

# Als obligatiemarkten droogvallen, geven ETF's nog altijd water

De ondoorzichtige en gefragmenteerde obligatiemarkten kunnen voor een krappe uitgang zorgen in tijden van stress. ETF's kunnen dan het deurtje zijn waarnaar beleggers op zoek zijn.

De afgelopen jaren zijn er in de media regelmatig waarschuwingen geuit over het gebrek aan liquiditeit in de obligatiemarkt, onder andere door Deutsche Bank, Nouriel Roubini, kredietbeoordelaar Fitch en het IMF. De laatste in de rij roependen is Bank of Engeland die in juli dit jaar de vrees uitsprak dat een verkoopgolf de bedrijfsobligatiemarkt door zijn breekpunt kan duwen in tijden van stress.

De centrale bank analyseerde wat er gebeurt als beleggers in credits tegelijk naar de uitgang rennen, zoals tijdens de financiële crisis. Toen kwam het voor dat wekelijks 1% van de bezittingen stroomde uit beleggingsfondsen in bedrijfsobligaties. Bij een uitstroom van 1,33% kunnen de broker dealers, de grote zakenbanken die de rol van market maker spelen op de obligatiemarkt, de verkoop van stukken niet absorberen, en gaat de markt op slot. Een 'zwaar maar plausibel scenario' volgens de onderzoekers.

"Liquiditeit is de sleutel voor het vertrouwen. Het is zoals zuurstof. Pas als het verdwijnt, weet je hoe belangrijk het is," zegt ook Keshava Shastry, hoofd ETP capital markets bij Deutsche Asset Management.

Sinds de financiële crisis is gemeten naar de totale handel en gemiddelde transactie-omvang de liquiditeit verschaald op obligatiemarkten. De handel in bedrijfsobligaties heeft met name moeite om te ademen. Onder invloed van strengere buffereisen kunnen broker dealers geen grote hoeveelheden schuld papier meer aanhouden op hun balans, en dat maakt het voor beleggers moeilijker om snel te handelen in individuele obligaties tegen een marktconforme prijs. "De Federal Reserve Bank of New York heeft becijferd dat in juli 2007 banken voor circa 250 miljard Amerikaanse dollar aan bedrijfsobligaties op hun balansen hadden staan en eind 2015 nog maar 50 miljard, een daling van 80%," zegt Shastry.

Gedaalde inventarissen bij broker dealers zijn niet de enige reden dat obligatiemarkten zijn opgedroogd, zegt Shastry. De schuld papiermarkt is

van nature meer gefragmenteerd en ondoorzichtig dan de aandelenmarkt omdat de meeste handel buiten de beurs om plaatsvindt, en emittenten meer variëren. "Een bedrijf geeft meestal twee typen aandelen uit: preferent en normaal, terwijl het duizenden obligaties kan hebben uitgegeven met andere coupons, looptijden en call-structuren."

## Liquiditeit in tijden van marktstress

Liquiditeit wordt belangrijk als grote groepen beleggers tegelijk de uitgang zoeken in tijden van marktstress. Als centrale banken hun ruimhartige monetaire beleid verder afbouwen en de rente stijgt, neemt het gevaar toe van een liquiditeitscrunch op de obligatiemarkten. Keshava geeft als recent voorbeeld de val die Aziatische markten maakten in reactie op de voorsprong die Donald Trump nam bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen. De Nikkei sloot 5,3% lager. "De impact op de Aziatische markten was groot, maar toen die sloten zagen wij op die dag geen enorme prijsbewegingen bij Azië-ETF's op de Amerikaanse of Europese beurzen. Dat toont aan hoe efficiënt deze instrumenten zijn. Als iedereen de deur naar de uitgang zoekt en markten zijn gesloten, zijn ETF-beleggers soms beter af dan een belegger in een lokaal aandeel, een mandaat of een beleggingsfonds omdat ze kunnen handelen tijdens Europese beurstijden om hun positie te gelde te maken.

Volgens Keshava zijn ETF's zo efficiënt door de vele lagen aan liquiditeit. In Europa zijn de zichtbare handelsvolumes op de secundaire markt maar een fractie van de totale transacties van market makers. Extra liquiditeit wordt op de primaire markt geschapen door zogeheten Authorised Participants. Zij kunnen ETF-aandelen creëren in ruil voor onderliggende effecten of die terugkopen als dat nodig is. Dit proces is onzichtbaar voor beleggers in de secundaire markt, en verhoogt de liquiditeit.

Het proces van creatie en opheffing in de primaire markt zorgt ervoor dat er geen extra olie op het vuur wordt gegooid als de liquiditeit op obligatiemarkten onder druk staat, zegt Keshava. "Het betekent dat ETF's

kunnen fungeren als stootkussen in tijden van marktstress, terwijl hun koers uitdrukt wat er zich afspeelt in de onderliggende obligatiemarkt. ETF-emittenten kunnen ook de onderliggende obligaties 'teruggeven' aan de Authorised Participant in ruil voor de ETF, in plaats van ze tegen een bodem prijs of tegen slechte voorwaarden te verkopen in de markt. Tijdens de Amerikaanse presidentsverkiezingen stegen ETF-handelsvolumes in de secundaire markt, maar in de primaire markt was geen verhoogde activiteit doordat de beurs het merendeel van de handel absorbeert."

Het kapitaalmarktteam van Deutsche AM kan als spil in het ecosysteem van ETF's de liquiditeit in de markt doorgronden, de beste transactie tegen de laagste kosten zoeken, de juiste handelsstrategie bepalen en de beste broker dealers selecteren uit een groot en wereldwijd netwerk. "Broker dealers openen de deuren voor beleggers om in- en uit te stappen," besluit Keshava.



**Keshava Shastry**

Deutsche Asset Management

