

FIXED INCOME ETF's VOOR GROTE INSTITUTIONELE BELEGGER'S MINDER GESCHIKT

Door Harry Geels

Na afloop van de ronde tafel Fixed Income ETF's sprak Financial Investigator met Marc Vijver, oprichter en directeur van Index People, over de belangrijkste uitkomsten. Voor welke beleggers zijn Fixed Income ETF's het meest geschikt en wat zijn de voor- en nadelen van ETF's ten opzichte van indexfondsen?

WAT WAREN DE 'KEY TAKEAWAYS' VAN DE RONDE TAFEL OVER FIXED INCOME ETF's?

'Ten eerste dat het verschil tussen indexbeleggen en actief beleggen steeds kleiner gaat worden, zowel qua aanpak als in kosten. Wat betreft de aanpak zien we steeds meer 'rule-based ETF's' en we zien dat actieve beheerders ook steeds meer rule-based gaan werken. Door de opkomst van alternatieve ETF's gaan de kosten van dergelijke rule-based ETF's omhoog. Doordat actieve beheerders steeds meer rule-based beleggen, gaan de tarieven bij hen naar beneden. Bij sommige beleggingsstrategieën zien we zelfs dat er bijna geen onderscheid meer is in de kosten van ETF's en actieve beheerders. De tarieven van actieve beheerders gaan natuurlijk ook omlaag door de steeds groter wordende concurrentiepositie van ETF's en de druk van de toezichthouders. Een tweede key takeaway is dat, ondanks de lage rente, er toch nog een enorme groei is in Fixed Income ETF's. De groei van ETF's op de obligatiemarkten is nu groter dan die van ETF's op de aandelenmarkten. Dit is opmerkelijk omdat obligaties lastiger verhandelbaar zijn. Ik kan die groei dan ook alleen verklaren vanuit het feit dat de rente nu zo laag staat en de kosten daarom relatief belangrijker worden voor het te behalen rendement. En ten derde

De groei van ETF's op de obligatiemarkten is nu groter dan van ETF's op de aandelenmarkten.

zien we dat het in de markt voor obligatie-ETF's, ondanks de groei, lastig is om nieuwe producten te lanceren. Bij aandelen is het makkelijker voor ETF-aanbieders om een product te lanceren: de aandelenmarkten zijn liquide en makkelijk te repliceren. Obligatie-indices zijn lastiger te repliceren. De data-intensiteit is groot en de liquiditeit is, zoals gezegd, beperkt. Om het product kostenefficiënt te laten zijn, is er voor de obligatie-ETF meteen 'size' nodig. De beschikbaarheid van 'seed capital' is echter de laatste jaren kleiner geworden, waardoor de bekende kip-en-ei-situatie ontstaat: het achterliggende idee is goed, maar de horde is hoog. We zien dat de grote partijen daarom deze markt domineren. Het is dan een beetje 'winner takes all'.

HOE KOMT HET DAT DE MARKT VOOR ETF's IN HET ALGEMEEN EN OBLIGATIE-ETF's IN HET BIJZONDER IN DE VS RELATIEF GEZIEN ZOVEEL GROTER IS DAN IN EUROPA?

'In de VS zien we meer tactisch gebruik van ETF's. ETF's worden door institutionele beleggers ook meer ingezet voor securities lending. ETF's kunnen namelijk zelf ook uitgeleend worden. In Europa zijn institutionele beleggers terughoudender ten opzichte van tactische asset allocatie en het uitlenen van stukken. Institutionele beleggers kunnen voor het buy-and-hold gedeelte van de obligatieportefeuille, dat ze gebruiken als matching voor de verplichtingen, beter mandaten inrichten. Die verplichtingenstructuur is vaak zo specifiek dat institutionele beleggers niet uit de voeten kunnen met standaardoplossingen als ETF's. De matchingportefeuille is meestal maatwerk in

In de VS zien we meer tactisch gebruik van ETF's. ETF's worden door institutionele beleggers ook meer ingezet voor securities lending.

de vorm van een LDI-oplossing. Kleinere institutionele beleggers kunnen waarschijnlijk wel beter met ETF's uit de voeten, zeker bij obligatiesegmenten zoals high yield of EMD. Het hangt dus af van de size.'

MAAR HIGH YIELD EN EMD HEBBEN TOCH INEFFICIËNTE INDICES? ZOU ACTIEF BEHEER HIER NIET VOOR DE HAND LIGGEN?

'Er zijn hier inderdaad ook wat minder 'handige' indices. Bij sommige investment grade- of high yield-indices is er door aflossingen en nieuwe toevoegingen van obligaties soms wel een omzet in de index van 40%. Dat is niet handig in een markt die regelmatig grote spreads laat zien. Maar aan de andere kant zien we ook weinig actieve beheerders outperformen. Er wordt bovendien vaak gezegd dat actieve beheerders vooral waarde zouden toevoegen als er stress in de markt zit. Hiervan heb ik nog geen overtuigend bewijs gezien. Actieve beheerders gaan gemiddeld genomen net zo hard of zelfs harder naar beneden als de markt een crash doormaakt. Ik denk ook dat de kosten voor actieve beheerders te hoog zijn. En dan heb ik het niet over de beheersvergoeding, maar over implementatiekosten zoals slippage, bid-ask spreads en transactiekosten. Passief is meestal toch de beste oplossing. Let wel op de index: niet alleen op wat er in zit en welke risico's daarmee samenhangen, maar vooral ook op de omzet in - en dus de replaceerbaarheid van - de index.'

U PROPAGEERT ZELF OVERIGENS EERDER INDEXFONDSEN DAN ETF's. GELDT DAT OOK VOOR INDEXPRODUCTEN VOOR OBLIGATIES?

'Ja, de ETF's is direct verhandelbaar, maar daar staat tegenover dat de koers op de beurs kan afwijken van de intrinsieke waarde. Er is vraag en aanbod en natuurlijk altijd een spread die betaald moet worden. In extreme marktomstandigheden kunnen de verschillen zelfs relatief groot zijn, bijvoorbeeld als de liquiditeit in de onderliggende markt wegvalt. Als het argument om intraday te kunnen handelen wegvalt, bijvoorbeeld bij langetermijnbeleggers, liggen indexfondsen meer voor de hand. Als de belegger het indexfonds ook nog rechtstreeks kan kopen via de aanbieder, de bewaarder, dan worden bovendien ook nog transactiekosten uitgespaard.'



Marc Vijver

Als het argument om intraday te kunnen handelen wegvalt, bijvoorbeeld bij langetermijnbeleggers, liggen indexfondsen voor de hand.

SPEELT DE LIQUIDITEIT VAN OBLIGATIES OOK EEN ROL BIJ DE VOORKEUR VOOR INDEXFONDSEN?

'Nee, dat argument is minder van belang. Over het algemeen is de liquiditeit van indexproducten goed, omdat die is opgebouwd uit verschillende lagen. Zo is daar de liquiditeit in de onderliggende markt zelf. Die moet een bepaalde vorm van liquiditeit hebben, maar die hoeft niet per se heel diep te zijn om efficiënte indexproducten te kunnen hebben. Er zijn namelijk nog twee andere lagen van liquiditeit. Ten eerste zijn er handelaren die de markt voor ETF's onderhouden. Die hebben vaak voorraden waarin ze kunnen handelen. Ten tweede zijn er de grotendeels particuliere klanten van de brokers die via het systeem van de brokers ook nog met elkaar kunnen handelen, via het orderboek. Zo kan er liquiditeit ontstaan zonder dat er wat op de onderliggende markt hoeft te worden verhandeld. Het kan zo zijn dat de ETF structureel meer liquide is dan de onderliggende markt. Pas als de markten van dealers en brokers opdrogen, vallen we terug op de onderliggende liquiditeit. En die liquiditeit is er ook altijd, al wordt daar soms een bepaalde prijs voor betaald.'