. Aangezien China goed is voor vijftien procent van het mondiale bruto binnenlands product, zijn we ervan overtuigd dat dit een markt is die we niet kunnen negeren voor actieve strategieën.'

Vijver: 'In principe zijn we er klaar voor om in Chinees vastrentend papier te gaan beleggen. Vooralsnog zal het om een kleine allocatie gaan, want het betreft een off-benchmark allocatie.'

Tuinstra: 'In het algemeen is het bestuur van ons pensioenfonds van mening dat het reputatierisico van beleggen

in staatsobligaties in lokale valuta's vrij hoog is, dus te riskant. Dat heeft minder te maken met de risico-rendementsverhouding en meer met ESG en de SDGs. Denk daarbij aan persvrijheid, intransparantie, corruptie, schending van mensenrechten.'

Hoe denken jullie over de liquiditeit van de obligatiemarkt, gezien de recente waarschuwing van het IMF in het Global Financial Stability Report dat vastrentende fondsen kwetsbaar zullen zijn voor liquiditeitsschokken, wanneer zij geconfronteerd worden met grote terugbetalingen?

Leering: 'De liquiditeit is zeker slechter geworden. Als je bijvoorbeeld investeert in een kredietstrategie, moet je weten hoeveel illiquide assets de portefeuille kan verdragen en dat ook in de gaten houden. De waarschuwing van het IMF is vooral bedoeld voor fondsen die al relatief veel illiquide assets hebben.'

Vijver: 'Wij hebben geen klagen. Deze zomer konden we zonder problemen ruim een miljard investeren in Amerikaanse high yield-obligaties, een miljard in Europese high yield en een paar honderd miljoen in EMD harde en lokale valuta. Je moet natuurlijk wel proberen te voorkomen dat je ineens gedwongen wordt op grote schaal te verkopen.'

> **Erik Schmahl** werkt als Senior Investment Strategist bij Rabobank. Hij is in 1990 begonnen bij FDA als Beleggingsanalist voor de toenmalige NMB, participeerde in 1995 in het Investment Committee van ING Bank, werd in 1997 Beleggingsstrateeg bij Schretlen waar hij zich vanaf 2003 richtte op credit en rates. Sinds 2009 werkt hij bij de Beleggingscompetence van Rabobank met als specialisatie vastrentende waarden.





> **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.

Dijkma: 'In onze manager-selectiestrategie hebben wij een sterke voorkeur voor managers met een langetermijnvisie en dus een lage turnover. Dat maakt je minder kwetsbaar in situaties waarin liquiditeit een groot probleem is.'

Broijl: 'We beleggen hier voornamelijk in mandaten, niet zozeer in fondsen. Het maakt deel uit van onze due diligence om te kijken hoe managers omgaan met liquiditeit.'

Klap: 'Wij zijn niet bang voor grote outflows, maar wel voor een ander liquiditeitsrisico. Hoe langer de huidige rentesituatie blijft bestaan, hoe meer beleggers zullen proberen te profiteren van illiquiditeit en hoe groter de schok als er een rentestijging plaatsvindt. We zullen daarom altijd een buffer aanhouden met liquide staatsobligaties en liquiditeitsfaciliteiten. En je moet je exposure naar derivaten hieraan relateren.'

Hoe integreren jullie ESG in de intern beheerde effectenportefeuille of in het selectieproces van managers?

Levy: 'We geven de voorkeur aan bedrijven met een krachtig ESG-beleid en sluiten bedrijven uit die controversieel zijn, bijvoorbeeld op milieugebied.'

Klap: 'Naast de restricties op vermogen dat we zelf beheren, worden er ook alleen maar managers geselecteerd die minimaal aan ons duurzaamheidsbeleid voldoen. Verder publiceren we voor elke investering die we doen onze carbon footprint. We kunnen de impact van bijna negentig procent van onze assets meten en streven naar honderd procent per 2021. We vinden dat we het elk jaar beter moeten doen. Bij het behalen van rendement is klimaatimpact een hele belangrijke factor in het beleggingsbeleid.'

Dijkma: 'Wij selecteren, zoals gezegd, managers met een echte langetermijnvisie. Deze managers moeten dus heel goed nadenken over ESG-factoren. Uit een door ons uitgevoerd klimaatonderzoek blijkt dat de gekozen managers relatief goed presteren in stress-scenario's met betrekking tot de opwarming van de aarde en bovendien een bijdrage leveren aan het beperken van de opwarming.'

Meekel: 'We doen veel moeite om onze klanten duidelijk te maken hoe het ESG-profiel van de verschillende asset managers en dat van de strategieën waarin zij beleggen, eruitziet. Zo kunnen ze een goed beeld krijgen van het ESG-profiel van hun geaggregeerde beleggingsportefeuille. Overigens zien we dat nogal wat pensioenfondsen nog nadenken over hoe ze ESG in hun beleid moeten implementeren. De focus zou op ESG-momentum en engagement moeten liggen, waarbij de niet-financiële impact groter is en ook het financiële rendement hoger is.'

Dekker: 'Er is bij ons veel aandacht voor ESG. Er komen ook steeds meer gegevens om te analyseren en te vergelijken. Wij berekenen de CO₂-footprint voor elke portefeuille en in het geval van vastrentende waarden voor elke obligatie. Daardoor kun je die ook vergelijken met een benchmark. Met de klanten bespreken we hoe dit soort zaken verbeterd kunnen worden.'

Als je alleen maar investeert in het groenste van groen, verbeter je de wereld niet.



> **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 het gebied van investment grade credits, high yield en EMD. Hij heeft ruim 18 jaar ervaring in de financiële sector en is werkzaam geweest bij Watson Wyatt (zowel in Nederland als het Verenigd Koninkrijk), Russell Investments (Londen), SAMCo (Shell) en Achmea. Vijver is afgestudeerd econometrist aan de Rijksuniversiteit Groningen. Tevens is hij sinds 2004 CFA-charterholder.



Tuinstra: 'Het klimaatrisico maakt deel uit van ons maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid. Dat beleid is driedelig. We beperken risico's, of het nu gaat om klimaat of ESG. Dat betekent het uitsluiten van kolenproducenten en dergelijke. In de tweede plaats versterken we de duurzaamheid van al onze portefeuilles. Dat wil zeggen dat we engagen en ESG- en klimaatrisico's in de portefeuilles integreren. En tot slot zoeken we naar mogelijkheden om de klimaatverandering te benutten. Dus bijvoorbeeld door te investeren in bedrijven die werken aan de energietransitie.'

Vijver: 'Het begint met het uitsluiten van bedrijven die slecht presteren op ESG-gebied, waar je ook niet mee geassocieerd wilt worden. Vervolgens gaat het om het integreren van ESG in de beleggingsstrategie. De meeste van onze klanten willen dat hun beleggingen aansluiten en/of in lijn zijn met het Akkoord van Parijs en de SDGs van de Verenigde Naties.'

LaRusse: 'Als je alleen maar investeert in het groenste van groen, verbeter je de wereld niet. Als je je echt engageert, heb je een kans om dingen te verbeteren, inclusief je spread. Uiteindelijk proberen we geld te verdienen voor onze klanten en een betere ESG-score te behalen.'

Broijl: 'Ons ESG-beleid kent een drietal facetten. We maken gebruik van ESG-filters, waardoor bepaalde risico's worden uitgesloten. Het CO₂-reductieprogramma zorgt voor verlaging van de CO₂-footprint van de portefeuilles. Directe investeringen in infrastructuur richten zich op hernieuwbare energie of de energietransitie.'

Bij het behalen van rendement is klimaatimpact een hele belangrijke factor in het beleggingsbeleid.

CONCLUSIE

Door de handelsoorlog tussen China en de Verenigde Staten neemt de onzekerheid toe en vertraagt de economische groei. Het risico voor de financiële markten kan zijn dat er proefballonnen worden opgelaten en er een uitverkoop van obligaties komt. Negatieve rentetarieven vormen een groot probleem. Ze zijn alomtegenwoordig, met name in Europa, en ze bestaan al bijna vijf jaar. Het gevolg van negatieve rentes is dat het rendement op kapitaal en/of het rendement op arbeid negatief is. Wellicht hebben demografische factoren, waardoor de wereldwijde besparingen blijven toenemen, meer invloed op de rentestanden dan het beleid van de centrale banken. Japan is nooit hersteld van de crisis in de late jaren tachtig, omdat de beroepsbevolking begon te krimpen, evenals de totale vraag. Het huidige beleid van de ECB is officieel gericht op een inflatie van zo'n

twee procent, maar probeert vooral om de schulden van de eurolanden betaalbaar te houden. Mede als gevolg van het ruime monetaire beleid zijn nogal wat pensioenfondsen meer in Nederlandse hypotheeklen gaan beleggen. Solide staatsobligaties en cash renderen negatief en om dat te compenseren zijn extra rendabele instrumenten nodig in de matchingportefeuille. Institutionele beleggers hebben de neiging om hun passieve exposure te vergroten. Uit onderzoek blijkt echter dat de gemiddelde actieve manager in fixed income in staat is geweest om de benchmark in de afgelopen drie tot vijf jaar te verslaan. Er is in fixed income ruimte voor factorbeleggen. ESG maakt al bij heel veel beleggers onderdeel uit van hun beleggingsproces. Zij willen dat hun beleggingen in lijn zijn met het Akkoord van Parijs en de SDGs van de Verenigde Naties.