

Structureel alpha realiseren in creditportefeuilles

DOOR HARRY GEELS

Gwennaële Bruning is nu vijf jaar Head of Credit bij Achmea Investment Management. In deze periode heeft Achmea ieder jaar de benchmark weten te verslaan. In dit interview staan we stil bij deze mijlpaal, de goede beleggingsprestaties, alsmede de belangrijkste ontwikkelingen in de creditmarkten van dit moment.

Hoe bent u in de wereld van het institutionele vermogensbeheer terechtgekomen?

'Ik ben begonnen bij ING Investment Management als portfoliomanager voor retailfondsen. Op een gegeven moment, nu ruim 15 jaar geleden, ontstond intern de behoefte om institutionele beleggers te adviseren en te ondersteunen rond onderwerpen als het Financieel Toetsingskader voor pensioenfondsen. Voor mij was dat een kans om een team samen te stellen dat pensioenfondsen adviseerde over nieuwe regelgeving, asset allocatie en duration management. In feite dus fiduciair beheer. Ik begon bij Achmea als verantwoordelijke voor vastrentende beleggingen bij de verzekeraar. Na vijf jaar ben ik overstapt naar de vermogensbeheertak van Achmea, Achmea IM, om daar het creditteam verder uit te bouwen.'

Hoe gaat het creditteam te werk?

'Voor mij was het een interessante uitdaging om het creditteam van Achmea IM verder uit te bouwen. Het team is gegroeid van vijf naar twaalf mensen en we hebben een goed trackrecord opgebouwd. Sinds ik verantwoordelijk ben, hebben we ieder jaar een positieve alpha behaald. Ook in 2018, toen de spreads uitliepen en veel creditmanagers het moeilijker hadden. Overigens werd die goede prestatie ook al in de jaren daarvoor behaald. De alpha behalen we grotendeels met behulp van fundamentele bedrijfsanalyse, oftewel de juiste obligaties selecteren. Top-down spelen we ook in op macro-economische thema's, maar deze posities willen we niet te groot laten zijn. Maximaal een kwart van het risicobudget. Dergelijke top-down beslissingen kunnen namelijk zorgen voor flinke afwijkingen ten opzichte van de benchmark. Omdat de obligatiemarkten inefficiënt zijn, kunnen we genoeg waarde creëren door bottom-up de juiste bedrijven te selecteren en zo in een breed gespreide portefeuille een stabiele alpha te creëren. Onze informatie ratio behoort daarom tot de hoogste in de markt. Onze klanten zetten de creditportefeuilles vooral in hun

matchingportefeuilles in, vaak in de vorm van een mandaat, omdat ze specifieke wensen hebben. Zo wil bijvoorbeeld een aantal klanten op ESG-gebied nog een paar stappen verder zetten.'

Wat zijn de belangrijkste thema's die nu bij credits spelen?

'De creditmarkten zijn misschien wel meer in beweging dan ooit. Zo gaat de ECB het opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP) later dit jaar mogelijk opnieuw opstarten. Dit is eigenlijk een koper die geen fundamentele criteria



gebruikt om credits op te kopen. Dat leidt tot prijsverstoringen en geeft kansen voor actieve beleggers zoals wij. Verder zijn er fundamenteel gezien best wel wat donkere wolken te bespeuren. We leven in een wereld van toenemend populisme en deglobalisering. Handelstarieven nemen daardoor toe en dat heeft weer impact op de wereldwijde handel en groei. Verder is er de opkomst van passief beleggen. Een ander belangrijk thema, zeker voor institutionele beleggers, is maatschappelijk verantwoord beleggen.'

Laten we beginnen met het CSPP. Wat voor impact heeft dat?

'CSPP werkt in principe ontwrichtend. Bij dit opkoopprogramma worden sinds begin dit jaar alleen nog aflopende obligaties



CV

Gwennaële Bruning is sinds 2014 Manager van het Creditteam bij Achmea Investment Management. Van 2009 tot 2014 werkte zij bij Achmea Groep, waar ze verantwoordelijk was voor de vastrentende beleggingen van het verzekeringsbedrijf binnen Achmea. In 2008 en 2009 was Bruning (LDI-) Portefeuillemanager bij AXA Investment Managers. Zij begon haar carrière in 1999 bij ING Investment Management als Investment Manager Structured Products. In 2003 heeft zij daar de afdeling Strategisch Advies opgezet. Bruning heeft economie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam, is CFA Charter Holder en heeft de DSI-certificering Adviseren Beleggen Institutioneel.

teruggekocht, dus de balans van de ECB werd niet verder vergroot. Echter, vlak voor Draghi's termijn af zou lopen, deed hij wederom een 'whatever it takes'-uitspraak. Deze werd mede ingegeven door de teruglopende inflatieverwachtingen en zwakke economische groei als gevolg van de handelsoorlog tussen de VS en China. Na de zomer of begin volgend jaar zou het CSPP weer opgestart kunnen worden. De ECB zal waarschijnlijk ook de rente verder verlagen en daarnaast middels 'deposit tiering' de pijn van de negatieve rente verlichten voor banken. Hierbij krijgen delen van deposito's die banken aanhouden bij de ECB een minder negatieve rente. De ECB is enthousiaster over CSPP dan over het opkoopprogramma van staatsobligaties (PSPP), omdat daarmee eigenlijk staten worden gefinancierd. Dat ligt politiek natuurlijk gevoelig. Verder hebben zich weinig problemen voorgedaan met CSPP. Het kopen van het bijna failliete Steinhoff is eigenlijk het enige smetje op het blazoen. Andere effecten van CSPP zijn dat bedrijven meer zijn gaan investeren en dat nieuwe bedrijven naar de markt zijn gekomen, wat groei en inflatie kan stimuleren. De grote vraag is of de nieuwe verruiming van het monetaire beleid, zowel in de VS als in Europa, ervoor zorgen dat bedrijven zodanig meer gaan investeren dat ze daarmee tegenwicht kunnen bieden aan de effecten van de handelsoorlog. Ook is de vraag hoeveel ruimte de ECB nog heeft. Ongeveer 20% van de obligaties komt in aanmerking voor het CSPP. Wij denken dat dit nog zeker kan verdubbelen, hetgeen bullish is voor credits. Tenzij we toch in een recessie terechtkomen; dan zal de markt toch echt naar de fundamentals kijken.'

Straks blijft er geen spread en liquiditeit meer over!

'Wat betreft de spread, die is ongeveer tweemaal zo hoog als die van Japan, dus er is nog ruimte. En ja, als de ECB meer dan de helft van de creditmarkten in handen zou krijgen, wordt illiquiditeit inderdaad een issue. In het algemeen geldt: hoe minder liquiditeit, hoe groter de prijsschommelingen worden, zeker bij onrust in de markt. Maar in de creditmarkten, zeker in de grotere titels, is er nog wel voldoende liquiditeit, hoewel minder dan voorheen. Ik verwacht pas problemen als het CSPP nog jaren door zou gaan. Onze portefeuillemanagers zijn zich trouwens erg bewust van liquiditeitsissues. Bij het opzetten van posities wordt bekeken wat er bij een eventuele exit kan gebeuren. Wij beleggen niet of nauwelijks in onderhandse of erg illiquide leningen, omdat we een actieve belegger zijn. Onze portfoliomanagers doen bij ons de trading overigens zelf. Orders naar de trading desk sturen, werkt lang niet altijd. Soms kan de portefeuillemanager tijdens het handelen beslissen een vergelijkbare obligatie met een iets andere looptijd te kopen, als tradingsignalen daar aanleiding toe geven. Die flexibiliteit heeft volgens ons toegevoegde waarde.'

Omdat de obligatiemarkten inefficiënt zijn, kunnen we genoeg waarde creëren door bottom-up de juiste bedrijven te selecteren en zo in een breed gespreide portefeuille een stabiele alpha te creëren.

Worden bedrijven niet steeds risicovoller omdat ze steeds meer schuld op zich nemen met deze lage rentes?

‘Dit zien we met name terug bij Amerikaanse bedrijven. Europese bedrijven voeren tot nu toe een vrij conservatief financieel beleid. De toename van de leverage van de bedrijven in het euro-universum wordt dan ook vooral veroorzaakt door ‘reverse yankees’. Dit zijn Amerikaanse bedrijven die in euro’s uitgeven. Bij sommigen leeft de angst dat deze bedrijven op grote schaal afglijden naar High Yield. Wij zijn daar wat minder bang voor. Over het algemeen zijn het de grotere en meer kredietwaardige bedrijven die ‘reverse yankees’ kunnen uitgeven. De meeste daarvan zijn voortvarend bezig met het aflossen van schulden. Maar er zijn ook bedrijven die achterlopen op hun deleveraging-schema. Daar zien we wel risico’s. Niet vanwege de rentelasten, want die zullen nog wel even laag blijven, maar vooral als het economisch tij gaat keren. Daarnaast kunnen rating agencies hun geduld verliezen. Creditselectie is hier dus cruciaal. Overigens adviseren we onze klanten meestal om alleen in euro’s te beleggen. Vanuit een diversificatieperspectief is het niet nodig om het dollarrisico te lopen, gezien het globale karakter van het euro-universum.’

Wat is de impact van de groei van passieve obligatieproducten?

‘Wij hebben weinig last van de passieve concurrentie. De meeste beleggers kiezen nog steeds voor een actieve strategie. Dat is ook logisch, vanwege de inefficiënties in de markt. Denk aan het opkoopbeleid van de ECB en verzekeraars die puur op basis van yield credits kopen. Dan kan met actief beheer systematisch waarde worden toegevoegd. Mede door de eerder besproken liquiditeitsissues kunnen bij stress de spreads relatief hoog oplopen, wat ook weer kansen biedt. Daar komt bij dat passief beleggen in credits relatief duur is, omdat passieve producten relatief veel moeten handelen om de tracking error laag te houden. Door de beperktere liquiditeit zijn bovendien de bied-laag-spreads relatief groot. We kennen geen institutionele beleggers die hun credit mandaat passief beheren. Het zijn vooral particuliere beleggers en grotere actieve beleggers die voor kortere tijd een tactische exposure in credits opbouwen en middels passieve producten beleggen.’

‘Last but not least’: duurzaamheid. Hoe integreren jullie dat in het beleggingsbeleid?

‘Ons beleid bestaat enerzijds uit uitsluitingen, bijvoorbeeld bedrijven die controversiële wapens produceren of niet voldoen aan de UN Global Compact, anderzijds uit het nastreven van bepaalde ESG-doelstellingen in de portefeuille. Wat betreft dat laatste hebben we met een aantal klanten afgesproken dat het ESG-profiel van de portefeuille beter moet zijn dan dat van de benchmark. Daarmee proberen we maatschappelijk verantwoord ondernemen te stimuleren, zonder dat we meteen tot uitsluiting hoeven over te gaan. We onderscheiden ook een meer grijze zone. Denk daarbij bijvoorbeeld aan de energiesector. We zijn er niet voor om dergelijke sectoren, die nog altijd een belangrijke rol spelen in onze economie, uit te sluiten. Een wereld zonder sigaretten is heel goed denkbaar, maar een wereld zonder olie is nu niet bepaald realistisch. Hier kiezen we liever voor een ‘best-in-class’ benadering, in de zin dat we bedrijven die goede ESG-scores hebben een overweging geven. En vice versa: bedrijven die laag scoren, krijgen een onderweging. Zo kunnen we zowel duurzame als financiële doelstellingen realiseren. Met deze ‘realistische’ benadering kunnen we nog steeds outperformance laten zien.’

Kijken jullie ook naar CO₂-uitstoot en green bonds?

‘Sommige klanten hebben ook specifieke CO₂-doelstellingen. Onze infrastructuur is zo ingesteld dat, zodra we een obligatie kopen, we meteen kunnen zien hoe het ESG- en CO₂-profiel van de portefeuille verandert. Overigens zijn nog niet alle pensioenfondsen zover dat ze specifieke ESG- en CO₂-doelstellingen hebben, maar we zien dat dit wel meer tractie krijgt. Ook als een klant hier geen doelstellingen formuleert, zullen we toch ESG-criteria meenemen in onze beleggingsbeslissingen. Het meten van de E, S en G geeft namelijk goede inzichten in de risico’s van een bedrijf. Wij zien dat de markten een hogere premie vragen voor bedrijven als de ESG-risico’s toenemen. Op het eerste gezicht lijken sommige bedrijven dus een aantrekkelijke risico-opslag te hebben, maar als er dan gecorrigeerd wordt voor ESG-risico’s blijken die bedrijven meestal een faire risico-opslag te hebben. Die hogere risico-opslag loopt er ook niet zomaar uit, omdat die risico’s vaak een structureel karakter hebben. Eigenlijk wordt ieder bedrijf door ons zodanig fundamenteel geanalyseerd, dat er ten minste een goede compensatie voor het ESG-risico verkregen wordt. Verder werkt ons team ‘Maatschappelijk Verantwoord Beleggen’ continu aan engagement. Dit team gaat actief de gesprekken aan met de bedrijven in het grijze gebied. In onze mandaten nemen we ten slotte ook green bonds op, mits natuurlijk aantrekkelijk geprijsd. Bij twee vergelijkbare obligaties verkiezen we de green bond.’ «