



Beleggers zetten door corona steeds meer in op aandelen en illiquide beleggingen

DOOR HARRY GEELS

De financiële wereld is door de coronacrisis in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming terechtgekomen. De centrale banken en de overheden opereren hierin als een tandem. Zo wordt de fiscale stimulering vanuit de overheden gedeeltelijk monetair gefinancierd. Dit alles heeft invloed op de inrichting van obligatieportefeuilles, zo betoogt Mary Pieterse-Bloem, Hoogleraar Financial Markets en Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO. 'De airbag-functie in de obligatieportefeuille neemt af.'

Waar liggen op dit moment de kansen bij obligaties?

'De obligatiemarkten zijn de laatste twintig jaar steeds breder en diverser geworden. Zo zijn bijvoorbeeld de bedrijfsobligatiemarkten, waaronder ook high yield en Emerging Market Debt (EMD), sterk gegroeid. Wij onderscheiden bij ABN AMRO nu twee rollen voor obligaties: die van kapitaalsbehoud en die van rendement tegen hoger risico. Veel vermogensbeheerders hebben de laatste jaren meegedaan aan de verschuiving van obligaties die voldoen aan het kenmerk kapitaalsbehoud naar obligaties met een hogere yield, ofwel de bekende 'search for yield'. Hierdoor is een grotere correlatie tussen het obligatiedeel en het aandelendeel van de portefeuille ontstaan. Wij beleggen nu wat betreft obligaties bewust in beide delen. Zo behouden we de airbag-functie van de veiligere obligaties en voegen we meer yield toe met bedrijfsobligaties en EMD.

Dat gezegd hebbende is er door de coronacrisis een nieuwe kaalslag in yields ontstaan, waardoor in het veilige obligatiedeel nog meer obligaties met een negatieve yield zitten. Wat nieuw is aan deze crisis, is dat nu ook Amerikaanse staatsobligaties bijna niets meer opleveren.

Het is verder mijn verwachting dat de rentes zowel in Europa als de Verenigde Staten voorlopig niet omhoog zullen gaan. Daardoor zijn we in het veilige deel van de obligatieportefeuille opgeschoven van staatsleningen naar investment grade-

Beleggingsportefeuilles zullen een steeds grotere illiquide component krijgen.

bedrijfsobligaties, waar grosso modo nog zo'n 1% meer yield te oogsten is. Maar dan wel actief, want zo'n 40% van de investment grade-bedrijfsobligaties rendeert inmiddels ook al negatief. Tot slot, door meer te gaan beleggen in investment grade-bedrijfsobligaties, high yield en EMD is het tegenwicht voor aandelen in onze portefeuilles afgenomen.'

En alternative fixed income dan?

'Wij inventariseren momenteel de mogelijkheden om in meer vormen van alternative fixed income te beleggen dan we tot op heden doen. De sub-segmenten hiervan bieden een extra risicopremie, namelijk de illiquiditeitspremie, zeg maar de vierde risicopremie bij obligaties naast de termijn-, krediet- en valutarisicopremies. Veel analisten, en dan vooral die uit de academische hoek, stellen dat de valutarisicopremie op de lange termijn niet bestaat. Wij denken dat die met goede timing wél te oogsten is, maar alleen bij de wat extremere koersbewegingen, dus vooral door contrair in zwaar afgestrafte valuta's te stappen. Zo zijn we eind 2018 in EMD Local Currency gaan beleggen, omdat we vonden dat veel lokale valuta's van opkomende markten erg afgestraft waren.

Wij kijken, vanwege de potentiële illiquiditeitspremie, ook naar private debt, omdat het een sterk groeiende beleggingscategorie is die ook gevarieerder wordt, mede door de terugtrekking van de banken uit de leningenmarkten. Tot nu toe hebben voornamelijk de grote beleggers, pensioenfondsen, verzekeraars, Sovereign Wealth Funds en family offices de plaats van de banken ingenomen. Vaak zien we overigens dat dit type beleggers vooral belegt in private leningen gekoppeld aan projecten, bijvoorbeeld infrastructuur of nieuwe energie. Er is met private debt dus ook

een mooie koppeling te maken met duurzaam beleggen. Deze markten voor particulieren ontsluiten is echter gemakkelijker gezegd dan gedaan. Particulieren hebben namelijk een grotere liquiditeitswens dan institutionele beleggers. Ze worden bovendien beschermd door allerlei regels, zoals Mifid. Voor particulieren is alternative fixed income nog een ontdekkingstocht, waar we nog maar aan het begin staan.'

Wat was voor u tijdens de coronacrisis de meest spectaculaire ontdekking over obligaties?

'In het midden van de crisis kregen we ineens te maken met de slechte verhandelbaarheid van staatsleningen. Volgens de handelaren van onze trading desks kwam dat doordat er op een gegeven moment zóveel gebeurde - van onzekerheid over het virus, lockdowns en monetaire verruimingen tot fiscale bazooka's - dat het voor de handelaren te risicovol was om trades te quoten waarop ze direct konden worden geraakt. De veilige haven was dus niet altijd bereikbaar en dat was best wel schokkend.

De opkoopprogramma's van de centrale banken dragen verder natuurlijk ook niet bij aan de liquiditeit. Momenteel doe ik vanuit mijn rol als Hoogleraar Financial Markets aan de Erasmus School of Economics onderzoek naar de invloed van de ECB op de liquiditeit. Het antwoord laat zich waarschijnlijk al raden. Handelaren weten dat er een grote koper in de markt zit en dit geeft een bepaalde scheefheid bij het afgeven van de prijzen en volumes. Ik vraag me af of de ECB zich in voldoende mate bewust is van deze onbedoelde bijeffecten van zijn beleid.'

Wat zijn voor u de erfenissen van corona voor obligatiemarkten?

'We zitten door corona weer in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming, aangevuld met hulp van de overheden die tegelijkertijd fiscaal stimuleren. Overheden en centrale banken die dus als een tandem samenwerken. Sterker nog, het is een een-tweetje waarbij de overheidsbestedingen monetair worden gefinancierd. Dat is prettig, want zo hoeven de bestedingen niet te worden gefinancierd door bijvoorbeeld hogere belastingen. De centrale bankbalansen worden echter wel verder opgeblazen en datzelfde geldt natuurlijk voor de overheidsschulden. De schuldquotes verslechteren; voor sommige eurolanden zoals Italië naar zorgelijke niveaus.'

Wat zijn de gevolgen van deze ongekende stimuleringen?

'Ten eerste dat de rente voorlopig laag zal blijven. Er is voorlopig eigenlijk geen weg terug. Een stijgende rente zou voor landen met veel schulden funest zijn. Pas bij een nieuwe economische hausse kan het beleid wellicht weer stapje voor

Door meer te gaan beleggen in investment grade-bedrijfsobligaties, high yield en EMD is het tegenwicht tegen aandelen in onze portefeuilles afgenomen.

stapje teruggedraaid worden. Ten tweede dat een steeds lagere rente - via het disconteren van toekomstige kasstromen - de aandelenwaardering doet stijgen.

De grote vraag is natuurlijk wel wat het eindspel is voor de schulden van bijvoorbeeld Italië. De ECB zal proberen de Italiaanse rente onder de economische groeivoet te houden. Dit faciliteert een 'beautiful deleveraging'. Maar mogelijk zal straks toch een deel van de schulden afgestempeld moeten worden, waarbij de vraag rijst welke beleggers dan het verlies nemen: de private beleggers, de institutionele beleggers of alleen de ECB? De minst schadelijke voor de financiële markten is natuurlijk de route via de ECB-balans, maar dat doet ook iets met het vertrouwen in het monetaire stelsel. Tot slot kunnen de obligaties die vanwege het Europese Herstelfonds worden uitgebracht de voorloper zijn van echte Eurobonds met een fiscale unie, waar de Italiaanse schulden dan in opgaan en waarbij er een Europese minister van Financiën komt die zich met de financiële herstructurering van Italië gaat bezig houden.'

Wat betekent dit voor de rol van obligaties in beleggingsportefeuilles?

'Het lijkt er sterk op dat de centrale banken de korte rente verder niet meer inzetten. Het opkoopbeleid is nu de grote motor waarbij vooral de lange rentes worden gedrukt. Als het niet voldoende lukt om de lange rente te laten zakken, ben ik ervan overtuigd dat Europa en de VS, net als Japan, 'yield curve control' gaan toepassen. De overheden hebben aanvullend de taak met ondersteuningsprogramma's de economieën uit het slop te trekken.

Verder heeft de coronacrisis voor een tweedeling gezorgd. Bepaalde sectoren profiteren, maar andere zullen het, ondanks de ondersteuning, moeilijk blijven houden. Door de geweldige omslag in de economie vermoed ik dat de werkloosheid hierdoor waarschijnlijk op wat hogere niveaus zal blijven liggen dan we de laatste jaren gewend zijn geweest.

De structurele teruggang in diverse sectoren van de economie kan overigens weer gecompenseerd worden door investeringsprojecten vanuit de overheden of de EU, bijvoorbeeld in infrastructuur en alternatieve energie. Zo kunnen we en passant ook invulling geven aan de gemaakte

afspraken in het Klimaatakkoord van Parijs. Waarschijnlijk gaan overheden en bedrijven hiervoor Green Bonds uitgeven, die naast private beleggers ook zullen worden gekocht door centrale banken. Dit betekent een nieuw aanbod van obligaties, vanzelfsprekend tegen een lage rente. Dit alles houdt, tot slot, de 'search for yield' op de andere sub-segmenten van de obligatiemarkten op gang. Credit spreads zullen nog verder inkomen. Beleggers gaan daarom verder kijken, bijvoorbeeld naar de mogelijkheden die private obligatiemarkten bieden. Of nog verder zelfs, zoals naar grondstoffen, hedge funds of vastgoed.'

U heeft het in een column recent gehad over een verschuiving naar een 80/20 portefeuille voor neutrale beleggers.

'Klopt. Er zijn twee dimensies. Ten eerste dat beleggers steeds meer hun portefeuille naar aandelen en mogelijk ook naar de zojuist genoemde beleggingscategorieën zullen opschuiven. Ten tweede dat beleggingsportefeuilles een steeds grotere illiquide component zullen krijgen, bijvoorbeeld 20% illiquide en 80% liquide. Voor vermogensbeheerders die particuliere beleggers hebben, is dit nog een hele uitdaging. Er moeten hier platformen komen waarin fondsoptlossingen worden gecreëerd, waarbij, de Mifid-regels indachtig, in enige mate toch een bepaalde vorm van liquiditeit wordt ingebouwd. Een beheerder als ABN AMRO, met zo'n € 200 miljard onder beheer, zou zelf groot genoeg zijn om zo'n platform op te zetten. Dat hebben we al voor private equity gedaan. Dit kunstje zou ook voor private debt kunnen worden herhaald. Er zijn hier nog zeker uitdagingen. Bij private equity zijn er grote partijen met wie we zo'n platform kunnen runnen, zoals Carlyle en Collier. De markt voor private debt is echter nog erg versnipperd. Er zijn ook nog grote verschillen tussen de typen leningen. Tot slot is er nog de vraag of de private debt markt überhaupt de particuliere belegger nodig heeft.'

Hoe combineert u het hoogleraarschap met uw ongetwijfeld drukke functie in de financiële sector?

'Dat is een hele uitdaging, zeker ook met een gezin met drie kinderen, maar gelukkig heb ik een grote intrinsieke motivatie om dit te doen. Dat ABN AMRO en mijn vorige werkgevers mij hiertoe de ruimte hebben gegeven, is een van de redenen geweest dat ik mijn baan in The City, waar

We zitten door corona in een nieuwe fase van kwantitatieve verruiming, aangevuld met hulp van de overheden die tegelijkertijd fiscaal stimuleren.

ik lang heb gewerkt, heb opgezegd en weer ben teruggekomen naar Nederland. Ik miste in Londen op een gegeven moment het grote plaatje en de intellectuele uitdaging. Het draaide binnen een nauw gespecialiseerd vakgebied, in mijn geval dat van 'debt capital markets', vooral om geld verdienen. De combinatie van wetenschap en praktijk geeft ook kruisbestuiving. Zo heb ik recent een onderzoek afgerond met een collega-wetenschapper van de universiteit van Oxford naar de mate waarin ESG een factor is bij beleggingsbeslissingen van onze particuliere doe-het-zelf en adviesklanten, op basis van geanonimiseerde data van de bank. Dit onderzoek heeft tot een hoogwaardig wetenschappelijk artikel geleid dat we onlangs op een conferentie mochten presenteren, heeft verschillende media gehaald en is op veel plaatsen via social media gedeeld. De uitkomsten, namelijk dat ESG ook voor deze klanten ertoe doet, bij hun beslissingen maar ook wat betreft rapportages, vormen vervolgens weer belangrijke input voor het beleid van de bank. Dat vind ik mooi.' «



CV

Mary Pieterse-Bloem is lid van het Beleggingscomité en is sinds 2015 Hoofd Obligatiebeleggen bij ABN AMRO Private Banking. Zij is in 2018 benoemd als Hoogleraar Financiële Markten aan de Erasmus School of Economics. Vóór haar huidige aanstelling bij ABN AMRO was Pieterse-Bloem werkzaam bij APG AM en NN IP, waar zij respectievelijk ABP, BOUW en andere pensioenfondsen, en Nationale Nederlanden van beleggingsadvies bediende. Pieterse-Bloem is haar carrière in 1993 begonnen in Londen, waar zij 13 jaar bij verschillende zakenbanken werkzaam was.