

FINANCIAL INVESTIGATOR

CONNECTING INVESTORS

BANKEN NOG ALTIJD FRAGIEL

Prof. Dr. Richard Portes,
London Business School

RONDE TAFEL SUSTAINABLE ETFs

7 experts aan het woord

EMOTIE IS EEN SLECHTE RAADGEEVER

Bob Homan,
ING Investment Office



OUTLOOK 2024
door 22 experts

HET JAAR 2023 IN BEELD



HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Ronald Bruins, Bouko de Groot, Baart Koster, Joost van Mierlo, Daan Nijssen, Jan Jaap Omvlee, Michiel Pekelharing, Lies van Rijssen en Esther Waal

RAAD VAN ADVIES

Randy Caenen
 Michiel Cleij
 Evalinde Eelens
 Jack Julicher
 Jacqueline van Leeuwen
 Philip Menco
 Marthe Tuinstra

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rachid Ajaja, Philippe Berthelot, Effi Bialkowski, Oliver Blackburn, Arnoud Boot, Peter Borgdorff, Monika Calay, Emile Cardon, Flavio Carpenzano, Hamish Chamberlayne, Rebecca Chesworth, Rogier Crijns, Lukas Daalder, Han Dieperink, Inge van den Doel, Maurice Geraets, Sander van Ginkel, Mike Gitlin, Rolando Grandi, Thomas Heidstra, Olaf van den Heuvel, Frédéric Hoogveld, Bob Homan, Chris Iggo, Johannes Jacobi, Thijs Jochems, Andreas Klein, Siegfried Kok, Simona Kramer, Louise Kranenburg, Roy Kroon, Philippe Kybourg, Andy Langenkamp, Niels Las, Joost van Leenders, Stan Leistra, Vincent Lemaitre, Marc van Maarle, Eddy Markus, Lloyd McAllister, Lalantika Medema, Alexandra Melhuish, Daniel Morris, Edin Mujagić, Jitzes Noorman, Judith Norbart, Lucian Peppelenbos, Richard Portes, Pieter van Putten, Pim Rank, Joris Roggeveen, Ewout van Schaick, Manfred Schepers, Willem Schramade, Daleep Singh, Eelco Ubbels, Caspar Vlaar, Jacob Vijverberg, Keith Wade, Matthew Wardle, Rob van Wechem, Peter van der Welle, Ralph Wessels, Wouter Weijand, Lindee Wong en Fred Wouters

FOTOGRAFIE

Cor Salverius Fotografie
 Joep van Drunen Fotografie
 Kees Rijken Fotografie
 Sam Huibers | PICS

BASISONTWERP

jannie.design

OPMAAK

Hans Delnoij Grafisch Ontwerp

DRUK EN DISTRIBUTIE

Scope Business Media in samenwerking met PreVision

**ADVERTENTIES**

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

UITGEVER

Financial Investigator Publishers B.V.
info@financialinvestigator.nl

ABONNEMENTEN

Financial Investigator wordt via controlled circulation uitsluitend verspreid onder professionele beleggers. Lezers die tot de doelgroep behoren waar Financial Investigator zich op richt, kunnen het magazine of de PDF van het magazine zonder kosten toegezonden krijgen. U kunt zich zowel aanmelden als afmelden via onze website www.financialinvestigator.nl. Voor verzending naar het buitenland brengen wij portokosten in rekening. Neem voor meer informatie contact met ons op via info@financialinvestigator.nl

DISCLAIMER De inhoud van Financial Investigator dient enkel ter informatie en is geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten die hierin beschreven worden en is geen beleggingsadvies. Uitgever en auteurs verklaren dat deze uitgave op zorgvuldige wijze en naar beste weten is samengesteld, evenwel kunnen uitgever en auteurs op geen enkele wijze instaan voor de juistheid en volledigheid van de informatie. Uitgever en auteurs aanvaarden dan ook geen enkele aansprakelijkheid voor schade, van welke aard dan ook, die het gevolg is van handelingen en/of beslissingen die gebaseerd zijn op bedoelde informatie. Evenmin aanvaarden uitgever en auteurs aansprakelijkheid voor materiaal zoals foto's en afbeeldingen die door derden zijn aangeleverd. Niets uit deze uitgave mag worden vervoerd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt worden, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, middels fotokopieën, opnamen, of enige andere manieren, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Wat brengt 2024?

Door de hoge inflatie aanvankelijk als tijdelijk te bestempelen, waren bankiers over het algemeen te laat met het nemen van maatregelen. Amerikaanse en Europese centrale banken hebben uiteindelijk ingegrepen met een cyclus van



renteverhogingen en die beginnen langzaam effect te sorteren. De werkloosheid in Europa neemt toe, met Duitsland en Frankrijk als meest in het oog springende voorbeelden. Ondanks de tot nu toe historisch lage werkloosheidscijfers in de VS wijzen ook daar verschillende indicatoren op een afkoeling van de arbeidsmarkt. De opgelopen rente in combinatie met afkoeling op de arbeidsmarkten leidt bijna overal tot dalende inflatie en teruglopende economische groei. Dit alles lijkt te suggereren dat de piek van de hoge

rentetarieven achter ons ligt, al lijkt een schatting van de economische groei over het derde kwartaal van maar liefst 4,9% in de VS te suggereren dat beleggers nog niet op forse renteverlagingen moeten rekenen.

De financiële markten zijn, na een zwakke herfst, tegen het eind van het jaar in duidelijk rustiger vaarwater terechtgekomen.

Hoe zit het met de vooruitzichten voor 2024? Waar liggen de grote kansen en bedreigingen? Maar liefst 30 experts delen hun vooruitzichten voor 2024 met ons middels twee paneldiscussies, een interview en een lange special waarin alles draait om volgend jaar.

De urgentie van noodzakelijke verandering zal in het komende jaar alleen maar toenemen. Over de kansen die verandering biedt, ging het onder andere tijdens de Ronde Tafel Sustainable Investing in ETFs en de diverse paneldiscussies in deze uitgave. De rake analyses van onze columnisten sluiten daarop aan. Hoogleraren Richard Portes en Arnoud Boot gaan nog dieper met ons en leggen uit welke fundamentele veranderingen ons financiële systeem nodig heeft om een toekomstbestendige maatschappij te kunnen garanderen.

Goede voornemens hoeven niet alleen maar te gaan over goedmaken. Daarom ook aandacht voor de vernieuwende beloften als Artificial Intelligence, blockchain en space als de nieuwe limit.

Emotie blijft een slechte raadgever. Daarover praat Bob Homan, Hoofd van ING Investment Office, met ons in het coververhaal.

Ik wens u veel leesplezier en fijne feestdagen!

Jolanda de Groot
 Hoofdredacteur

**Sustainable
 Asset Allocation:
 Debate, Awards & Walking
 dinner in samenwerking
 met Alpha Research**

**6 februari 2024
 van 16.30-20.00 uur
 Amsterdam**

**Meer informatie:
[financialinvestigator.nl/
 seminar-06-02-2024](http://financialinvestigator.nl/semnar-06-02-2024)**



10

Emotie is een slechte raadgever



42

Ons financieel-monetaire systeem is zo goed als failliet



Ronde Tafel Sustainable ETFs

20

COVERVERHAAL

10 Emotie is een slechte raadgever, Interview met Bob Homan, ING Investment Office

THEMA SUSTAINABLE ETFs

20 Ronde Tafel Sustainable ETFs

THEMA PRIVATE DEBT

50 Paneldiscussie 'Outlook for Private Debt Markets for 2024 and beyond'

54 Decarbonisation, debt and deadline: private debt and the net zero target, Tikehau Capital

56 Achieving SDGs & climate targets in emerging markets, ILX Management

THEMA OUTLOOK 2024

66 CIO Paneldiscussie 'How to position your portfolio for 2024 and beyond'

70 Outlook 2024

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

6 Banken nog altijd fragiel, Interview met Richard Portes, London Business School

14 Op weg naar inclusie, Interview met Inge van den Doel, PMT

18 Wat maakt een asset allocator een goede asset allocator?, Interview met Eelco Ubbels, Alpha Research

30 Er gaan nog veel meer bedrijfstakken profiteren van artificial intelligence, Interview met Rebecca Chesworth, State Street SPDR ETFs

32 Paneldiscussie 'Klimaat en biodiversiteit: van ambitie naar implementatie'

36 Investing in clean technology for tomorrow's renewable economy, Interview met Hamish Chamberlayne, Janus Henderson Investors

40 Beleggen met impact als opstap naar impactbeleggen, Interview met Willem Schramade, Schroders

42 Ons financieel-monetaire systeem is zo goed als failliet, Interview met Arnoud Boot, Universiteit van Amsterdam

46 Global IG corporate bonds: a sector for all seasons, Capital Group

48 Hold-to-maturity credit investing in the spotlight, Interview met Philippe Berthelot, Ostrum Asset Management (an affiliate of Natixis)

S Gesponsord

- 60 Europese ABS kruipen uit het verdomhoekje,** M&G
- 62 Blockchain: harmonizing global financial systems,** AllianceBlock
- 64 Space 2.0, een nieuwe sector in de economie,** LFDE

COLUMNS

- 9 IVBN:** Nieuwe ideologische discussies, of afmaken wat al is ingezet?
- 29 CFA Society Netherlands:** Greenwashing ligt op de loer
- 39 Carmignac:** ESG: risicobeheer of groene zeepbel?
- 45 Han Dieperink:** Europa blijft verliezen
- 59 Pim Rank:** Bescherming van crypto-assets van cliënten: met de MiCAR meer mans!
- 84 Thijs Jochems:** Nederland en Europa: wat leert de renaissance ons?
- 86 Andy Langenkamp:** Centrale bankiers aan de kant gezet door de geopolitiek?

RUBRIEKEN

- 4** Kort nieuws
- 85** Boeken & Papers
- 87** On the move special: **Fred Wouters**
- 88** On the move kort

EVENTS KALENDER

- 19/01** Ronde Tafel 'Fiducir Management & LDI'
- 06/02** Seminar 'Sustainable Asset Allocation: Debate, Awards & Walking dinner', Amsterdam
- 08/02** Seminar 'Sustainable Asset Allocation: Debate & Awards', Brussel

14

Op weg naar inclusie



6

Banken nog altijd fragiel



70

Outlook 2024

DWS:

Rendement van 6% op aandelen realistisch in 2024

DWS verwacht dat de bedrijfsresultaten in geïndustrialiseerde landen volgend jaar met gemiddeld 8% toenemen. Voor opkomende markten gaat de vermogensbeheerder uit van 11%. 'Onze prognoses liggen 3% onder de consensus, want veel andere marktvoorsers houden volgens ons nog onvoldoende rekening met de impact van de hogere rentes op het bedrijfsleven', zegt Marcus Poppe, Co-Hoofd Europese aandelen.

Voor 2024 is een rendement van 6% op de wereldwijde aandelenmarkten haalbaar, denkt hij. 'Er moet gemiddeld veel neergeteld worden voor Amerikaanse aandelen en dat is vooral te danken aan de beurskoersen van de Magnificent Seven. Beleggers houden die aandelen vast, in ieder geval tot er meer duidelijkheid is over het monetaire beleid.'

'In Europa en Japan is het een ander verhaal. Daar zijn aandelen goedkoper. Vooral small-cap aandelen hebben winstpotentie. Als onze verwachting van



een zachte economische landing bewaardheid wordt, zijn dit soort aandelen enorm veelbelovend', aldus Poppe. In Azië kijkt DWS vooral naar Japan, waar bedrijven profiteren van de zwakke yen.

PENSIOENFEDERATIE,
VERBOND VAN
VERZEKERAARS, NVB:

Financiële sector in de CS3D

De Pensioenfederatie, het Verbond van Verzekeraars en de Nederlandse Vereniging van Banken hebben de EU opgeroepen om de financiële sector onderdeel te maken van de Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CS3D) dat bedrijven moet verplichten goede due diligence uit te voeren om mensenrechtenschendingen en milieuschade in hun waardeketens te voorkomen. De Raad wil individuele lidstaten de keuze geven of ze de financiële sector binnen de werkingssfeer laten vallen of niet. Volgens de drie brancheorganisaties dreigt hierdoor een lappendeken aan regels te ontstaan binnen Europa. Bovendien zou de ervaring leren dat investeerders meer impact kunnen maken wanneer ze samen met bedrijven in dialoog gaan.

DE PRIORITEITEN VAN

Stan Leistra

1 Impact ODD: Beleggen met een impactdoelstelling klinkt fantastisch. Robuuste en integere bedrijfsvoering rondom SFDR Artikel 9-vereisten laten echter nog vaak te wensen over. Wij willen bijdragen aan een beheerste uitbesteding van duurzaam beleggen.

2 Het Lestrade team: Mensen zijn alles. Ons team kent vele nationaliteiten en is daardoor zeer divers.

Aandacht, tijd en energie besteden aan teambuilding is enorm belangrijk, zowel voor het bedrijf als voor onze klanten. Zonder diversiteitsbeleid een divers samengesteld team: ook dat kan!

3 Gezondheid: Ondernemen is hard werken, zeker in een sector waar hard gewerkt wordt en waar het werk nooit ophoudt. Gezond blijven, zowel fysiek als mentaal, is van het allergrootste belang.



Stan Leistra voert samen met Matthias Pezij, als Managing Partner, de directie over Lestrade, een service provider van due diligence-diensten voor institutionele beleggers. Behalve van investment boutiques uit de VS is hij groot fan van Seinfeld en Curb Your Enthusiasm. 'Er mag sowieso wat meer humor in de sector komen.'

ASN Impact Investors kiest BNP Paribas Securities Services als global custodian

BNP Paribas Securities Services is door ASN Impact Investors aangesteld om wereldwijde custody-dienstverlening te leveren voor diens totale geïnvesteerde vermogen van meer dan € 4 miljard. BNP Paribas voert reeds dienstverlening uit voor ASN Impact Investors op het gebied van financiële en beleggingsadministratie en de daarbij horende rapportages en (wettelijke) verslaggeving.

INFLUENCEMAP:**Almost 60% of corporate net zero claims clash with their own climate lobbying**

A new study, which exposes a major rift between corporate net zero climate pledges and climate policy influence, raises serious questions about net zero greenwash practices at a majority of the world's largest companies.

'Governments are failing to progress climate policy at the speed needed, and corporate influence is a key reason why', said Will Aitchison, the lead author of a new study of InfluenceMap, where he is also a director. 'Unless companies match their climate commitments with ambitious support for government-led policy action, the Paris Agreement goals will be impossible to reach.' Last year, the United Nations' High-Level Expert Group on Net Zero Emissions Commitments of Non-State Entities released guidance to prevent greenwashing, which states that companies with net zero commitments 'cannot lobby to undermine ambitious government climate policies'. However, by using the UN's guidance as a benchmark, the study found that 58% of corporate giants are currently at risk of net zero greenwashing.

The research assessed 293 companies from the Forbes 2000 list and identified which companies have established net zero or similar climate targets and how each of those companies have engaged with climate policy through direct input to policy-makers, position papers, and other advocacy communications, as well as through policy engagement conducted by their industry associations.

KPMG:**Dalende lijn in aantal durfkapitaalinvesteringen in Europa**

Het aantal venture capital-investeringen in Europese bedrijven daalde het afgelopen kwartaal van 2.454 naar 1.671 deals, zo meldt KPMG. Dit is een daling van ruim 30%. Ondanks de daling van het transactievolume, slaagde Europa er volgens het adviesbureau in om de neerwaartse investeringstrend te doorbreken.

Uit het Venture Pulse-rapport blijkt dat in totaal € 16.2 miljard werd aangetrokken in het derde kwartaal van 2023, vergeleken met € 15.4 miljard in het tweede kwartaal. Deze stijging zou voornamelijk te danken zijn aan twee megadeals die zijn gesloten in Frankrijk en Zweden van meer dan € 1 miljard. Wereldwijde VC-investeringen liepen terug van € 76.2 miljard in Q2 naar € 72.2 miljard in Q3. Het aantal investeringen daalde van 9.563 naar 7.434 deals.

Pien Lucassen, medeoprichter van KPMG Emerging Giants: 'Bedrijven blijven in onzekere marktomstandigheden moeilijkheden ondervinden om financiering aan te trekken. Energie, cleantech en AI zullen echter naar verwachting zeer aantrekkelijk blijven voor VC-investeerders in een groot deel van de wereld.'

BpfBOUW, ABP en Bouwinvest werken samen in Impact Partnership

Bouwinvest, ABP en bpfBOUW gaan samenwerken in het Dutch Social Impact Real Estate Partnership. ABP committeert € 250 miljoen en bpfBOUW € 150 miljoen aan het partnership. De samenwerking wil betaalbare (zorg)woningen in het sociale en het lage middenhuursegment in Nederland toevoegen en behouden. De focus zal daarbij liggen op woningen voor groepen mensen die nu moeilijk aan een woning komen.

Er is een groot tekort aan huurwoningen in het sociale segment en het lage middensegment, met een huurprijs tussen de € 650 en € 960. Het samenwerkingsverband wil hierop inspelen door woningen te realiseren voor mensen met een lager en middeninkomen. Daarnaast kijkt het partnership actief naar gebieden in stedelijke omgevingen waar nu maatschappelijke voorzieningen ontbreken.

Om invulling te geven aan de beoogde sociale doelstellingen, richt het Dutch Social Impact Real Estate Partnership zich voor minimaal 80% op woningen en zorgwoningen. De rest is ander maatschappelijk vastgoed, zoals scholen of buurtcentra. Hierbij streeft het samenwerkingsverband naar energie-efficiënte, klimaatbestendige en duurzame gebouwen.



Banken nog altijd fragiel

De hoge nominale rente heeft voor grote problemen gezorgd. Bijna-faillissementen, zoals eerder dit jaar bij Credit Suisse en de Amerikaanse Silicon Valley Bank, zijn niet uit te sluiten. En er loert nieuw gevaar nu pensioenfondsen en verzekeraars steeds meer rollen van banken overnemen, met name rond risicovolle leningen. Dat stelt Hoogleraar Richard Portes. Financial Investigator sprak met hem.

Door Joost van Mierlo

De in de Verenigde Staten geboren maar al tientallen jaren aan de London Business School verbonden Hoogleraar Richard Portes heeft tal van bankencrises meegemaakt. Ondanks de aanscherping van het toezicht blijven onverwachte gebeurtenissen voor problemen zorgen, zoals de sterke stijging van de rente in het afgelopen jaar. Dat bleek maar weer eens toen eerder dit jaar banken als Silicon Valley Bank (SVB) en Credit Suisse dreigden om te vallen. Snel ingrijpen van toezichthouders wist erger te voorkomen.

Portes is er echter niet van overtuigd dat het ergste leed geleden is. Als banken al hun bezittingen naar marktwaarde zouden moeten waarderen – en waarom zouden ze dat niet moeten, vraagt hij zich af – dan worden enorme gaten geslagen in de balansen. Hoogste tijd dus om de eisen rond het eigen vermogen van banken flink aan te scherpen. Portes pleit al jaren voor een ondergrens van ten minste 20%, ruim het dubbele van wat nu is vereist. ‘Natuurlijk wordt het daardoor lastiger voor banken om een aantrekkelijk rendement te behalen, maar ze worden ook veel veiliger. Het is maar net wat je belangrijker vindt.’

Banken lijken verrast te zijn door de snelle stijging van de nominale rente sinds medio 2021. Hebben ze zitten slapen?

‘We hebben vele jaren achter de rug waarin de rente zich bijna op het nulpunt bevond. Dat heeft voor tal van problemen gezorgd bij banken. Maar

dat wil natuurlijk niet zeggen dat je niet voorbereid moet zijn op een snelle stijging.

Samen met enkele collega’s schreef ik in het voorjaar van 2021 een artikel waarin we waarschuwden voor de kwetsbaarheid van banken. Veel van hun assets, zoals overheidsobligaties en hypotheke, waren gevoelig voor renteveranderingen. Het was toen al duidelijk dat een snelle stijging van de rente voor problemen zou zorgen.’

Waarom kwam het bijna-faillissement van SVB en Credit Suisse voor velen dan toch als een verrassing?

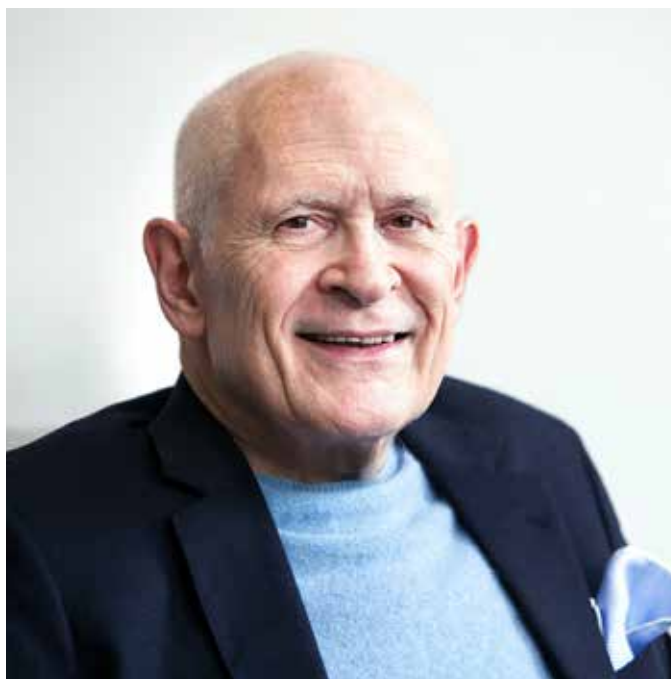
‘Laten we eerst eens kijken naar de situatie van de Amerikaanse bankensector. Het zijn vooral de kleinere regionale banken die in de problemen zijn gekomen. Die moesten een hogere depositorente bieden aan klanten om te kunnen concurreren met de Banks of America en J.P. Morgans van deze wereld. Omdat in de periode voorafgaand aan de zomer van 2021 ook bij bijvoorbeeld geldmarktfondsen niets te verdienen was, stroomde het geld toe.

Dat geld moest worden uitgezet. Omdat er niet voldoende leningen konden worden uitgegeven, kozen banken als SVB ervoor het geld te beleggen in overheidsobligaties. Dat leek veilig, maar maakte hen kwetsbaar voor rentestijgingen.’

‘Als je de assets van Amerikaanse banken naar hun marktwaarde zou waarderen, zijn veel van die banken niet solvabel.’

CV

Richard Portes



Richard Portes is in 1941 in Chicago geboren. Hij studeerde aan Yale University en promoveerde in 1969 aan Oxford University. Sinds begin jaren zeventig is Portes als Hoogleraar verbonden aan de London Business School. Zijn aandacht richt zich de afgelopen jaren op banken en de opkomst van schaduwbanken. Portes was in 1983 oprichter van het Centre for Economic Policy Research (CEPR). Hij schreef en redigeerde in de loop der jaren diverse boeken, waaronder *The Social Value of the Financial Sector* (2013).

Dat is toch alleen een probleem als je die obligaties verkoopt? Je kunt ze toch gewoon in portefeuille houden tot het einde van de looptijd?

‘Was dat maar waar. Neem de situatie bij SVB. Als kleine bank hoefden ze hun bezittingen niet naar marktwaarde te schatten, maar als dat wel het geval was geweest, dan was duidelijk dat de bank al in september vorig jaar niet solvabel meer was.

Nu kwamen de problemen naar buiten toen duidelijk werd dat een poging van Goldman Sachs in maart van dit jaar om via een aandelenemissie het eigen vermogen te versterken, mislukte. Toen dat duidelijk werd, trokken tal van bedrijven hun geld terug. Om in die behoefte te voorzien, zou SVB ook een aanzienlijk deel van de verlieslatende obligatieportefeuille moeten verkopen. Dat was het moment waarop de FDIC ingreep en de bank liet overnemen door J.P. Morgan. Maar dat was niet het enige. De toezichthouder garandeerde bovendien de deposito's van de kwetsbare banken via de Systemic Risk Exception.’

Dat waren maatregelen die een jaar zouden gelden. Komt er begin maart 2024 een nieuwe run op de banken?

‘Het is niet duidelijk of de maatregel zal worden verlengd, al is verlenging natuurlijk wat merkwaardig als je het een uitzondering noemt. Maar het feit blijft dat veel Amerikaanse banken, als je hun assets naar hun marktwaarde zou waarderen, niet solvabel zijn. Zoals gezegd, om te kunnen concurreren met de grote banken en met de geldmarktfondsen, moeten de kleinere banken hogere depositorentes garanderen aan hun klanten. Ze zijn al met al kwetsbaar.’

Wat is de oplossing?

‘Het zou goed zijn als er een consolidatie van de Ameri-

kaanse bankenmarkt zou plaatsvinden. Maar dat moet niet gebeuren door de meest kwetsbare banken te laten overnemen door de giganten van de Amerikaanse bankenwereld. Die banken zijn nu al too big to fail, dus dat zou alleen maar erger worden.

Ik weet niet of er voldoende solvabele kleinere banken zijn die hun problematische soortgenoten kunnen overnemen. De situatie doet een beetje denken aan de Savings and Loan Crisis van banken eind jaren tachtig in de VS. Banken kwamen toen in de problemen vanwege verliezen op risicovolle beleggingen.

De situatie is toen over diverse jaren gladgestreken met reddingsacties. Dat is gepaard gegaan met enorme kosten voor de Amerikaanse belastingbetaler. Het is te hopen dat dit nu niet het geval zal zijn. Misschien moet ervoor worden gekozen om enkele banken om te laten vallen.’

Is de situatie in Europa rooskleuriger?

‘Als je de European Bankautoriteit zou moeten geloven wel. Deze zomer werd een studie gepresenteerd waarin duidelijk werd gemaakt dat het leeuwendeel van de Europese banken solvabel is. Maar de cijfers waarop dit is gebaseerd, zijn niet erg transparant. Het zou bijvoorbeeld kunnen betekenen dat Europese banken veel meer hebben belegd in kortlopende overheidsobligaties en kortlopende hypotheeklen. Of het zou kunnen betekenen dat een groot deel van de langlopende hypotheeklen is doorverkocht. Het is in ieder geval heel erg moeilijk om er een vinger achter te krijgen.’

‘Als SVB een hogere buffer had gehad, dan zou het de huidige crisis hebben kunnen weerstaan.’

Dat klinkt niet erg geruststellend!

‘Het is gewoon onduidelijk, meer kan ik er op dit moment niet van zeggen. De ECB is op dit moment bezig met een stresstest van de >

‘Het kan bijna niet zo zijn dat banken niet zijn geraakt door de ontwikkelingen van de afgelopen twee jaar.’

Europese banken. Het is duidelijk dat een van de scenario's die wordt getest een situatie is waarin sprake is van een nieuwe scherpe verhoging van de rente. Ik ben heel erg benieuwd naar de resultaten.'

Is verdere consolidatie van Europese banken noodzakelijk?

'Het is afwachten wat de resultaten van de stresstesten zijn. Maar het is in ieder geval duidelijk dat het in het afgelopen jaar niet erg druk is geweest op het gebied van fusies en overnames in de sector. Het kan bijna niet zo zijn dat banken niet zijn geraakt door de ontwikkelingen van de afgelopen twee jaar. Je zou dus op zijn minst hebben verwacht dat er iets gaande zou zijn rond fusies en overnames.'

U hebt in het verleden aangedrongen op een aanzienlijke verhoging van de eisen rond het eigen vermogen van banken. Is dat nog steeds het geval?

'Jazeker, nu meer dan ooit. Directies van banken mogen erover klagen, maar als SVB een hogere buffer had gehad, dan zou het de huidige crisis hebben kunnen weerstaan. Hetzelfde geldt waarschijnlijk voor Credit Suisse, al is de structuur van die bank, met holdingmaatschappijen en dergelijke, zo ingewikkeld dat dat moeilijker te zeggen is. Die bank had een bedrijfsmodel waar vraagtekens bij kunnen worden gezet. Dat is trouwens ook iets waar toezichthouders zich druk over zouden moeten maken. De Zwitserse toezichthouder verklaarde begin dit jaar nog dat ze slechts keek naar de fundamenten van de bank, niet naar het bedrijfsmodel. Maar het lijkt mij duidelijk dat, als het bedrijfsmodel de fundamenten aantast, dit ook een zorg voor de toezichthouder zou moeten zijn.'

Maar er wordt toch niet helemaal stilgezeten?

'Nee, alleen wordt er gekeken naar maatregelen die volgens mij niet werken. Zo zou er een limiet kunnen komen op het bedrag dat klanten van banken kunnen opeisen. Of klanten zouden een boete moeten krijgen als ze een bepaald percentage van hun deposito's opeisen. Maar dat lijken me maatregelen die tegen het karakter van een bank ingaan. Daar hebben we al geldmarktfondsen voor, denk ik dan.'

Over de rol van banken gesproken. De laatste jaren nemen partijen als pensioenfondsen,

verzekeraars en hedgefondsen de rol van banken bij het verstrekken van leningen aan bedrijven over. Hoe kijkt u daartegenaan?

'Ik beschouw dat als een van de meest interessante en mogelijk zorgwekkende ontwikkelingen van de afgelopen jaren. Het verstrekken van leningen was, in ieder geval in Europa, een zaak van banken. Daár zaten de experts op het gebied van het opstellen van convenanten en het bewaken ervan.'

Door de lage rente op obligaties van de afgelopen jaren zijn tal van andere partijen interesse gaan tonen in het verstrekken van dit soort risicovolle leningen. Dat hoeft geen probleem te zijn. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat pensioenfondsen de experts op dit gebied, die overtollig zijn geworden bij banken, in dienst nemen. Maar het is onduidelijk of dit het geval is. En als pensioenfondsen en verzekeraars dit al doen, dan is het zeker de vraag of hedgefondsen en private equity-partijen, die ook interesse tonen in deze activiteiten, dezelfde moeite zullen nemen.'

Hoe zit het met het toezicht?

'Dat is ook een punt van zorg. Centrale banken hebben met hun toezicht op banken altijd een vinger aan de pols kunnen houden over de gang van zaken rond deze risicovolle leningen. Er bestaat natuurlijk wel toezicht op verzekeraars en pensioenfondsen, maar dat is niet toegesneden op dit soort specifieke risico's. Wat betreft hedgefondsen en private equity is al helemaal sprake van weinig toezicht.'

Is het wachten op de volgende crisis?

'Dat gaat waarschijnlijk te ver. De veranderingen die plaatsvinden rond het verstrekken van risicovolle leningen staan op ieders netvlies. Of het nu gaat om de ECB, om de European Systemic Risk Board of om de Single Resolution Board binnen de Europese Unie, ze zijn zich allemaal bewust van de problemen die veroorzaakt kunnen worden door de veranderingen die plaatsvinden. Het zal voor een aanscherping van het toezicht zorgen. Maar of dat tijdig gebeurt, is op dit moment niet te zeggen.' ■

Nieuwe ideologische discussies, of afmaken wat al is ingezet?

De Tweede Kamerverkiezingen mogen dan voorbij zijn, maar daarmee is het kiezen nog zeker niet klaar. Na de vraag ‘wie gaat met wie’ begint straks het echte werk. Want ‘wie gaat voor wat’? Beginnen we opnieuw, of pakken we door op het werk dat al is gedaan? Een vraag die vooral voor het oplossen van het woningtekort cruciaal is.

De problemen op de woningmarkt staan al langere tijd op pole position van meest urgente politieke vraagstukken. Een plek waar niets eervols aan is en die we liever kwijt dan rijk zijn. De val van het kabinet afgelopen zomer, en de daaropvolgende recente Tweede Kamerverkiezingen, helpen daar niet bij. Want hoewel alle verkiezingsprogramma's bol stonden van politieke idealen over de toekomst van de woningmarkt, bleef over de haalbaarheid en de uitvoerbaarheid veel onduidelijk, ondanks dat we weten dat het oplossen van het woningtekort niet eenvoudig is en afhankelijk is van heel veel factoren en actoren.

Stabiliteit

Een van de grote belemmeringen voor het aanpakken van het woningtekort – voornamelijk veroorzaakt door demografische veranderingen en economische tegenwind – is het instabiele overheidsbeleid. Waar beleggers nog geen tien jaar geleden een grote rol kregen toebedeeld op de woningmarkt, is dit beleid op veel – te veel – fronten ook weer te snel op de schop genomen. De stapeling van (voorgenomen) regelgeving ondermijnde het vertrouwen in een stabiel investeringsklimaat. De markt was nog niet op stoom of woningcorporaties en beleggers moesten hun investeringsagenda's aanpassen aan nieuw beleid en aan nieuwe spelregels. En dit in een markt waarin de vraag naar woningen alsmaar groter werd. Het gevolg? Meer maatregelen dan ooit, grotere tekorten dan ooit, en investeerders die inmiddels 'op hun handen zitten'.

Het is nog onduidelijk wat ons nu, na de verkiezingen, te wachten staat. De verkie-

zingsprogramma's zijn hierin te weinig richtinggevend. Niet zozeer op het niveau van ideologie als wel op het gebied van concretisering, haalbaarheid en uitvoerbaarheid van beleid. Wachten ons opnieuw discussies over een nieuwe koers met nieuwe maatregelen gestoeld op politieke idealen en ideologieën? Of durven we door te pakken op al het werk dat de afgelopen jaren is verzet en trekken we lering uit de lessen uit de praktijk van de afgelopen jaren?

Vaste koers

De woorden van Hoogleraar Peter Boelhouwer, dat de woningmarkt 'vraagt om lange termijn en een vaste koers in plaats van om alsmaar wisselende interventies', vatten treffend samen dat het cruciaal is om het werk dat al is gedaan voort te zetten. Door nu te kiezen voor helemaal opnieuw beginnen, lossen we ook de komende jaren niets op voor mensen die een woning zoeken. En dat terwijl het inzicht dat het mogelijk en haalbaar is om politieke idealen te verbinden aan marktkapitaal, juist steeds meer voet aan de grond kreeg. Zoals het besef dat vergaande fiscalisering niet houdbaar is en dat het woningwaarderingstelsel moet worden gemoderniseerd om te kunnen investeren in nieuwe, moderne en aantrekkelijke woonvormen zoals co-housing en co-living. Laten we behouden wat goed is, aanpassen wat beter kan en doorpakken op wat nodig is.

Daarom wil ik op deze plek de nieuwe Tweede Kamer en het nieuwe kabinet oproepen het kind niet met het badwater weg te gooien. Laten we, gestoeld op de idealen voor de samenleving die we willen zijn, doorpakken op wat al is bereikt. Dus: de handen ineenslaan en de grote vraagstukken van deze tijd in samenhang oppakken met al die andere grote opgaven waar we voor staan. De problemen op de woningmarkt zijn immers geen op zichzelf staand en geïsoleerd vraagstuk. Wonen gaat óók over welzijn, sociale cohesie, inclusieve leefomgevingen en vertrouwen in de overheid. ■



Door **Judith Norbart**,
Directeur, IVBN



Emotie is een slechte raadgever

Bob Homan, Hoofd van het ING Investment Office in Amsterdam, zit inmiddels dertig jaar in het beleggingsvak. Een mooie aanleiding om hem te bevragen over zijn lessons learned. Het blijken er drie te zijn: dat markten mean reversion zijn, dat bottom-up stock picking voordelen heeft, en dat bij snelle ontwikkelingen ‘het oude’ altijd veel langer doorgaat dan voorzien.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

‘Na mijn studie Economie en mijn militaire dienstdienst ben ik in 1994, bij toeval, via een uitzendbaantje op de Beursorderlijn terechtgekomen. De Postbank vroeg hier mensen voor vanwege de emissie van KPN, waar particulieren € 2,50 korting per aandeel kregen. De emissie liep storm en leverde veel drukte, maar vooral ook veel energie op. Ik concludeerde al snel dat ik het vak beleggen wel interessant vond en dat het bij mij paste. En eigenlijk kwam vervolgens het een na het ander.

Na twee jaar bij de orderlijn te hebben gezeten, kreeg ik al snel meer verantwoordelijkheid, vooral toen de beurs-hausse van eind jaren negentig begon. Ik ging bijvoorbeeld nieuwe medewerkers opleiden en werd teamleider. Na wat omzwervingen bij kleinere vermogensbeheerders, KBC Wesselius en Amstgeld, dat later Westland Utrecht werd, ben ik midden in de Kredietcrisis, als Hoofd van het Investment Office, teruggekomen bij wat ondertussen ING was geworden. Inmiddels bekleed ik de functie van CIO al meer dan vijftien jaar met groot plezier.’

Wat zijn de belangrijkste ‘lessons learned’?

‘Tijdens het grote Outlook-seminar van Financial Investigator op 9 november werd mij als voorzitter gevraagd wat het meest memorabele moment uit

‘Een belegger moet altijd zijn ‘bet’ kunnen uitzitten, hoe ver de markt ook van het gemiddelde wegloopt.’

mijn carrière tot dan toe was. Bij zo’n vraag ga ik altijd weer terug naar onze klantenavonden. Voor iemand die werkt op het hoofdkantoor is zo’n bijeenkomst het moment om echt met de klanten in contact te komen. Ik kan vertellen dat zich daar vele mooie en soms ook bijzondere ontmoetingen hebben voorgedaan.

Het draait in dit vak uiteindelijk om de mensen. En eigenlijk is er wat dat betreft sinds 1994 in het beleggingsvak niet veel veranderd. Ja, de technologie is vooruitgegaan, waardoor ons vak efficiënter kan worden uitgevoerd, maar de basis is eigenlijk exact hetzelfde gebleven. En zoveel innovatie is er ook weer niet geweest. Toen ik op de Beursorderlijn zat, kon ik bijvoorbeeld voor mijn klanten al in AEX-trackers handelen. De professionaliteit is in de loop der jaren wel wat toegenomen, vooral door meer aandacht voor benchmarking en gerichtere en uitgebreidere rapportages en verantwoordingen van de resultaten. Daardoor is er, en dat is de keerzijde ervan, ook meer eenheid gekomen. Veel vermogensbeheerders bieden tegenwoordig vergelijkbare

producten en diensten aan. De keuze van de klant vindt eigenlijk vooral plaats op basis van betrouwbaarheid en steeds meer ook op basis van kosten.

Als ik dan toch één lesson learned zou moeten noe- >

‘We moeten als beleggers regelmatig lang geduld hebben met het fenomeen van mean reversion.’

men, is het dat we als beleggers regelmatig lang geduld moeten hebben met het

fenomeen van mean reversion. Ik geloof sterk in dit principe, dus dat koersen uiteindelijk naar langetermijngemiddelden tenderen, maar soms duurt het lang voordat je gelijk krijgt. En als je dan gelijk krijgt, gaat het vaak snel, zoals we recent met de rente hebben gezien. Ervaring helpt de belegger om vast te houden aan dit soort basisstructuren van de financiële markten.’

Welke investment beliefs hangt u aan?

‘Waarschijnlijk mijn grootste geloof is dat een belegger zich – ondanks zijn vertrouwen in mean reversion – nooit moet ‘vastzetten’ met een bepaalde afwijking van de strategische modelportefeuille. Anders gezegd, een belegger moet altijd zijn ‘bet’ kunnen uitzitten, hoe ver de markt ook van het gemiddelde wegloopt. Bij een te grote afwijking gaan op een gegeven moment namelijk emoties als hoop, en later wellicht ook angst, meespelen, en emoties zijn slechte raadgevers. Als actieve beleggers moeten we natuurlijk afwijken van de benchmarks, maar mogen we nooit ‘kapot gaan’ als de markt tegenzit. Actief afwijken kan, zoals waarschijnlijk bekend, op twee manieren: in de asset mix en binnen de assets zelf, met specifieke aandelen en obligaties. We noemen dat intern top-down meets bottom-up.

Bij zo’n actieve beleggingsbenadering past het goed om de Amerikaanse en Europese aandelen en obligaties individueel te kiezen. Aandelen uit bijvoorbeeld opkomende markten en Japan, high yield en alternatives als grondstoffen en vastgoed, doen we met fondsen of ETFs. Als vermogensbeheerder was ik aanvankelijk vooral top-down gedreven, waarschijnlijk door de studies van Brinson, Hood en Beebower. Maar ik heb in de loop der jaren de toegevoegde waarde van stockpicking ingezien. Zeker de laatste jaren loont de juiste selectie van aandelen. Zo kunnen grotere bedrijven bijvoorbeeld beter omgaan

met technologie, regulering en duurzaamheid dan kleinere. En in bepaalde

sectoren loont het weer om de winners-that-take-it-all te kopen. Ik zou de voordelen van individuele selectie een tweede lesson learned kunnen noemen.

Wat betreft duurzaamheid is onze investment belief dat er bij alle beleggingen aan bepaalde minimumcriteria moet worden voldaan die we intern hebben vastgesteld. Zo voldoen al onze producten aan Artikel 8 van SFDR. Klanten kunnen bij ons overigens ook beleggen met nog strengere criteria. Zo is er naast een duurzame strategie ook een SDG-impactstrategie waar klanten voor kunnen kiezen. Een andere belangrijke investment belief is dat een belegger vooral moet doen waar hij goed in is. Experimenteren met iets is meestal geen goed idee. We zien nu de opkomst van beleggen in private markets. Daarin moet eerst expertise opgebouwd worden voordat het bijvoorbeeld grootschalig aan klanten kan worden aangeboden. Overigens heb ik niet het gevoel dat we hier iets missen. Private markten zijn weliswaar sterk aan het groeien, maar nog niet volwassen. In bepaalde segmenten zien we hype-achtige ontwikkelingen. Uiteindelijk lopen rendement en risico, hoe we dat laatste ook definiëren, hand in hand.’

Even terugkijken: wat is 2023 voor een beleggingsjaar geworden?

‘Bij aandelen zien we een enorm scheve verdeling, met dank aan de Magnificent Seven, die we gelukkig ruimschoots in onze portefeuilles hebben zitten. Verder is 2023 het jaar van de snelle rentestijging geworden. Dat heeft natuurlijk de obligatierendementen onder druk gezet, waardoor het zo langzamerhand weer aantrekke-

lijk is geworden om qua duration neutraal te zitten. De bijzondere ontwikkelingen op vooral de aandelenmarkten, maar ook wel op de obligatiemarkten van dit jaar, hebben maar weer eens aangetoond dat het goed is om de benchmarks

‘Private markten zijn weliswaar sterk aan het groeien, maar nog niet volwassen.’

CV

Bob Homan

Bob Homan studeerde Economie aan de Universiteit van Amsterdam. Hij begon zijn carrière bij de Postbank. Daarna werkte hij bij verschillende vermogensbeheerders. Vanaf 1999 werkte hij als Directeur Beleggingen bij WestlandUtrecht Effectenbank. Sinds 2008 bekleedt Homan zijn huidige functie bij ING. Als Hoofd van het ING Investment Office is hij eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid van ING Bank.



in de gaten te houden. De markt heeft met de wisdom of the crowd toch

op z'n minst altijd wel een beetje gelijk. Beleggers die dit jaar bijvoorbeeld niet geloofden in de AI-hype, of relatief wat meer small caps of aandelen uit opkomende markten hadden omdat die al jaren achterlopen, hebben een zwaar jaar gehad. AI is overigens, voor alle duidelijkheid, geen hype. We zien dat de Magnificent Seven, maar ook steeds meer andere bedrijven, daar echt geld mee verdienen.'

Wat verwacht u van de belangrijkste beleggingscategorieën voor 2023?

'Ik heb toevallig vorige maand bij een klantenevent gezegd dat we op het hoogtepunt van de rente stonden. Tot nu toe is die prognose spot-on geweest. Een van de argumenten voor mijn prognose van weer dalende rente was dat ik niet geloof in langdurige hoge inflatie. Het zal mij niet verbazen als we over niet al te lange tijd weer deflatie krijgen. Er zitten met de vergrijzing en voortschrijdende technologische ontwikkelingen nog altijd deflatiekrachten in de economie. De hoge inflatie is een bijzondere combinatie geweest van monetaire verruiming, door COVID-19 ontstane aanbodverstoringen en de oorlog in Oekraïne. Deze drie oorzaken zijn zo langzamerhand wel uitgefaseerd. Ik ben als actieve belegger daardoor voor het komende jaar redelijk positief gestemd over zowel aandelen als obligaties.'

Waar zitten op de langere termijn de grootste kansen en uitdagingen? Waar maakt u zich het meeste zorgen over?

'Mijn grootste zorg zit 'm eigenlijk in de sociale en politieke ontwikkelingen. De steeds groter wordende ongelijkheid tussen een kleine rijke toplaag en een steeds grotere arme onderlaag. Of de (geo)politieke polarisatie tussen landen, maar ook binnen landen zelf tussen grote groepen die elkaar steeds minder goed begrijpen. Ik denk al jaren dat dit

zijn weerslag zou moeten krijgen op de economische ontwikkelingen en daar-

mee ook op de beurs. Dit is gelukkig nog niet gebeurd. Maar we moeten dit wél in de gaten houden. Klimaatverandering is natuurlijk ook een grote zorg. Echter, hier liggen voor beleggers minimaal net zoveel kansen als bedreigingen.

Aan de andere kant gaat AI nog veel meer mogelijkheden bieden dan we nu voor mogelijk houden. Waar we op moeten letten, is dat bedrijven hier wél goed in meegaan. Eind jaren negentig geloofde bijvoorbeeld Wolters Kluwer niet echt in internet. Het duurde daardoor meer dan een decennium voordat Wolters Kluwer weer op de sympathie van beleggers kon rekenen. Om het even welke sector, bedrijven moeten zorgen dat ze blijven.

Overigens ben ik geen doemdenker die vreest dat door AI allerlei beroepen niet meer nodig zullen zijn. Wat we met veel andere technologieën in het verleden hebben gezien, is dat er weer nieuwe beroepen bij komen. Met de digitalisering van bedrijven kwamen bijvoorbeeld de systeembeheerders en internetprogrammeurs, met de industriële koffiezetapparaten kwamen de barista's, met de toenemende economische complexiteit en diversiteit, die onder andere deels in een 'gig economy' uitmondde, kwamen de life coaches. En zo zal AI ook allerlei nieuwe beroepen voortbrengen.

Mensen, en dat brengt mij bij het begin van het verhaal, hebben in onze aandachtseconomie per slot van rekening toch menselijke interactie nodig. Dat is eigenlijk nog wel een derde lesson learned. Als er snelle ontwikkelingen zijn, dan gaat het oude ook nog heel lang door. Zo is de digitalisering van de vermogensbeheerssector al tientallen

jaren aan de gang, maar bestaat het beroep van beleggingsadviseur nog altijd. Het callcenter om orders door te geven, de plek waar ik dertig jaar geleden begon, is pas vorig jaar gesloten.' ■

'Mensen hebben per slot van rekening toch menselijke interactie nodig.'

Op weg naar inclusie

Goed bestuur is niet alleen zorgen voor verschillende achtergronden en leeftijden in je team, maar ook dat iedereen zich welkom voelt. Het gaat om inclusie. Financial Investigator sprak met Inge van den Doel, Algemeen Directeur van PMT.

Door Lies van Rijssen

'Een loopbaan in de financiële sector was oorspronkelijk niet mijn ambitie. Na mijn promotie aan het Tinbergen Instituut verwachtte ik in de wetenschap aan het werk te gaan. Kort na de afronding van mijn proefschrift kon ik echter bij De Nederlandsche Bank (DNB) gaan werken. Vooral de maatschappelijke opdracht van DNB sprak me aan. Aanvankelijk was mijn werk op de afdeling Onderzoek & Econometrie niet echt sprankelend. Tot ik de opdracht kreeg om een model te maken om de winst van DNB te voorspellen. Het idee dat DNB winst zou maken, vond ik eerst ronduit shocking. DNB was toch geen commerciële bank? Maar na bestudering van de balans en de resultatenrekening begreep ik waar die winst vandaan kwam. DNB had naast goud- en deviezen-reserves een eigen vermogen dat belegd werd. Ik werd gegrepen door de inzichten die de DNB-beleggers mij aanreikten. Toen mijn voorspelmodel klaar was, solliciteerde ik op hun afdeling. Ik heb me on-the-job en door aanvullende opleidingen in het vak bekwaamd.

Halverwege de basisschooltijd van mijn dochter kwam ik er alleen voor te staan. Ik maakte toen de drastische keuze om bij DNB te vertrekken en een baan voor twintig uur te zoeken om bij mijn kind te kunnen zijn als zij thuis was. Ik was altijd thuis als zij er was. Mijn levensstandaard moest ik flink terugschroeven, mijn huis moest ik verkopen, en ik ging alles wat ik tot dan toe had uitbesteed weer zelf doen. Mijn vrije woensdagochtend was mijn huishoudochtend. De boodschappen deden we samen, nadat we eerst de supermarktfolders hadden uitgelopen op zoek naar de beste aanbiedingen. Die omschakeling naar een compleet andere way of life

heeft mij nooit één seconde gespeten. Mijn dochter staat nog steeds bovenaan mijn prioriteitenlijst, ook nu ze begin twintig is en zelfstandig woont. En het is ook met mijn loopbaan goed gekomen.

Ik heb zojuist het belangrijkste besluit uit mijn loopbaan beschreven. Een ander belangrijk besluit nam ik al eerder: de stap om een tijdlang naar het buitenland – naar New York en later naar Londen – te gaan. In New York volgde ik een opleiding over handelen en beleggen in vastrentende waarden. De kennis daarover had ik nodig voor mijn werk bij DNB. In Londen was ik een jaar lang Portfoliomanager bij de Bank of England. Die tijdelijke onderdompeling in andere culturen heeft me geleerd dat ik niet op alleen intellect kan varen, maar dat de manier waarop ik omga met anderen er ook zeer toe doet. De Britse cultuur is hiërarchischer en veel formeler dan de onze. En dan die understatements. Ik werd gedwongen om hierover na te denken en ging inzien dat ik op meer manieren effectief kon zijn dan alleen door directheid. Ik leerde reflecteren op mijn eigen gedrag. Dat is van blijvende waarde, heeft mij persoonlijk veranderd en gebracht dat ik zeer geïnteresseerd ben geraakt in mensen. Kennis verwerven blijft voor mij ook buitengewoon belangrijk. Maar de mensen met wie je werkt, voor wie je werkt, met wie je je leven doorbrengt, zijn belangrijker dan wat dan ook.

'Ik leg de logica om naar diversiteit te streven weleens uit door besturen te vergelijken met het bedrijven van teamsport.'

We werken hier voor de mensen in de sector Metaal en Techniek: elektriciens, lassers, fietsenmakers, automonteurs. Niet de hoogst betaalden in de samenleving. Tien jaar geleden zijn ze twee keer gekort op hun pensioenen. Afgelopen jaar kregen ze

CV

Inge van den Doel



Inge van den Doel is econoom. Na haar promotie in de Econometrie ging ze bij DNB werken als Onderzoeker en Portfoliomanager. Daarna was ze Portfoliomanager bij de Bank of England. Terug bij DNB vervulde ze tot 2009 functies als Senior Beleidsconoom, Afdelingshoofd en lid van de beleggingscommissie. Daarna was ze onder meer Directeur van VBA Beleggingsprofessionals, Adviseur van Pensioenfondsen DNB en lid van de beleggingscommissie van de KLM Pensioenfondsen. Sinds 2012 werkt Van den Doel bij Pensioenfondsen Metaal en Techniek (PMT), eerst als CIO en sinds 2017 als Algemeen Directeur.

voor het eerst weer indexatie. Ons beleid moet erop gericht zijn deze mensen voor hun pensioenvoorziening optimaal te dienen. In mijn tijd als CIO betekende dat: zorgen voor het best mogelijke beleggingsbeleid om, gegeven het risicoprofiel, tot de best mogelijke pensioenen te komen. Nu ben ik in de breedte bezig met hun pensioenen: de uitvoering, de implementatie van de Wtp en nog veel meer. Ook voor de werkgevers doen we ons uiterste best. Dat zijn geen grote industriëlen. Het zijn de garagehouder, de installateur, en de kleine innovatieve bedrijven aangesloten bij de Metaalunie. Ik kwam bij toeval in de financiële sector en de pensioensector terecht, maar wat past deze plek mij goed. De fijne samenwerking met mijn twee voorzitters draagt daar ook aan bij.

Jonge mensen brengen vaak frisse ideeën mee en een ander gedragspatroon dan de zittende macht. Als je wat ouder bent, kun je levenservaring, wijsheid en overzicht inbrengen. Ik leg de logica om naar diversiteit te streven weleens uit door besturen te vergelijken met het bedrijven van teamsport. Voor een goed resultaat heb je spelers nodig met verschillende competenties: een aanvaller, een spelverdeler, een verdediger, een keeper. Wie je kiest, hangt af van je doelen, je speelstijl, de clubcultuur en de gewenste teamdynamiek.

Toen ik op dit bestuursbureau kwam werken, was de getalsverhouding tussen mannen en vrouwen al prima. Maar de leeftijdsverdeling was scheef. De meerderheid was eind veertig, begin vijftig. Daardoor was de manier van denken tamelijk eenzijdig. Ik heb bewust ingezet op

het aannemen van jonge mensen. Inmiddels hebben we hier veel meer dertigers en zelfs twintigers, ook als bestuursadviseur. Ons team is levendiger, de sfeer is totaal veranderd. Ook besturen zouden er goed aan doen om in te zetten op zo'n verjongingsslag. Het gaat trouwens niet om diversiteit alleen. Het gaat om inclusie. Dat betekent dat je niet alleen zorgt voor verschillende achtergronden en leeftijden in je team, maar ook dat iedereen zich welkom voelt. Dat je rekening houdt met wat mensen nodig hebben om tot bloei te komen. 'Diversity is being invited to the party, inclusion is being asked to dance.' In oktober ben ik Bestuursvoorzitter geworden van CFA Society Netherlands. Ik stel mezelf de opdracht om vanuit die rol DEI (diversity, equity, inclusion) de komende jaren verder op de kaart te zetten in de financiële sector.

Als Directeur Beleggingen had ik meer invloed op de besluitvormingsprocessen bij PMT dan nu. Met collega's bij MN heb ik veel betekend voor de ontwikkeling van het strategisch beleggingskader van PMT. En later voor het ontwerp van een maatwerk-benchmark voor onze aandelenportefeuille waarin onze ESG-beginselen en verduurzamingswensen geïntegreerd waren. Andere grote fondsen hebben nadien ook dergelijke benchmarks ingevoerd. Mijn uitdaging ligt nu vooral in strategische

vraagstukken, zoals de implementatie van de Wtp. Tijdens de totstandkoming van de wet hebben we ons hard gemaakt voor de lobby en op onderdelen aanpassingen bepleit. Toen de wet er eindelijk lag, brak voor ons het stadium van beeldvorming aan en oriëntatie op de keuzes die sociale partners moesten >

‘De mensen met wie je werkt, voor wie je werkt, met wie je je leven doorbrenkt, zijn belangrijker dan wat dan ook.’

gaan maken en onze advisering daarbij. Nu zijn we aangekomen in de fase van oordeelsvorming en besluitvorming. Het is een intensief traject. Naast de maandelijkse reguliere bestuursvergaderingen hebben we net zo veel extra bestuursvergaderingen over alleen de Wtp.

Ook onze strategische keuze om de pensioenadministratie over te brengen naar PGGM is een uitdaging. Voor een integere overgang, in de loop van 2024, moet de administratie zo robuust mogelijk zijn. Sinds begin dit jaar gaat ook veel van mijn tijd naar dit project. Bij MN zijn we, met 95% van de aandelen in bezit, de grootste klant. Bij PGGM is PFZW dat. Wat kunnen we straks nog wel en niet bij PGGM? Daar gaan onze gesprekken met PFZW en PGGM onder andere over. Het is een stevig onderhandelingstraject, maar de gesprekken verlopen in goede harmonie. Iedereen wil dat dit project slaagt. De samenvoeging van het beheer van PMT's directe Nederlandse vastgoedbeleggingen met de vastgoedbeleggingen van Pensioenfonds Rail & OV in een nieuwe organisatie is ook een forse uitdaging. De portefeuilles blijven gescheiden maar de betreffende medewerkers van MN en Rail & OV gaan al vanaf januari 2024 samen het werk doen vanuit de nieuwe organisatie NLV, Nederlands Vastgoed. PMT heeft mij voorgedragen als Commissaris.

Twee jaar geleden hebben we op het bestuursbureau een managementteam ingericht. Een enorme ontlasting voor mij, want nu heb ik alleen dat team en de risicomangers nog rechtstreeks onder me. Ik ben hiërarchisch niet meer direct verantwoordelijk voor alle medewerkers. Ondanks de uitdagingen waar we voor staan, heb ik daardoor weer ruimte voor nevenfuncties. Naast mijn voorzitterschap van CFA ben ik lid van de Raad van Toezicht van Netspar en van Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM en Commissaris bij NLV.

De omslag naar digitalisering, voortschrijdend data-gebruik en de inzet van AI beschouw ik als een grote recente ontwikkeling die ons kan helpen onze dienstverlening effectiever te maken. Een andere enorme

‘Onze overtuiging is dat overal ter wereld mensen hun werk veilig en gezond moeten kunnen doen, recht hebben op een minimaal fatsoenlijk salaris en misstanden zonder angst moeten kunnen aankaarten.’

ontwikkeling is de diepgaande aandacht voor duurzaamheid en beleggen volgens ESG-criteria. Met al die maakbedrijven in onze achterban zijn wij doordrongen van het belang van gezondheid en veiligheid op het werk. Maar onze overtuiging is dat overal ter wereld mensen hun werk veilig en gezond moeten kunnen

doen, recht hebben op een minimaal fatsoenlijk salaris en misstanden zonder angst moeten kunnen aankaarten. Die focus past bij onze achterban. Bij onze beleggingen houden we oog voor het belang van klimaatbeleid, de energietransitie, circulaire economie, biodiversiteit, mensenrechten, arbeidsomstandigheden en een fatsoenlijk beloningsbeleid. Dat betekent ook dat we erop letten dat de top van ondernemingen waarin wij beleggen niet buitensporig wordt beloond.

PMT heeft het klimaatakkoord van de financiële sector ondertekend. Via onze beleggingen willen we bijdragen aan het behalen van het Klimaatakkoord van Parijs. Verder zijn we aangesloten bij de International Investors Group on Climate Change (IIGCC) en hebben we het Net Zero Asset Owner Commitment onderschreven. Als bestuursbureau willen we in lijn handelen met wat we vragen van de bedrijven in onze portefeuille. Daarom stimuleren we medewerkers het OV te gebruiken en kan iedereen bij ons eerste klas reizen. Ons wagenpark moet zo veel mogelijk elektrisch worden. Lunches zijn minder CO₂-intensief geworden doordat we minder dierlijke eiwitten aanbieden. Om bij te dragen aan de bevordering van de biodiversiteit kopen we bij voorkeur biologisch in. Dit alles trekt PMT door naar de bestuurlijke gremia. En we hebben een meting laten uitvoeren naar de CO₂-uitstoot van ons bestuursbureau. De volgende komt eraan en wordt uitgevoerd door een gespecialiseerd bedrijf dat ons nadere aanbevelingen zal geven.

Ik maak graag langeafstandswandelingen met mijn dochter. In etappes. Momenteel lopen we het Nederlands Kustpad. We komen zo tot rust en hebben urenlange gesprekken. Mijn vriend en ik wandelen ook veel. Van samen eten en praten genieten we zeer. ■

Sustainable Asset Allocation: Debate & Awards

Financial Investigator is verheugd u uit te nodigen voor het educatieve seminar 'Sustainable Asset Allocation' dat op **dinsdag 6 februari 2024 in Amsterdam** en op **donderdag 8 februari 2024 in Brussel** wordt georganiseerd.

Tijdens het seminar vindt het **Asset Allocatie Debat** plaats en worden in samenwerking met **Alpha Research** de **Asset Allocation Awards** uitgereikt.

Amsterdam **6 februari 2024 – 16.30-20.00 uur**

Voorzitter: **Marc Vijver**,
onafhankelijk investment
professional en pensioenfonds-
bestuurder

Asset Allocatie Debat met:

- **Haitse Hoos**, onafhankelijk adviseur, bestuurder, toezicht-houder bij pensioenfondsen
- **Iris van de Looij**, Head of Investment & Client Solutions, InsingerGilissen
- **Renco van Schie**, Partner, Valuedge



Brussel **8 februari 2024 – 16.30-18.30 uur**

Voorzitter: **Jan de Bondt**,
Adviseur Vlerick Business School,
Bestuurslid diverse organisaties

Asset Allocatie Debat met:

- **Jérôme van der Bruggen**, Chief Investment Officer Private Banking, De Groef Petercam
- **Peter Billiet**, Bestuurder, Fintegrity Family Office
- **Wim Vermeir**, Chief Investment Officer, AG Insurance

Registratie:

Deelname aan het event is gratis en staat open voor buy-side beleggingsprofessionals werkzaam bij pensioenfondsen, fiduciair managers, family offices, consultants, banken, verzekeraars of op het gebied van fundselectie bij onafhankelijke asset managers.

Kijk voor meer informatie op:

Amsterdam:
www.financialinvestigator.nl/seminar-06-02-2024

Brussel:
www.financialinvestigator.nl/seminar-08-02-2024

Amsterdam:



Brussel:



In samenwerking met:



Wat maakt een asset allocator een goede asset allocator?

In februari 2024 vindt alweer voor de negende keer de uitreiking van de Asset Allocation Awards plaats. Dit keer niet alleen in Nederland, maar ook in België. De feestelijke ceremonie vindt plaats tijdens een inhoudelijk seminar in samenwerking met Financial Investigator. We vroegen de bedenker Eelco Ubbels, Directeur van Alpha Research, naar de waarde van de awards.

Door Esther Waal

Er worden al heel veel awards uitgereikt. Wat onderscheidt de Asset Allocation Awards van andere awards op dit terrein?

‘De Asset Allocation Awards onderscheiden zich in het beleggingslandschap van andere awards door de focus op asset allocatie-research. Dat is geen kant-en-klaar product. Sinds de oprichting van Alpha Research in 2012 updaten we maandelijks meer dan 60 rapporten voor de Asset Allocation Consensus, wat toen al snel leidde tot de vraag: ‘Wie is de beste?’ In 2016 werden de eerste awards

uitgereikt, op basis van een duidelijke en transparante werkwijze. Asset managers die een onderscheiding winnen, hebben waardevolle informatie die geïntegreerd kan worden in het beleggingsproces. Het vereist samenwerking binnen je beleggingsteam om op basis van eigen inzichten en externe informatie je eigen beleid te vormen. Omdat asset allocatie maar liefst 80% van het risico verklaart en zo ook aanzienlijke invloed heeft op het uiteindelijke rendement, is het van cruciaal belang om zo goed mogelijke beslissingen te nemen. De research van de winnaars van de Asset Allocation Awards biedt heldere aanbevelingen en de awards zijn een erkenning voor de beste asset allocators in het veld.’

Hoe bepaal je de winnaar?

‘De bepaling is een zorgvuldig, gestructureerd en ook transparant proces. Het begint met de nominatieronde, waarbij slechts een vijftal organisaties per categorie uit de peer groep van 60 beschikbare asset allocatie-rapporten een nominatie krijgen. Die wordt vastgesteld aan de hand van strikte criteria, zoals een regelmatige publicatie van de research zonder haperingen (minimaal 3 jaar aaneen), de frequentie ervan (maandelijks, kwartaal, of wekelijks), en heldere en concrete aanbevelingen.

Daarna starten we met gelijkgewogen portfolio's van 4 of 5 asset classes. Met de ontvangen aanbevelingen krijgt een specifieke asset class een overweging van +5% en een onderweging van -5% toegepast in de portefeuille. We kunnen eventuele correcties maken om op een 100% weging uit te komen. Elke maand maken we deze updates. Zo zijn deze portfolio's dynamisch. Over een periode van 3 jaar (36 maanden) rangschikken we per award de modelportfolio's die aan alle criteria voldoen. De beste vijf krijgen een nominatie in de categorieën Asset Allocation, Equities Sector, Equities Regional, Fixed Income, en Overall.

De uiteindelijke winnaar wordt bepaald op basis van het hoogste rendement, dat feitelijk wordt bereikt door de beste aanbevelingen op meerdere sub-asset classes consistent door te voeren.’

Wat is de rol van asset allocatie binnen de beleggingsportefeuille van institutionele beleggers?

‘Asset allocatie speelt daarin een zeer



‘Asset allocatie is echt een specialisme, een skill die jarenlang succesvol kan zijn.’

belangrijke rol en die wordt in het huidige beleggingslandschap alleen maar prominenter. Omdat het zelden voorkomt dat een verkeerde asset allocatie-beslissing teniet wordt gedaan door fondsselectie of managerselectie, is asset allocatie de belangrijkste beslissing.

Allereerst bepaalt de asset allocatie voor een groot deel het risico-rendementsprofiel van een portefeuille. Het is de strategische beslissing om kapitaal toe te wijzen aan verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties, alternatieve investeringen en cash. Deze allocatie is gebaseerd op langetermijnverwachtingen en de beleggingsdoelstellingen van de organisatie.

Ten tweede heeft asset allocatie een directe impact op de diversificatie van de portefeuille. Het stelt institutionele beleggers in staat om risico's te spreiden over verschillende asset classes, sectoren en geografische regio's. Diversificatie vermindert het specifieke risico van individuele beleggingen en bevordert de stabiliteit van de portefeuille.

Institutionele beleggers kunnen hun asset allocatie aanpassen aan veranderende marktomstandigheden en economische cycli, maar dit gebeurt de laatste jaren steeds minder. De Asset Allocation Awards zijn er voor de tactische asset allocatie en die wordt voor de kortere termijn van 3 tot 12 maanden vastgesteld.

Kortom, asset allocatie, zowel strategisch als tactisch, is de sleutel tot het bereiken van de langetermijndoelstellingen van institutionele beleggers en speelt een essentiële rol bij het optimaliseren van rendementen en het beheren van risico's. Het is niet alleen een strategische overweging, maar ook een dynamisch proces dat voortdurend moet worden aangepast aan veranderende marktomstandigheden en investeringsdoelen.

De nominaties voor de awards zijn enkele weken geleden bekend gemaakt. Wat valt op?

‘Wat opvalt bij de recente nominaties voor de Asset Allocation Awards is dat de publicatiefrequentie niet uitmaakt. Asset allocatie is geen high-frequency-trading: het vereist grondige analyse en strategische besluitvorming. Of een research rapport één keer per maand of kwartaal verschijnt, maakt niet het verschil. Ongeveer twee derde van de rapporten wordt maandelijks gepubliceerd, terwijl een derde kwartaalrapporten betreft. Het verschil in updatefrequentie lijkt geen directe invloed te hebben op de kans om genomineerd te worden. Ook kwartaalrapporten zijn in het verleden vaak bekroond met een award.

De historie van de afgelopen negen jaar laat zien dat een aantal asset managers jaar na jaar genomineerd wordt en zelfs een award wint. Dit laat zien dat asset allocatie echt een specialisme is, een skill die jarenlang succesvol kan zijn. Dit jaar zijn er drie nieuwe namen te vinden onder de genomineerden, Candriam, Goldman Sachs AM en Invesco, maar het moet nog blijken of deze nieuwkomers de uiteindelijke winnaars zullen zijn, want de concurrentie is groot. Er zijn dit jaar 15 asset managers die in totaal 25 nominaties hebben verdiend, terwijl er maar 5 awards te winnen zijn. Dit benadrukt de sterke concurrentie en het hoge niveau van asset allocatie-research in de beleggingsindustrie.’

Dit jaar vindt ook een uitreiking plaats in Brussel. Waarom?

‘De beslissing om dit jaar ook in Brussel een uitreiking te organiseren benadrukt het belang van asset allocatie in de wereldwijde beleggingsindustrie. Elk land heeft zijn eigen gemeenschap van beleggers en staat voor vergelijkbare uitdagingen op het gebied van asset allocatie. In België zijn bijvoorbeeld multi-assetfondsen, mixfondsen en profielfondsen zeer in trek, wat aangeeft dat asset allocatie ook daar belangrijk is.

Hoewel Nederland en België elk hun eigen benadering van asset allocatie hebben, erkennen de Asset Allocation Awards het specialistische werk van asset managers met asset allocatie research over de hele wereld. Deze fondsenhuizen zijn vaak wereldwijd georiënteerd. Dus vanuit dat perspectief, kunnen we zeggen dat Brussel misschien wel de eerste stap is op weg naar de rest van de wereld!’ ■



Eelco Ubbels

Directeur & Oprichter,
Alpha Research

IN HET KORT

De asset allocatie bepaalt voor een groot deel het risico-rendementsprofiel van een portefeuille en heeft een directe impact op de diversificatie ervan.

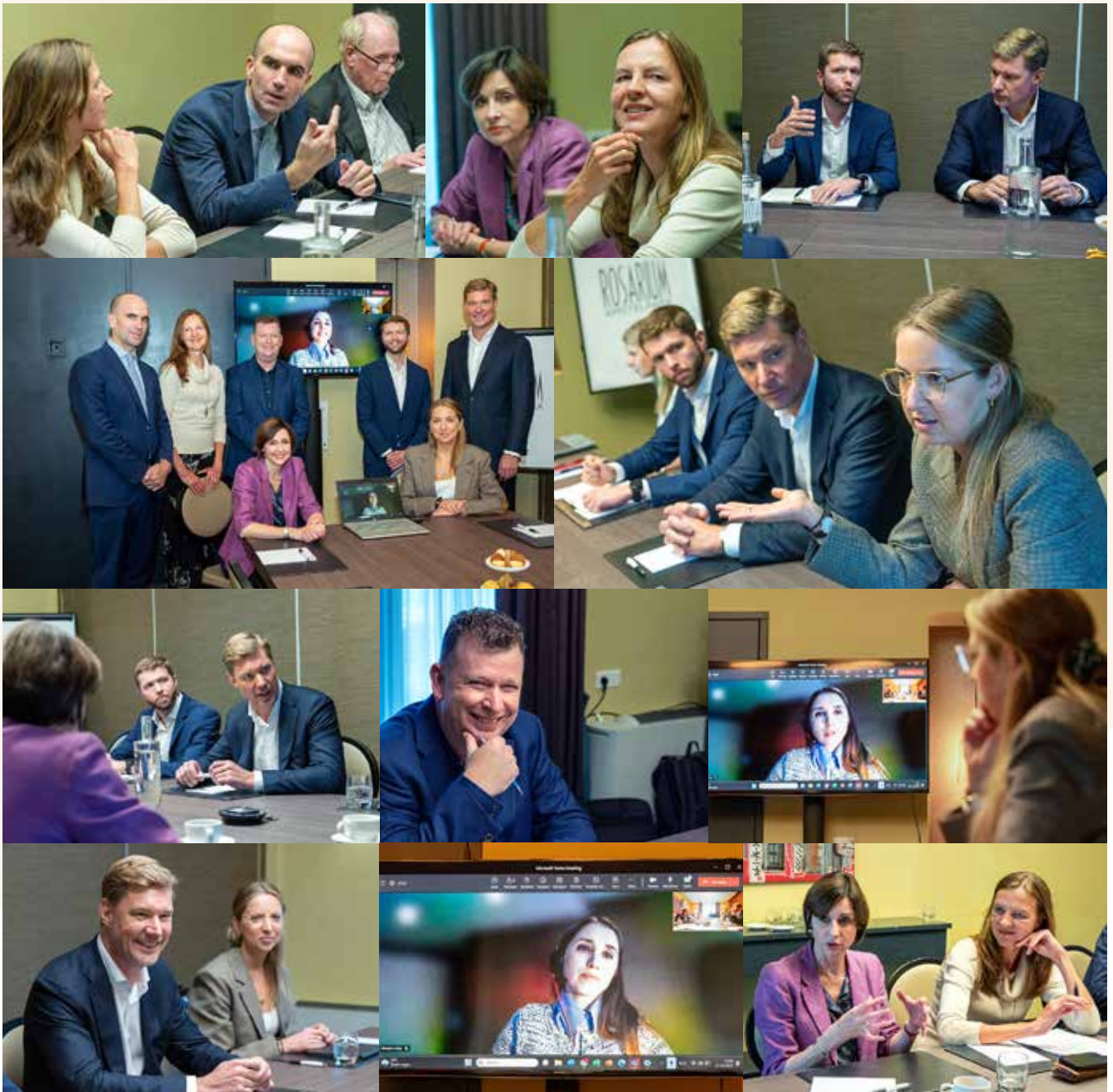
De asset allocatie is niet alleen een strategische overweging, maar ook een dynamisch proces.

De Asset Allocation Awards onderscheiden zich van andere awards door de focus op asset allocatie-research.

Dit jaar vindt de uitreiking van de Asset Allocation Awards ook in België plaats, omdat daar multi-assetfondsen, mixfondsen en profielfondsen van grote betekenis zijn.

ESG-fondsen presteren meestal beter

Door Hans Amesz Fotografie Cor Salverius



De recente tegenvallende rendementen voor ESG-fondsen vormen geen trend, want het blijkt dat deze fondsen op de middellange tot lange termijn niet minder presteren. De vooruitgang op het gebied van regelgeving en wereldwijde standaardisatie biedt mogelijkheden voor de ontwikkeling van robuustere producten en zal de toekomst van duurzaam beleggen sterk bepalen. Zeven experts deelden hun gedachten hierover tijdens de Ronde Tafel Sustainable ETFs.

In 2022 heeft MSCI World Leaders een rendement van minus 14,3% behaald, terwijl de standaard MSCI World een rendement van ongeveer minus 12,8% behaalde. Daarnaast initieert bijvoorbeeld de Amerikaanse staat Texas allerlei anti-ESG initiatieven. Moderator Marc van Maarle opende met deze actualiteiten.

Zal dit negatieve nieuws invloed hebben op de vraag vanuit wereldwijde eindbeleggers en op het aanbod van aanbieders van passieve ESG-beleggingsoplossingen?

Joris Roggeveen: ‘Het gaat hier niet om een trend, maar om een structurele verandering in onze sector om over te gaan op duurzaam beleggen. Iedereen heeft zijn eigen gedachten over hoe ESG te integreren of te implementeren, of in hoeverre ESG-factoren in overweging moeten worden genomen. Ik denk echter dat de meerderheid van de asset owners en asset managers de structurele weg van ESG- of duurzaam beleggen inslaat: dat is de weg vooruit.’

Monika Calay: ‘Er zijn twee belangrijke gebieden om rekening mee te houden: prestaties en politiek. Wat de prestaties betreft, laat recent onderzoek van ons zien dat ESG-fondsen, ondanks de uitdagingen in 2022, veerkracht toonden in hun prestaties op middellange en lange termijn. Uit onze analyse, waarin de gemiddelde rendementen van ESG-fondsen en traditionele fondsen vanaf 2022 en over de afgelopen drie, vijf en tien jaar werden vergeleken,

bleekt dat ESG-fondsen op de middellange tot lange termijn geen prestatieverlies lijdten. Gemiddeld presteerden ESG-fondsen beter dan hun niet-ESG-tegenhangers in deze tijdsbestekken. Politiek gezien zijn er weliswaar anti-ESG-sentimenten ontstaan, zoals in Texas, maar uit ons onderzoek blijkt dat het vermogen in anti-ESG-fondsen slechts ongeveer twee miljard dollar bedraagt, wat suggereert dat het geen wijdverbreide trend is. Ondanks de uitdagingen van 2022 en sommige twijfels over ESG, onderstrepen de gegevens een veelbelovend traject voor ESG-fondsen op de langere termijn.’

Effi Bialkowski: ‘Recente tegenvallende rendementen voor ESG-fondsen kunnen de keuzes van onze klanten zeker beïnvloeden. We denken echter dat dit invloed zal hebben op de korte termijn en niet op de langere termijn. Duurzaam beleggen is wel een langetermijnstrategie.’

Rebecca Chesworth: ‘Ik ben geneigd te denken dat klanten zich minder zorgen maken om de prestaties van ESG-fondsen, omdat die niet noodzakelijkerwijs de reden zijn waarom ze die fondsen kochten. Er is misschien wel meer twijfel – ik gebruik liever het woord scepticisme – ontstaan over ESG-beleggen, met name vanwege de verwarring over labels. Daarbij komt dat we ons zorgen moeten maken over bijvoorbeeld geopolitieke ontwikkelingen en zaken als kunstmatige intelligentie.’

Frédéric Hoogveld: ‘Op de lange termijn zijn de prestaties van ESG-strategieën behoorlijk goed geweest. Wat betreft de vraag of er scepsis is ontstaan bij ESG-beleggers, zien we dat dit in de Verenigde Staten inderdaad het geval is: zowel asset owners als asset managers doen daar een stap terug met betrekking tot ESG. Dat zien we niet bij Europese en tot op zekere hoogte ook niet bij Aziatische beleggers.’

Philippe Kybourg: ‘Als we alleen kijken naar aandelen-ETFs, zien we dat het aandeel van de instroom in duurzame ETFs dit jaar oploopt tot 40%. Dus als er gezegd wordt dat er minder vraag is naar duurzame ETFs vanwege de slechte prestaties in 2022, denk ik dat als we naar de cijfers kijken, het tegendeel waar is.’

Alexandra Melhuish: ‘Beleggers maken zich natuurlijk zorgen over de recente prestaties, wat gezien de afgelopen jaren terecht is. Er >

Voorzitter:

Marc van Maarle,
Index People

Deelnemers:

Effi Bialkowski,
Van Lanschot Kempen
Monika Calay,
Morningstar
Rebecca Chesworth,
State Street SPDR ETFs
Frédéric Hoogveld,
Amundi
Philippe Kybourg,
UBS Asset Management
Alexandra Melhuish,
J.P. Morgan Asset
Management
Joris Roggeveen,
Goldman Sachs Asset
Management



VOORZITTER

Marc van Maarle

Marc van Maarle is Senior Institutioneel Vermogensbeheerder bij Index People en heeft ruim 25 jaar ervaring op het gebied van (institutioneel) vermogensbeheer en corporate treasury. Hij werkt sinds 2014 bij Index People en is eindverantwoordelijk voor alle beleggingsinhoudelijke zaken en daarmee samenhangende operationele aspecten voor institutionele klanten. Ook is hij voorzitter van de beleggingscommissie van Index People.



Effi
Bialkowski

Effi Bialkowski is Portfoliomanager en Investment Fund Specialist bij Van Lanschot Kempen. Zij verhuisde op 25-jarige leeftijd van Duitsland naar Nederland en begon als trainee bij ABN AMRO. In 2000 is ze als Private Banker en Beleggingsadviseur voor Staalbankiers gaan werken. Sinds eind december 2016 werkt Bialkowski bij Van Lanschot Kempen.



Monika
Calay

Monika Calay is Director of Research bij Morningstar, waar ze het EMEA-onderzoeksteam naar passieve strategieën leidt. Ze werkt er sinds 2021 en eerder al van 2015 tot 2018 als Passive Strategies Analyst. Van 2018 tot 2021 was ze bij Vanguard in dienst, onder andere als Portfolio Consultant. Ze begon haar carrière bij Bloomberg. Calay behaalde een MSc in Data Science aan University College London.



Rebecca
Chesworth

Rebecca Chesworth is Senior Equity Strategist bij State Street Global Advisors, waar ze in 2016 in dienst trad en samenwerkte met het ETF Strategy & Research-team van SPDR. Ze schrijft het SPDR Sector & Equity Compass en is verantwoordelijk voor de driemaandelijke Sector Picks. Chesworth verschijnt regelmatig in panels van industriële conferenties en tv-programma's.



Frédéric
Hoogveld

Frédéric Hoogveld is sinds 2022 Head of Investment Specialists and Market Strategy, ETF, Index en Smart Beta bij Amundi. Daarvoor had hij de leiding over het Amundi ETF Product Development and Specialists-team. Eerder werkte hij als Kwantitatief Analist voor een aantal vermogensbeheerders. Hoogveld heeft een Msc in Engineering (Nantes), een Msc in Corporate Finance (La Sorbonne) en een MBA (INSEAD). Hij is CFA en CAIA charterholder.



Philippe
Kybourg

Philippe Kybourg is Director ETF & Index Fund Analytics bij UBS Asset Management, waar hij sinds 2018 werkzaam is. In zijn huidige rol helpt hij bij het ontwikkelen van innovatieve en op maat gemaakte indices voor UBS' ETF-aanbod. Kybourg begon in 2013 zijn carrière bij indexaanbieder STOXX en heeft daar verschillende functies bekleed. Hij heeft een MSc in Financial Engineering en Risk Management van de Universiteit van Lausanne.



Alexandra
Melhuish

Alexandra Melhuish is werkzaam als Strateeg binnen het Sustainable Investment Team van J.P. Morgan Asset Management en verantwoordelijk voor de implementatie van de duurzame beleggingsstrategie in EMEA. In samenwerking met de distributie- en productteams maakt ze gebruik van het kwantitatieve en fundamentele onderzoek, AI-technologie en de ESG-expertise voor duurzame oplossingen.



Joris
Roggeveen

Joris Roggeveen is Executive Director, External Investing Group bij Goldman Sachs Asset Management en onder andere verantwoordelijk voor de indexstrategieën. Eerder was hij Senior Portfolio Manager bij Altis Investment Management, Beleggingsanalist bij ING Investment Office en Beleggingsadviseur bij ING Private Bank. Hij is geregistreerd bij het DSI als Beleggingsanalist en Institutioneel Portfolio Manager en is een CAIA Charterholder.

‘Strikt ESG-gebaseerd beleggen zou betekenen dat er alleen in rijke landen wordt belegd, waardoor het doel van ESG om duurzame ontwikkeling te bevorderen wordt verwaarloosd.’

zijn echter duidelijke structurele verschuivingen aan de gang die de vooruitzichten voor veel bedrijven die in duurzame ETFs te vinden zijn, positief beïnvloeden – zoals de Amerikaanse inflatieverlagingswet of de focus op energiezekerheid in Europa die investeringen in duurzame energie ondersteunt. Hoewel we de uitdagende achtergrond van de afgelopen jaren voor duurzame strategieën erkennen, willen we er ook voor zorgen dat onze klanten rekening houden met de potentiële toekomstige kansen op dit gebied.’

Elke fondsaanbieder voldoet niet alleen aan de wettelijke minimumvereisten, maar heeft ook zijn eigen visie op duurzaamheid. Dat maakt het moeilijk om een goed gediversifieerde portefeuille samen te stellen waarop een eenduidige methodologie of ESG-screening is gebaseerd. Op 13 juni kwam de Europese Commissie met een voorstel dat ESG-ratings van ESG-dataleveranciers betrouwbaarder en onderling vergelijkbaar moet maken.

Is dit voorstel een goede ontwikkeling, of is diversiteit in de uitkomsten juist beter omdat beleggers dan meer te kiezen hebben?

Melhuish: ‘De uiteenlopende interpretaties van het begrip ‘duurzame beleggingen’ onder fondsbeheerders kunnen problemen opleveren voor fondsdistributeurs die hun aanpak willen afstemmen op de verwachtingen van klanten. Hoewel er een groeiende acceptatie is van verschillende manieren om duurzaam te beleggen, betekent dit wel dat distributeurs een ‘additionele laag’ due diligence moeten uitvoeren bij het beleggingsuniversum, om er zeker van te zijn dat ze weten waarin ze beleggen en of dit in lijn is met hun eigen interpretaties van duurzaamheid.’

Roggeveen: ‘Diversificatie in het productaanbod is natuurlijk goed voor beleggers, omdat er dan meer valt te kiezen. Wij denken dat veel vermogensbeheerders ook deze richting opgaan en nieuwe en betere duurzame strategieën zullen ontwikkelen.’

Hoogveld: ‘Ik denk dat we concurrentie en diversiteit nodig hebben, omdat sommige dataleveranciers vooral naar environment (milieu) kijken en daar een geavanceerde technologie voor hebben, terwijl andere een zeer geavanceerde aanpak hebben om social (sociale kwesties) en governance (bestuur) te analyseren. Het is dus belangrijk om te diversificeren, maar het is ook logisch dat de

regelgever aanbieders gaat reguleren die niet zijn onderworpen aan een soort toezichhoudende autoriteit.’

Kybourg: ‘Omdat er steeds meer gebruik wordt gemaakt van ESG-data, is het logisch om de aanbieders van ESG-data te reguleren. De toezichhouders zullen steeds meer naar deze bedrijven kijken, waarbij afgewacht moet worden of de regulering goed wordt geïmplementeerd en meer duidelijkheid voor de eindbeleggers schept.’

Aan de retailkant is er vraag naar producten in conventionele wapens. Kunnen wapen-ETFs deel uitmaken van een duurzaam fondsaanbod van banken?

Bialkowski: ‘We bieden onze klanten beleggingsoplossingen aan met verschillende niveaus van duurzaamheid. Beleggen in wapens is wel in strijd met ons meest strikte duurzaamheidsbeleid. Klanten die voor een andere beleggingsoplossing van ons kiezen, kunnen wel in conventionele wapens beleggen. Wij hebben trouwens per heden geen ‘pure’ wapen-ETF op onze advieslijst staan.’

Chesworth: ‘Het is goed om hierover te praten, want de begrippen ESG en duurzaamheid moeten niet in steen gebeiteld worden. Wat de vraag over wapens betreft, is dat een beetje zoals met energiezekerheid versus duurzame energie.’

Roggeveen: ‘Ik denk dat elke bank of elke klant de vrijheid heeft om voor zichzelf te beslissen of er in producten kan worden belegd en of er fondsen worden aangeboden die nog in conventionele wapens beleggen of niet. De tijden veranderen en ik kan mij indenken dat sommige beleggers of banken conventionele wapens niet willen uitsluiten in ETFs op hun platform.’

Kybourg: ‘Conventionele wapens zijn een standaarduitsluiting geworden voor ESG-producten. De impact van dergelijke uitsluitingen op de tracking error is echter beperkt.’

Wat zijn enkele van de risico's van beleggen in duurzame ETFs? Hoe kunnen beleggers deze risico's inschatten en beheren?

Kybourg: ‘Ik denk dat het gaat om het begrip van de doelstelling achter het duurzame fonds en van de indexmethodologie van de benchmark en hoe die niet alleen het ESG-profiel van het fonds kan beïnvloeden, maar >

‘Duurzame fondsen kennen vaak een concentratie-risico, dus kunnen ze minder goed regionaal en/of sectoraal gespreid zijn.’

‘Klanten maken zich minder zorgen om de prestaties van ESG-fondsen, omdat die niet noodzakelijkerwijs de reden zijn waarom ze die fondsen kochten.’

ook de risico- en rendementskenmerken ervan. Daar proberen we ons met onze klanten op te richten, zodat die op basis van gedegen informatie de beste beleggingsbeslissingen kunnen nemen.’

Melhuish: ‘Ik denk niet dat klanten zich er altijd bewust van zijn hoe duurzame ETFs er ‘onder de motorkap’ precies uitzien. Om duurzaam beleggen te integreren moet je het aantal bedrijven in de SRI-gefilterde wereldwijde MSCI-index terugbrengen tot ongeveer vijfhonderd bedrijven. Dit draagt bij aan extra concentratierisico in de top 10 bedrijven die ook worden aangehouden. Beleggers moeten zich goed bewust zijn van dit soort verstoringen die inherent zijn aan sommige duurzame ETFs. Door een actieve benadering te hanteren kunnen sommige van deze risico’s door het constructieproces worden beperkt.’

Roggeveen: ‘SRI-beleggen beperkt zich vaak tot de top 25%, soms zelfs tot de top 10%, van een wereldwijde benchmark als de MSCI World Index. Dan krijg je een relatief geconcentreerde portefeuille met natuurlijk een hoge tracking error. Bijna al onze klanten willen een duurzame portefeuille en die kunnen vergelijken met een standaardbenchmark. Gelukkig werken er veel slimme mensen bij vermogensbeheerders, indexproducenten en managerselectieteams. Zij weten hoe ze een duurzame index moeten samenstellen met een lage tracking error. Overigens moet je bij het samenstellen van je portefeuille en het selecteren van een vermogensbeheerder goed nadenken over welke data je gebruikt in combinatie met de investeringsdue diligence, de operationele due diligence en ESG-criteria.’

Bialkowski: ‘Duurzame fondsen kennen vaak een concentratierisico en kunnen dus minder goed regionaal en/of sectoraal gespreid zijn. Dat zag je vorig jaar ook terug in de rendementen. Hoe gaan we met dit soort risico’s om? We werken bijvoorbeeld samen met fondsbeheerders en bouwen samen met hen duurzame fondsen, met onze eigen duurzaamheidscriteria en de door ons gewenste spreiding.’

Calay: ‘Er is een uitruil tussen sterke ESG-kenmerken en portefeuillediversificatie. Over het algemeen betekent een hoge ESG-exposure een hogere tracking error weg van marktkapitalisatie, wat een belangrijk risico is dat veel van onze klanten proberen te beheeren.’

Hoogveld: ‘Als het gaat om ESG zijn er nog twee andere, niet-financiële risico’s die we in gedachten moeten houden. Er is iets wat ik complexiteitsrisico zou willen noemen, in de zin dat we zien dat indices, met name ESG- en klimaatindices, steeds complexer worden. Op klimaatgebied hebben we nu strategieën die veel complexer zijn, omdat ze verschillende gegevens, concepten en optimalisaties combineren om bijvoorbeeld een index te bouwen. Dat verschillende aanbieders van duurzame producten een verschillende kijk hebben op wat duurzaamheid is, vormt eveneens een risico. Dat moet je aan de klant kunnen uitleggen. Daarom verwelkomen we ook de komst van ESG-regelgeving op dit gebied.’

Melhuish: ‘De dataleveranciers hebben veel invloed, aangezien een groot deel van de ETF-markt vertrouwt op hun ESG-beoordelingen van bedrijven. Bij het gebruik van externe dataleveranciers is het volgens ons essentieel om grondige due diligence uit te voeren om er zeker van te zijn dat we hun methodologieën begrijpen.’

We hebben gezien dat zowel bedrijven als overheden een steeds grotere rol gaan spelen met groene obligaties in de race naar net zero. Wat voelt als de juiste due diligence die moet worden overwogen op indexniveau en op ETF-niveau?

Melhuish: ‘Er is momenteel geen afdwingbare standaard voor groene obligaties, bijvoorbeeld met betrekking tot waar de opbrengsten naartoe gaan. Dit kan leiden tot een verhoogd risico dat opbrengsten niet echt zijn afgestemd op duurzame activiteiten. Hoewel toenemende regelgeving en wereldwijd afgestemde standaarden zullen helpen, is er geen alternatief voor het gebruik van actieve inzichten en het uitvoeren van grondige due diligence op elke uitgifte om ervoor te zorgen dat die is afgestemd op de eigen duurzame doelstellingen van elke belegger.’

Roggeveen: ‘Met betrekking tot standaardisatie van groene obligaties, ESG-gegevens en ESG-criteria is er niet één grote, duidelijke uitkomst. Er is sprake van een constant evoluerend iets; er zal nooit een volledige taxonomie zijn. Er komt hopelijk wel meer duidelijkheid en transparantie.’

Kybourg: ‘Je moet controleren of de emittent van groene obligaties tenminste bepaalde ESG-normen hanteert en/of niet betrokken

is bij bepaalde controversiële bedrijfsactiviteiten. Emittenten die niet goed rekening houden met ESG-risico's, zijn misschien minder geloofwaardig als het gaat om hun groene obligatieraamwerk en de manier waarop ze klimaatgerelateerde projecten selecteren en financieren.'

Bialkowski: 'De markt voor groene obligaties is nu nog in ontwikkeling en zal in de toekomst nog veranderen. Naast uiteraard een onderzoek naar de projecten die met de opbrengsten van de groene obligaties gefinancierd worden en de uitgevers van de obligaties, is het ook goed om naar de stabiliteit van een fonds te kijken. Je wilt ook niet in een fonds beleggen dat na een tijd een compleet andere landen- of sectorallocatie heeft vanwege de ontwikkelingen in de groene obligatiemarkt.'

Hoogveld: 'Wij controleren of groene obligaties positief bijdragen aan een sociale of milieudoelstelling, om greenwashing te voorkomen.'

Calay: 'Er zijn verschillende soorten duurzame obligatiefondsen: green bonds, social bonds, sustainability-linked bonds, enzovoort. Vanuit het oogpunt van due diligence is het belangrijk om te begrijpen welke exposure je krijgt via een duurzaam obligatiefonds. De prestaties van groene obligaties waren gemengd in de periode tot 2022. We merkten dat, gezien het langetermijnkarakter van veel groene obligatieprojecten, veel groene obligaties een langere looptijd hadden. Dit maakte ze gevoeliger voor rentewijzigingen. We ontdekten ook dat groene bedrijfsobligaties meer leunen op de vastgoedsector, die ook gevoelig is voor renteschommelingen. Aan de andere kant zijn ze ondervertegenwoordigd in de sectoren energie en basismaterialen. Beleggers die een due diligence uitvoeren, moeten inzicht hebben in de sectorale samenstelling en de potentiële risico's die daarmee verbonden zijn.'

Op dit moment zijn er meer dan 700 duurzame ETFs beschikbaar voor Europese beleggers.

Welke criteria zijn belangrijk om mee te nemen in het selectieproces voor beleggers?

Bialkowski: 'Naast onze gebruikelijke criteria kijken we ook naar het klimaatbeleid, de CO₂-besparing, de impact van het fonds op

de SDG-doelen, het uitsluitingsbeleid en de manier van engagen. Ook de relatief nieuwe sustainable investment percentages worden nu meegenomen bij de beoordeling van beleggingsfondsen.'

Hoe zorg je ervoor dat de keuze voor de juiste duurzame oplossing past binnen de algehele strategische allocatie van de portefeuille?

Roggeveen: 'We zien meestal dat vermogensbeheerders een duurzame strategie creëren met de standaardbenchmark in gedachten. Samen met je klant kan je vaststellen hoeveel de risicotolerantie is en in hoeverre je klant ESG-factoren wil implementeren. Je moet samen de balans vinden in deze beslissingen.'

Bialkowski: 'In het algemeen hebben onze meest duurzame portefeuilles dezelfde strategische allocatie als de minder duurzame modelportefeuilles. Er zijn echter wel wat uitzonderingen: de meest duurzame portefeuilles zijn bijvoorbeeld niet belegd in goud of grondstoffen.'

Hoogveld: 'We willen dat klanten op zoek gaan naar duurzame producten over het hele beleggingsspectrum. We proberen overall waar we kunnen een net zero-oplossing te lanceren. Hier komt educatie om de hoek kijken en wordt de discussie met de klant gevoerd. In Nederland kennen we bijvoorbeeld distributeurs die zeggen niet in Amerikaanse Treasuries te kunnen investeren omdat ze de Verenigde Staten geen duurzaam land vinden. Dit is niet de mening van iedereen, dus dat maakt het moeilijk. We hebben de benodigde bouwstenen niet of we hebben geen bouwstenen die iedereen als duurzaam beschouwt.'

Calay: 'Het is essentieel om tot op de bodem uit te zoeken wat klanten proberen te bereiken. Dat betekent veel vragen stellen om te begrijpen wat hun doelstellingen zijn en vervolgens met oplossingen komen die aan hun behoeften voldoen. We horen veel klanten bijvoorbeeld zeggen: ik wil een hogere ESG-exposure, maar ik wil ook niet afwijken van de marktkapitalisatie. Maar dan realiseren ze zich niet dat met een hoge ESG-exposure de tracking error groter zal zijn. Je moet dus begrijpen waar klanten zich prettig bij voelen om met mogelijke oplossingen te komen.'

Kybourg: 'Onze aanpak is om zoveel mogelijk samen te werken met klanten om de

'Het is moeilijk om een klimaatbenchmark als strategiebenchmark te kiezen.'

juiste oplossing te vinden die het beste bij hun behoeften past. Daarbij moet ook worden gekeken of er misschien sprake is van een marktdynamiek die zou kunnen leiden tot onbedoelde gevolgen. Bijvoorbeeld als een duurzame beleggingsoplossing te veel concentratierisico met zich meebrengt. Om dit in onze SRI-benchmarks op te lossen, hebben we in de methodologie een verbeterde capping-aanpak geïntroduceerd. Hierdoor worden onbedoelde sectorafwijkingen zoveel mogelijk vermeden.’

Melhuish: ‘Wij hebben gemerkt dat een van de echte barrières voor klanten die naar de impact van thematische ETFs kijken, is dat ze niet weten waar ze het in hun asset allocatie moeten plaatsen, omdat er geen natuurlijke fit is.’

Welke impact kunnen duurzame ETFs hebben op bedrijven en industrieën met minder duurzame praktijken? Hoe kunnen beleggers positieve verandering stimuleren via duurzame ETFs?

Melhuish: ‘We hebben op maat gemaakte verbeterde indices gelanceerd op basis van onderzoek. We rangschikken bedrijven aan de hand van onze onderzoeksinzichten, waarbij de mate van engagement cruciale input is. Dit draagt bij aan de beslissing welke bedrijven overwogen en welke onderwogen moeten worden. Vervolgens proberen we onze stem en onze plaats aan tafel als actieve aandeelhouders te gebruiken om onze holdings te beïnvloeden om duurzame praktijken te verbeteren waar dit financieel materieel is. Dit is een belangrijke manier waarop je een positieve invloed kunt uitoefenen via actieve ETFs.’

Chesworth: ‘Je kunt beargumenteren dat je je belang in een bedrijf gaat verkopen als dat bedrijf niet doet wat je wilt. Als het betreffende bedrijf niet verbetert door engagement, zou je er afstand van kunnen doen, maar dan wordt het waarschijnlijk alleen maar slechter. Dus ik zou zeggen: je bent voor een deel eigenaar en je blijft stemmen. Je stelt vast niet weg te gaan voordat het beter gaat en je stemt het managementteam weg als het niet voldoet aan je beleid.’

Bialkowski: ‘Ik denk dat je ook als passief fonds impact kan hebben op het duurzaamheidsbeleid van bedrijven, ook al mis je het drukmiddel van ‘verkoop’. Met engagement,

dus in gesprek gaan met bedrijven en het gebruik van stemrechten, kan je zeker ook invloed uitoefenen op de besluitvorming omtrent duurzaamheid.’

Calay: ‘Ik denk erover na vanuit het perspectief van het mogelijk bevorderen van beter bedrijfsgedrag. Bedrijven aanmoedigen om na te denken over hun sociale verantwoordelijkheid kan leiden tot een betere wereld, wat een positieve trend is. Vanuit het oogpunt van portefeuillediversificatie is er het potentieel om risico's te beperken.’

Roggeveen: ‘Je kunt als belegger zeker positieve veranderingen stimuleren. Het hangt er natuurlijk vanaf hoe duurzaam je wilt zijn als asset owner. Bij de Paris-aligned benchmark sluit je bepaalde bedrijven of sectoren uit, bijvoorbeeld tabak en controversiële wapens, maar ook de volledige energiesector. In het geval van de Climate Change benchmark investeer je nog steeds een beetje in de energiesector, maar wel in de meer duurzame bedrijven binnen deze sector. Met dergelijke strategieën allocer je kapitaal naar een portefeuille die bovendien na verloop van tijd automatisch een steeds betere CO₂-voetafdruk vertoont. Vermogensbeheerders en asset owners kunnen, of liever moeten, hun betrokkenheid en stem doen gelden via engagement en proxy voting-programma's.’

Chesworth: ‘Het woord ‘rapportage’ is nog niet genoemd. Het is weliswaar in zekere zin een vloek om overall over te moeten rapporteren, maar dat neemt niet weg dat waar je het licht laat schijnen, de dingen allicht beter worden. Het feit dat je een licht op bedrijven laat schijnen en ze vraagt te rapporteren over zaken als ESG en hun CO₂-voetafdruk, betekent in feite dat er verbeteringen zullen komen. Gewoon omdat er in de bedrijven mensen moeten zijn die over de rapportage nadenken, wat toch enige impact moet hebben.’

Waarom blijft engagement van vitaal belang voor duurzame investeringen?

Kybourg: ‘Het is belangrijk om vanuit het perspectief van de bedrijven te begrijpen hoe bepaalde veranderingen hun beleggingsmodel en ook hun financiën kunnen beïnvloeden. Daarom is ons engagement-programma tweeledig: uitleggen waarom bepaalde kwesties belangrijk voor ons zijn, maar ook proberen te begrijpen hoe veranderingen bedrijven kunnen beïnvloeden.’

‘Engagement is een belangrijk onderdeel van het bereiken van net zero, omdat er echte economische veranderingen nodig zijn.’

Is het mogelijk om verantwoord te beleggen in staatsobligaties via ESG?

Hoogveld: ‘Ons standpunt is dat we groene obligaties, uitgegeven door Europese overheden, moeten beschouwen als duurzame producten. Je weet dat deze obligaties projecten zullen financieren die helpen om de economie te verbeteren: isolatieprogramma’s, schoon transport, duurzame energie, enzovoort. Wat ons betreft gaat het hier om het juiste instrument voor investeerders die een allocatie naar een overheid willen hebben en tegelijkertijd aan ESG willen doen. Een traditionele valkuil is natuurlijk dat een portefeuille die voor 100% uit groene obligaties bestaat, een grote vertekening qua looptijd en landen vertoont. Immers, in Europa hebben niet alle landen groene obligaties uitgegeven en meestal hebben groene obligaties een veel langere looptijd dan standaardobligaties. Dat maakt het voor beleggers lastig om te investeren in producten die voor 100% uit groene obligaties bestaan, omdat ze geen controle hebben over de exposure naar landen en de duration. Er zijn natuurlijk wel manieren om deze valkuilen te omzeilen en er zijn manieren voor beleggers om groene obligaties te gebruiken als kernonderdeel van hun duurzame portefeuilles.’

Calay: ‘ESG-scores van staatsobligaties zijn vaak gecorreleerd met het ontwikkelingsniveau van een land, waardoor ontwikkelde economieën zoals de G-10 goed scoren. Emerging market debt-managers stellen dat strikt ESG-gebaseerd beleggen zou betekenen dat er alleen in rijke landen wordt belegd, waardoor het doel van ESG om duurzame ontwikkeling te bevorderen wordt verwaarloosd. Daarom passen sommige EMD-managers ESG-scores aan op basis van inkomen of geven ze prioriteit aan ESG-momentum boven absolute scores. In tegenstelling tot bedrijven, die primair uit zijn op winst, vertegenwoordigen staatsobligaties overheden met uiteenlopende motivaties, wat ESG-gestuurde beïnvloeding complexer maakt. De effectiviteit van ESG in het beïnvloeden van de resultaten van staatsobligaties blijft discutabel.’

Bialkowski: ‘Het is zeker mogelijk om verantwoord in staatsobligaties te beleggen. We hebben hiervoor ons eigen landenbeleid gemaakt. Dat heeft bij obligaties uitgegeven door opkomende landen wel meer impact dan bij ontwikkelde landen. Het kan een uitdaging zijn om een beleggingsfonds te

vinden dat past bij zo’n eigen beleid en bijvoorbeeld landen zoals Turkije of China uitsluit. In dat geval gaan we samenwerken met een fondshuis.’

Roggeveen: ‘Voor schuldpapier van opkomende markten zijn er veel oplossingen en er is ook veel vraag van onze klanten om te beleggen in duurzame obligaties van deze opkomende markten. Maar beleggen in duurzame staatsobligaties van ontwikkelde landen is nog een uitdaging. In Europa zien we wel gunstige ontwikkelingen, maar het zijn nog kleine stappen.’

Kybourg: ‘Het hangt af van de doelstellingen van het fonds: het is bijvoorbeeld mogelijk om een portefeuille te herwegen op basis van ESG-scores om bepaalde risico’s te beperken. Maar dat is misschien niet voldoende voor een universum met een uniformere ESG-rating, zoals EU-staatsobligaties. In een dergelijk geval is een manier om ESG-overwegingen verder te integreren, het overwegen van gelabelde obligaties, bijvoorbeeld groene of duurzaamheidsobligaties.’

In hoeverre denken jullie dat de benchmarks voor klimaatverandering, zoals de CTB of de PAB, strategisch voor beleggers zullen worden, in plaats van de MSCI World Index?

Roggeveen: ‘Dit staat op de agenda van onze klanten die overstappen op een duurzame portefeuille in lijn met de klimaatakkoorden van Parijs. In hoeverre heeft het dan zin om nog steeds een niet-duurzame benchmark als referentie te hebben of moet je je referentie en strategische benchmark veranderen naar een meer duurzame benchmark, of zelfs een klimaatbenchmark?’

Chesworth: ‘Het klimaat zal voor veel beleggers het belangrijkste zijn, maar wordt het dan ook de belangrijkste ESG-doelstelling? Wat gebeurt er als daardoor andere doelstellingen zouden worden ondermijnd, bijvoorbeeld in het geval van geopolitieke dreigingen en oorlog, waardoor er meer moet worden gedaan op sociaal gebied. De MSCI PAB-indices zijn een goed voorbeeld waarin de nadruk ligt op klimaat, maar waarin de andere ESG-factoren ook een rol spelen. Ik denk niet dat klanten hun stem willen uitbrengen op één bepaald onderdeel van ESG.’

Hoogveld: ‘Het is een moeilijke vraag, vooral omdat er net zoveel CTB- of PAB-bench- >

‘De data-leveranciers hebben veel invloed, aangezien een groot deel van de ETF-markt vertrouwt op hun ESG-beoordelingen van bedrijven.’

marks zijn als indexaanbieders. Als je een keuze maakt, zal iemand je op een gegeven moment vertellen dat dit niet de juiste klimaat-index is. Er is sprake van grote complexiteit.’

Melhuish: ‘Wij zien een toenemende vraag naar ETFs op basis van de Paris-aligned benchmarks voor klanten die klimaatoverwegingen willen integreren in hun portefeuilles. Dit komt echter op een moment dat hun methodologieën en potentiële beperkingen om klimaatverandering op grote schaal aan te pakken ook elders in de markt in twijfel wordt getrokken. Ik denk dat er nog een lange weg te gaan is voordat deze klimaatbenchmarks de standaard kernbenchmarks zullen vervangen.’

Hoogveld: ‘Het is moeilijk om een klimaatbenchmark als strategiebenchmark te kiezen. Een van de moeilijkheden is dat een benchmark bijna per definitie transparant moet zijn, en het probleem is dat de klimaatindices op dit moment vrij complex zijn, wat het lastig maakt om ze meteen als strategiebenchmark te positioneren.’

Kybourg: ‘We zien dat sommige beleggers deze overstap feitelijk al maken, omdat ze hun beleggingsproces moeten afstemmen op hun net zero-verplichtingen. Maar er is inderdaad veel complexiteit ten aanzien van welke index moet worden geselecteerd.’

Welke benaderingen hanteren verschillende vermogensbeheerders voor het bereiken van net zero?

Hoogveld: ‘Wij maken deel uit van de Net Zero Asset Manager Association and Alliance en hebben verschillende acties geïmplementeerd om net zero te bereiken. Actie op het gebied van producten en diensten, en op het gebied van verantwoordelijkheid voor ons als bedrijf. We willen al onze klanten een net zero-oplossing bieden, en dat die zo’n oplossing kunnen baseren op Europese aandelen, op Amerikaanse aandelen, op eurokrediet, enzovoort. We breiden ons klimaatassortiment uit om zoveel mogelijk bouwstenen te hebben. Deze productontwikkeling en -uitbreiding gaat gepaard met een assertiever engagement-beleid met betrekking tot de klimaatkwestie.’

Melhuish: ‘Voor ons is engagement de belangrijkste hefboom die we kunnen gebruiken als actieve vermogensbeheerder voor de lange termijn. Zo verdienen wij onze boter-

ham. We proberen onze plaats aan tafel te gebruiken om bedrijven aan te moedigen wetenschappelijk gefundeerde doelen te stellen en hen te ondersteunen tijdens het traject om deze doelen te implementeren.’

Kybourg: ‘Wij streven ernaar om in 2050 net zero te bereiken. Op weg naar net zero hebben we mijlpalen geïdentificeerd en duidelijke doelen gesteld om ervoor te zorgen dat onze vooruitgang kan worden gevolgd. Daarnaast is engagement een belangrijk onderdeel van het bereiken van net zero, omdat er echte economische veranderingen nodig zijn.’

Zijn er bepaalde trends of ontwikkelingen in duurzame ETFs? Wat verwachten jullie voor de toekomst van duurzaam beleggen via ETFs?

Roggeveen: ‘Wij zien dat veel klanten hun portefeuilles, vooral aan de aandelenkant, ombouwen van oplossingen gebaseerd op uitsluitingen naar klimaatoplossingen. Hun focus verschuift nu ook van de ontwikkelde naar de opkomende markten en het verschuift ook naar (bedrijfs)obligaties.’

Hoogveld: ‘De belangrijkste milieukwestie is de klimaatnoodtoestand, daarna komt de noodsituatie op het gebied van biodiversiteit. Er is sprake van een aanzienlijke toename in vereisten met betrekking tot biodiversiteit. Investeerders krijgen steeds meer de verplichting om te kijken naar de impact van hun investeringen op de biodiversiteit en de biodiversiteit in hun portefeuille te verbeteren. Het is nu een wezenlijke pijler van het milieubeleid.’

Calay: ‘Ik denk dat de vooruitgang op het gebied van regelgeving en wereldwijde standaardisatie de toekomst sterk zullen bepalen. En als datawetenschapper ben ik erg enthousiast over verbeteringen in ESG-data en methodologieën, omdat die de mogelijkheden bieden om robuustere producten te ontwikkelen.’

Kybourg: ‘Ook bij onze klanten en in onze eigen organisatie is klimaat een steeds belangrijker speerpunt geworden. Daarnaast zien we inderdaad dat biodiversiteit ook steeds vaker wordt genoemd. We zouden in de toekomst nog meer oplossingen kunnen verwachten die rekening houden met het verlagen van de negatieve voetafdruk van beleggingen.’ ■

‘Vermogensbeheerders en asset owners kunnen, of liever moeten, hun betrokkenheid en stem doen gelden via engagement en proxy voting-programma’s.’

CONCLUSIE

Op de lange termijn zijn de prestaties van ESG-fondsen goed geweest.

Er zijn duidelijk structurele verschuivingen aan de gang die de vooruitzichten voor veel bedrijven die in duurzame ETFs te vinden zijn positief beïnvloeden.

Duurzame fondsen kennen vaak een concentratierisico. Beleggers moeten zich bewust zijn van dit soort verstoringen.

ESG-scores van staatsobligaties zijn vaak gecorreleerd met het ontwikkelingsniveau van de uitgevende landen.

Er is sprake van een toenemende vraag naar ETFs op basis van de Paris Aligned-benchmarks, maar er is nog een lange weg te gaan voordat deze klimaatbenchmarks de standaard kernbenchmarks zullen vervangen.

Greenwashing ligt op de loer

Van de grootscheepse inval van Duitse autoriteiten in 's lands grootste asset manager op verdenking van greenwashing tot de herschikking van artikel 9-fondsen naar het 'veiligere' artikel 8: greenwashing is een groot thema.

De inval vorig jaar in de burelen van DWS en grootaandeelhouder Deutsche Bank had ingrijpende gevolgen. Misleidende claims in het jaarverslag van 2020 stelden dat meer dan de helft van de € 900 miljard aan assets waren geïnvesteerd volgens ESG-criteria. Naar aanleiding van het onderzoek door de autoriteiten duikelde in het jaarverslag van 2021 dit bedrag met maar liefst 75% tot nog maar € 115 miljard.

Tegen het einde van 2022 zagen we dat verschillende vermogensbeheerders een groot aantal van hun fondsen herclassificeerden van Artikel 9 (impact) naar Artikel 8 (een lager niveau van promotie van ESG-factoren). Dit als antwoord op druk van de Europese Commissie en nationale toezichthouders.

Dit zijn slechts twee voorbeelden van hoe de markt op zoek is naar de juiste implementatie van de SFDR-verordening. Alhoewel er onduidelijkheid was (en is) over wat nu precies de minimumvereisten zijn voor fondscategorieën, speelt natuurlijk ook de druk mee die vermogensbeheerders ervaren om zo 'groen' mogelijke producten aan te bieden. En dan ligt greenwashing al snel op de loer. Wat niet echt helpt, is dat beheerders zelf mogen aangeven in welke categorie hun fondsen vallen.

Greenwashing vindt echt niet alleen plaats bij de E van ESG. Ook de S en de G worden zo nu en dan te mooi voorgesteld.

Een voorbeeld waar het mis kan gaan op S-gebied zijn beleggingen in aandelen van bepaalde zonnepaneelfabrikanten waar sociaal onacceptabele omstandigheden

worden aangetroffen of vermoed. Hetzelfde doet zich voor bij de financiering van zonneparken met onderdelen afkomstig van dergelijke fabrikanten. Sommige aanbieders van ESG-data geven dan ook een 'red flag' als waarschuwing: better safe than sorry. Andere aanbieders redeneren dat er geen controverses zijn omdat inspectie ter plaatse niet mogelijk is en derhalve concreet bewijs van grove schendingen van mensenrechten ontbreekt.

Een voorbeeld op G-gebied zijn de soms schromelijk overdreven claims van vermogensbeheerders dat men actieve governance uitoefent bij de bedrijven waar men in belegt. Na enig doorvragen blijkt dan vaak dat die rol al ophoudt bij het invullen van proxy-formulieren voor aandeelhoudersvergaderingen, en dan ook nog niet eens voor alle bedrijven waarin de beheerder belegt.

Het gaat behalve om daadwerkelijke greenwashing ook om de perceptie hiervan. Een recent duurzaamheidsrapport van CFA Institute stelt: 'A perception of greenwashing can arise when investors struggle to understand the underlying sustainability characteristics of a fund, irrespective of the intent or veracity of the disclosures.'

Kortom, er is nog veel werk aan de winkel. Zelfs hier in Europa, waar we in vergelijking met andere regio's gelukkig al heel ver zijn met het opzetten van ESG-frameworks bij beleggingen. CFA Institute heeft eind 2021 als eerste een wereldwijde standaard voor ESG-rapportage uitgebracht. Deze ESG Disclosure Standards gaan uit van een vrijwillige rapportage door beheerders, vergelijkbaar met de GIPS performance presentatiestandaarden. Hopelijk zal hiermee de hoeveelheid greenwashing op den duur teruggedrongen worden. Maar naast duidelijke communicatie door de vermogensbeheerder heeft ook de belegger een rol te spelen. Stel bij elke ESG-claim van een beheerder vragen, want het gras is echt niet altijd overal groen! ■



Door
Pieter van Putten,
COO Ahlstrom Invest,
en **Rogier Crijns**,
Founder
Rocksolidfinances,
beiden Lid van de
Advocacy Committee
van CFA Society
Netherlands,
geschreven op
persoonlijke titel.

Er gaan nog veel meer bedrijfstakken profiteren van artificial intelligence

De beleggingsimpact van kunstmatige intelligentie reikt veel verder dan de technologiesector. Ook sectoren zoals healthcare, financials en industrials profiteren van nieuwe toepassingen.

Door Michiel Pekelharing

Kunstmatige intelligentie was in de eerste jaarhelft hét sleutelbegrip op beleggingsmarkten. Slechts zeven aandelen met een duidelijke link naar de nieuwe technologie – zoals Nvidia, Microsoft en Alphabet – waren gezamenlijk goed voor bijna driekwart van de koersstijging van de S&P 500 Index in de eerste zes maanden van dit jaar. Rebecca Chesworth, Senior Equity ETF Strategist bij State Street Global Advisors, vertelt wat beleggers de komende jaren mogen verwachten van het thema en hoe ze kunnen inspelen op nieuwe kansen die ontstaan.

Na een sterke eerste jaarhelft maakt de koers van AI-aandelen een pas op de plaats. Is dat een signaal dat het thema is uitgespeeld op de beurs?

‘Absoluut niet. We zitten pas in de eerste fase van een heel grote beweging. Die voltrekt zich echter schoksgewijs, in plaats van in een rechte lijn. De afgelopen maanden is de instroom in ETFs binnen dit thema inderdaad gedaald. Ook in andere opzichten zie je dat kunstmatige intelligentie minder in de schijnwerpers staat. Het aantal zoekopdrachten via Google is na een enorme opleving in mei behoorlijk gedaald. Die opleving was het gevolg van het succes van ChatGPT. De wijze waarop deze chatdienst antwoord geeft op allerlei vragen, hele verhalen componeert en zelfs software schrijft, wakkerde de fantasie over alle mogelijkheden van AI flink aan. Beleggers sorteerden

erop voor dat de technologie de wereld in veel opzichten flink zou gaan veranderen. Dat gaat ook gebeuren, maar het ontwikkelen van nieuwe toepassingen kost tijd. Bij het gebrek aan nieuwe ontwikkelingen is de aandacht van beleggers verschoven naar andere zaken. Het is echter een kwestie van tijd voordat het vuurtje onder AI weer wordt opgestookt. Volgend jaar gaat Alphabet bijvoorbeeld Gemini introduceren. Dat is een advanced language model dat de basis kan vormen voor allerlei nieuwe toepassingen. Apple werkt aan nieuwe wearables waarin AI is verwerkt en ook Facebook-moederbedrijf Meta gaat nieuwe diensten lanceren.’

Betekent dit dat beleggers het thema het beste kunnen bespelen via een positie in de technologie-sector?

‘Op de lange termijn speelt de opkomst van AI technologiebedrijven het meest in de kaart. De koersstijgingen in de eerste helft van het jaar zijn daarvan een goed voorbeeld. Maar het staat niet vast dat de winnaars van toen ook de winnaars van het komende decennium worden. Nvidia heeft bijvoorbeeld de eerste slag gewonnen in de ontwikkeling van speciale chips die krachtig genoeg zijn om allerlei AI-taken snel uit te voeren. Maar concurrenten zijn hard op weg om het gat te dichten. Advanced Micro Devices heeft bijvoorbeeld onlangs een chip ontwikkeld die kan uitgroeien tot een geduchte concurrent van de producten van Nvidia. En het is een kwestie van tijd voordat ook Intel met nieuwe chips komt. Ook in andere delen van de technologiesector is het nog geen gelopen race wie uiteindelijk de winnaar wordt. Denk bijvoorbeeld aan de strijd tussen Microsoft en Alphabet. Het is dan ook verstandig om een thema zoals AI niet te bespelen met een of enkele specifieke aandelen, maar met een brede sector-ETF. Dat geldt overigens ook voor andere bedrijfstakken die profiteren van de opkomst van AI.’

Kunt u een voorbeeld geven van deze soort sectoren?

‘Een mooi voorbeeld is de gezondheidszorg. Onder meer op het vlak van medicijnontwikkeling kan de inzet van AI veel kosten besparen en ervoor zorgen dat nieuwe middelen sneller op de markt komen. Maar liefst 95% van alle medicijnen in de pijplijn van biotech- en farmaciebedrijven sneuvelt tijdens de ontwikkeling, blijkt uit cijfers van het National Center for Biotechnology Information. AI maakt het mogelijk om veel

‘Het is nog geen gelopen race wie uiteindelijk de winnaar wordt.’

gerichter medicijnen te ontwikkelen tegen bepaalde aandoeningen en vooral ook om ervoor te zorgen dat veelbelovende producten de testfasen sneller en goedkoper doorlopen. Zakenbank Morgan Stanley verwacht dat er dankzij de technologie circa 50 extra medicijnen op de markt kunnen komen die in een decennium goed zijn voor een totale omzet van ruim 50 miljard dollar. Het gaat echter nog jaren duren voordat die beweging zichtbaar wordt in de financiële resultaten binnen de healthcare-sector. Maar er lopen al verschillende samenwerkingen tussen grote farmaciebedrijven en AI-startups. En binnen enkele jaren beginnen al de eerste klinische studies met middelen op basis van AI. Die positieve nieuwsstroom kan de sector een boost geven, net zoals bijvoorbeeld met technologiebedrijven gebeurde na de introductie van ChatGPT. Omdat nog onduidelijk is welke ondernemingen het eerst een doorbraak bereiken, kunnen beleggers ook hier het beste kijken naar een brede sector-ETF. Overigens moeten ze er rekening mee houden dat het sentiment binnen de healthcare-industrie de komende tijd beïnvloed kan worden door de nieuwsstroom over hoge medicijnkosten in de aanloop naar de presidentsverkiezingen in de VS. Andere sectoren die de komende jaren profiteren van de opkomst van AI zijn financials en industriebedrijven. Banken en verzekeraars kunnen bijvoorbeeld op basis van slimme AI-modellen risico's veel beter inschatten. Zo kan een Amerikaanse autoverzekeraar, aan de hand van de rijgeschiedenis die via de smartphones van klanten is bijgehouden, bijvoorbeeld veel scherpere tarieven hanteren.'

In hoeverre kunnen privacy-afwegingen en strengere regelgeving een rem zetten op de opmars van kunstmatige intelligentie?

'De ontwikkelingen op het vlak van AI gaan heel snel, dus dat geldt ook voor het opstellen van nieuwe regels die de identiteit van gebruikers en het copyright van bedrijven beschermen. Onlangs was hierover in het Verenigd Koninkrijk al een conferentie, waar onder meer Tesla-topman Elon Musk en de Amerikaanse vicepresident Kamala Harris aanwezig waren. Je ziet dat er in veel landen grote stappen gezet worden, maar tegelijkertijd wil niemand regels invoeren die zo streng zijn dat bedrijven daardoor uitwijken naar het buitenland. Voorlopig zie ik regelgeving dan ook niet als een bedreiging voor de ontwikkeling van nieuwe oplossingen en diensten op het vlak van AI.'



CV

Rebecca Chesworth

Rebecca Chesworth is Senior Equity Strategist bij State Street Global Advisors, waar ze in 2016 in dienst trad als Senior Equities Strategist en samenwerkte met het ETF Strategy & Research-team van SPDR. Ze schrijft het SPDR Sector & Equity Compass en is verantwoordelijk voor de drie-maandelijkse Sector Picks. Chesworth verschijnt regelmatig in panels van industriële conferenties en tv-programma's.

In welke regio zijn de AI-beleggingsvooruitzichten momenteel het beste?

'Ik denk dat de voorkeur in geografisch opzicht moet uitgaan naar de VS. Als onderdeel van de infrastructuurplannen van president Joe Biden worden daar de komende jaren tientallen miljarden uitgegeven aan de bouw van nieuwe chipfabrieken. Daar komt bij dat het land zich kenmerkt door een heel dynamische economie, waar de lat om een bedrijf te starten laag ligt. En ten slotte is er een bedrijfscultuur waar ondernemingen ervoor openstaan om nieuwe inzichten met elkaar te delen. In dat opzicht heeft de VS een streepje voor op bijvoorbeeld China. Maar ook hiervoor geldt dat het verstandig is om niet op één paard te wedden, maar om juist goed te spreiden. Want dan ben je ervan verzekerd dat je de grote winnaars op het vlak van AI in portefeuille hebt.' ■

Marketing Communication

For institutional / professional investors use only.

Disclaimers: [ssga.com/ETF](https://www.ssga.com/ETF)

Past performance is not a reliable indicator of future performance.

Investing involves risk including the risk of loss of principal.

The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without SSGA's express written consent.

The stocks mentioned are not necessarily holdings invested in by SSGA. This information should not be used or construed as an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation for any security.

Concentrated investments in a particular sector or security tend to be more volatile than the overall market and increases risk that events negatively affecting such sectors or industries could reduce returns, potentially causing the value of the Fund's shares to decrease.

State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building 7th floor, Herikerbergweg 29, 1101 CN Amsterdam, Netherlands. T: +31 20 7181 000.

State Street Global Advisors Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Europe Limited, registered in Ireland with company number 49934, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2.

Tracking Number: 60015621.11.EMEA.INST

Exp: 31/12/2023

Pensioensector, hoe druk ook, moet aan de slag met biodiversiteit

Door Ronald Bruins Fotografie Sam Huibers | PICS



Het is druk, heel druk, in de pensioensector. Klimaat integreren in de beleggingsbeslissingen begint business as usual te worden. Is er dan nog wel tijd om ook biodiversiteit daarin mee te nemen? En zijn er wel standaarden genoeg om dat te doen? Een paneldiscussie onder leiding van bestuurder en toezichthouder Peter Borgdorff bood antwoorden. ‘We moeten hier wel mee aan de slag.’

In het congrescentrum van Achmea Investment Management in Zeist vroeg Peter Borgdorff, ten overstaan van zo'n honderd deelnemers aan het pensioenseminar van Financial Investigator, om een schot voor de boeg. Simona Kramer, Portfolio Manager Socially Responsible Investing bij Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer, gaf aan dat klimaat sinds 2021 echt een zwaar thema is geworden in het MVB-beleid van het fonds. ‘Bij biodiversiteit zijn we nog aan het kijken wat het voor ons betekent en wat de impact is op onze portefeuille en ons beleggingsproces. Daarom hebben we vorig jaar ook een deep dive case study gepubliceerd om het thema te verkennen.’ Lucian Peppelenbos, Climate & Biodiversity Strategist bij Robeco, vertelde leidend te willen zijn. ‘Dus ook met doelen op het gebied van klimaat en biodiversiteit.’ Caspar Vlaar, pensioenfondsbestuurder bij diverse pensioenfonds, bleek een fervent voorvechter van het implementeren van de twee thema's in de portefeuilles. Daarom stelde Borgdorff aan hem gericht de logische vraag: ‘Lukt het?’ Vlaar: ‘In min of meerdere mate. Ik heb tijdens dit pensioenseminar meerdere hobbels en issues gezien waar wij ook tegenaan lopen.’

Wat willen we ermee?

Louise Kranenburg, Manager Responsible Investment bij Pensioenfonds Detailhandel, benadrukte dat er voor klimaat een duidelijk kader ligt, een pathway zoals zij het omschrijft. ‘Dat is voor biodiversiteit minder duidelijk het geval. We laten wel al verschillende aspecten van biodiversiteit meewegen in onze op maat gemaakte benchmarks. We wegen bijvoorbeeld mee of

ondernemingen doelstellingen en beleid hebben rondom watergebruik, landgebruik en gebruik van natuurlijk kapitaal. Maar ondanks dat we dit laten meewegen in onze beleggingskeuzes en we engagement op het onderwerp uitvoeren, hebben we nog geen kwantitatieve doelstellingen op biodiversiteit geformuleerd voor onze gehele portefeuille. Daarom zitten we nu meer op het niveau van procesdoelstellingen. We weten nog niet met welke snelheid we wat gaan implementeren, maar we zetten telkens verdere stappen.’ Kramer herkent zich in die positie. ‘Het is een journey die je aangaat, waarbij we een paar jaar geleden groene layovers voor een paar portefeuilles hebben geïmplementeerd om de CO₂-uitstoot van de portefeuille te kunnen spiegelen aan het Klimaatakkoord van Parijs. Die elementen hebben ons geholpen doelstellingen op te stellen, waarbij de volgende uitdaging is die doelstellingen te formuleren in een positieve bijdrage aan het klimaat. Biodiversiteit is lastiger te vangen, omdat het een relatief nieuw onderwerp is dat volop in ontwikkeling is. Kwantitatieve doelstellingen hebben we dan ook nog niet. Maar daar gaan we wel mee aan de slag.’

Business as usual in Europa

Peppelenbos zegt dat zijn bedrijf een helder beeld heeft bij de doelstellingen voor het klimaat. ‘Dat begint bijna business as usual te worden. Althans, in Europa. Daarbuiten is er een andere realiteit. Biodiversiteit daarentegen is lastig te meten en het is nog lastiger om er doelstellingen voor te formuleren. Target setting frameworks beginnen in opmars te raken. Zo is er, naast het Net Zero Investment Framework voor het terugdringen van de CO₂-uitstoot, het raamwerk van de Finance for Biodiversity Foundation. Dat raamwerk zal begin volgend jaar volledig zijn afgerond. Vóór eind 2024 kunnen we daarmee kwantitatieve targets invoegen in ons beleggingsbeleid.’ Vlaar is getriggerd door de woorden ‘business as usual’. ‘Als we als wereld het pad aanhouden waar we nu op zitten, lukt het niet om klimaatverandering binnen de Parijs-doelstellingen te houden. Dus moet er meer gebeuren. Ook met het door ons geïnvesteerde vermogen. Eens dat we voor klimaat zo langzamerhand voldoende gericht kunnen sturen, maar ‘business as usual’ wordt het pas als de Parijs-doelstellingen werkelijk in zicht komen.’



VOORZITTER

Peter Borgdorff

Bestuurder en Toezichthouder bij diverse organisaties, Voorzitter RvC Lifetri



Simona Kramer

Portfolio Manager Socially Responsible Investing, Pensioenfonds Rail & Openbaar Vervoer



Louise Kranenburg

Manager Responsible Investment, Pensioenfonds Detailhandel



Lucian Peppelenbos

Climate & Biodiversity Strategist, Robeco



Caspar Vlaar

Bestuurder en Voorzitter Beleggingscommissie Pensioenfonds KPN, pensioenfondsbestuurder, diverse pensioenfonds

Al een goede start

‘Komen we bij biodiversiteit verder dan het gevoel van ‘we moeten er wat aan doen?’; wil Borgdorff weten. Vlaar: ‘Er is een begin gemaakt met frameworks die het mogelijk maken ‘biodiversiteit’ te meten, bijvoorbeeld op basis van wat het opbrengt als je een vierkante meter biodiversiteit beschermd hebt. In de theorie is er dus wel een aanknopingspunt.’ Kramer wijst op de ENCORE-database en de Risk Filter Suite van het Wereld Natuur Fonds. ‘Daarmee kun je meten en dat is dus al een goede start.’

Kranenburg is benieuwd naar de invloed van de wijziging van het pensioenstelsel op dit soort onderwerpen. ‘In hoeverre heeft de grote pensioentransitie invloed op de blijvende aandacht die nodig is voor klimaat en biodiversiteit? Nu zijn veel pensioenfondsen bezig met het reduceren van CO₂ in de portefeuilles, maar dat is iets anders dan het leveren van een positieve bijdrage. Daarvoor zijn grotere private investeringen nodig. Maar zijn dat beslissingen die een bestuur nu kan en wil maken in het licht van de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel? Kortom, de klimaatambitie is er, maar er zit een transitie naast.’ Borgdorff kan zich die vraag voorstellen. ‘Het is al druk, heel druk in de pensioensector.’

Een leefbare wereld

Zijn beleggingsadviescommissies automatisch geneigd mee te gaan op de onderwerpen klimaat en biodiversiteit, vraagt Borgdorff. Kramer: ‘Wat ons erg helpt, is dat in de rail- en infrasector al veel aandacht is voor klimaat en biodiversiteit. We merken dat een aantal aangesloten bedrijven ook al bezig is met die onderwerpen.’ Kranenburg wijst op het belang van deze twee thema's voor de toekomst van kinderen en kleinkinderen. ‘Daarmee spelen deze onderwerpen sowieso al in de retail. Daar bovenop komt dat je ook de risico's in termen van financiële materialiteit van klimaatverandering en het verlies aan biodiversiteit kunt uitleggen.’

Vlaar: ‘Gezien de langetermijndoelstelling van ieder pensioenfonds zou voor elke pensioenbestuurder het behouden van een leefbare wereld het uitgangspunt moeten zijn. Maar duik je dieper in wat dat betekent, dan kan het een ingewikkeld veelkoppig monster worden waar je vat op moet zien te krijgen. Wat zijn onze uitgangspunten? Die vraag moet je beantwoorden en integreren in je investment

beliefs. Daarbij is het logisch om te beoordelen welke impact een bepaalde ESG-factor heeft op je portefeuille. Voor biodiversiteit is dat nu nog een groot dilemma: bijna geen enkel bedrijf heeft geen negatieve impact op biodiversiteit en bijna geen enkel bedrijf heeft positieve impact. Die puzzel oplossen is vooralsnog een duivels dilemma.’

Je kunt niet achterblijven

Biodiversiteit links laten liggen kan niet, beschouwt Peppelenbos. ‘Als de hele wereld een kant op gaat, kun je niet achterblijven. Hoe langer je actie uitstelt, hoe duurder het over het algemeen wordt. Je móet je als belegger dus wel een beeld vormen van de impact van een onderwerp als biodiversiteit. Wellicht dat het niet vanaf dag één materieel is, maar reken er maar op dat je biodiversiteit terug gaat zien in wet- en regelgeving. Het wordt van ons als investeerders verwacht dat we naar de langere termijn kijken.’

Vlaar: ‘Het valt me op dat deelnemers van pensioenfondsen hier over het algemeen niet (meer) leidend in zijn. Althans, de mainstream. De risicomangers in deze sector lopen, waarschijnlijk door een sterker besef van de materialiteit van de ESG-risico's, meer voorop.’ Kramer haakt daarop in. ‘De impact zie je hard terug in materialiteits- en afhankelijkhedenanalyses. Uit onze analyse komt naar voren dat 49% van de beleggingen – op basis van vermogen onder beheer – in aandelen een hoge of zeer hoge afhankelijkheid heeft van één of meerdere ecosysteemdiensten. Voor de categorieën bedrijfsobligaties, infrastructuur en private equity is dit respectievelijk 33%, 83% en 25%. Vooral water komt naar voren: binnen de portefeuille van Rail & OV is de afhankelijkheid van grondwater, oppervlaktewater en de natuurlijke waterregulering, de waterkringloop, het hoogst.’ Borgdorff: ‘Kortom, het helpt om studies naar dat soort afhankelijkheden te volgen.’

Meer onzekerheid op de lange termijn

Vlaar wijst erop dat de grotere afwijkingen die eigen beleid met zich meebrengt voor een grotere tracking error zorgen ten opzichte van de ‘mainstream’ benchmarks. ‘Over de lange termijn heb je daardoor meer onzekerheid over de vraag hoe je beleggingen zich gaan ontwikkelen ten opzichte van ‘de standaard’, waardoor je wel terug moet vallen op je investment beliefs. Ter illustratie: een wereldwijde carbon tax gaat er

‘Bio-
diversiteit
is lastiger
te vangen,
omdat het
een relatief
nieuw
onderwerp
is dat volop
in ont-
wikkeling is.’

waarschijnlijk niet komen, al zou dat wel moeten gebeuren. Door een lagere CO₂-uitstoot in de beleggingen na te streven dan in de benchmark, ben je beter beschermd tegen een hoge toekomstige CO₂-prijs. De afhankelijkheid van toekomstige ontwikkelingen neemt echter ook toe.’

Vanuit de zaal komt de vraag naar te vroeg of te laat uitstappen uit de ‘grijze’ economie. Kranenburg: ‘Of je te laat of te vroeg bent geweest, is altijd wijsheid achteraf. Maar je kunt wel je investment beliefs op dit vlak formuleren, deelnemers bevragen naar hun kijk op deze twee onderwerpen en onderzoek doen naar ESG-factoren.’ Kramer: ‘Timing is een issue. We proberen wel door engagement bedrijven te veranderen, maar de grote vraag is wanneer je afscheid neemt.’

Zorgwekkend beeld

Peppelenbos vergelijkt bedrijven aan de hand van de doelen van het Parijsakkoord op het gebied van CO₂-uitstoot en hun reductiedoelstellingen. ‘Daar komt een zorgwekkend beeld uit. Van de 250 grootste uitstoters van CO₂ in ons beleggingsuniversum is 53% niet serieus genoeg bezig met decarboniseren. Die wetenschap gebruiken we bij ons engagement, voor ons stemgedrag en om de beleggingsrisico’s in kaart te brengen.’

Ook Kramer ziet de vruchten van actief beleid op basis van klimaatdoelstellingen. ‘Op klimaatgebied zien we de meeste ontwikkeling in de portefeuille. Zeker bij de CO₂-uitstoot die ten positieve daalt. Een aantal klimaatvervuilende sectoren hebben we inmiddels uitgesloten en we zetten ons heel erg in met engagement. Voor biodiversiteit zitten we nog in de beleidsontwikkelingsfase.’

Vanuit de zaal komt daarop de vraag hoe ver de impact van een pensioenfonds reikt. Kranenburg: ‘We hebben als pensioensector nog wel eens de neiging onze invloed te overschatten. We moeten niet een te grote broek aantrekken. We zijn slechts een schakel in de reële economie. Echter, je kunt als pensioensector of als financiële sector ook op andere manieren dan via je beleggingen je stem laten horen. Bijvoorbeeld door te lobbyen. Samenwerkingen zijn daarin belangrijk om je stem te vergroten.’

Deel van de puzzel

Vlaar verwacht meer van de zijde van

politici. ‘We kunnen volop aan de slag met transparantie, maar dat is maar een deel van de puzzel. Dat lost het probleem an sich niet op. Als er nog geen prijs staat op CO₂, kun je van een bedrijf niet verwachten dat het zichzelf in de voet schiet. Dat bezorgt dat bedrijf een concurrentienadeel. Daarom is het nodig dat de politiek levert. Dan pakt de businesscase van zo’n bedrijf, dat let op zijn CO₂-uitstoot, voordelig uit voor pensioenfondsen.’

Is er nog wel plaats voor een project rondom biodiversiteit, wil een deelnemer aan het seminar weten. Er zijn zoveel onderwerpen onder het kopje duurzaamheid. Kun je niet beter meer effort steken in wat je nu al doet, om dat goed te doen? Peppelenbos: ‘Ik heb heel veel sympathie voor deze observatie. Er komen namelijk steeds meer onderwerpen bij. Ook van beleggingsteams krijg ik de feedback dat ze het veel vinden. Echter, klimaat en biodiversiteit hangen zo nauw met elkaar samen, dat je geen klimaatstrategie kunt hebben zonder het onderwerp biodiversiteit. De zes topsectoren die de grootste invloed hebben op het klimaat, zijn ook de zes topsectoren met de meeste impact op biodiversiteit. Dus dat is een mooie kans om beide onderwerpen geïntegreerd aan te pakken.’

Actief aandeelhouderschap

Tot slot wil Borgdorff in een paar steekwoorden de afdronk van de panelleden. Kramer: ‘Actief aandeelhouderschap is nodig. Daarbij moeten we ons engagement uitbreiden en hebben we kwantitatieve doelstellingen voor biodiversiteit nodig.’ Kranenburg houdt het kort: ‘We gaan door op de ingeslagen weg. We weten de richting, maar nog niet hoe we er exact gaan komen.’ Peppelenbos: ‘Ik zie goede kansen door betere data. Voor klimaat gaan we van carbon footprints naar forward-looking analytics. Voor biodiversiteit moeten we de focus krijgen op de sleutelsectoren.’ Vlaar: ‘Mij blijft bij dat het hard werken is om op deze onderwerpen vooruitgang te boeken.’ Borgdorff zelf: ‘De pensioensector is grote stappen aan het zetten. Deze prachtige sector beseft dat er meer is dan alleen rendement en geïndexeerd pensioen. Het is goed dat we ons ook druk maken over klimaat en biodiversiteit. We hebben veel te doen en dat noemen we werk. Het is mooi om voor dit soort doelstellingen elke dag je bed uit te komen.’ ■

‘Als we als wereld het pad aanhouden waar we nu op zitten, lukt het niet om klimaatverandering binnen de Parijs-doelstellingen te houden.’

CONCLUSIES

Voor klimaat ligt er een duidelijk kader, een pathway.

Biodiversiteit is als relatief nieuw onderwerp lastiger te vangen.

Biodiversiteit gaan we terugzien in wet- en regelgeving.

Timing is een issue bij uitstappen uit vervuilende bedrijven.

Trek als pensioensector niet een te grote broek aan.

De politiek moet leveren met CO₂-beprijzing.



Investing in clean technology for tomorrow's renewable economy

Seismic changes are happening to make renewable energy the new backbone of the global economy. What hurdles must be overcome and how will investing in renewables keep us on the right side of disruption?

By *Hamish Chamberlayne*

Global growth in demand for oil is set to slow significantly by 2028, according to the International Energy Agency (IEA). Their study suggests that oil demand will peak within the decade as countries actively move away from fossil fuels – a shift that has been expedited by the fallout of the war in Ukraine, which has spurred policymakers to bolster energy security by finding alternatives to Russia's energy supply.

In stark contrast to slowing oil demand, the pace of investment in renewable energy is rising much faster than people realise. The IEA forecasts that renewables will account for over 90% of global electricity capacity expansion, with output growing by almost 2,400 GW over 2022 to 2027. By 2025, it is expected that renewables will become the largest source of global electricity generation, while the electricity share generated from oil, coal and natural gas declines. Of the renewables share, wind and solar are forecast to provide almost 20% of global power generation in 2027, with wind capacity doubling and solar capacity tripling.

These sizable forecasts are the result of aggressive policy initiatives put in place to strengthen energy security and meet net zero goals. Notably, the EU's Green Deal and the US Inflation Reduction Act (IRA) seek to invest an impressive amount into the green transition. Meanwhile, China and India have put in place initiatives around renewable energy growth. Combined, this will see the US, China and India double their renewable capacity expansion over the next five years, accounting for two-thirds of global renewables growth.

Such a seismic shift in the global energy mix will require large scale changes and solutions to some of the current sticking points surrounding renewable energy. As active investors, we take a forward-looking and practical approach when assessing these challenges. Here, we explore some of the hurdles that must be overcome in order for renewable energy to become fully integrated into the global economy.

Scaling manufacturing capacity to meet targets

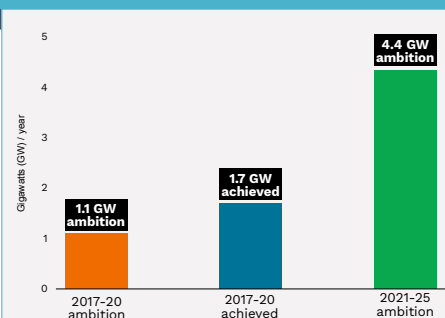
Renewable companies have responded to government incentives with major plans to expand current operations and develop new

‘Companies must consider the way all resources are managed from start to finish.’

low carbon projects. In the UK, energy company SSE has recently announced plans to invest up to £ 40 billion in low-carbon energy infrastructure. Similarly in Europe, Iberdrola has committed € 47 billion to investing in projects which are driving the energy transition. While these ambitions are positive for the climate agenda, the challenge will be to find the capacity to meet these goals. As seen in Figure 1, companies have already exhibited the potential to perform beyond their own targets, but the four-fold ambition to 2025 will be a real test.

Long-term partnerships with suppliers are one way to boost manufacturing capacity and protect against volatility in supply chain prices. One example is Danish power company Ørsted’s strategic partnership with German steel producer Salzgitter. Ørsted will supply the renewable energy needed for Salzgitter to produce green steel and Ørsted will use that steel to build its wind turbines. This kind of relationship is key for renewables companies to be able to build out the infrastructure necessary to meet electricity demand. Other critical infrastructure includes solar photovoltaics, electric vehicles, charging points and energy storage. We expect to see similar capacity growth in the US, with the IRA allocating \$ 30 billion in production tax credits to supply chain-specific manufacturing in the renewables space.

FIGURE 1: HIGH HOPES FOR GROWTH IN RENEWABLES



Source: McKinsey, An era of renewable growth and development, 28 October 2022. Based on company annual reports. There is no guarantee that past trends will continue, or forecasts will be realised.

Is the carbon payback for renewables a problem?

Some critics have suggested that the embedded carbon required to ‘make’ renewable infrastructure – from material mining to manufacture and construction – could diminish the potential carbon saved from using renewables. However, some studies show that the life-cycle emissions of wind and solar are much smaller than the remaining emissions from existing fossil fuels plants.

Renewables also exhibit a favourable energy return on investment (EROI) – the ratio of the amount of usable energy acquired from a particular resource to the energy expended to acquire that energy – compared to other energy sources. Research finds that a coal-fired power station has an EROI of 9:1. In contrast, wind has an EROI of 44:1. To put this more simply, it means that 44 units of energy can be yielded from one unit of energy invested in wind, versus nine units yielded from coal.

Over the long term, we believe the potential benefits of renewable power outweigh the immediate carbon cost. As such, there is a clear long-term case for renewable energy in creating a low carbon economy.

Circular principles and effective waste disposal

Currently, wind and solar infrastructure have fixed lifespans of 20 to 30 years, which poses the problem of what to do with projects when they reach the end of their lives. Turbine blades piling up in landfills and toxic solar panel waste are counter to the positive impact that renewable energy promotes. With growing concern about waste associated with the disposal of renewable infrastructure, companies must consider the way all resources are managed from start to finish.

Boralex, a Quebec-based company which develops and operates renewable power facilities in Canada, France and the US, is responsible for overseeing renewable infrastructure over an entire lifetime. At the outset, Boralex’s activities consume very few raw materials directly, with the company instead choosing to integrate a circular approach to its resource management wherever possible. For used turbine materials, the business is exploring several options, including sales on the



Hamish Chamberlayne, CFA

Head of Global Sustainable Equities and Portfolio Manager, Janus Henderson Investors

second-hand market, refurbishment, and recycling. These practices reduce the overall reliance on new materials, thus easing pressure on both the supply chain and waste landfill.

New solutions are also emerging to tackle components of renewable infrastructure that are less easy to dispose of. Turbine blades, for example, contain complex composite materials to create lighter and more aerodynamic blades, which pose challenges when recycling. Danish wind turbine manufacturer Vestas recently announced a new chemical technology to break down old blades into liquid in order to extract high quality materials to use in new blades. In the solar space, the first specialist recycling facility is opening in France to manage the large amount of waste that is anticipated as the uptake in solar panels increases, with the intention to recycle 99% of components. In addition to recycling, constant innovation in solar panel design is gearing towards a more circular approach to panel manufacture.

Smart energy storage

Storing energy will also be vital to achieving a low carbon economy when the sun isn't shining and the wind isn't blowing. Batteries, thermal energy storage and pumped hydro allow for energy to be stored and accessed when it is needed. SSE recently announced plans to convert an old hydro power station in Scotland into pumped storage, which involves pumping water uphill at times of low energy demand and releasing the water through turbines to create electricity when it is needed. The new Sloy hydro-electric power station can provide constant flexible energy for up to 160 hours, enough to power around 90,000 homes for up to one week. This will play a significant role in managing the energy supply and is an example of how firms can upgrade existing infrastructure to meet today's needs.

While pumped hydro makes up the majority of current energy storage, grid-scale battery growth is on the rise. According to the IEA, grid-scale battery growth is projected to account for the majority of storage growth worldwide. Despite grid-scale battery installation increasing year-over-year, the IEA states that more progress is needed in this area to facilitate the hour-to-hour variability of wind and solar electricity generation required for a net zero scenario. China is

'In stark contrast to slowing oil demand, the pace of investment in renewable energy is rising much faster than people realise.'

the leader in battery making today, but Canada, which has the necessary minerals and skilled workforce, is emerging as the next competitor in battery production.

What does this mean for investors?

The growth runway for renewable energy is huge. Not only is it backed strongly by governments across the globe, but the pace of investment in clean technologies is much faster than many have anticipated. As such, we expect to see a seismic shift from fossil fuel-based to renewable industries in the next decade.

It is important to note that renewable energy companies are only one aspect of achieving a low carbon economy. Electrification and digitalisation are two very important vectors for decarbonisation and there are many different companies playing a part in these trends. To us, as sustainable investors, this presents many potential investment opportunities. We take a forward-looking, practical approach to find companies which are innovative and offer solutions, all the while maintaining robust balance sheets. This approach, we believe, helps us to stay on the right side of disruption. ■

The views presented are as of the date published. They are for information purposes only and should not be used or construed as investment, legal or tax advice or as an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation to buy, sell or hold any security, investment strategy or market sector. Nothing in this material shall be deemed to be a direct or indirect provision of investment management services specific to any client requirements. Opinions and examples are meant as an illustration of broader themes, are not an indication of trading intent, are subject to change and may not reflect the views of others in the organization. It is not intended to indicate or imply that any illustration/example mentioned is now or was ever held in any portfolio. No forecasts can be guaranteed and there is no guarantee that the information supplied is complete or timely, nor are there any warranties with regard to the results obtained from its use. Janus Henderson Investors is the source of data unless otherwise indicated, and has reasonable belief to rely on information and data sourced from third parties. Past performance does not predict future returns. Investing involves risk, including the possible loss of principal and fluctuation of value. Not all products or services are available in all jurisdictions. This material or information contained in it may be restricted by law, may not be reproduced or referred to without express written permission or used in any jurisdiction or circumstance in which its use would be unlawful. Janus Henderson is not responsible for any unlawful distribution of this material to any third parties, in whole or in part. The contents of this material have not been approved or endorsed by any regulatory agency. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by the entities identified in the following jurisdiction: Europe by Janus Henderson Investors International Limited (reg. no. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg. no. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg. no. 2678531), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg. no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier); We may record telephone calls for our mutual protection, to improve customer service and for regulatory record keeping purposes. Outside of the US: For use only by institutional, professional, qualified and sophisticated investors, qualified distributors, wholesale investors and wholesale clients as defined by the applicable jurisdiction. Not for public viewing or distribution. Marketing Communication. Janus Henderson and Knowledge Shared are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries.

SUMMARY

The pace of investment in clean energy is fast outpacing fossil fuels, and it is forecast that renewable energy will become the largest source of global electricity by 2025.

Such a shift in the global energy mix will require large scale changes and solutions to the current challenges around renewable energy, including successfully scaling capacity, managing renewable waste, and ensuring effective energy storage.

There are a host of innovative companies across the entire renewable infrastructure supply chain that offer solutions to today's challenges. We believe that investing in these companies can keep us on the right side of disruption.

ESG: risicobeheer of groene zeepbel?

Het is verbazingwekkend hoe de VS zich in allerlei politieke bochten wringt inzake de rol van ESG bij beleggen.

Een evoluerend regelgevingslandschap en een lage klant- of werknemerstevredenheid zijn financieel belangrijke factoren om mee te wegen in ieder beleggingsproces dat gericht is op het begrijpen van risico's. Ondanks alle media- en politieke ruis rond het besluit van het Amerikaanse Department of Labour om de eerder ingevoerde barrières voor het meewegen van ESG-factoren bij beleggingen terug te draaien, is altijd al in de wetgeving van zowel Donald Trump als Joe Biden duidelijk geweest dat elke factor kan worden meegenomen bij een investering, zolang die relevant is voor de risico- en rendementsanalyse.¹

De meeste verwarring in de pers en in debatten tussen politici lijkt voort te komen uit het feit dat ethisch, duurzaam en impactbeleggen en ESG-integratie niet onderling van elkaar gescheiden worden. Natuurlijk kunnen er verschillende ideeën zijn over de mate waarin een ESG-kwestie financieel materieel is. Waar het echter troebel wordt, is wanneer de beleggingsaanpak zich niet alleen richt op het gebruik van ESG-informatie om meer inzicht te krijgen in het risico en rendement, maar ook om significante schade te voorkomen of om extra exposure te krijgen naar bedrijven met een positieve impact, bijvoorbeeld in sectoren zoals onderwijs, gezondheidszorg of schone energie. Dit kan gepaard gaan met financiële risico's of kansen, maar kan ook al in de prijs zijn verwerkt of gewoon een stilistische beleggingswens van de eindklant zijn.

Een gedetailleerde wereldwijde studie heeft

geconcludeerd dat 82% van de vermogensbeheerders ESG-informatie gebruikt in hun beleggingsproces en dat de meerderheid dit doet omdat ze geloven dat die informatie een drijvende kracht is achter beleggingsprestaties of een klantbehoefte.² De massale integratie van ESG-criteria binnen het vermogensbeheer wekt bezorgdheid, namelijk dat ESG als concept groene bubbels in de waarderingen veroorzaakt, met name als ESG-geld wordt geconcentreerd in een beperkt aantal als duurzaam beschouwde assets.

De resultaten van een analyse van koerswinstverhoudingen en koers-boekwaardeverhoudingen geven echter aan dat bedrijven die middelmatig scoren op ESG, het hoogst worden geprijsd, met lagere koersen voor bedrijven die hoog danwel laag scoren op ESG-gebied en voor schone technologiebedrijven.

Deze uiteenlopende waarderingen doen vermoeden dat er geen systematische groene bubbel bestaat. De huidige regels zijn zó breed geformuleerd en de behoeften van klanten op het gebied van ESG zijn zó gevarieerd, dat er op dit moment niet genoeg focus lijkt te zijn om een bubbel te creëren.

Maar de bezorgdheid hieromtrent is terecht en daarom de moeite waard om voortdurend in het oog te houden. ■



Door **Lloyd McAllister**,
Head of Sustainable
Investment, Carmignac,
geschreven op
persoonlijke titel

¹ <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/02/02/esg-investing-after-the-dol-rule-on-prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-rights/>
² Why and How Investors use ESG Information: Evidence from a Global Survey by Amel-Zadeh and George Serafeim; Financial Analysis Journal (2018)

Publicitaire mededeling.
Dit document vormt geen inschrijvingsaanbod, noch een beleggingsadvies. Dit document wordt u uitsluitend ter informatie verstrekt.
CARMIGNAC GESTION – 24, place Vendôme – F-75001 Parijs – Tel.: (+33) 01 42 86 53 35 Door de AMF goedgekeurde maatschappij voor portefeuillebeheer.
Franse naamloze vennootschap met een vermogen van EUR 13.500.000 – HR Parijs B 349 501 676 – CARMIGNAC GESTION Luxembourg, City Link, 7 rue de la Chapelle, L-1325 Luxembourg – Tel.: (+352) 46 70 60 1 - Dochteronderneming van Carmignac Gestion. Door de CSSF goedgekeurde beheermaatschappij van beleggingsfondsen. Naamloze vennootschap met een vermogen van EUR 23.000.000 - HR Luxembourg B67549.

Beleggen met impact als opstap naar impactbeleggen

Voor impactbeleggen gelden strenge criteria, waardoor deze investeringsvorm niet voor iedere belegger is weggelegd. Dat neemt niet weg dat er voor veel partijen nog volop ruimte is om de impact van hun beleggingsportefeuille te optimaliseren.

Door Michiel Pekelharing

In de ideale wereld is iedere belegger een impactbelegger. Voorlopig blijft het echter extreem lastig om een brede, gebalanceerde portefeuille samen te stellen die volledig bestaat uit beleggingen die aan alle drie de impactcriteria voldoen: een positieve maatschappelijke impact, intentionaliteit en meetbaarheid. Willem Schramade, Hoofd Sustainability Client Advisory bij Schroders, vertelt hoe beleggen met impact er in de praktijk uit kan zien en wat in dit opzicht de belangrijkste trends zijn.

Wat is het verschil tussen impactbeleggen en beleggen met impact?

‘Er is nu nog een groot grijs gebied met beleggingen waarvan het aannemelijk is dat die een positieve impact opleveren, zonder dat dit aan de hand van harde data kan worden bewezen. Dat geldt bijvoorbeeld voor veel private assets, waar nog een grote slag gemaakt moet worden wat betreft het verzamelen van duurzame data. Ook zijn er volop voorbeelden van bedrijven die wel degelijk een meetbare, positieve maatschappelijke impact creëren zonder dat daar een duidelijke intentionaliteit achter schuil gaat. Het

‘Als je je blindstaart op traditionele risico- en rendementsmaatstaven, zie je heel veel risico’s en kansen over het hoofd.’

zou ‘impact washing’ zijn om dit soort investeringen als impactbeleggen te labelen. In plaats daarvan wordt deze stijl ook wel ‘beleggen met impact’ of ‘duurzaam beleggen voor de lange termijn’ genoemd.

Het grote voordeel is dat een dergelijke aanpak eenvoudiger op een brede portefeuille toegepast kan worden dan impactbeleggen. Zo kan een institutionele belegger heel gericht een positie nemen in bedrijven met een positieve maatschappelijke of milieu-impact en helpen om de wereld binnen de planetaire grenzen te brengen, zonder zich vast te leggen op de strenge eisen van impactbeleggen.’

Hoe kan een dergelijk beleggingsbeleid er in de praktijk uitzien?

‘Eén van onze klanten vroeg onlangs om een brede aandelenportefeuille samen te stellen die per saldo een positieve invloed heeft op milieu en maatschappij. Een aanvullende voorwaarde was dat de negatieve invloed zoveel mogelijk beperkt wordt, terwijl het financieel rendement over een periode van tien jaar in lijn moet liggen met het marktgemiddelde. Als oplossing hebben we een portefeuille samengesteld die bestaat uit drie segmenten bedrijven die zich alle drie onderscheiden met hun eigen duurzame eigenschappen.

In de eerste plaats zijn dat aandelen met een hoge SustainEx-score. SustainEx is een model waarbij we aan de hand van heel veel wetenschappelijke studies een inschatting maken van de maatschappelijke impact van alle activiteiten van een bedrijf. Daarnaast hebben we aandelen geselecteerd die op basis van hun omzet een grote bijdrage leveren aan het najagen van de duurzame ontwikkelingsdoelen. En ten slotte zijn we heel selectief op zoek gegaan naar ondernemingen die volgens SustainEx weliswaar een beperkte negatieve impact hebben, maar waar ruimte ligt om dat via engagement om te buigen in een positieve bijdrage.’

Past een dergelijke aanpak wel binnen het gebruikelijke risicoplaatje van institutionele beleggers?

‘De tracking error van deze portefeuille is heel laag. Maar dit soort financiële cijfers vertellen natuurlijk niet het hele verhaal. Want de tracking error laat niet zien hoe grote overstromingen of periodes van langdurige droogte doorwerken in je beleggingsrendement. In dat opzicht moeten we in Nederland nog een omslag maken in het risicodenken.

‘We moeten in Nederland nog een omslag maken in het risicodenken.’

Iedereen snapt dat het risico van een investering in bijvoorbeeld een kolencentrale als gevolg van de energietransitie een stuk hoger ligt dan je op basis van de historische volatiliteit zou verwachten. Toch stippelen veel institutionele partijen hun beleggingskoers nog altijd uit aan de hand van indicatoren waaruit dit soort risico's niet of nauwelijks naar voren komen.

Wanneer gaat daar verandering in komen?

‘De beleggingswereld is zeer traditioneel en een dergelijke omschakeling vergt veel tijd. Je ziet echter wel dat zich langzaam maar zeker een verandering aftekent. Bij Schroders knopen we met veel partijen het gesprek aan over het doel van hun beleggingsbeleid en de wijze waarop ze dat willen bereiken.

Behalve met beleggingscomités, die zich voornamelijk richten op de uitvoering van het beleid, spreken we ook met bestuurders van pensioenfondsen, zoals vakbondsleden. Hoewel deze groep geen beleggingsachtergrond heeft, zien ze heel goed in hoe belangrijk het is om onze wereld binnen de planetaire grenzen te brengen. Zo wordt het draagvlak steeds groter om over te schakelen naar een beleggingsbeleid waarin niet alleen gestuurd wordt op financiële cijfers, maar ook op duurzame factoren.’

Wat is naast het creëren van voldoende draagvlak de grootste horde bij die omschakeling?

‘Het gebrek aan goede data maakt het lastig om een duurzaam beleggingsbeleid goed in te vullen. Sommige marktsegmenten, zoals private assets, kenmerken zich door een geringere transparantie dan beursgenoteerde assets, zodat het lastig is om de maatschappelijke en milieu-impact van een belegging in kaart te brengen. Maar zelfs bij beursgenoteerde bedrijven die actief zijn in duurzame sectoren moet vaak nog een slag gemaakt worden.

Bosbouwbedrijven zijn daarvan een goed voorbeeld. We kunnen inmiddels een redelijk goede inschatting maken van hoeveel CO₂ een bos opslaat, maar dat is maar een



CV

Willem Schramade

Willem Schramade is Hoofd Sustainability Client Advisory bij Schroders, Professor of Finance bij Nyenrode Business Universiteit en Fellow van het Erasmus Platform for Sustainable Value Creation. Eerder in zijn carrière was hij onder meer Portfolio Manager Listed Impact Equities bij NN Investment Partners en Aandelenanalist bij Robeco. Samen met Dirk Schoenmaker, Professor of Banking en Finance bij Rotterdam School of Management, publiceerde hij het open access leerboek Corporate Finance for Long-Term Value.

deel van het verhaal. Want behalve naar klimaatverandering kijken we onder meer naar biodiversiteit. In dat opzicht ben ik niet alleen nieuwsgierig naar hoeveel bomen er geplant worden, maar ook naar het aantal diersoorten dat in die bossen leeft. Om een goede vergelijkingsbasis te krijgen, moeten dit soort cijfers per regio worden gepubliceerd. Een regenwoud in Brazilië zal immers veel meer plant- en diersoorten herbergen dan een bosgebied in Duitsland of Zweden.

Maar ondanks dat bosbedrijven in verschillende opzichten een bijdrage leveren aan de problemen die we aan willen pakken, zijn ze nog lang niet zo ver dat ze dit soort specifieke gegevens naar buiten brengen. Vaak zijn zelfs de klimaatdoelen nog heel vrijblijvend. Veel ondernemingen streven ernaar om in 2050 CO₂-neutraal te zijn. Maar ze durven het nog niet aan om een duidelijke route uit te stippelen met duidelijke doelen voor bijvoorbeeld 2030, 2035 en 2040.

Ik verheug me heel erg op een toekomst waarin het vanzelfsprekend is dat bedrijven dit soort duurzame gegevens met beleggers delen. Maar voorlopig ligt onze focus nog op het doorgronden van hoe het verdienmodel van beleggingen er in de wereld van morgen uitziet. Want als je je blindstaart op traditionele risico- en rendementsmaatstaven, zie je heel veel risico's en kansen over het hoofd.' ■

Ons financieel-monetaire systeem is zo goed als failliet

Het financieel-monetaire systeem is zijn ankers kwijt. Banken spelen een te dominante rol en geldstromen flitsen veel te snel de wereld rond. Financial Investigator sprak met Arnoud Boot, Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, over hoe het systeem geheeld kan worden.

Door Harry Geels

Wat is de huidige staat van de financiële markten?

‘Ik zou liever iets specifiekker spreken van het financieel-monetaire systeem. En om maar meteen met de deur in huis te vallen: dat systeem is de facto failliet. Het staat eigenlijk alleen nog overeind omdat het ondersteund wordt door overheden en – als verlengstuk van die overheden – centrale banken, dus feitelijk ook door de belastingbetalers. De ankerpunten die ieder systeem voor zijn houdbaarheid op de lange termijn nodig heeft, zijn weggeslagen. Zo zijn bijvoorbeeld de financiële activa, de uitzettingen, en de passiva, de verplichtingen van banken – cruciale actoren in ons systeem – door de informatietechnologie te marketable, te vloeibaar, geworden. Bankuitzettingen en spaargelden kunnen in een mum van tijd van de ene marktpartij naar de andere worden overgeboekt. Banken kunnen dat niet aan. Ze hebben een balans met veel vreemd vermogen, veelal vluchtig (spaargeld), en hebben dus geen mogelijkheid om zelf risico’s op te vangen. Dankzij de rol van centrale banken als lender of last resort en de zekerheid dat banken bij grote problemen uiteindelijk gered worden, staan ze overeind.

Een tweede manifestatie van die weggeslagen ankerpunten betreft de razendsnelle globale geldstromen. Als er onrust over Italië ontstaat, ruilen beleggers direct Italiaanse staatsleningen voor Duitse.

Als er wereldwijde onrust ontstaat, bijvoorbeeld een oorlog, verplaatsen zich direct enorme sommen kapitaal vanuit de meest risicovolle landen of regio’s in de wereld naar de VS. Een opkomend land dat vandaag nog een beleg-

gingskans is, kan morgen in financiële ongenade vallen. Overheden, centrale banken en soms ook supranationale organisaties zoals het IMF moeten dan meteen te hulp schieten. Vooraf doen we dat ook: toen de ECB de rente ging verhogen, werd meteen het TPI opgetuigd om te voorkomen dat de Italiaanse overheid in financiële problemen zou kunnen komen. Toen de banken bij de negatieve beleidsrente in de problemen kwamen, werd het LTRO-programma in het leven geroepen, waarbij banken 1% rente toe kregen op hun leningen bij de ECB.’

Is zo’n financieel systeem, waarvoor uiteindelijk de belastingbetaler borg staat, wel eerlijk?

‘Die vraag is gemakkelijk te beantwoorden door alleen al te wijzen op de redding met belastingmiddelen van een bank die het jaar ervoor nog gigantische bonussen uitkeerde: nee. Maar zo’n systeem is ook gewoon niet goed voor de economie. Al in de jaren negentig ontstond de trend dat elke rimpeling in de vijver van het financiële systeem moest worden weggewerkt met accommoderend monetair beleid. Alan Greenspan stond aan de basis van beleid dat al snel bekend werd onder de naam ‘Greenspan put’. Hij was goed in het bespelen van de markten en werd al snel geliefd in alle geledingen van de maatschappij. De laatste tien jaar zijn overheden bij iedere crisis op de bres gesprongen. Niet alleen financiële organisaties

werden gered, ook niet-financiële bedrijven. In de VS werd de auto-industrie zwaar gesteund tijdens de kredietcrisis.

We leven in een compensatiemaatschappij, door mij ook wel zonnebloemkapitalisme genoemd,

‘We leven in een compensatiemaatschappij, door mij ook wel zonnebloemkapitalisme genoemd.’

CV

Arnoud Boot

Arnoud Boot is Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en Lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen. Verder is hij Research Fellow bij het Center for Economic Policy Research in Londen, Voorzitter van de Wetenschappelijke Raad van de Brusselse denktank Bruegel, en Lid van de Financial Economists Roundtable. Eerder was hij onder meer Partner in de Finance and Strategy Practice bij McKinsey & Co, Voorzitter van de Bankraad van DNB, Kroonlid van de SER, en Lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.



waarin iedereen als een zonnebloem kijkt naar de zon, ofwel de overheid. Niemand lost zijn eigen problemen meer op. Dit verhoudt zich eigenlijk lastig met innovatie en economische en productiviteitsgroei. We vragen ons allemaal af waarom die al twee decennia zo laag liggen.

Te veel mensen, bedrijven en banken liggen aan de beademing van overheden, waar we ook de centrale banken onder kunnen scharen, en dat geeft te weinig economische dynamiek. Maar het systeem loopt op zijn eind. Er is door al dit gesteun te veel leverage opgebouwd. Alle economische sectoren, bedrijven, consumenten en vooral overheden hebben steeds meer schulden. Of we nu kijken naar China, Japan, Europa of de VS, overal liggen de schuldquotes hoog, veel te hoog.'

Dan moet er een keer wat misgaan, een keerpunt komen?

'Ja, de kans dat het een keer misgaat is groot. Dat kan vanuit de politiek, bijvoorbeeld als er een keer een populistische regering komt die de 'stekker uit het systeem trekt', maar ook vanuit het financieel-monetaire systeem zelf, bijvoorbeeld na een faillissement van een grote speler door het cascade-effect. Maar met kunst- en vliegwerk en inflatie, die in een schuldenklimaat waarschijnlijk wel langere tijd wat hoog blijft, kan het huidige systeem nog wel een tijdje voort, mits iedereen denkt dat die steun doorgaat. Met zulke hoge schuld niveaus wordt dat echter steeds lastiger, en er komt dan een moment dat iedereen het vertrouwen verliest. Dat is dan het keerpunt met grote verstoringe gevolgen.

Wat we eigenlijk nodig hebben, is enerzijds betrouwbaardere, meer op de lange termijn georiënteerde politiek, en anderzijds meer kwalitatieve financiële integratie. Voor dat laatste moeten we overstappen van

korte financiering en veel te grote dominantie van banken naar lange of meer risicodragende financiering, eigen vermogen dus, of naar meer Foreign Direct Investments. Dergelijke financieringen zijn veel minder vluchtig. Ze geven veel meer vastigheid dan de korte, vluchtige geldstromen. Als we daar op de een of andere manier in slagen, dan kan het systeem eventueel met stille trom hervormd worden.

Het probleem is echter dat de Capital Markets Union in de EU maar moeilijk van de grond komt. Dat bemoeilijkt ook investeringen in andere landen. Ieder land heeft per saldo zijn eigen financiële systeem, met eigen procedures, kapitaalmarktbarrières enzovoort. Hierdoor blijven we te sterk afhankelijk van de banken, die eigenlijk de risico's niet kunnen dragen, en wordt voorkomen dat institutionele partijen, die wel makkelijker risico's kunnen dragen en gemakkelijker lange financieringen of eigen vermogen kunnen verschaffen, een belangrijkere rol spelen in het systeem. Het terugbrengen van de dominantie van banken zou het systeem veel robuuster maken. Maar daar zitten de banken zelf natuurlijk niet op te wachten. En de centrale banken ook niet, want de commerciële banken zijn een verlengstuk van het monetaire beleid.

Soms horen we weleens dat pan-Europese bankenfusies het systeem stabielere zouden maken. Alstublieft niet! Dan creëren we nog grotere, minder grijpbare en uiteindelijk labielere financiële machten. Grensoverschrijdende bankfusies werken hoe dan ook niet, want veel banken zitten uiteindelijk vast aan hun eigen nationale elite.'

Dus ook de rol van de centrale banken is veel te sturend?

'Ja, net als bij de commerciële banken moet ook de rol van de centrale banken verminderen. Maar dat ze zich zo'n grote rol kunnen >

'Als het economisch goed gaat, moet de overheid terugschalen.'

‘Wat we eigenlijk nodig hebben, is enerzijds betrouwbaardere, meer op de lange termijn georiënteerde politiek, en anderzijds meer kwalitatieve financiële integratie.’

aanmeten is ook deels te wijten aan hoe de maatschappij functioneert. Ze zijn eigenlijk een onmisbare schakel in het zonnebloemkapitalisme. Als

overheden iedere keer maar weer meer geld uitgeven, dan moet de centrale bank trachten tegenwicht te geven. En als de overheid te hoge schulden heeft (zie Italië), dan probeert de ECB de lasten ervan behapbaar te houden. In recessies is een grotere rol van de overheid noodzakelijk, maar als het economisch goed gaat, moet de overheid terugschalen. Helaas weten we uit de praktijk dat dit niet gebeurt.

Eigenlijk moet de overheid nu, bij de zo goed als volledige werkgelegenheid, een grote stap terug doen. Iedere extra investering is immers nu per definitie inflatoir. Maar helaas, in onze huidige moderne democratie moeten kiezers blijkbaar iedere keer weer tevreden worden gehouden met extra overheidsuitgaven.

Gelukkig proberen de centrale banken nu wel tegen te sturen door een hogere beleidsrente. Maar zoals gezegd, zo krijgen ze meteen weer een grotere rol. Ze moeten immers de boel bij elkaar houden, zoals de bankensector in de VS of de landen in de eurozone, met een TPI.

Toegegeven, ze grijpen, bedoeld of onbedoeld, andere mogelijkheden aan om hun rol te vergroten. Laat ik het voorzichtig uitdrukken: ze zijn zó gevoelig geworden voor alles wat er in de maatschappij leeft, van ongelijkheid tot klimaat, dat ze menen daar ook allemaal beleid voor te moeten maken. Ze dreigen daarmee hun mandaat te ver op te rekken en een speelbal te worden van de politiek. Ik zet bijvoorbeeld vraagtekens bij in hoeverre centrale banken hun opkoopbeleid of kwantitatieve verruiming moeten toetsen aan duurzaamheidscriteria. De centrale banken hebben ons de laatste decennia veel gegeven. Nu staat echter hun onafhankelijkheid wat mij betreft ter discussie.’

Spelen de weeffouten van het eurosysteem ook nog een rol?

‘Het eurosysteem werkt inderdaad verre van perfect. De oplossing is echter niet om dan de euro maar te ontbinden. Ten eerste niet omdat de ontrafeling van het systeem enorme, onvoorspelbare gevolgen zal hebben voor de landen die eraan deelnemen. Ten tweede is het geen goed idee omdat we grote problemen hebben in de wereld, die

van de politieke machtsverhoudingen en -spanningen, en die noodzaken ons om elkaar vast te houden. Kijk naar de

Russische agressie. Europa moet ook machtiger worden, een tegenmacht kunnen vormen tegen de VS en China. Daar kan de euro een rol bij spelen, als de derde reservevaluta, naast de dollar en de renminbi.

De grote vraag is of Europa erin slaagt om meer politieke en daarmee ook economische macht naar zich toe te trekken. Het is daarbij belangrijk dat we de interne markt flink versterken door de Europese common goods, zoals de fysieke, financiële en energie-infrastructuur tussen de landen, sterk te verbeteren. Met de trein naar Brussel of Frankfurt lukt nog wel vanuit Amsterdam, maar op elk ander traject is het een heel andere onderneming. Ieder land heeft ook nog zijn eigen energie-infrastructuur, en over het niet van de grond komen van de Capital Markets Union hebben we het al gehad. De grensoverschrijdende infrastructuur is in de EU ver onder de maat.’

Een veel kleinere rol voor banken en een grotere rol voor risicodragend vermogen en institutionele beleggers, een effectieve Capital Markets Union, en de Europese common goods: komt uw verhaal aan bij de politiek? En heeft u wellicht zelf nog politieke ambities?

‘Ik zit bij veel politieke discussies aan tafel, bij zo goed als alle belangrijke publieke instituties en politieke partijen. Mijn verhaal komt zeker aan. Helaas is en blijft de politiek gedreven door de korte termijn. Totdat de wal een keer het schip keert, natuurlijk. Vanuit mijn verschillende rollen als onafhankelijk adviseur blijf ik echter overal mijn visie uitdragen.

Door die verschillende rollen ben ik genoeg insider om effectief te zijn en genoeg buitenstaander om een onafhankelijke kijk op zaken te hebben. Ik ben er volgens mij altijd wel goed in geslaagd om wetenschappelijk werk te combineren met beleid en bedrijfsleven. Het is een ware kruisbestuiving waar ik ontzettend veel energie van krijg. Als ik beleid saai vind, doe ik meer met ondernemingen en vice versa. Ik ben in mijn doen en laten absoluut geen politicus. Ik ben ook geen lid van een politieke partij. Als vakminister van financiën of economische zaken? Vanuit opportunisme zeg ik nooit nooit. Maar mijn huidige rol is mij op het lijf geschreven.’ ■

Europa blijft verliezen

Europa werd door de Grote Financiële Crisis van 2008 harder getroffen dan de Verenigde Staten. Na de coronacrisis liepen de Europese verliezen zelfs nog verder op. Toch is de achterstand van Europa op de Verenigde Staten niet onoplosbaar.

Gecorrigeerd voor valutaire en demografische ontwikkelingen zijn de groeiverschillen tussen Europa en de VS op de lange termijn klein. Alleen in de afgelopen vijftien jaar is er sprake geweest van een steeds grotere divergentie. Hoewel de oorzaak van de Grote Financiële Crisis in de VS lag, werd vooral Europa daar het slachtoffer van. Slechte Amerikaanse hypotheekobligaties waren begin deze eeuw het belangrijkste exportproduct van de VS en de verliezen daarop veroorzaakten een eurocrisis. Maar in plaats van een Europees herstel tien jaar later, raakt Europa steeds verder achterop. Daarvoor zijn ruwweg drie verklaringen te noemen: fiscaal beleid, energie, en flexibiliteit.

Het monetaire beleid in de VS en dat in de eurozone ontlopen elkaar de afgelopen jaren niet zo veel. De Fed heeft de rente met 5,25% verhoogd en de ECB met 4,5%. Fiscaal zijn de verschillen groter. De Amerikaanse overheid kwam tijdens corona met veel grotere liquiditeitsinjecties dan Europa. Bovendien kwamen de maatregelen in Europa ook met een behoorlijke vertraging. Post-corona is het opvallend dat in de VS het begrotingstekort verder is opgelopen. Het verschil tussen Europa en de VS is in de afgelopen jaren met 4% (van het bbp) opgelopen. Dat zorgt in de VS voor een zachte landing, waar Europa wordt geconfronteerd met stagflatie.

Dat de inflatie in Europa hoger ligt dan in de VS heeft vooral te maken met energie. Waar Europa voorheen goedkope energie kreeg van de Russen, moet het nu dure energie inkopen op de wereldmarkt. De

VS is tegenwoordig weer netto-exporteur van energie. Europa kiest voor het relatief dure pad van de energietransitie, terwijl de VS profiteert van de schalie-revolutie. Europa heeft ervoor gekozen om deze onconventionele winning van fossiele brandstoffen niet toe te staan, maar importeert deze nu wel in de vorm van LNG. Ironisch genoeg zorgt dit juist voor extra uitstoot van broeikasgassen. Aangezien alles in de economie feitelijk uit energie bestaat, zorgen de hogere energieprijzen voor een structureel Europees concurrentienadeel.

De belangrijkste reden voor de achterblijvende prestatie van de Europese economie is de beperkte flexibiliteit. Waar Europa tijdens de pandemie koos voor baanbehoud, waren er in de VS massa-ontslagen. Toch had driekwart van de Amerikaanse werklozen daarna een hoger inkomen dan toen ze nog werkten. Die ontslagen zorgden ook voor een veel productievere herallocatie van werknemers na de pandemie. Wie de Amerikaanse economie plaatst naast de Europese economie ziet dat de Amerikaanse economie in alle segmenten veel flexibeler is dan de Europese. Niet alleen de banenmarkt, maar ook de financiële sector. Voor ondernemers, op de financiële markten, en ook voor de overheid zelf zijn er minder verstikkende regels. Daarnaast is door de komst van de euro de Europese economie erg rigide geworden. De landen van de eurozone houden elkaar in een houdgreep om te voorkomen dat de onderlinge verschillen groter worden. Dat terwijl historisch gezien de kracht van Europa, vooral vergeleken met de VS, juist zit in de divergentie, in de grote verschillen tussen Europese regio's.

Europa moet juist de grote interne verschillen koesteren en daarna vooral de markt haar werk laten doen. Dat klinkt als een eenvoudige oplossing, maar helaas één die niet zo eenvoudig te implementeren is. ■



Door **Han Dieperink**, geschreven op persoonlijke titel

Global IG corporate bonds: a sector for all seasons

What are key characteristics and drivers of market returns for global investment grade corporate bonds and how are these factors best approached to add consistent excess returns in this sector over the market cycle?

By Flavio Carpenzano



Flavio Carpenzano

Fixed Income Investment
Director, Capital Group

One of the many desirable features of investing in global investment grade corporate bonds is the diverse set of return drivers. This has two main benefits for investors:

- The broad diversity of factors provides diversification within the strategy.
- For an active asset manager, a broader array of drivers means there are more potential sources of alpha and excess returns.

A good place to start when looking to understand the mechanics of a particular sector is to decompose the return drivers of a representative index as a proxy for the investment universe. For this purpose, we primarily use the market standard index for this sector, the Bloomberg Global Aggregate Corporate Index.

At a high level it is possible to categorise the return drivers within global corporates into six components (see Figure 1). This is effectively a decomposition of the 'beta' return. Each of these components is also potentially an excess return (alpha) lever.

(1) Rates exposure

Based on market exposure – the currency where the bond issuance has actually taken place – the global corporate market represents around 70% North American exposures and almost 25% European exposures.²

For high grade bonds, measuring risk and exposures using market weights can be misleading and so most fixed income professionals think about positioning in terms of contribution to interest rate or credit risk. Recall that all the above relates to underlying exposures that one adopts when investing in the sector. How one looks to potentially extract excess returns from these factors is a separate – but interrelated – consideration.

Capital Group's approach to rates exposure
Insights from our Portfolio Strategy Group, and our global rates and economics teams, lead periodically to tightly controlled active rates exposures being enacted in our portfolios.

However, we believe that for a global corporates strategy, it is preferable to focus on letting our fundamental bottom-up credit decisions drive excess returns – rather than risk swamping returns with non-credit drivers.

(2) Country/geographic exposure

Issuers from 65 countries have bonds outstanding in the global investment grade corporate bond space, thus highlighting the global nature of the index. Unsurprisingly, the US dominates, but the other half of the index consists of issuers from all over the rest of the globe (see Figure 2).

Capital Group's approach to country/geographic exposure

With our focus on fundamental bottom-up analysis and issuer valuations, our strategy weightings to differing countries by issuer domicile tend to be the result of an aggregation of securities we favour, rather than aiming for, say, a specific weighting to Swiss or Australian issuers.

(3) Currency exposure

Given currency movements frequently swamp bond returns, it is generally the case for global corporate portfolios to be FX hedged. Accordingly, while market risk is global and issuers are globally domiciled, currency fluctuations are generally not a component of portfolio returns.

That said, there will still be some minor fluctuations – even for a 'perfect' hedge – as forward short-term interest rates move intra-month and hedge rolls will thus be impacted to an extent.

FIGURE 1: SIX COMPONENTS FOR 'BETA' RETURN

Rates	What are the underlying duration and yield curve exposures?
Geographic	What is the issuer domicile?
FX	Are the exposures currency-hedged?
Ratings buckets	AAA / AA / A / BBB
Industries/sectors	e.g. consumer vs. energy vs. tech
Issuers and issues	Over 2,800 issuers and more than 15,000 individual issues/securities ¹

Source: Capital Group

Capital Group's approach to currency exposure

Given our belief that, for a global corporate bond strategy, it is preferable to focus on letting our fundamental bottom-up credit decisions drive excess returns, we fully hedge bond exposures back to USD, and we do not undertake any active FX overlays.

(4) Credit ratings

Every bond issue generally has a credit rating that is assigned by at least one of the big three ratings agencies (S&P, Moody's and Fitch). All the bonds with the same ratings can then be aggregated, to build a picture of the aggregate credit risk profile across the market.

Capital Group's approach to credit ratings

While we actively analyse the relative credit compensation the market is paying for different ratings cohorts, given our focus on fundamental bottom-up analysis and issuer valuations, our strategy weightings to differing credit rating bands is primarily the result of an aggregation of securities where we have high conviction.

(5) Sectors and industries

Within credit, there are three broad industry categories – industrials, financials, and utilities – and there are numerous sectors in these, which can be further divided down into sub-sectors. One of the biggest changes in the index over the past 10-plus years has been the decrease in weight in the banking sector. Banks significantly reduced their balance sheets following the deleveraging that took place after the Global Financial Crisis. Meanwhile, the technology sector has become a much larger position within the index.

Capital Group's approach to sectors and industries

For a bottom-up fundamental active manager there is a great deal of potential value-add from this factor. Our analysts are sector-aligned and deep experts in their domain.

(6) Issuers and issues

There are over 2,800 corporate issuers, and around 15,000 distinct bond issues captured within the global corporate bond market indices.³ While not all of the individual issues are actively traded, there is clearly a very broad palette for a well-resourced globally based investment manager to research and find undervalued securities.

Capital Group's approach to issuers and issues
Our analysts spend the bulk of their time

researching individual issuers to fully understand the factors that drive their earnings and costs and determine what risk factors may be pertinent. Leveraging the parallel research undertaken by their equity counterparts is also a key advantage. The global investment grade corporate bond universe is very diverse. This diversity provides fertile ground for a well-resourced asset manager to consistently add value to sector returns over a market cycle. Given the size of the investment universe, bottom-up security selection is crucial to exploit any investment opportunities.

Market shifts drive considerations on ESG allocation

Soaring inflation and sharp shifts in equity market leadership have taken their toll on investors over the past 18 months or so. But how are these market events playing out in the ESG arena?

As inflation shows signs of abating and investors look to put cash to work, nearly a third of wholesale investors (28%) we surveyed indicated that they would increase allocations to ESG bond funds, with this figure rising to 37% for institutional investors.

These are just some of the insights revealed in Capital Group's 2023 ESG Global Study. The study was commissioned for a third year, and gathered the views of 1,130 institutional and wholesale investment professionals across EMEA, North America and Asia-Pacific to gain insights on ESG attitudes and adoption.⁴ ■

1 As at 31 December 2022. Source: Bloomberg.
2 As at 8 August 2023.
3 As at 31 December 2022. Source: Bloomberg.
4 Source: The Capital Group ESG Global Study 2023. Online survey conducted by CoreData Research between March and May 2023.

SUMMARY

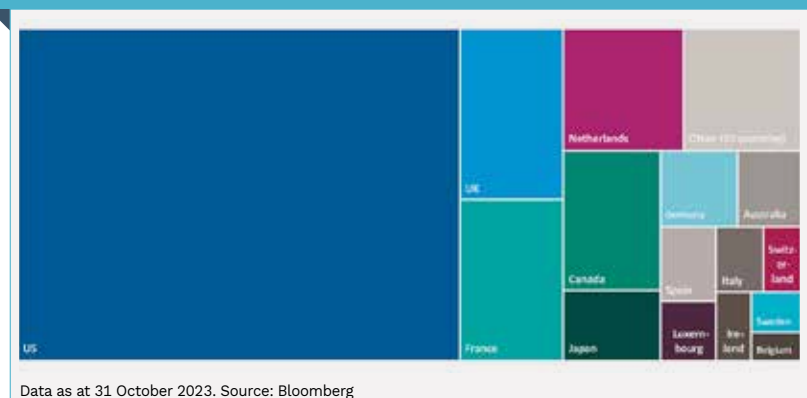
Recent market volatility has once again refocused investors' minds onto the question of the optimal route to constructing a well-diversified portfolio.

It is expected that high-quality bonds should once again offer relative stability and diversification to risk assets as central banks approach the end of their rate hiking cycles.

FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY Marketing communication

This material, issued by Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg, is distributed for information purposes only. CIMC is regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") – Financial Regulator of Luxembourg and is a subsidiary of the Capital Group Companies, Inc. (Capital Group), also regulated in The Netherlands through its branch by Autoriteit Financiële Markten (AFM). While Capital Group uses reasonable efforts to obtain information from third-party sources which it believes to be reliable, Capital Group makes no representation or warranty as to the accuracy, reliability or completeness of the information. This communication is not intended to be comprehensive or to provide investment, tax or other advice. © 2023 Capital Group. All rights reserved.

FIGURE 2: DOMICILE OF ISSUERS IN THE GLOBAL CORPORATE SECTOR



Hold-to-maturity credit investing in the spotlight

What are the merits of hold-to-maturity strategies? And are they attractive in the current rate environment? We take a look with Philippe Berthelot, CIO Credit & Money Market Management at Ostrum Asset Management, an affiliate of Natixis.

By our editorial team

Why a hold-to-maturity (HTM) strategy on the credit market?

'A HTM strategy aims at holding securities in the portfolio until their maturity. The main characteristic is to have a maturity date known in advance and to offer visibility on the yield (excluding default). It is a transparent and quite straightforward strategy that maximises the portfolio's gross yield to maturity relative to its investment objective and diversification guidelines, taking advantage of a favourable market environment at the time of investment.

The main challenge is to identify the best entry points to set up a portfolio of robust issuers. It aims at achieving an advantageous risk-return profile, with the highest carry seen for more than 10 years, while maintaining moderate volatility.

Issuers are monitored on an ongoing basis during the asset's lifespan to guarantee the quality of financial and non-financial features ensuring that the investment is still a good opportunity. At maturity date, if there has been no default, issues are

'This strategy represents a valid means of capturing the current market conditions, while also benefitting from an investment which becomes less exposed to uncertainty and market volatility.'



redeemed at par, and investors get back their capital plus the return accumulated during the life of the product.

For investors, this strategy represents a valid means of capturing the current market conditions, while also benefitting from an investment which becomes less exposed to uncertainty and market volatility, and also interest rate risk, as the final maturity of the security is reached.

Investors benefit from our hold-to-maturity know-how. We mainly manage bespoke solutions for investors such as private banks, insurers, corporates and institutional investors in Europe, Asia et cetera. Our hold-to-maturity strategies can be managed with ESG criteria and objectives, enabling them to be classified SFDR article 8.

Why invest in an SRI credit HTM strategy now?

'2023 is continuing its positive momentum for the credit market. Among European bonds, absolute yields have reached their highest levels compared to the past 10 years. We are close to 4.5% in the euro investment grade segment and close to 7.5% in the euro high yield market. The eurozone avoided recession, but growth remained sluggish at the turn of the year. According to our analysis, fundamentals remain solid for investment grade issuers and default rates are still well below their historical average for high yield. Lastly, central banks are at the

‘Fundamentals remain solid for investment grade issuers.’

end of the rate hike cycle. This situation remains beneficial for the credit market.

In addition, companies have robust balance sheets. Earnings published by European companies during the last reporting season were broadly in line with expectations. These latest healthy results are due chiefly to companies’ capacity to mitigate the impact of higher commodities and energy costs, for the time being. Over the next few months, the economic situation could impact companies’ credit quality, but only slightly, due to their currently robust balance sheets. Over the short and medium term, we believe that most of the companies we cover in our investment universe will be able to cope with a possible downturn in the economic environment. Lastly, the materiality of ESG issues on credit quality is the other key factor that we are integrating into our credit analysis. Regulations and decarbonation objectives within our economies are forcing companies to act with greater transparency. This move enables material non-financial criteria to be taken further into consideration, which provides pertinent information regarding

issuers’ risk profiles and returns on bonds. This environment provides genuine opportunities to invest in credit, particularly via hold-to-maturity strategies.’

Is the HTM strategy still attractive in 2024?

‘The current environment provides genuine opportunities to invest in credit, particularly via hold-to-maturity strategies. This remains a means of capturing attractive yields ahead of the market’s expected fall in the ECB’s deposit rate in the second half of 2024.

For 2024, the yield curve should also steepen, which will allow to seek more yield on slightly longer maturities, 4 to 5 years. In terms of ratings, ‘BBs’ could be a good opportunity with an attractive yield return and a large number of issuers to ensure good diversification and high selection. Currently the ICE Bofa BB High Yield Index offers a gross yield of 6.3%.

A well as diversification, high selection is key. It means that an asset manager with strong resources in terms of portfolio managers or either credit analysts will help to find and capture the most promising financial and sustainable opportunities over the strategy’s maturity horizon.’ ■

Disclaimer

Main fund risks: capital loss, discretionary management, interest rates, credit, counterparty, sustainability risks.
Ostrum Asset Management: Asset management company regulated by AMF under n° GP-18000014 – Limited company with a share capital of 50 938 997 €. Trade register n°525 192 753 Paris – VAT: FR 93 525 192 753 – Registered Office: 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris.



Philippe Berthelot

CFA, CIO Credit & Money
Market management,
Ostrum Asset Management
(an affiliate of Natixis)

FIGURE 1: YTM & CREDIT SPREAD - IG



Source: Ostrum Asset Management (an affiliate of Natixis)

SUMMARY

A hold-to-maturity strategy aims at holding bonds until their maturity date.

It allows visibility on the maturity date (shrinking duration risk) and the achievement of returns (but with a default risk).

It has low transaction costs.

Strong convictions and active portfolio management are key to selecting issuers and properly diversifying the portfolio.

The credit market is attractive: resilient companies, yields at their highest for more than 10 years.

Vooruitzichten private debt relatief goed

Door Hans Amesz Fotografie Sam Huibers | PICS



In de afgelopen jaren is, mede doordat banken door regelgeving minder kapitaal kunnen aanhouden en ze minder betrokken zijn bij de financiering van bedrijven, een verschuiving gaande van public naar private debt. Die trend betekent ook dat beleggers kunnen profiteren van een hoger rendementsprofiel.

Tijdens het seminar ‘How to position your portfolio for 2024 and beyond’, georganiseerd door Financial Investigator, spraken vier experts met dagvoorzitter Bob Homan over de vooruitzichten voor private debt.

Waarom is private debt interessant?

Roy Kroon: ‘Private debt kan een hoog rendement opleveren vanwege de illiquiditeitspremie. Private assets bieden meer mogelijkheden voor diversificatie in de beleggingsportefeuille. Verder gaat het om variabel rentende beleggingen, wat betekent dat je niet wordt blootgesteld aan duration, dus hebben ze de neiging stabielere te zijn.’

Andreas Klein: ‘Alleen kijken naar rendement is op zichzelf waarschijnlijk een beetje een afleidingsmanoeuvre. Je moet ook naar het risico kijken, dat is de andere kant van de medaille. Het is duidelijk dat je bij private debt veel sterkere beschermingen en controles hebt om de waarde van je investeringen te behouden. Je ziet hoe dit, door de jaren heen, heeft geleid tot hogere terugverderingspercentages. Als we vooruitkijken – ik heb natuurlijk geen kristallen bol – denk ik dat de geopolitieke macro-onzekerheid nog steeds heel duidelijk aanwezig is op zowel de korte als de middellange termijn. Daarom is het vermogen om waarde te behouden als er iets misgaat bij private debt van groot belang.’

Lalantika Medema: ‘De huidige omgeving is beïnvloed door veranderingen in de regelgeving, de terugtrekking door banken en uitdagingen ten aanzien van traditionele kredietverstrekkingmodellen. Dit biedt een kans voor goed gefinancierd privaat kapitaal om in te stappen. Op de private markt

profiteren investeerders van directe besprekingen met de kredietnemer en de mogelijkheden om de voorwaarden en het beheer van een transactie te controleren.’

Waarom wordt er dan nog in openbare liquide bedrijfsleningen geïnvesteerd?

Klein: ‘Ik denk dat liquiditeit tot op zekere hoogte een zekere waarde heeft. In tijden van stress is die liquiditeit overigens meestal niet beschikbaar. Het goede aan private markets is dat we langetermijnbeleggers zijn. We zijn fundamenteel gedreven, niet marktgedreven, en daarom kijken we naar assets voor de lange termijn. Dat is waarom het gaat om de stabiliteit van het rendement en minder om de volatiliteit daaromheen.’

Is nu het juiste moment om te investeren in private debt?

Kroon: ‘Er is natuurlijk niet één gouden moment om te investeren in private debt, maar je ziet wel een verschuiving van public naar private debt. In de afgelopen pakweg twintig jaar heeft veel financiering plaatsgevonden op de publieke markten. Dat is minder geworden, onder andere omdat de banken door regelgeving minder kapitaal kunnen aanhouden. Dat betekent dat ze minder relevant zijn voor de financiering van bedrijven. In die zin helpen reguleringstrends om private markten te laten groeien en dat heeft ertoe bijgedragen dat de spreads zijn toegenomen, ook door de hogere rentetarieven. In vastrentende waarden zijn de rentetarieven de afgelopen tien jaar erg laag geweest, maar inmiddels zijn ze weer veel aantrekkelijker. Misschien dat er de komende periode sprake blijft van een vrij gunstige renteomgeving.’

Medema: ‘Ja. We zien kansen aan zowel de aanbod- als de vraagkant. Aan de aanbodkant trekken banken en traditionele kredietverstrekkers zich terug. Aan de vraagzijde hebben originators en leners toegang tot minder kapitaalbronnen. Als gevolg daarvan kunnen beleggers strengere voorwaarden en convenanten opleggen en tegelijkertijd profiteren van een hoger rendementsprofiel. Daarnaast heeft de volatiliteit op de publieke markten ook uitdagingen gecreëerd voor kredietnemers en kapitaalverstrekkers die in het verleden afhankelijk waren van de publieke markt.’



VOORZITTER

Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office



Andreas Klein

Head of Private Debt, Pictet Asset Management



Roy Kroon

Team Lead Credit Investments, PGB Pensioendiensten



Niels Las

Associate Director Credit Risk Sharing Investment, PGM Investments



Lalantika Medema

Alternative Credit Strategist, PIMCO

FOTO ANDREAS KLEIN: ARCHIEF PICTET, FOTO LALANTIKA MEDEMA: ARCHIEF PIMCO

‘Er liggen kansen in zowel de markt voor corporate finance als de markt voor specialty finance.’

Niels Las: ‘Wij verkrijgen exposure naar private debt via credit risk sharing-transacties met banken. Het is momenteel een aantrekkelijke tijd om in credit risk sharing te investeren. Steeds meer banken ontdekken dit instrument, en steeds meer jurisdicties staan open voor het toestaan van kapitaalvrijval voor banken als ze een risk sharing-transactie aangaan. Het betreft echter een gespecialiseerde markt, dus wij denken dat het juiste moment om in te stappen om ervaring op te doen, even geleden was om in staat te zijn daar nu de vruchten van te plukken.’

Waarom dan uitgerekend nu investeren in een misschien nog niet volwassen markt met minder transparantie en illiquiditeit?

Klein: ‘De private markten spelen in op informatieasymmetrie. Het feit dat jouw deals en de activiteiten die je onderneemt niet openbaar zijn, verschaft je een concurrentievoordeel. Het geeft je een voorsprong, waardoor je alpha kunt creëren. Als iedereen over een perfecte set aan informatie beschikt, genereer je alleen maar rendementen. We zijn altijd bereid om op vertrouwelijke basis naar onze investeerders bekend te maken wat we doen, maar we gaan niet naar de pers of naar concurrenten om op te scheppen over wat we bereiken op het gebied van dealstructurering, rendement en dergelijke, want dat is niet in ons voordeel.’

Is er op dit moment een groter verschil tussen slechte en goede leningen dan normaal?

Kroon: ‘Dat is over het algemeen niet het geval. Er spelen altijd wel problemen, zoals bijvoorbeeld in de afgelopen jaren met de zwakkere leningdocumentatie, maar dat hoort erbij. Dat heeft ook te maken met de kwaliteit van de manager. Het managerselectieproces speelt een belangrijke rol.’

Las: ‘Ik denk dat we misschien meer portefeuilles met een lager risico zien. De reden waarom banken significant risk transfer-transacties doen, is enerzijds als credit hedge, maar ook om kapitaalvrijval te krijgen. Als je primair geïnteresseerd bent

in kapitaalvrijval, wil je waarschijnlijk de onzekerheid rond verliezen beperken die een investeerder negatief zou kunnen interpreteren.’

Waar richten jullie je bij voorkeur op?

Klein: ‘Wij richten ons met name op bedrijven, senior-secured en lagere middenmarkten. Dat laatste is waarschijnlijk een beetje meer controversieel, maar wij denken dat de lagere middenmarkt een op zichzelf staand segment in de markt is en dus niet zo sterk gecorreleerd is met macrogebeurtenissen. Wat we proberen te doen is niche-bedrijven vinden die ontwrichtende technologieën of producten en diensten hebben die afgeschermd zijn van de bredere macro-economie, weg van de investeringscycli, weg van rentebewegingen, weg van grensoverschrijdende handel en dergelijke.’

Medema: ‘We zien kansen in zowel de markt voor corporate finance als de markt voor specialty finance. Op het gebied van specialty finance en woningfinanciering richten we ons op consumentengebieden, waaronder woningkredieten, consumentleningen, luchtvaartfinanciering en financiering van apparatuur. Op het gebied van corporate finance richten we ons momenteel op kapitaaloplossingen.’

Kroon: ‘Ik denk dat er ook ruimte is voor de private credit market, waarvan 50% in handen is van private equity. Dat kan je zien als een risico of een kans. Er staat tenminste een sponsor achter die hopelijk het bedrijf steunt waarin je investeert. Dat geeft wellicht meer kapitaalcommitment dan wanneer je rechtstreeks in een bedrijf investeert. Je kunt ook meer gebruikmaken van ESG- of impactstrategieën, wat sowieso meer mogelijk is bij onderhandse leningen.’

Hoe om te gaan met de SDGs en ESG in private debt?

Klein: ‘Het lijkt erop dat we hier niet om ESG heen kunnen. We zien ESG in een paar categorieën. Eén is die van de regelgeving, namelijk SFDR en rapportage en dergelijke. Een belangrijker element van ESG in onze beleggingsfilosofie is het toevoegen van waarde. Hoe kunnen we ons daadwerkelijk actief en doelgericht inzetten om waarde in ‘onze’ bedrijven te creëren? We sluiten ook sectoren uit, zoals gokken, tabak, olie- en gasexploratie en dergelijke. En het gaat eveneens om het begrijpen van risico, want

‘Private markten spelen in op informatieasymmetrie.’

ESG-risico is volgens ons ook kredietrisico. Het hebben van sterkere, duurzamere bedrijven verlaagt het daadwerkelijke risico van onze beleggingen.’

Las: ‘Onze grote klant, een pensioenfonds voor de Nederlandse gezondheidszorg, is erg ambitieus op het gebied van ESG. Vanwege de flexibiliteit van risk sharing-transacties kunnen we ESG benaderen vanuit verschillende invalshoeken. Een daarvan is het hanteren van een uitsluitingsbeleid. De tweede invalshoek is de due diligence op de ESG-integratie van een bank, waarin we beoordelen hoe ESG geïntegreerd wordt in het kredietverleningsperspectief en hoe ESG wordt beheerd op portefeuille-niveau. Er is nog een derde invalshoek: we vinden impact assets natuurlijk aantrekkelijk. Als we onderliggende kredieten kunnen vinden die worden geassocieerd met positieve impact, willen we daar graag met een bank aan werken. Tot nu toe is dat laatste het meeste gematerialiseerd in transacties die we hebben gedaan op het gebied van projectfinanciering. Een aanzienlijk deel van de onderliggende portefeuilles heeft betrekking op hernieuwbare energie.’

Zien we dat kredietrisico en duurzaam risico hand in hand gaan?

Medema: ‘ESG-integratie is een onderdeel van ons beleggingsproces. Ons portefeuilleteam werkt direct samen met het ESG-portefeuillebeheerteam om de relevante risicofactoren en overwegingen te identificeren tijdens het due diligence-proces. Wat wordt gevolgd of geëvalueerd vanuit een E-, S- en G-perspectief is erg afhankelijk van de sector.’

Hoe denken jullie over de renteomgeving en de economie?

Klein: ‘Ik denk dat je de debt-markt moet verdelen in transacties die bestaand en uitstaand zijn – dus deals die 12, 18, 24, 36 maanden geleden zijn gedaan. We komen waarschijnlijk op een punt van significante herfinanciering en dat zal tegelijkertijd een aantal kansen en risico’s creëren. De balansen die geherstructureerd moeten worden, zullen veel kansen bieden voor distressed funds. Je moet een deel van het herfinancieringsgat opvullen. Wat nieuwe transacties betreft, zijn de vooruitzichten voor de komende 12, 24 maanden goed. Macroeconomische indicatoren wijzen meer op een zachte dan op een harde landing. Vanuit

‘Reguleringtrends helpen om private markten te laten groeien.’

een kredietperspectief is dat eigenlijk best oké, omdat we over het algemeen beschermd zijn tegen een lichte neerwaartse beweging.’

Kroon: ‘Een pensioenfonds heeft een zeer lange beleggingshorizon. We springen niet in en uit de markt op basis van economische verwachtingen, maar je beoordeelt je portefeuilleconstructie steeds op basis van zaken als risico versus rendement en ESG als geheel. Die vooruitzichten zijn relatief goed voor private debt. Het investeringsproces is wel relatief lang en in private credit kun je geen € 500 miljoen per dag investeren, maar toch vallen er binnen een redelijk tijdsbestek behoorlijke allocaties op te bouwen die ook gunstig kunnen zijn voor je portefeuilleconstructieproces.’

Las: ‘De wanbetalingspercentages zullen waarschijnlijk omhooggaan, maar we weten niet met hoeveel. Om transacties te prikken, gebruiken we een statistische benadering waarin we een groot aantal scenario’s simuleren. We houden rekening met de huidige economische vooruitzichten door wat minder gewicht op de meer optimistische scenario’s te plaatsen. Daarnaast ontlenen we enig comfort aan het feit dat we de afgelopen jaren veel hebben meegemaakt: COVID, het uitbreken van de oorlog tussen Rusland en Oekraïne, stijgende energieprijzen. Bedrijven die deze turbulentie goed hebben doorstaan, hebben een bepaalde mate van robuustheid laten zien.’

Medema: ‘Wat we het afgelopen jaar hebben zien gebeuren, is dat we in feite zijn overgestapt van een omgeving met een lage rente en een enorme liquiditeit naar een omgeving met een hogere rente en een beperkte liquiditeit. Wij denken dat private debt enorme kansen biedt en het is belangrijk om een breed net uit te werpen door over sectoren heen te kijken in plaats van je alleen te richten op directe leningen aan bedrijven. Deze beleggingen kunnen ook profiteren van zelf-aflossende kasstromen, backing van harde assets en kortere looptijden. Bovendien zijn de rendementsprofielen die we vandaag de dag op een ‘unlevered’ basis zien hoger bij een lager risico. Dat is ook een voordeel voor kredietverstrekkers nu.’ ■

CONCLUSIE

Er is sprake van een verschuiving van public debt naar private debt.

Aan de aanbodkant trekken banken en traditionele kredietverstrekkers zich terug. Aan de vraagzijde hebben initiators en leners minder toegang tot kapitaalbronnen.

De private markten spelen in op informatieassymetrie. Het feit dat deals en de ondernomen activiteiten niet openbaar zijn, verschaft een concurrentievoordeel.

Private debt biedt mogelijk grote kansen. Het is belangrijk over sectoren heen te kijken in plaats van alleen gericht te zijn op directe leningen aan bedrijven.

Decarbonisation, debt and deadline: private debt and the net zero target

Private debt capital can be deployed successfully to support the vital contribution of companies in making meaningful and timely greenhouse gas reductions at scale.

By Lindee Wong and Vincent Lemaitre

Following the last United Nations Climate Change Conference in 2022, governments and businesses worldwide have reacted to the urgent call to accelerate the pace of climate action. Our view is that there is no way to reach the net zero target without strong and coordinated action on corporate emission reduction. The success of a decar-

bonisation strategy heavily relies on external stakeholders, as the Scope 3 emissions of one company are linked to the Scope 1 and 2 emissions of another.

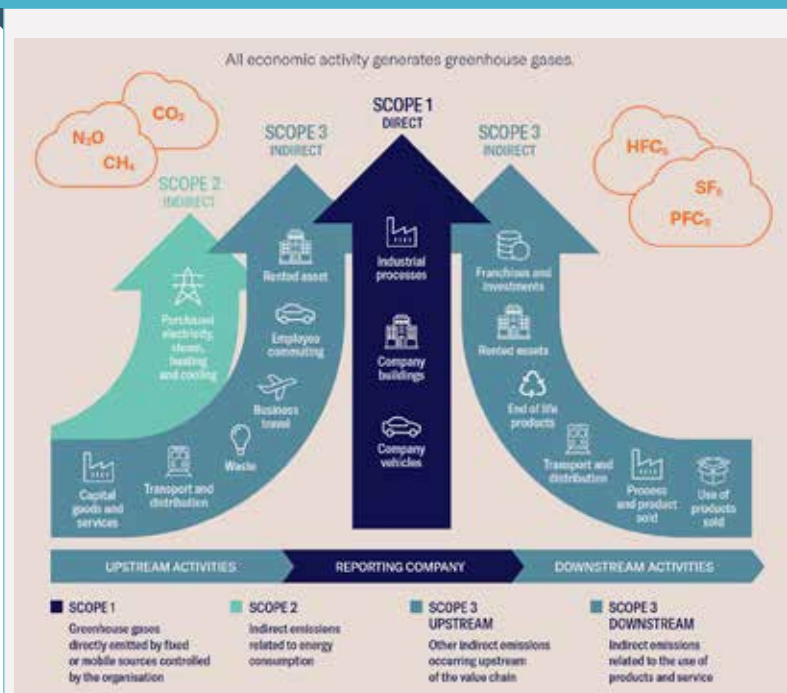
Embrace or increase risk: the role of mid-market companies in decarbonisation

Mid-market companies, the main targets of our private credit platform, collectively play an important role in the global economy. They have a significant impact on climate change outcomes, both as a source of emissions today and as an enabler of the decarbonisation solution. According to the European Commission, the greenhouse gas (GHG) contribution of mid-market companies represents up to 63% of the total European emissions.¹ While they may not have the same scale and resources as large corporations, their agility arguably allows them to (i) embrace change quicker, (ii) innovate (for example clean technology), and (iii) adopt a localised position of influence, to make them important contributors to achieving neutrality goals at both a domestic and a global level.

It is also a business imperative to build a sound sustainable proposition, starting with a decarbonisation plan. We believe that the transition to a low-carbon economy will create new business opportunities for those who position themselves as leaders. A strong ESG proposition helps companies tap new markets and expand in existing ones. We know that stakeholders such as employees, suppliers and clients are looking at the sustainability practices of a company during the course of business. Leaders can also earn subsidies and government support, boost employee motivation, attract talent through greater social credibility and better capital with potentially better financial terms, all of which should result in superior performance and sustainable value creation.

There are some businesses that are suppliers to large, listed companies. As many of these large companies have Scope 3 reduction targets, middle market companies are pressured to reduce their own GHG emissions accordingly, or risk being excluded. As evidenced by the SBTi 2022 report, companies need to take significant steps towards decarbonisation to meet their commitments. Indeed, 40% of companies listed on Japan's NIKKEI Index, 69% on the UK's FTSE, 70% on Germany's DAX Index, 88% on France's CAC Index, and 42% of all S&P

FIGURE 1: GREENHOUSE GAS EMISSIONS IN TONNES OF CO₂ EQUIVALENT – TCO₂E:



Source: Tikehau Capital

‘Private lenders can act as a catalyst for change, plug the gap with their expertise, and act as an advisor on developing a clear decarbonisation proposition.’

500 companies had set or committed to set targets by the end of 2022.²

The European regulator has also incorporated mid-market companies into most of its sustainability agenda, highlighting the significant role they play in the transition. The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) requires both public and private companies to disclose on sustainability, including their carbon footprint and emission reduction targets.³ The CSRD has increased the scope of eligibility and it will apply now to approximately 50,000 companies in Europe. It will be mandatory for companies meeting two out of the three criteria from: more than 250 employees, more than € 40 million in annual turnover, or more than € 20 million on their balance sheet.

Private debt: a well-placed asset class to mitigate the climate crisis

Meeting decarbonisation goals requires funding long-term strategies and access to portfolio company management, which is inherent to the activity of private debt. At Tikehau Capital, we invest in mid-market companies on average for five years, which gives us time to implement and monitor changes. The long-term nature of many private debt investments allows for a deeper relationship than most shareholders and bondholders have.

While decarbonisation and the transition to sustainable business practices offer potential opportunities, they also pose significant challenges. Mid-market companies generally have small administrative capacities and are less well equipped to deal with the cascade of sustainable finance regulations. Private lenders can act as a catalyst for change, plug the gap with their expertise,

and act as an advisor on developing a clear decarbonisation proposition.

We believe it is our imperative as a private markets asset manager to measure and monitor the climate performance of our portfolio to support the financial interests of long-term investors. We recognise this as a major and necessary part of our fiduciary duty. Managing ESG considerations is a natural way to preserve the downside protection of portfolio returns. ESG quantifies risks that can't be measured by traditional financial metrics. ESG factors could affect the long-term financial performance of borrowers as well as refinancing risk. Sustainable investing therefore is not just about driving positive change, it also makes investment sense.

ESG ratchets: a powerful tool for accelerating climate action of financial participants

The big focus of our approach in private debt to net zero is engagement through contractually embedding ESG ratchets, which are debt instruments that provide the potential to drive transition through financial incentives, upwards and downwards. They are designed to generate positive outcomes on specific points of the transition, to support borrowers in achieving their sustainability objectives. By doing so, we try to influence the company's activity by conditioning its cost of borrowing on its climate performance. ESG ratchets have become an efficient tool to engage more proactively with portfolio companies, accelerate change and increase the monitoring of improvement as they are based on quantifiable and measured data.

In the context of our net zero commitment, we aim to align the yearly decarbonisation objectives of our portfolio companies to the Paris Agreement using SBTi methodology. The portfolio companies can benefit from a lower cost of capital if they meet their annual objectives, but also commit to higher potential penalties in case of failure to adequately reflect the financial materiality of decarbonisation activities. We also believe that by contracting an ESG ratchet, mid-market companies can better communicate their ESG proposition and use this as a tool to differentiate themselves from peers. ■

1 <https://europa.eu/eurobarometer/api/deliverable/download/file?deliverableid=81023>

2 <https://sciencebasedtargets.org/resources/files/SBTiMonitoringReport2022.pdf>

3 https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/csr-d-delegated-act-2023-5303-annex-1_en.pdf



Lindee Wong

Director of Climate and Biodiversity, Tikehau Capital



Vincent Lemaitre

Head of ESG for Private Debt, Tikehau Capital

SUMMARY

The transition to a low-carbon economy will result in a transformation in our economy that will create new business opportunities for those companies who position themselves as leaders.

Mid-market companies play an important role in this development.

Due to its ability to incorporate emission reduction-based incentives for businesses in loan offerings, private debt will become a vital allocation for investors looking to construct net zero portfolios.

Achieving SDGs & climate targets in emerging markets

With their long-term emerging market experience and status, multilateral development banks and development finance institutions are key in providing institutional investors with investment opportunities that contribute to reaching the SDGs and climate targets and closing the existing funding gap.

By *Manfred Schepers*

The world is facing a climate crisis. Floods, fires and other climate-related disasters are ever-present in the news, amplifying the urgency to take collective action to meet the SDGs and climate targets (G20 Triple Agenda Vol.2, 2023). These inequalities and climate events affect the whole world, but more acutely the developing countries, which are excessively exposed to the

‘Development finance offers a scalable investment opportunity with market-equivalent risk-adjusted returns that are compelling versus alternative EM bond and credit markets.’

consequences of climate change and expected to account for two-thirds of the global greenhouse gas emissions’ growth. There is universal recognition that scaling up development finance in emerging markets (EMs) is an urgent global imperative, needed to reduce emissions and mitigate the consequences of climate change that countries are facing. Luckily, it also provides a solid investment opportunity for institutional investors globally.

The Triple Agenda Report, 2023

In the 2023 Delhi Declaration, the G20 Leaders highlighted the need for greater investments to be able to meet international objectives, such as the SDGs and the Paris Agreement’s climate targets, specifically in EMs. Governments and public finance channels do not have the balance sheet capacity to cover the required funding for these objectives, which is estimated to be around \$ 4 trillion between now and 2030 (OECD, 2023). Private investment flows from institutional investors are also lagging behind.

EMs lack well-established, deep local bond and equity markets and have limited access to international capital markets, whilst the international banking systems from the US, Europe and Asia have largely withdrawn from providing long-term finance in these regions, after the Great Financial Crisis 15 years ago.

Recent work, such as the G20 Triple Agenda report, has established that multi-lateral development banks

(MDBs) and development finance institutions (DFIs), including the World Bank’s International Finance Corporation (IFC), European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) or the Dutch entrepreneurial development bank (FMO), play a central role in closing the finance gap on the SDGs and climate targets across EMs. The MDBs and DFIs are uniquely equipped and positioned to tackle these challenges at a large, systemic scale.

These institutions were established decades ago with committed capital from leading developed countries and government shareholders. They had a clear goal of providing long-term development finance in markets where private finance was lacking. Over time, their missions have evolved to encompass the broader objectives of the SDGs, especially to address climate change mitigation and adaptation challenges in EMs.

Today, these institutions have over fifty years of investment experience across EMs, in projects that provide direct and measurable SDG- and climate-related results. They also have environmental and social safeguards in place. These years of experience and local presence have made these institutions into multi-faceted experts in credit, country, sector, and sustainability-related factors when it comes to investing in EMs.

MDBs recently acknowledged their responsibility at the World Bank’s 2023 Annual Meeting in Marrakech. They are

committed to strengthening their collaboration and individual actions as well as expanding their lending capacity to be able to increase their positive impact. These words have proven to carry some weight – the MDBs announced they collectively reached a new record high of nearly \$ 60 billion in climate finance in 2022 in low- and middle-income countries (Climate Finance joint report by the MDBs, 2023). This increased responsibility will be reiterated during the COP28 held in UAE at the end of the year.

Climate Finance joint report by the MDBs, 2023

To secure the necessary \$ 4 trillion in financing to achieve the SDGs and climate targets, MDBs and DFIs view the inclusion of private finance – known as ‘mobilization’ – as one of their most important tools. By sharing, transferring or selling part of their own exposures to institutional investors, they free up their own balance sheet, which can then be used for additional risk capacity to move toward new markets and invest in new projects.

Private capital mobilization currently amounts to \$ 60 billion annually, but it will need to be scaled up to at least \$ 240 billion annually by 2030 if the SDGs and climate targets are to be reached (G20 Triple Agenda Vol.2, 2023).

From an investor perspective, this development finance asset class should not be overlooked. Development finance, through large-scale institutional private debt funds, offers a scalable investment opportunity with market-equivalent risk-adjusted returns that are compelling versus alternative EM bond and credit markets. These returns are largely uncorrelated with public market volatility. It also provides diversification across all EM regions and sectors, and benefits from the highest governance and safeguarding standards of the MDBs and DFIs.

Moreover, being international financial institutions, the MDBs benefit from important privileges and immunities. This includes the preferred creditor treatment (PCT),

which is a de facto exemption from transfer restrictions imposed by host countries, and a preferred creditor status (PCS) with respect to sovereign lending. The extensive local experience and status of these MDBs significantly reduce the inherent risks associated with investing in EMs.

Co-financing alongside MDBs and DFIs further provides access to SDG- and climate-related results on a project-by-project basis as it enables tracking of the use of proceeds and measuring of the sustainability results of the investments. It gives institutional investors the opportunity to invest through funds in private debt portfolios that, due to their high impact, ESG-safeguarding and granular project-based reporting, can qualify as SFDR Article 9 Funds.

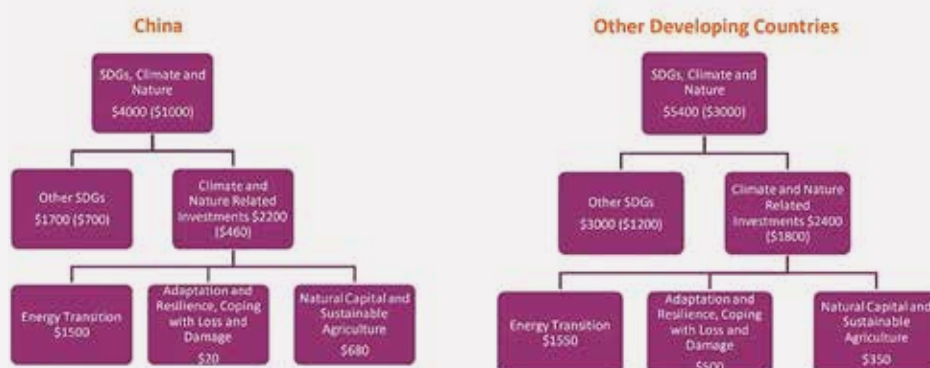
Despite the advantages, high geopolitical and credit risks are often observed as the key hurdles institutional investors face when venturing into this development finance asset class. However, a discrepancy >



Manfred Schepers
CEO, ILX Management

FIGURE 1: INVESTMENT REQUIREMENTS IN EMS FOR CLIMATE AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT

In \$ billion (constant 2019 prices) per annum by 2030 (with increment from 2019).



Source: Bhattacharya, Songwe, Stern, remarks at the Paris Summit.

exists between the perceived risk and the actual risk of the projects financed by MDBs, largely caused by the lack of data transparency in development finance.

This lack of credit statistics transparency can be addressed by initiatives such as the publication of the Global Emerging Markets Risk Database. This database, containing 33 years of anonymized credit default statistics from over 10,000 loan obligors, shared by 23 MDBs and DFIs, helps to offer a portrayal of the low credit risks associated with development finance. It has proven to be part of the solution that helps attract much-needed private debt investment into this asset class, by bridging the perception gap between perceived and actual risk.

Improved data transparency in the underlying credit risk of development finance is an important step in scaling-up this asset class. At the same time, the development finance asset class will only be able to significantly grow by creating a broad, harmonized, transparent, predictable and efficient market for these assets. Similar to other large-scale investment asset classes, this needs to be based on a granular understanding of individual risks at the country, sector, obligor and project level.

Development finance assets can only be analyzed and potentially securitized at a portfolio level, if the obligor and project-level risks are fully understood, incorporating the corporate, sector and country-level risks. This is not something new – existing equity, credit, bond and

‘The lack of credit statistics transparency can be addressed by initiatives such as the publication of the Global Emerging Markets Risk Database.’

commodity markets have all grown and developed through a granular understanding of the individual risks at the company and project level. The upscaling of development finance will need to follow the same pattern and data transparency will be key to facilitate this.

All in all, MDBs and DFIs will provide institutional investors, through diversified private debt fund structures, with a unique opportunity to invest in stable, well diversified and attractively yielding development finance loan assets. Investors will also get closer to meeting their SDGs and climate targets, and to supporting positive impact in countries and EM regions that most need it. The discussion should not be whether to invest in development finance in EMs or not, but rather when to scale up. It is time to seize this opportunity. ■

SUMMARY

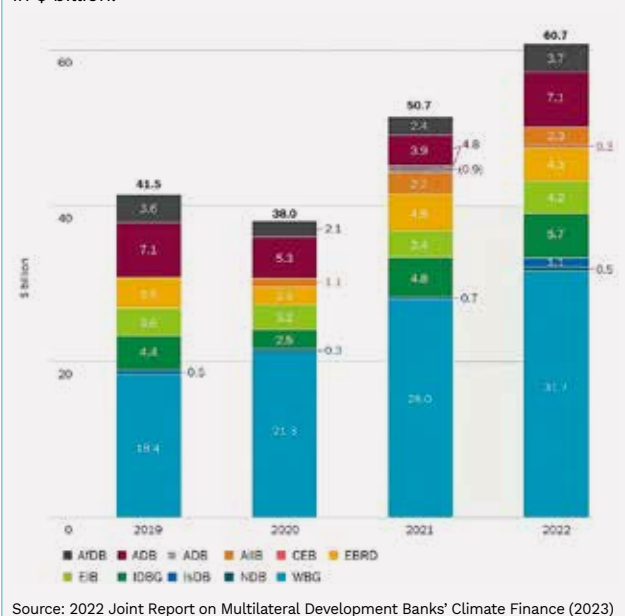
Multilateral development banks (MDBs) and development finance institutions (DFIs) are uniquely positioned to enable the transition into a low-carbon economy in emerging markets and support the adaptation to the effects of climate change.

Co-investing with these development banks in a diversified pool of high-impact projects, provides investors with stable and commercial risk-adjusted returns.

Bridging the SDGs and climate funding gaps requires increased private capital flows to Emerging Markets through innovative and efficient fund vehicles.

FIGURE 2: MBDS' CLIMATE FINANCE COMMITMENTS IN LOW- AND MIDDLE-INCOME ECONOMIES

In \$ billion.¹



Sources: <https://www.gihub.org/resources/publications/strengthening-multilateral-development-banks-the-triple-agenda-report-of-the-g20-independent-experts-group/>

¹ Abbreviations: AfDB: African Development Bank; ADB: Asian Development Bank; AIIB: Asian Infrastructure Investment Bank; CEB: Council of Europe Development Bank; EBRD: European Bank for Reconstruction and Development; EIB: European Investment Bank; IDBG: Inter-American Development Bank Group; ISDB: Islamic Development Bank; NDB: New Development Bank; WBG: The World Bank Group.

Bescherming van crypto-assets van cliënten: met de MiCAR meer mans!

De MiCAR verplicht dienstverleners op het gebied van crypto-assets tot het veiligstellen van deze assets van cliënten. De vraag is welke maatregelen men hier in Nederland moet nemen om invulling te geven aan de verplichting tot juridische segregatie.

Met het faillissement van FTX en de veroordeling van haar voormalige CEO Sam Bankman-Fried nog vers in het geheugen, rijst de vraag hoe kan worden voorkomen dat crypto-assets van cliënten die door een crypto-asset service provider (CASP) worden bewaard, vermengd raken met die van de CASP en daardoor in diens faillissement vallen of door de CASP voor eigen rekening worden gebruikt. De Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) beoogt daarin te voorzien door het voorschrijven van operationele, technologische en juridische segregatie.

Artikel 70 van de MiCAR bepaalt dat CASPs die aan cliënten toebehorende crypto-assets of de toegangsmiddelen tot dergelijke assets houden, adequate regelingen moeten treffen om 1) de eigendomsrechten van cliënten veilig te stellen, met name in het geval van insolventie van de CASP, en 2) te voorkomen dat crypto-assets van cliënten door de CASP voor eigen rekening worden gebruikt. De bepaling is nagenoeg letterlijk gelijk aan die van artikel 16 lid 8 MiFID II voor financiële instrumenten van cliënten.

Artikel 75 van de MiCAR werkt deze algemeen geformuleerde verplichting nader uit. Het artikel verplicht de CASP allereerst tot operationele segregatie: de CASP moet de voor cliënten gehouden crypto-assets operationeel gescheiden houden van zijn eigen crypto-assets. In dat verband dient de betreffende CASP een register bij te houden van de namens elke cliënt geopende posities die overeenstemmen met de rechten van elke cliënt op de crypto-assets. Het artikel verplicht de CASP ook tot technologische segregatie: hij moet de namens zijn cliënten aangehouden crypto-assets afzonderen van

zijn eigen crypto-assets en ervoor zorgen dat de toegangsmiddelen tot de crypto-assets van zijn cliënten duidelijk als zodanig zijn aangemerkt. De CASP moet er ook voor zorgen dat de crypto-assets van zijn cliënten in de distributed ledger afzonderlijk van zijn eigen crypto-assets worden aangehouden.

Naast een verplichting tot operationele en technologische segregatie behelst het artikel een verplichting tot juridische segregatie: de crypto-assets moeten juridisch worden gescheiden van de boedel van de CASP overeenkomstig het toepasselijke recht, zodat schuldeisers van de CASP geen aanspraak kunnen maken op crypto-assets die door de CASP in bewaring worden gehouden, met name in geval van insolventie van de CASP.

Op het punt van de juridische segregatie opteert de MiCAR terecht voor een functionele, resultaatgerichte benadering: de MiCAR bepaalt slechts dat moet worden voorzien in juridische segregatie – vermogensscheiding – maar schrijft niet voor hoe die moet worden bewerkstelligd. Zij laat het over aan het nationale (privaat)recht van de EU-lidstaten om te bepalen hoe dat resultaat moet worden bereikt.

In Nederland dienen zich dan twee mogelijke oplossingen aan: vermogensscheiding door middel van een separate bewaarinstelling, of door middel van de creatie van een afgescheiden (verhaals)vermogen, constructies die ook bij de bewaring van effecten worden gebruikt. Voor de eerste constructie is niet per se een wettelijke regeling nodig. De CASP kan zelf een risicomijdende SPV oprichten die de crypto-assets rechtstreeks voor de cliënten bewaart. Voor de tweede constructie lijkt een wettelijke regeling onontbeerlijk. Daarbij kan gedacht worden aan een regeling waarbij de crypto-assets een afgescheiden vermogen vormen dat ofwel – net als een verzamelpot onder de Wge – toebehoort aan de gezamenlijke cliënten naar rato van hun inleg, ofwel aan de CASP, maar waarop alleen de cliënten verhaal kunnen nemen. ■



Door **Prof. Mr. W.A.K. Rank**, Advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam en Hoogleraar Financieel Recht aan de Universiteit Leiden

Europese ABS kruipen uit het verdomhoekje

Asset-backed securities zijn lang uit de gratie geweest, maar nu zijn ze bezig aan een terechte comeback. In een periode van hoge rentes zijn ze prima geschikt om de risico-rendementsverhouding van portefeuilles te optimaliseren.

Door Matthew Wardle

Dit jaar gaat de boeken in als het jaar van de vele renteverhogingen. Daarnaast doken er allerlei nieuwe risico's op die een voorbode kunnen zijn van een economische dip, aangejaagd door het hawkish beleid van centrale banken.

Verstandige beleggers zijn in dit volatiele klimaat naarstig op zoek naar nieuwe manieren om hun kapitaal te beschermen en de gevolgen van het aanstormende economische leed zoveel mogelijk te beperken. Ze voelen zich genoodzaakt hun portefeuilles te versterken zonder aan rendement in te boeten dat hen juist tegen aanhoudende inflatie moet beschermen.

Transpanter en strenger

Hier komen Europese asset-backed securities (ABS) om de hoek kijken. Voor veel beleggers staan ABS nog steeds gelijk aan de Amerikaanse rommelhypotheken die ten grondslag lagen aan de Kredietcrisis. Maar sindsdien is er veel veranderd. De markt is een stuk transparanter geworden en de regelge-

ving is strenger, vooral in Europa.

ABS zijn obligaties die gedekt worden door de kasstroom uit leningen of andere voordeelingen. Voorbeelden hiervan zijn hypotheken, consumentleningen, studie- en creditcardschulden en autofinancieringen. Het scala aan onderliggende leningen biedt beleggers de mogelijkheid om specifieke securities te kiezen die passen bij hun risicotolerantie en beleggingsdoelen. Dankzij de floating rate hebben inflatie en hogere rentes minder impact op ABS dan op andere vastrentende waar-

den en producten waarvan de couponrente vaststaat. Van ABS neemt de couponrente juist toe als de ECB de rente verhoogt. Tijdens oplopende rentes zijn ABS prima geschikt om de risico-rendementsverhouding van portefeuilles te optimaliseren.

ABS verschaffen beleggers opbrengsten uit leningen die individueel niet of moeilijk te verhandelen zijn, waardoor nieuwe investeringskansen ontstaan. Ze hebben specifieke beschermingskenmerken, waaronder de gestructureerde aard van obligatie-uitgiften. Bovendien kan geleden schade worden verhaald door beslag te laten leggen op het onderpand, zoals het onderliggende vastgoed of de assets van een bedrijf.

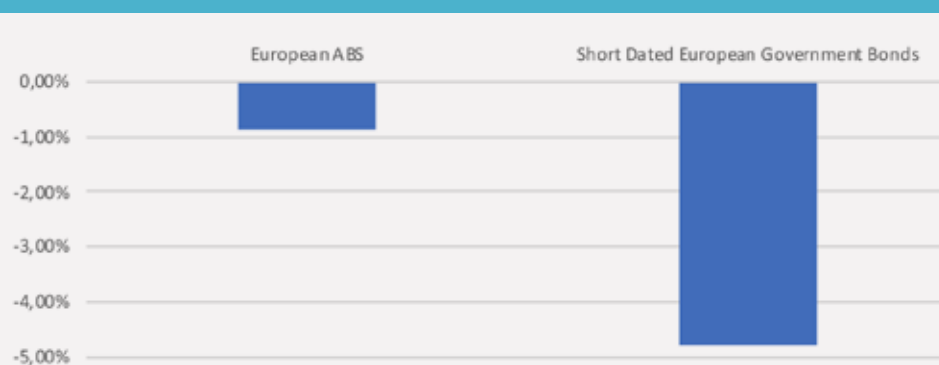
Verpakkingsmechanisme

Aan de uitgifte van ABS gaat een heel verpakkingsmechanisme vooraf dat bekend staat als securitisatie, tot een verhandelbaar effect of waardepapier. Een bank groepeerd een aantal van haar balansactiva, bijvoorbeeld hypotheken, en verkoopt die aan een aparte juridische structuur, een zogeheten bankruptcy remote Special Purpose Vehicle (SPV). Dit biedt

ABS-beleggers een extra beschermingslaag. De SPV verpakt op haar beurt de hypotheken in een aantrekkelijk beleggingsproduct, bijvoorbeeld een obligatie, dat ze vervolgens op de effectenmarkten aan beleggers aanbiedt. Hiermee schoont de bank haar balans op, waardoor er weer ruimte ontstaat om nieuwe kredieten te verstrekken en de liquiditeit in de markt wordt vergroot. Dat komt de reële economie ook ten goede. De obligaties worden onderverdeeld in tranches. Elk tranche heeft een eigen risico-profiel, afhankelijk van de achterliggende geldstromen. Er wordt hierbij een watervalstructuur toegepast. Senior tranches zijn het minst risicovol en brengen dus het minst op. Daaronder zitten mezzanine tranches en als laatste de junior tranches. Die laatste vangen als eerste eventuele klappen op. Meestal blijven die in handen van de bank.

ABS bieden zeker bepaalde voordelen ten opzichte van sommige andere beleggingsopties, maar ze zijn niet volledig zonder risico. Het kredietrisico is een van de belangrijkste risico's bij ABS als kredietnemers niet meer kunnen voldoen aan hun betalingsverplichtingen. Als

FIGUUR 1: EUROPESE ABS PRESTEERDEN BETER DAN KORTLOPENDE STAATSOBLIGATIES IN 2022



Bron: M&G, Bloomberg (H2189EU Index), ICE indices (EG01 index) as at 31/12/2022

‘Europese ABS zijn fundamenteel anders dan Amerikaanse.’

een aanzienlijk aantal kredietnemers in de poel van assets in gebreke blijft, kan dit leiden tot verliezen voor ABS-beleggers. Europese ABS zijn echter fundamenteel anders dan Amerikaanse. In Europa zijn bijvoorbeeld de leenstandaarden hoger, terwijl de afschrijvingen op Europese residential mortgage-backed securities (RMBS) van oudsher aanzienlijk lager zijn: 0,30% ten opzichte van 4,7% in de VS. Wij hebben een voorkeur voor Europese ABS boven Amerikaanse, omdat Europese ABS onderhevig zijn aan strengere regelgeving die de belangen van uitgevers van ABS en ABS-beleggers beter op elkaar laat aansluiten. Tijdens de kredietcrisis kreeg de Amerikaanse ABS-markt te maken met een veel hoger wanbetalingspercentage binnen het gehele scala aan onderpand dan de Europese markt. Dat had vooral te maken met het feit dat de partijen achter Europese ABS betrouwbare financiële instellingen waren, en dan met name banken. Deze kredietverschaffers gaven ABS uit om financie-

ring aan te trekken en risico's te beperken.

De Franse en Duitse ministeries van financiën pleitten er onlangs voor om ABS definitief uit het verdomhoekje te halen. Zij willen dat securitisatie een belangrijkere rol gaat spelen in het ecosysteem van de Europese kapitaalmarkten. Onzeker is nog of dit zich in de nabije toekomst laat vertalen in uitvoerbare maatregelen, maar het onderstreept wel het belang van deze instrumenten in de financiële markten en kan een rugsteun zijn voor de toekomstige groei van de beleggingscategorie.

Armageddon-scenario

Het gebruik van floating rate notes biedt ABS verschillende voordelen, met name de lage rentegevoeligheid. Beleggers die aan het begin van dit jaar overstapten van kortlopende Europese staatsobligaties naar hoogwaardige Europese ABS, kunnen inmiddels ruim 2% meer aan rendement bijschrijven

dan ze op de staatsobligaties hadden gekregen. Bovendien is het rendement stabiel, omdat het minder gevoelig is voor allerlei schommelingen. In 2022 schuurde de overperformance van ABS zelfs tegen de 4% aan.

De kredietwaardigheid is ook een aantrekkelijke factor. Het merendeel van de uitgegeven liquide ABS-obligaties heeft een investment grade-rating van AAA of een AA-kredietbeoordeling.

Om verlies te lijden op RMBS met een triple B-rating, moeten de huizenprijzen met minstens 30% dalen en de wanbetalingspercentages tussen de 10% en 30% moeten liggen. Om de zaken verder in context te plaatsen: voordat je de mist ingaat met een RMBS-obligatie met de hoogste AAA-rating, moeten de huizenprijzen met ongeveer 40% zijn gekelderde, en de woningmarkt zou vervolgens nooit meer mogen herstellen. Dan spreken we toch echt van een armageddon waarin de wereld te kampen krijgt met onoverkomelijke problemen. Niemand zal zich dan druk maken over geleden verliezen op de AAA-obligaties. ■



Matthew Wardle

Portefeuillemanager en
ABS-expert, M&G

IN HET KORT

In dit volatiele klimaat zoeken veel beleggers naar bescherming en rendement. Europese asset-backed securities (ABS) kunnen hierbij een belangrijke rol spelen.

Europese ABS-markten zijn transparanter dan de Amerikaanse en onderhevig aan strengere regelgeving.

Franse en Duitse ministeries pleiten voor meer securitisatie op Europese kapitaalmarkten.

Het risico op een 'armageddon' wordt als extreem laag beschouwd.

FIGUUR 2: ... EN PRESTEERDEN OPNIEUW BETER IN 2023 MET VEEL MINDER VOLATILITEIT



Bron: M&G, Bloomberg (H2189EU Index), ICE indices (EG01 index) as at 27/10/2023



Blockchain: harmonizing global financial systems

Blockchain promises an efficient, secure, and integrated financial infrastructure for managing a diverse class of modern assets.

By Rachid Ajaja

Blockchain technology marks a significant transformation in financial infrastructures. It envisions a unified framework designed to address the operational inefficiencies, data discrepancies, and inflexible systems commonly found in today's investment banking sector.

Traditional banking structures, which operate in silos for various asset classes, have historically led to duplication, increased error rates, and a lack of adaptability. This often makes it challenging for them to keep up with the constantly evolving needs of financial markets. The emergence of blockchain technology, coupled with its innovative solutions, promises a practical answer to these challenges.

1) Operational inefficiencies

The current financial landscape often operates in silos, leading to operational inefficiencies. This compartmentalization requires repeated processes, increased resource allocation, and extended transaction times. Blockchain's decentralized nature offers the potential to unify these isolated systems, streamlining asset management, enhancing efficiency, and ultimately reducing costs.

2) Data integrity issues

The isolation of financial infrastructures compromises

data accuracy, putting financial institutions at risk of errors and disparities. Blockchain's immutable ledger serves as a consistent and trustworthy data repository, effectively mitigating reconciliation complexities.

3) Inflexibility to adapt

Traditional systems, designed for specific asset classes, struggle to adapt to swiftly changing market conditions. In contrast, blockchain networks provide the agility needed to seamlessly integrate updates and innovations without requiring a complete overhaul of existing systems.

Innovative solutions reimagining asset management

Innovative solutions developed by using blockchain technology can remedy the long-standing challenges inherent in financial infrastructures. Two important ones are:

1) Unifying financial infrastructures with ODCs

On-chain Data Containers (ODCs), built on the foundational capabilities of blockchain, introduce a new standardization protocol for various asset classes. These advanced smart contracts facilitate the consistent handling of assets within a mutable, extendable, and composable framework. ODCs enable real-time adaptation of asset representation to align with

'In tokenized forms, assets gain wider market access through increased connectivity, transforming the way asset management functions.'

‘On-chain Data Containers enable real-time adaptation of asset representation to align with market demands while preserving the core stability of the underlying system.’

market demands while preserving the core stability of the underlying system. They ensure dynamic asset management with built-in compliance mechanisms, streamlining the process within a decentralized ecosystem.

2) Integrating RWA tokenization

One of the transformative applications of ODCs is the tokenization of Real-World Assets (RWAs). This innovative process involves the securitization of tangible and intangible assets on the blockchain, ushering in a new era of liquidity and investment opportunities across diverse markets. Through ODCs, RWAs such as real estate, art, and commodities are tokenized with consistent standards, ensuring market harmony and preventing fragmentation. ODC-facilitated tokenization empowers standardization and interoperability, both critical factors for a consolidated and efficient asset market.

Benefits of a unified financial infrastructure

Unifying financial infrastructures using blockchain technology presents many benefits. First and foremost, it promotes interoperability, enabling the smooth interaction of multiple

systems, streamlining complex processes.

This unified approach also enhances accessibility, extending the reach of financial markets to a broader and more diverse audience. In terms of security, blockchain’s inherent transparency works to mitigate fraud and bolster trust, a critical aspect in financial systems.

Moreover, the adoption of an automated blockchain infrastructure results in more efficient processes, triggering reduced infrastructure, operational and transactional costs. A recent report by Juniper Research revealed that, by the end of 2030, blockchain deployment will enable banks to realize savings on cross-border settlement transactions of up to \$ 27 billion, reducing costs by more than 11% per on-chain transaction.

This unified infrastructure leads to more transparent regulatory compliance frameworks, promoting trust through the stricter adherence to legal standards.

Lastly, tokenization, a pivotal innovation of this unified approach, not only increases the liquidity of traditionally illiquid assets, but also enables fractional ownership. In tokenized

forms, assets gain wider market access through increased connectivity, transforming the way asset management functions. In May this year, EY Parthenon surveyed 300 institutions and high net worth investors, revealing that 55% of those surveyed are expressing plans to allocate funds to tokenized assets within the next one to two years.

Challenges and the path forward

The integration of blockchain technology into financial infrastructures is not without hurdles. One of the major obstacles is the diversity of regulatory frameworks, which can vary significantly from one region to another. Established financial systems, with their set practices and structures, often resistant to change, present another substantial challenge. Additionally, concerns regarding the security of public blockchains and the need for robust governance structures are areas that require significant development to ensure the success of this integration.

As the industry progresses towards a decentralized financial system, it becomes clear that achieving a balance between innovation and regulatory compliance is paramount. To overcome these challenges, industry stakeholders must prioritize collaboration, invest in technological advancements, and advocate for a forward-looking regulatory approach. Only through such concerted efforts can blockchain technology gain the widespread acceptance necessary for it to truly harmonize global financial systems. ■



Rachid Ajaja

CEO and Founder,
AllianceBlock

SUMMARY

Blockchain addresses operational inefficiencies via decentralization, streamlining asset management. Its agility allows the seamless integration of updates, unlike traditional systems.

Real-World Asset tokenization using On-chain Data Containers securitizes assets, increasing liquidity and market access.

A unified infrastructure promotes interoperability, accessibility, security, cost reduction, regulatory compliance, and fractional ownership.

Challenges include diverse regulations, resistant financial systems, security concerns, and governance issues.

Achieving a balance between innovation and compliance is crucial for blockchain’s adoption into unified financial infrastructure.

Space 2.0, een nieuwe sector in de economie

De ruimtevaartconomie, een beleggings-thema dat steeds populairder wordt, bestaat uit een groeiend universum en opbloeiend ecosysteem. Recent zijn de toepassingen nog spectaculairder geworden.

Door *Rolando Grandi*



Rolando Grandi

CFA, International & Thematic Equity Fund Manager, La Financière de l'Echiquier (LFDE)

De afgelopen tien jaar hebben we in de ruimtevaart een echt keerpunt gezien. We zijn getuige van een paradigmaverschuiving in het ecosysteem. Dankzij de privésector is de ruimtevaartconomie sinds de jaren zestig gegroeid naar een omvang van \$ 400 miljard in 2023. Na de groeivertraging aan het begin van dit millennium, is alles in de afgelopen tien jaar in een stroomversnelling terechtgekomen. Denk aan raketlanceringen, satellieten die in de ruimte worden gebracht, de groeiende 'in-orbit' productie-industrie en mensen die naar de ruimte gaan. De ruimtevaartconomie is opener geworden en dit heeft de sector op twee fronten doen groeien. Ten eerste op het front van commerciële bedrijven die zich bezighouden met bijvoorbeeld satelliet-tele-

communicatie, geopositiionering, privé-ruimtestations, mensen naar de maan brengen, enzovoort. Ten tweede op het geopolitieke front. Sinds de start van de oorlog in Oekraïne in 2022 staat de ruimtevaart hoger op de agenda. Er zijn nu veel meer spelers, waarvan de Verenigde Staten, Rusland, het Verenigd Koninkrijk, Europa, China, Japan en India de belangrijkste zijn. De sector groeit dankzij commerciële activiteiten enerzijds en geopolitieke overwegingen anderzijds.

Multi-planetair

Een belangrijk doel van de ruimte-economie is om het leven 'multi-planetair' te maken. Dat is al zo sinds de begindagen van de ruimtevaart in de jaren zestig van de vorige eeuw en dat geldt nog steeds. We willen verder dan de aarde gaan en nieuwe horizonten verkennen. Dit is een doel voor de zeer lange termijn; niet uitgedrukt in decennia, maar in eeuwen. We schrijven een nieuw hoofdstuk in de menselijke geschiedenis.

Een ander belangrijk doel is om het leven op aarde te verbeteren. Dankzij ruimte-technologie kun je bijvoorbeeld zorgen dat apparaten beter met elkaar verbonden zijn, dat GPS-systemen functioneren en dat de 1 miljard mensen die geen toegang hebben tot internet beter bediend kunnen worden. Je kunt er ook klimaatgegevens grondiger mee monitoren om effectievere maatregelen te nemen.

Universum en waardeketen

Vroeger had je maar een handvol leveranciers die raketten, satellieten en dergelijke konden bouwen.

Dat was Space 1.0. Tegenwoordig heb je niet alleen de hele grote gevestigde bedrijven, maar ook grote en kleine startups, zoals SpaceX van Elon Musk. Een deel ervan is en blijft in privéhanden en een deel zal uiteindelijk naar de beurs gaan. We zitten nu in een nieuwe fase: Space 2.0.

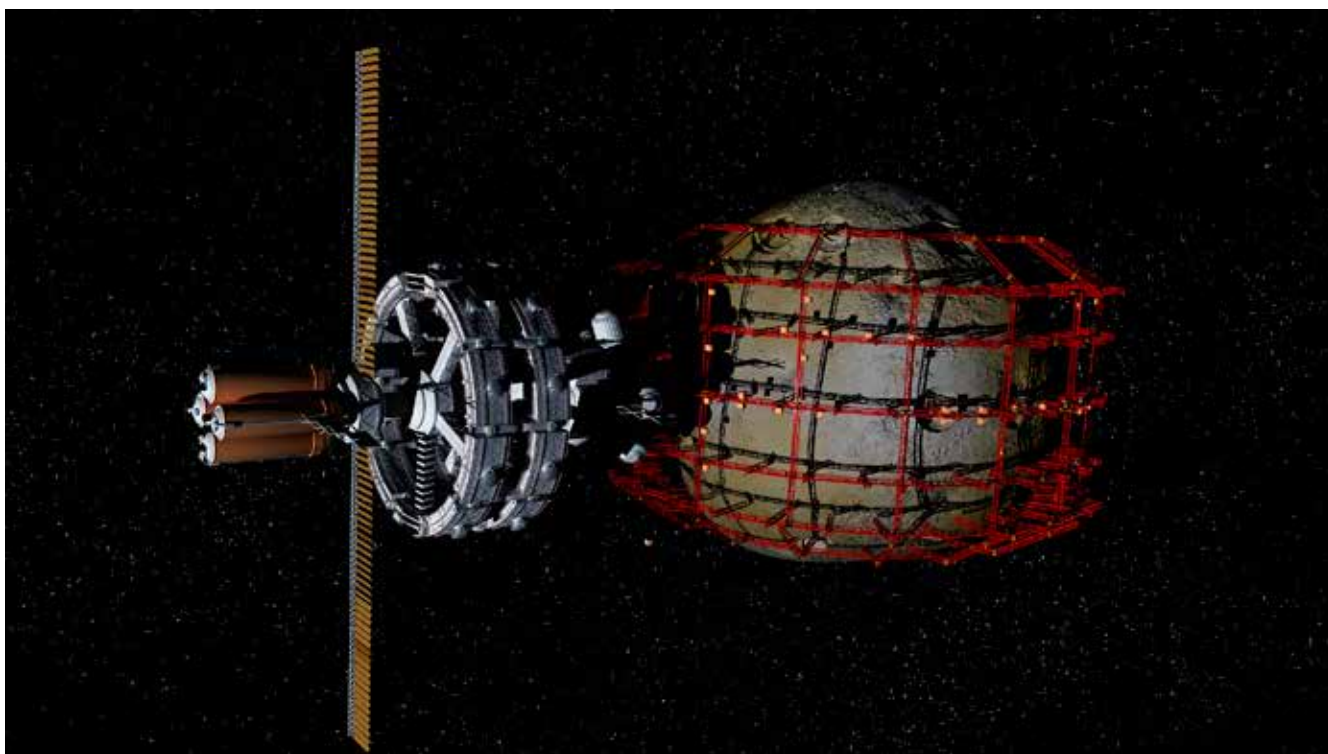
In het ecosysteem van de ruimtevaart zijn er vier soorten bedrijven of activiteiten te identificeren. De eerste soort betreft activiteiten die in de ruimte zelf plaatsvinden. Denk aan de bouw van privé-ruimtestations, niet alleen voor toeristische doeleinden, maar ook om objecten te maken, wetenschappelijk onderzoek te doen, of datacentra rond de aarde te realiseren. Dit zijn zeer belangrijke activiteiten en ze zijn toekomstgericht.

Je hebt ook activiteiten die plaatsvinden tussen de aarde en de ruimte. Hoe kom je terug uit de ruimte, hoe communiceer je en hoe verstuur je gegevens? Het zijn niet alleen beleggingskansen, maar je kan hiermee letterlijk grenzen overstijgen.

Verder zijn er activiteiten die op aarde plaatsvinden. Dit betreft de bedrijven en ecosystemen die ruimtevaarttechnologie gebruiken. Het zijn de meer gevestigde bedrijven, zoals verzekeringsmaatschappijen, transportfirma's of bedrijven die zich bezighouden met geopositiionering, landbouw en verschillende activiteiten die hiervan profiteren.

Ten slotte zijn er de faciliterende technologieën, die snel worden omarmd door de industrie, op aarde, in de ruimte en daartussenin.

'Een belangrijk doel van de ruimte-economie is om het leven 'multi-planetair' te maken.'



We denken bijvoorbeeld aan 3D-printen - de industriële flexibele toepassing bij uitstek voor het toekomstig fabriceren van objecten ter plaatse, aan het winnen van grondstoffen op asteroïden en aan het in een baan om de aarde brengen van objecten. We zullen ook nieuwe rekenkracht en cyberbeveiligingstoepassingen moeten ontwikkelen om alles goed te beveiligen. Dat is een nieuwe economie op zich.

‘Het aantal ruimtevaartbedrijven met een beursnotering zal de komende jaren blijven toenemen.’

Ruimtevaartbedrijven zijn tegenwoordig moeilijk in een hokje onder te brengen. Vandaag de dag zijn ze onderverdeeld in industrie, technologie en telecom. De ruimte is een nieuwe sector in de economie. In de komende drie jaar zal er veel veranderen en zal de indeling duidelijker worden.

Momenteel bevat het beleggingsuniversum bijna 170 internationale aandelen om een portefeuille op te bouwen. Dat ecosysteem ontwikkelt zich razendsnel en we zien steeds meer startups naar de beurs gaan. In 2020 en 2021 waren er vrij veel IPOs en SPACs, maar door het zwakkere beursklimaat was 2022 een iets rustiger jaar. Daarom zal het aantal ruimtevaartbedrijven met een beursnotering de komende jaren blijven toenemen. Dit zal portefeuillebeheerders meer mogelijkheden bieden. Steeds meer participatie-

maatschappijen richten zich ook op de sector, dus het is te verwachten dat bedrijven die nu nog privé zijn, de komende jaren een beursnotering zullen krijgen.

Strategisch

De ruimte-economie is zeer strategisch geworden sinds de invasie van Oekraïne in 2022. De budgetten stijgen enorm, hoewel veel waarnemers een recessie verwachten in 2024. Dit toont ook aan dat dit segment kan blijven groeien, zelfs als de economie vertraagt. Een zeer interessant verhaal dus voor beleggers die hun portefeuille willen diversifiëren. ■

Disclaimers

De meningen in dit document komen overeen met de overtuigingen van de ondervraagde persoon. LFDE kan op geen enkele wijze aansprakelijk worden gesteld voor de informatie in dit document. Het fonds houdt een risico in van kapitaalverlies, aandelenrisico, valutarisico, risico van opkomende landen en risico van discretionair beheer. Voor meer informatie over de kenmerken, risico's en kosten van het fonds kunt u de reglementaire documenten raadplegen die beschikbaar zijn op www.lfde.com. De genoemde aandelen en sectoren worden bij wijze van voorbeeld gegeven. Noch hun aanwezigheid in de portefeuille, noch hun prestaties worden gegarandeerd.

IN HET KORT

We zitten in een nieuwe fase van de ruimtevaart: Space 2.0.

De toepassingen op het gebied van ruimtevaart worden steeds breder.

Ruimtevaartbedrijven zijn moeilijk in een hokje onder te brengen.

Ruimtevaart is een beleggingsthema dat relatief ongevoelig is voor economische schokken.

Obligaties winnen weer aan populariteit

Door Baart Koster Fotografie Sam Huibers | PICS



2024 lijkt een uitdagend beleggingsjaar te worden met interessante kansen. Drie beleggingsexperts namen verschillende vermogenscategorieën onder de loep tijdens de slotdiscussie van het door Financial Investigator georganiseerde seminar ‘How to position your portfolio for 2024 and beyond’.

Gaat de voorkeur voor 2024 uit naar aandelen of naar obligaties? Dagvoorzitter Bob Homan consulteert eerst de zaal voordat hij zijn startvraag met de paneeldeelnemers bespreekt. Er gaan voor beide keuzes ongeveer evenveel stemmen op, waarmee de zaal aangeeft min of meer neutraal te staan tegenover beide vermogenscategorieën in vergelijking met elkaar. Maar hoe is dat voor Olaf van den Heuvel, Wouter Weijand en Rob van Wechem? Van den Heuvel vindt het een lastige vraag, hoewel hij over het algemeen denkt dat aandelenwaarderingen er goed uitzien, de Magnificent Seven op de aandelenmarkt daarin meegewogen. ‘Ik denk dat voor Europese aandelen het risicoprofiel wat hoger is dan voor Amerikaanse, al lijkt dat al grotendeels ingeprijsd door de markt.’

Kijkend naar het vastrentende spectrum valt het Van den Heuvel op dat vooral de rendementen op overheidsobligaties misschien wat marginaal zijn gezien alle marktstress. ‘In de VS ligt de rente in de buurt van 5%. Naar verwachting zullen rentestanden dichterbij 4% bewegen wanneer de inflatiedruk wat afneemt. En van een inflatie-afname ga ik ook wel uit. Daarmee ziet ook fixed income er vrij aantrekkelijk uit, met uitzondering van US high yield en US investment grade obligaties, die nu minder aantrekkelijk zijn. In Europa is dat anders, daar zal de vermogenscategorie vastrentend de komende jaren vrij aantrekkelijk blijven. Overigens zijn wij zelf behoorlijk overwogen in staatsobligaties en overwogen we om wat meer aandelen toe te voegen in onze portefeuille.’ Al met al is beleggen volgend jaar dus een betere keuze dan sparen, concludeert hij.

Verhoogde kans op recessie

Van Wechem stelt dat obligaties op dit moment een overwogen positie verdienen

in een gebalanceerde beleggingsportefeuille. Hij is er namelijk van overtuigd dat financiële markten reageren op veranderingen in de data en niet zozeer op de absolute niveaus. Hij ziet dat in vergelijking met andere delen van de wereld de groei in de VS vrij sterk is. ‘Wij verwachten dat de komende tijd de groei zowel in reële als in nominale termen zal vertragen. De bedrijfswinsten hebben relatief goed standgehouden door de omgeving van hoge nominale groei. Dat de groeirichting wat afvlakt, wil niet zeggen dat we een recessie voorspellen. Voor een dergelijke voorspelling is het nog te vroeg.’ Wel ziet hij een verhoogde kans op recessie gezien het restrictieve rentebeleid, de overspannen arbeidsmarkt en teruglopende bedrijfswinsten. Niet alle markten prijzen echter een verhoogde recessiekans in. ‘Wereldwijd zijn aandelen in historisch perspectief bovengemiddeld gewaardeerd, al zien we grote verschillen tussen regio’s en sectoren. Vergelijk je de relatieve waardering van aandelen met die van obligaties, dan zijn aandelen op indexniveau met name in de VS bovengemiddeld gewaardeerd.’

Weijand vertelt dat zijn beleggingsteam enkele jaren terughoudend is geweest ten aanzien van obligaties en in plaats daarvan, ter bescherming tegen een dalende obligatiemarkt, meer belegde in private debteningen met variabele rente. Ook had hij veel kortlopend papier in de portefeuille. ‘Recentelijk zijn we echter overgestapt op langer lopende Amerikaanse staatsobligaties, afgedekt naar de euro. De discussies binnen ons team gingen over aanpassing van de duration in de portefeuilles, die jarenlang sterk onderwogen was op circa 2,5 jaar. Momenteel zitten we dichterbij een duration van ongeveer 5 jaar.’ Gezien het risico op een recessie, waarvan Weijand de inschatting gegeven de marktstress lastig te maken vindt, en de gestegen rente ziet hij eindelijk waarde in staatsobligaties op het huidige niveau. ‘We zijn enigszins onderwogen in aandelen vergeleken met obligaties, maar nog steeds enthousiast over illiquide beleggingen als infrastructuur en private debt.’

De Magnificent Seven: antifragiele bedrijven

Homan pakt vervolgens door op aandelen. Hoe denken de paneeldeelnemers over de Magnificent Seven? Die floreerden dit jaar enorm op AI, maar Homan wil weten of ze >



VOORZITTER

Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office



Olaf van den Heuvel

CIO Netherlands & Global Head
Multi Asset & Solutions,
Aegon Asset Management



Rob van Wechem

Hoofd Maatwerkoplossingen,
Bank ten Cate & Cie



Wouter Weijand

CIO, Providence Capital

allemaal juist zijn geprijsd en of het ‘must haves’ zijn. Weijand merkt op dat bij iedere beleggingsbijeenkomst die hij dit jaar bijwoonde het AI-thema prominent op het gespreksmenu stond. ‘Dat zegt mij dat AI waarschijnlijk overschat wordt. Het is enerzijds een zeer dominant thema, terwijl we anderzijds niet weten wat het nu precies gaat betekenen. Waarschijnlijk betekent het een soort van automatisering op vele verschillende velden, waarvan we nog niet in staat zijn de effecten in volle omvang te begrijpen.’ Sommige aandelenkoersen lijken wel erg sterk door AI te zijn gedreven. Uit waarderingsoverwegingen is Providence Capital minder dan gemiddeld belegd in de grote tech-bedrijven.

Van Wechem is in enkele van de Magnificent Seven belegd. Deze bedrijven groeien hard en maken veel winst. Een groot deel van de koersstijging valt dan ook te rechtvaardigen door de sterke EPS-groei, zegt hij. Hoewel markten neigen naar overreactie en overwaardering van de Magnificent Seven, blijken sommige aandelen volgens hem nog steeds te worden gedreven door een verwachte winstgroei die hoger is dan de markt. Hij noemt Nvidia en Tesla als voorbeelden. ‘Microsoft, Apple en in mindere mate Meta lijken inmiddels relatief duur in vergelijking met de groeiverwachting van analisten. De ervaring met de stagflatie-omgeving van 2022 zorgt ervoor dat sommige beleggers, ondanks hoge waarderingen, liever investeren in deze ‘antifragiele’ bedrijven dan in staatsobligaties, lijkt het.’

Allocatie naar private assets

Homan zoomt vervolgens in op alternatives: beleggen de deelnemers ook in private markten? En tegen welke percentages zijn private assets in hun portefeuilles vertegenwoordigd? Van den Heuvel totaliseert voor zijn antwoord alle allocaties naar private markten en rekent daarbij bijvoorbeeld ook de indirecte exposure naar private assets via de balansen van verzekeraars mee. ‘Alles samen genomen is onze allocatie naar

private markten ongeveer 30 à 40% en daarbinnen houden we beduidend meer private debt dan private equity aan.’ Weijand beheert privévermogens en het hangt volgens hem van de omvang van een beleggingsportefeuille af hoeveel je kunt investeren in illiquide assets. Hij hanteert overigens wel een vuistregel voor een allocatie naar private: ‘Voor klanten met 5 miljoen belegbaar vermogen, bij ons het minimumbedrag per klant, stoppen we ongeveer 10% daarvan in private assets. In de jaren dat er geen obligatierendement was, zaten die beleggingen vooral in private debt. Daarnaast zat er altijd infrastructuur in de portefeuille en veel private equity was niet nodig, omdat er in publieke markten voldoende aandelenkeuze was. Voor grotere beleggingsportefeuilles, vanaf 5 tot bijvoorbeeld 50 miljoen, varieert onze allocatie naar private assets meestal tussen 10 en 30%.’

Voor Van Wechem ligt de bandbreedte qua belegd vermogen naar private tussen 0 en 25%, afhankelijk van de klantsituatie. Hij vindt het voor deze beleggingscategorie cruciaal om exact te definiëren wat je verwacht van je posities in private assets. Het is niet alleen een kwestie van betere rendementen of meer diversificatie, stelt hij. ‘Veel klanten met posities in private markten beschouwen het als een zeer specifieke keuze waarvan ze verwachten dat die presteert in wat ik een stagflatoire omgeving noem. Wij definiëren die als een situatie waarin inflatie duidelijk stijgt en economische groei duidelijk afneemt. Dit was de marktomgeving van vorig jaar.’ Hij ziet dat veel markten dan niet presteren, tenzij je investeert in zaken die de inflatie veroorzaken of in zaken die gekoppeld zijn aan inflatie of aan stijgende rentetarieven. Hij belegt daarom onder meer in private debt met floating rates en in infrastructuuraandelen met een sterke link naar inflatie, die ook heel goed hebben gepresteerd.

Houdbaarheid van begrotingstekorten

Homan betreft de zaal actief in de discussie. Dat leidt tot interessante vragen over onder andere de impact van het Amerikaanse begrotingsbeleid op de mondiale economie. Concreter vraagt Homan wat het effect van dat begrotingsbeleid zal zijn op de stabiliteit in de EU en op de renteversillen. Van den Heuvel is daar niet heel bezorgd over. Zo-

‘Al vóór 2030 zal het volledige belastinginkomen van de VS worden besteed aan rentebetalingen en verplichte uitgaven.’

lang de dollar een reservevaluta is, denkt hij dat het wel goed zal gaan. Waarmee hij het schuldenprobleem van de VS overigens niet wil bagatelliseren. Maar de geschiedenis heeft volgens hem uitgewezen dat de Amerikaanse economie dynamisch en veerkrachtig is en zich op onverwachte momenten toch weer weet op te richten, hoewel hij de komende verkiezingen wel degelijk als een additioneel risico ziet. Als Homan vervolgens vraagt wat hij als belegger met die risico's doet, implementeren of negeren, antwoordt Van den Heuvel dat hij die momenteel negeert. 'We discussiëren er intern volop over, maar beschouwen voor onze portefeuillepositionering Amerikaanse schatkistpapieren en overheidsobligaties nog steeds als zeer veilige belegging.'

De houdbaarheid van schulden in Europa noemt Van den Heuvel een heel andere zaak. Die baart hem wel zorgen. Van Wechem beaamt dat en betreft dit weer even op de VS. 'Kijk je naar projecties van het Congressional Budget Office, dan zie je dat al vóór 2030 het volledige belastinginkomen van de VS zal worden besteed aan rentebetalingen en verplichte uitgaven, zoals pensioenen en medische kosten. Daarna is al het belastinggeld op, en dat is volgens mij niet eens het meest ongunstige scenario.' Alles wat niet verplicht is, kan financieel dan simpelweg niet meer worden gedekt, denkt hij. Wat neerkomt op structureel hoge tekortuitgaven, waarschuwt hij. 'Kan de VS dit doen? Jazeker, ze hebben immers hun eigen centrale bank en de Amerikaanse dollar is dé reservevaluta. Nadat tijdens de pandemie de knop van fiscale stimulering is herontdekt, heeft de VS dit jaar een begrotingstekort van 8,5% aangetikt, iets wat normaliter alleen in wereldoorlogen en diepe recessies gebeurt. Dergelijke cijfers maken de VS tot een regio waarvoor we kritisch moeten nadenken over wat een fair structureel niveau van de kapitaalmarktrente zou moeten zijn. Ook wat betreft looptijd is het huidige begrotingsbeleid iets om rekening mee te houden.'

Catastrofe of kans?

Hebben de paneel deelnemers nog iets sailants te delen met de zaal, wil Homan ten slotte weten. Weijand bekent altijd geboeid te hebben gekeken naar catastrophe bonds, maar die asset class vooral als een riskante gok te zien. Het blijkt alles te maken te

'In Europa zal de vermogens-categorie vastrentend de komende jaren vrij aantrekkelijk blijven.'

hebben met enerzijds de aantrekkelijk ogende winsten van deze vermogens-categorie, maar anderzijds het totaal onvoorspelbare risicoprofiel ervan. 'Hoe prijs je toekomstige natuurrampen als gevolg van klimaatverandering in? Ik vind dat een van de lastigste vragen. Kijk ik naar de langetermijnwinsten, dan waren die allemaal beter dan aandelen, high yield et cetera. Over een termijn van 15 jaar overstegen die winsten zo ongeveer elke denkbare financiële benchmark. En toch zie ik mijzelf niet investeren in iets waarvan ik de risico's nauwelijks kan meten en inschatten.' Op de zaalvraag of Weijand dan niet in verzekeraars belegt, antwoordt hij nuchter: 'Jouw afgebrande huis verzekeren ze, maar een land dat verdwijnt door een zondvloed is onverzekerbaar.'

Van den Heuvel is gecharmeerd van waarde-aandelen. Vooral Europese waarde aandelen noemt hij een interessante categorie. Van Wechem wil het tot slot nog even over de stagflatoire omgeving hebben. Die is niet alleen voor de economie, maar ook voor beleggers een uitdaging. Hij somt de wrange vruchten van stagflatie op: afnemende groei, een daaropvolgende aandelenuitverkoop, stijgende kredietpremies en massale verkoop van obligaties vanwege stijgende rentetarieven. Een moeilijkere omgeving bestaat voor beleggers niet. 'En dan hoor ik veel mensen zeggen dat als je de laatste 30 tot 40 jaar bekijkt, dit niet vaak gebeurt. Kijk je echter naar de afgelopen 100 jaar, dan waren we ongeveer de helft van de tijd in zo'n omgeving, waarin er een positieve correlatie is tussen staatsobligaties en aandelen. Vanuit het oogpunt van portefeuille-constructie is dat enorm lastig, want je kunt een cyclisch beeld hebben van waar inflatie-tarieven naartoe gaan, maar je kunt niet zonder meer vertrouwen op looptijd als een soort bescherming van je portefeuille. Je moet anders gaan nadenken over wat je zal redden in zo'n nieuwe omgeving. Ik adviseer iedereen dat gedachte-experiment aan te gaan.' ■

CONCLUSIE

Obligaties verdienen momenteel een overwogen positie in een gebalanceerde beleggingsportefeuille.

Gezien het restrictieve rentebeleid, de overspannen arbeidsmarkt en teruglopende bedrijfswinsten lijkt er een verhoogde kans op een recessie te bestaan.

Afgaand op de rente-ontwikkeling lijkt het verstandig om de allocatie naar obligaties met een iets langere looptijd te verhogen.

Door de stagflatoire omgeving van 2022 lijken sommige beleggers, ondanks hoge waarderings, liever in 'antifragiele' Magnificent Seven-aandelen dan in staatsobligaties te beleggen.

Binnen waarde aandelen lijken Europese momenteel een interessante vermogens-categorie.

OUTLOOK 2024

Nationaal en internationaal is er veel veranderd gedurende de afgelopen twaalf maanden. Desondanks – of misschien juist daarom – zijn de vooruitzichten voor het komende jaar niet veel anders dan die voor dit jaar. Financial Investigator deed onderzoek en sprak met 22 experts: wat kunnen we verwachten voor 2024?

Door Bouko de Groot

Het jaar 2023 zou vooral onzekerheid met zich meebrengen, zo verwachtten de beleggingsprofessionals die we eind vorig jaar benaderden voor hun vooruitzichten voor 2023. Bijna de helft van de experts die zich toen over inflatie uitsprak, gaf aan dat we ons moesten voorbereiden op aanhoudend hoge inflatie. En hoewel niet iedereen een recessie verwachtte in 2023, was er een goede kans dat als er een zou komen, het een diepe zou worden. Eensgezindheid was er wel over de rente. Die zou niet verder gaan stijgen in 2023. Aandelenwaarderingen waren nog te hoog en obligaties zouden weer in trek komen.

Onzekerheid was er... en verdween niet. De oorlog in Oekraïne ging onverminderd door, een aantal banken vielen om, in Europa kwam de economische groei tot stilstand, en bij een gemiddelde temperatuur die sowieso al te hoog is, hield de klimaatverandering overal rampzalig huis. Er was echter ook positieve deining. Dankzij ChatGPT werd alles met kunstmatige intelligentie goud waard, de klimaattransitie leek op stoom te komen en de economie in de VS bleef groeien, ondanks alle

politieke perikelen. Toen kwam 7 oktober en veranderde alles, opnieuw. En nu, vlak voor het jaareinde, zit zelfs ChatGPT-wonderkind OpenAI in een achtbaan. Kortom, er is veel veranderd, maar toch blijft het totale plaatje redelijk ongewijzigd: onzekerheid troef.

Dat beeld ziet ook Alpha Research, dat elk jaar bijna 70 asset managers, met gezamenlijk zo'n € 53 biljoen assets under management, naar hun vooruitzichten vraagt. 'De verschillen met 12 maanden geleden zijn klein.' De vooruitzichten van beide jaren naast elkaar leggend, constateert het onderzoeksbureau verder dat 'in historisch perspectief, met 10 jaar aan data, experts nog steeds erg negatief zijn op aandelen, terwijl obligaties op een zeer hoog niveau staan. De zeer positieve kijk op cash geeft aan dat we in een risk-off fase lijken te zitten.'

Dat is het gemiddelde beeld van 70 asset managers. Hoe is de individuele kijk? Ook dit jaar vroeg Financial Investigator weer aan 22 beleggingsexperts waar de grootste kansen en bedreigingen voor het komende jaar liggen.



Ralph Wessels

Chief Investment Strategist, ABN AMRO

‘Wij zien de meeste kansen voor obligatiebeleggers.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Voor 2024 verwachten wij dat de economische groei gematigd blijft. De Amerikaanse economie zal afkoelen en inflatie zal verder dalen. Hierdoor verwachten wij dat centrale banken halverwege het jaar hun beleidsrentes zullen verlagen.’

Welke kansen biedt dat beleggers? Wij blijven neutraal op aandelen vanwege de winstontwikkeling. Deze is gerelateerd aan economische groei en die neemt verder af. Wij vinden dat de markt, zeker voor het begin van 2024, te optimistisch is over de winstgroei- en verwachtingen van bedrijven. Tevens kunnen geopolitieke zaken en politieke verkiezingen in 2024 voor beweeglijkheid zorgen. Dit kan gedurende het jaar wel voor kansen zorgen.

Onze neutrale visie op aandelen heeft wel

een licht defensief accent. Zo zijn wij neutraal op zowel ontwikkelde als opkomende markten, maar binnen ontwikkelde markten hebben wij een voorkeur voor de VS ten opzichte van Europa. De Amerikaanse beurs is wat defensiever en daarnaast zijn we enthousiast over de sector IT. Deze sector toont nog de beste winstgroei-ontwikkeling, mede door AI, en is groot in de VS. Ook houden wij vast aan de sector gezondheidszorg, die een defensief karakter heeft.

Tot slot zien wij de meeste kansen voor obligatiebeleggers. De hoge rente doet obligatiebeleggers al een tijdje pijn, maar wij denken dat de ommekeer daar is en de rente gaat dalen. Dit komt mede doordat de economische vooruitzichten afnemen. Hierdoor zijn wij vooral enthousiast over kwaliteitsobligaties zoals staatsobligaties. Hier hebben we ook in de herfst de duration van verhoogd.’

Joost van Leenders

Senior Beleggingsstrateeg, Van Lanschot Kempen

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘Komt er een harde of een zachte landing in de VS? Dat is misschien wel de belangrijkste discussie voor 2024. Bij een zachte landing daalt de inflatie na alle monetaire verkrapping, zonder veel schade aan te richten op de arbeidsmarkt. Bij dalende rentes en bedrijfswinsten die op peil blijven, zou dit een positief scenario zijn voor aandelen- en obligatiebeleggers. Wij zijn er echter niet gerust op dat dit positieve scenario zal uitkomen. In de VS is de economie in 2023 flink blijven groeien, maar dat kwam mede door lagere besparingen van consumenten en stimulerend overheidsbeleid. In Europa kwam de groei tot stilstand. En er zijn twijfels over de economische groei in China. Voorlopende indicatoren schetsen

over het algemeen een beeld van lagere groei of zelfs recessie. En daar is ook een reden voor: krap monetair beleid met als gevolg afnemende geld- en kredietgroei. Op korte termijn kunnen dalende rentes voor opluchting zorgen voor aandelenmarkten, maar wij vinden winstverwachtingen voor 2024 te optimistisch. Afnemende groei en neerwaartse winstherzelingen zien we als een neerwaarts risico voor aandelen. We denken wel dat rentes hun piek hebben bereikt, wat obligaties aantrekkelijker maakt voor beleggers. In de loop van 2024 kan herstel optreden in de economische groei en daarmee ook op de aandelenbeurzen, als centrale banken een begin hebben gemaakt met renteverlagingen. Maar voorlopig lijken die centrale banken daar niet toe bereid.’



‘Wij vinden winstverwachtingen voor 2024 te optimistisch.’



Emile Cardon

Senior Investment Strategist, PGGM

‘De verwachte winstgroei van de Amerikaanse beurs ligt hoger.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Wij verwachten dat de inflatie de komende tijd verder zal dalen richting de doelstelling van centrale banken. Dit zal er volgens ons en de markt voor zorgen dat de Fed en de ECB de rentes niet verder zullen verhogen. Sterker nog, de eerste renteverlaging kan mogelijk al ergens halverwege 2024 plaatsvinden.

Ondanks dat we momenteel geen extreme waarderingen zien binnen beleggingscategorieën, kan een omgeving waarin rentes dalen en de verwachte winsten van bedrijven toenemen positief uitpakken voor aandelen. De verwachting is over-

gens dat de winstgroei de komende drie jaar voor ongeveer de helft zal worden gedreven door grote bedrijven uit technologie-gerelateerde groeisectoren. Aangezien deze bedrijven met name op de Amerikaanse aandelenbeurs zijn genoteerd, ligt de verwachte winstgroei van de Amerikaanse beurs hoger dan die van de beurzen uit de andere regio's.

Er zijn voor beleggers genoeg risico's. Zo is onduidelijk hoe de geopolitieke situatie zich de komende tijd zal ontwikkelen en in het geval van een diepe recessie zullen ook aandelen hier last van krijgen. Dit is echter niet ons basisscenario.’

Sander van Ginkel

Senior Investment Strategist, MN

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Vorig jaar was de verwachting dat de inflatie in 2023 zou dalen. Daarmee zagen we de tegenwind voor de economie afnemen, via minder koopkrachtsverlies en lagere rentes. De toen zo gevreesde diepe mondiale recessie - met hoge werkloosheid - zou onzes inziens uitblijven.

So far, so good. Daling inflatie: check. Einde koopkrachtsverlies: check. Veerkrachtige economieën: check. Lagere rentes... duidelijk niet afgevinkt. En daar ligt natuurlijk de crux voor 2024: de hoge rentes. Positief voor pensioenfondsen, maar een risico voor economische groei en markttrendementen.

Het mantra van centrale banken en in markten is dat rentes hoger blijven voor langere tijd. Wij zien de inflatie sneller doordalen en centrale banken de beleidsrente meer verlagen dan deze consensus. Zo ontstaat ruimte om – gematigd – te

groeien, zowel economieën als rendementen. Dit levert een beeld op van inflatie en groei, die weer settelen in de lage – maar positieve – pre-corona ranges.

We denken in scenario's. Bovenstaande is het centrale scenario, maar er zijn alternatieve uitkomsten:

- Hoog op de inflatie-as staan diverse risicoscenario's, vooral geënt op potentiële geopolitieke of grondstoffencrisis en/of een loon-prijs-spiraal.
- Minder waarschijnlijk, maar niet uitgesloten, is dat de inflatiedaling doorschiet in deflatie, door te veel verkrapting van centrale banken of – positiever – ontspanning van de recente aanbodschokken.
- Ten slotte, mogelijk genereert AI hoge productiviteitswinsten, leidend tot een combinatie van hoge groei en lage inflatie. Een gunstige omgeving voor assetmarkten. Het adoptietempo van AI lijkt evenwel nog te laag om dit scenario voor 2024 al hoge kans te geven.’



‘Wij zien de inflatie sneller doordalen.’



Eddy Markus

Oprichter, Hoofdeconoom, ECR Research en ICC Consultants

‘Obligatiekopers eisen een steeds hogere risicopremie op.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘De werkloosheid in de VS en Europa ligt (nog) erg laag en de capaciteitsbezetting is hoog, waardoor loonstijgingen en inflatie alleen voldoende omlaag gebracht kunnen worden door een tijd onder de potential growth (in Amerika naar schatting 1,8%, in Europa 1,25%) te groeien. Een recessie zou alles natuurlijk versnellen, maar gezien de hoge schulden en de kans op een kredietcrisis is de ECB en de Fed er veel aan gelegen een recessie te voorkomen. De ECB heeft waarschijnlijk vrede met de huidige 0% tot 1% groei, maar de Fed worstelt met enkele onzekerheden.

De Amerikaanse groei lag in het derde kwartaal op bijna 5%, maar loonstijgingen en inflatie zijn in die periode flink gedaald. Ligt de potential growth dan misschien aanmerkelijk hoger dan 1,8%?

De groei lijkt terug te vallen naar 1% tot 1,5%. Betekent dit dat gestegen rentes eindelijk hun werk doen, of is in het derde kwartaal, via de voorraden, een stuk van de groei in het vierde kwartaal naar voren gehaald en ligt de onderliggende groei rond 3% en daarmee waarschijnlijk nog altijd te hoog?

Wij denken dat de onderliggende groei nog altijd vrij hoog is en dat obligatiekopers een steeds hogere risicopremie opeisen vanwege slechte vooruitzichten voor de overheidsfinanciën. Deze combinatie houdt de rentes voorlopig hoog. Samen met een omslag of wegvallen van groeistimulansen (onder andere afnemende spaartegoeden en opgeloste supply chain-problemen) zal dit de economie in de loop van 2024 (verder) afremmen. We zien dan in Amerika en Europa een snellere rentedaling dan nu algemeen verwacht wordt.’

Jacob Vijverberg

Senior Investment Strategist, Aegon Asset Management



Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Momenteel is duidelijk een economische vertraging zichtbaar. De inflatie is sterk gedaald en wij verwachten een verdere daling. De arbeidsmarkt lijkt langzaam iets minder krap te worden, wat de looninflatie zal beugelen. Doordat deze vertraging zo geleidelijk gaat, verwachten we een milde recessie. Consumptie en investeringen zullen niet plotseling scherp dalen, aangezien de vertraging niet als een verassing komt.

Met dit in het achterhoofd verwachten we dat de lange rente zal dalen, dat bedrijfswinsten afnemen en dat meer bedrijven faillissement zullen aanvragen. De vraag is dus in welke mate dit is ingeprijsd.

De waardering van aandelenmarkten wordt met name omhoog gedreven door de big-cap technologiebedrijven. Het merendeel van de overige bedrijven lijkt wel duidelijk een vertraging in te prijzen. Al met al verwachten we dat aandelenmark-

ten als geheel een redelijk aantrekkelijk instapmoment bieden voor de lange termijn. Gezien markten vaak reageren op de waan van de dag, verwachten we dat aandelen op de korte termijn wel kunnen dalen wanneer de vertraging beter zichtbaar wordt in de bedrijfscijfers.

Momenteel zijn we optimistischer over investment grade-obligaties. De kredietopslag zal meer dan voldoende blijken om eventuele downgrades op te vangen. Daarnaast zal de categorie profiteren van de dalende rente. We zijn voorzichtiger in de high yield-markt, waar we meer faillissementen verwachten door de vertraging en de hoge herfinancieringskosten. Voor 2024 zijn we dus het meest positief over investment grade-bedrijfsobligaties. Gedurende komend jaar verwachten we echter een aantrekkelijker instapmoment voor aandelen. Het timen van deze dip zal daarnaast ook geluk vergen. Onze strategie is om in kleine stappen de aandelenallocatie weer uit te breiden.’

‘Het meest positief zijn we over investment grade-bedrijfsobligaties.’



Johannes Jacobi

Director, Senior Product Specialist, Allianz Global Investors

'It is unclear if positive momentum from AI can carry over into the broader equity markets.'

What are the main opportunities and threats for 2024? What about AI?

'Recent economic data reinforced the view that US economic growth remains resilient as the labour market remains tight and consumer spending continues to demonstrate resiliency. Inflation around the world remains on a downward trajectory and needs to stay on this trend in order to meet the targeted levels for central banks. After the strong year-to-date equity market returns in 2023, especially for technology stocks, volatility may increase over the coming quarters as interest rates may stay higher for longer, while restrictive financial conditions slow economic growth.

In a recent study where 300 key decision makers in IT were asked, 'What technologies do you see having the greatest impact on your company in the next five

years?', the top answer was AI and machine learning (Source: Voya Investment Management, 2023). However, outside of the technology sector, some companies have started to see slower end demand as the economy slows, so it is still unclear if positive momentum from AI can carry over into the broader equity markets over an extended period.

If we are in fact, entering a global economic slowdown, AI-related investments in areas such as productivity enhancement and automation, should help companies better navigate such an environment. The developments around generative AI and GPT technology are a further demonstration that long term demand for companies within AI infrastructure should remain strong, given the computing requirements for training complex AI models.'

Daleep Singh

Chief Global Economist, PGIM Fixed Income



What is the economic outlook for 2024?

'The inflation picture in Europe appears more fraught than in the US, as the sharp rise in energy prices following Russia's invasion of Ukraine continues to work its way through non-energy goods and services. Moreover, the prospect of continued energy volatility due to inelastic supply in the region will likely persist for years to come.

These worries have tilted ECB policy in favour of a higher-for-longer posture to avoid prolonged above-target inflation from becoming entrenched. The forceful transmission of tighter lending standards in a bank-centric financial system has resulted in an unpleasant mix of weak domestic demand against a backdrop of still elevated inflation. The European economy also faces mounting structural headwinds.

Its traditional growth engine of German exports appears to be fading and no longer represents a reliable source of growth, especially with the mounting uncertainty surrounding China's economic picture.

As a result, we believe that the ECB may also have concluded their rate hiking cycles, particularly given the region's lingering vulnerability to an energy shock. However, the ECB could still look to tighten policy by accelerating the pace at which securities purchased during the pandemic roll-off of its balance sheet. An acceleration poses the risk of further tightening credit conditions and weakening domestic demand for Italian government debt amidst the country's unpalatable combination of higher deficits and slowing growth, possibly pushing the yields on Italian government debt wider relative to bond yields.'

'The ECB could still look to tighten policy.'



Chris Iggo

CIO, AXA IM Core & Chair, AXA IM Investment Institute

'We are close to the apex of the interest rate cycle.'

Which asset classes are most attractive?

'The last two years have seen an unprecedented tightening of monetary policy. In 2022 this reflected the inflation shock following the pandemic and the Russian invasion of Ukraine. In 2023 it continued as central banks sought to ensure that medium term inflationary expectations remained anchored close to 2%. Market returns have been disappointing through this period. Looking forward, we are close to the apex of the interest rate cycle. The main beneficiary of this will be fixed income asset classes given that the risk premium in the interest rate yield curve has risen the most. Higher yields and three years of underperformance should mean higher returns from fixed income going forward.'

Within fixed income, corporate credit is

the most attractive area. Highly rated companies that issue debt are unlikely to face significant credit issues, even if the economic environment does deteriorate from here. Years of low interest rates have allowed balance sheets to be strengthened with debt profiles extended. Average interest costs remain low, even for those companies that must refinance some of their borrowing. Meanwhile, investors will benefit from the additional yield available on corporate bonds, around 160 basis points relative to government bonds. This should generate a positive excess return, which is attractive over a multi-year time horizon, because of the compounding of total yields of around 4.5%. As inflation recedes, central banks will shift towards an easier stance, benefitting investors in fixed income from some shift down in yields in 2024.'

Ewout van Schaick

Head of Sustainable MAS, Goldman Sachs Asset Management



What are the main opportunities and threats for 2024? What about AI?

'We expect continued disinflation in the US and Europe, largely due to growth levels that are expected to remain below their historical trend. We also expect a further normalization of labour market imbalances, resulting in further loosening of labour market conditions in both regions. This should keep central banks on hold and might trigger markets to price in rate cuts over the medium term. This would be positive for US and European government bonds as we move beyond the peak of the hiking cycle. As we progress deeper into 2024, we could see a bull steepening of yield curves as front-end rates could start to reflect lower policy rates.'

Turning our attention to the equity markets, the seemingly high valuations of US equity markets deserve a deeper analysis. When excluding the so-called Magnificent Seven, the S&P500 is offering an equity

risk premium of 4.2%, which is in line with the average observed during the 2003-2008 period when interest rates were in similar territory. Current earnings per share expectations are slightly below trend growth. However, there is the risk scenario for 2024 that equity markets will be surprised if growth turns out to be worse than anticipated next year due to the financial tightening already in the pipeline. The earnings guidance was already weak in Q3 2023, however the 2024 earnings have not been revised down yet.'

On a more positive note, the opportunities in the AI space do not seem to be reflected in equity valuations or growth expectations at the moment. Big Tech names are incurring capex to build out their AI offerings and in 2024 should start showing some revenue from these products. If AI's promise materializes next year, there is a strong potential for upside in the equity market.'

'If AI's promise materializes next year, there is a strong potential for upside in the equity market.'



Siegfried Kok

Senior Portfolio Manager, OBAM Investment Management

‘2024 wordt het jaar van AIRSTING.’

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘2024 wordt het jaar van AIRSTING: Artificial Intelligence, Rente, Schulden, Turbulentie, Inflatie, (hoop op) Normalisatie & Geo-politieke onzekerheden.

Aandelenmarkten zullen ook in 2024 gedomineerd worden door inflatieontwikkelingen en het hieraan gekoppelde (rente)beleid van de centrale banken. Gaan centrale banken de korterentetarieven al terugschroeven in 2024 of niet? Zal de kerninflatie verder dalen? Er zal meer focus komen op de negatieve economische effecten van voorgaande renteverhogingen. Dit hoeft niet direct slecht te zijn voor aandelenmarkten als dat ook betekent dat de rente- en inflatieverwachtingen omlaag komen, zolang we maar niet in een diepere economische of winst-recessie voor bedrijven belanden. Zeker na een zeer lange periode van ultra lage kapitaalmarktrentes zullen de gevolgen van de forse en snelle renteverhogingen steeds

meer naar voren komen voor diverse bedrijfsmodellen. De komende tijd zullen er nog veel schulden geherfinancierd moeten worden tegen een duidelijk hoger renteniveau en dat zal ook nog wel de nodige ongelukken kunnen opleveren voor hoog gefinancierde bedrijven. Oplopende (overheids)schulden zullen sowieso een thema blijven, aangezien dit zowel in Europa als in de VS extremere vormen aanneemt waarop een keer moet worden ingegrepen. Verder zullen diverse geopolitieke spanningen ook in 2024 aanhouden. De oorlogstaferelen in Oekraïne en Israël, de spanningen tussen China en Taiwan en het blijvende conflict over handel en toegang tot hoogwaardige technologie tussen de VS en China. Ten slotte zullen de ontwikkelingen rondom kunstmatige intelligentie een dominant thema blijven, aangezien we vele toepassingen steeds breder in gehele bedrijfstakken zullen zien. Al met al weten we één ding zeker: 2024 zal wederom een turbulent jaar gaan worden.’

Mike Gitlin

President & CEO, Capital Group

Which asset classes are most attractive?

‘Where are we now as we head into 2024? I believe we’re on the cusp of a major transition, one where long-term investors can find attractive income opportunities as central banks pivot from restrictive monetary policy to something that looks much more benign.

Turbulent markets in 2022, plus the prospect of relatively high yields in money markets, led investors to flock to cash-like alternatives. Cash investments still look compelling to many investors today, but the Fed appears to be nearing a turning point. History teaches us that this may be an opportune time to shift back to stocks and bonds. If you agree that the Fed is nearly finished hiking and that cash yields may decline over time, the question is: where to invest now? After the Fed’s

final hike in the last four cycles, equity and fixed income returns were both strong in the year that followed.

Importantly, for long-term investors, these sectors maintained relative strength over a five-year period.

Inertia can be a very powerful force, especially 5% cash yield-induced inertia.

Investor emotions are real. Past losses sting for a long time, and today’s seemingly attractive rates on money markets feel good. But as investors, we know that markets don’t idle for long. Investors could become stuck in cash if they wait too long to get back into the market, as better potential opportunities emerge.

We focus on helping investors achieve long-term success. I firmly believe that the best path toward that goal is through stock and bond markets.’



‘Investors could become stuck in cash if they wait too long to get back.’



Han Dieperink

CIO, Auréus

‘Japan is nog altijd extreem goedkoop en profiteert van de normalisering van de inflatie.’

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

‘Het is lang geleden dat er met een gebalanceerde portefeuille zoveel viel te verdienen. Door de stijging van de rente ligt het winstrendement op aandelen nu op hetzelfde niveau als het aanvangsrendement op obligaties. Tot op heden daalde de inflatie vooral door verbeteringen aan de aanbodzijde. Centrale banken remmen de vraagzijde en dat zorgt er volgend jaar voor dat de inflatie in de VS beneden de 2% kan uitkomen. Oplopende werkloosheid en stijgende productiviteit geven de centrale bank ruimte om de rente te verlagen. Dat is goed voor obligaties. Die stijgende productiviteit wordt mogelijk gemaakt door AI, waardoor ook bedrijfswinsten kunnen stijgen. Dat is weer goed voor aandelen.’

Voor Europa dreigt een stagflatiescenario. De inflatie is hoger in Europa, maar dat komt vooral door internationaal bepaalde energieprijzen. Daar kan de ECB betrekkelijk weinig aan doen. Europese bedrijven zijn veel minder winstgevend dan Amerikaanse bedrijven. Door de vergrijzing stagneert hier de consumptie. Europa moet het hebben van de export en met dure energie en dure arbeid is dat niet eenvoudig. Mogelijk kan in de VS opnieuw een recessie worden voorkomen. Naast de positie in de VS gaat de voorkeur uit naar Aziatische markten, die profiteren van een zwakkere dollar. China wint in snel tempo marktaandeel op verschillende gebieden, waaronder elektrische auto's en alles rondom de energietransitie. Japan is nog altijd extreem goedkoop en profiteert van de normalisering van de inflatie. De meest favoriete opkomende markt is Vietnam.’

Maurice Geraets

Senior Investment Strategist, Achmea Investment Management

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

‘De wereldeconomie heeft te maken met een lastige macro-economische omgeving. De groei-inflatie-trade-off is per saldo ongunstig. De Amerikaanse economische groei is momenteel nog robuust, maar in de eurozone en in China hapert de groeimotor. De inflatie is in 2023 afgekoeld, maar de kerninflatie ligt nog steeds boven de doelstelling van centrale banken. De centrale banken in de VS en in de eurozone zullen de beleidsrente dan ook nog langere tijd op de huidige niveaus houden om de inflatie verder in te dammen. De piek in de beleidsrentes lijkt bereikt, maar een versoepeling van het monetaire beleid op korte termijn is onwaarschijnlijk. Het krappe monetaire beleid en de gestegen lange rentes zullen

de economische groei in 2024 onder druk zetten. Daarnaast zorgen de (geo)politieke ontwikkelingen voor extra onzekerheid.

Een dergelijke uitdagende beleggingsomgeving illustreert het belang van effectieve diversificatie. Inflatiegevoelige beleggingen, waaronder ook grondstoffen, blijven een belangrijk onderdeel van een robuuste beleggingsportefeuille vanwege de aanhoudende inflatierisico's en geopolitieke onzekerheden. De verwachte rendementen voor de middellange termijn voor de vastrentende waarden zijn een stuk hoger dan een aantal jaren geleden, door de gestegen rentes. Aandelen uit ontwikkelde markten daarentegen ogen per saldo kwetsbaar door de relatief hoge waardering en de matige economische groeivoorzichten.’



‘De piek in de beleidsrentes lijkt bereikt.’



Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office

‘Het ziet er voor aandelen helemaal niet zo slecht uit.’

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

‘Wij zien in 2024 een omgeving met een vertragende groei en inflatie, en centrale banken die klaar zijn met het dichtdraaien van de geldkraan en een begin maken met renteverlagingen.

Rentes op staatsobligaties zijn dit jaar verder opgelopen en bieden in een dergelijke omgeving echt weer een aantrekkelijk alternatief. We verwachten wel dat de termijnpremie nog wat verder kan oplopen door de grote kapitaalbehoeftes van overheden en quantitative tightening door centrale banken. Doordat deze termijnpremie in onze ogen minder zal toenemen dan wat we aan nominale rentedaling verwachten, als gevolg van vertragende inflatie, verwachten we naast de coupon ook nog wat koerswinst voor obligaties.

Ondanks de economische groeivertraging wordt er toch winstherstel voor bedrijven verwacht, met name Amerikaanse. Wij zijn

met een verwachte winstgroei van rond de 5% in 2024 wel iets conservatiever dan de consensus. Met wat teruglopende rentes kunnen aandelenwaarderingen naar onze mening ook iets omhoog en ziet het er voor aandelen helemaal niet zo slecht uit. Binnen aandelen blijven we voornamelijk positief over Amerikaanse aandelen, en dan vooral over groeiaandelen die we veel in de technologiehoek vinden. Naast dalende rentes hebben dergelijke bedrijven ook de wind mee, met AI als belangrijke groeifactor.

In de geschetste economische omgeving verwachten we voor beide grote asset classes positieve resultaten, waarbij obligaties risicogewogen wat in het voordeel zijn. We gaan het jaar in met een neutrale weging. Dat geldt ook voor de beleggingscategorieën die er qua risico/rendement wat tussenin liggen, zoals vastgoed. Over grondstoffen zijn we minder enthousiast, hoogstens zo nu en dan als hedge tegen bijvoorbeeld geopolitieke spanningen.’

Edin Mujagić

Chief Economist, OHV Vermogensbeheer

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen? En voor AI?

‘2024 lijkt een jaar te worden waarin de economische activiteit afkoelt, langetermijnrentes hoog blijven en inflatie, hoewel verder dalend, te hoog blijft. De centrale banken zullen door dat laatste niet de gebruikelijke reflex kunnen laten zien als de economie wind tegen krijgt, namelijk hun rentes sterk verlagen. De aanhoudend te hoge inflatie zal dat grotendeels in de weg staan. Ondertussen blijven de spanningen op geopolitiek vlak behoorlijk, zeker naarmate het einde van het jaar nadert en de Amerikanen hun president voor de komende vier jaren kiezen.

Het zou mij niet verbazen als door dat alles op de financiële markten en daarbuiten het besef ontstaat dat de (economi-

sche) omgeving niet alleen ingrijpend, maar ook structureel is veranderd. Het jaar 2024 kan zo gezien een keerpunt worden.

AI en toepassingen daarvan zullen dan nog meer gezien worden als dé oplossing voor allerlei economische uitdagingen voor de toekomst, zoals de strijd tegen klimaatverandering en de gevolgen ervan, of de vergrijzing en als gevolg daarvan een toenemende schaarste aan arbeid. Het is daarom te verwachten dat er wereldwijd nog meer geïnvesteerd zal worden in onderzoek en ontwikkeling van AI en toepassingen ervan. Het verleden leert ons dat zoiets doorgaans de omslag naar andere én betere tijden inluidt. 2024 biedt daarmee een kans om voor te sorteren op die toekomst.’



‘Het jaar 2024 kan een keerpunt worden.’



Oliver Blackburn

Portfolio Manager, Multi-Asset Team, Janus Henderson Investors

'Euro high yield markets offer good yields.'

Which asset classes are most attractive?

'It is difficult to identify many areas of markets that look outright attractive while inflation is still above central bank targets and recession risks look elevated. As a result, we are seeking to maintain higher levels of diversification in portfolios. For US investors, higher interest rates and lower inflation make it easier to find assets that offer better initial entry points. However, the starting base is harder for euro-based investors where interest rates are only just surpassing inflation. With yield curves inverted, higher-quality fixed income assets are still often struggling to deliver yields above the current rate of inflation. At the same time, global equities are far from cheap, and earnings expectations remain close to peak levels. This leaves equity

markets at risk of further falls, if economic growth slows meaningfully.

That said, some assets offer the prospect of better returns across a range of scenarios. Cash and short-term government debt now offer better absolute returns than over the last decade, particularly with inflation likely to continue to slow.

European investment grade bonds offer potentially attractive returns over the medium term, having priced a greater probability of recession than other areas of credit. The lower duration and higher credit spreads on offer, compared to the US market, leads to greater likelihood of positive returns in the medium term. Similarly, euro high yield markets offer good yields, but investors may want to consider active managers as default rates are rising.'

Peter van der Welle

Multi-Asset Strategist, Robeco

Welke asset classes zijn het meest aantrekkelijk?

'In onze visie zal 2024 de zwanenzang van smetteloze desinflatie inluiden. We voorzien een transitie van het vigerende 'goudlokjes'-scenario naar een 'banenrijke economische stagnatie': een fragiel macro-economisch evenwicht dat uiteindelijk uitmondt in daadwerkelijke stijging van de werkloosheid in G7-economieën. Waarschijnlijk zal de werkloosheid eind 2024 beduidend meer zijn dan de 0,3% stijging die centrale banken hebben ingetekend. Reden hiervoor is dat desinflatie typisch gepaard gaat met een groter banenverlies zodra de Philipscurve vlakker wordt in een meer gematigde inflatie-omgeving. Tevens verwachten we dat de immuniteit van bedrijven en huishoudens tegen renteschokken langzaam begint af te kalven, gelet op de herfinancieringskalender. De laatste loodjes in de verkrappingscyclus blijken uiteindelijk dus het zwaarst. Echter, de financiële situatie van bedrijfsleven en huishoudens is veelal voldoende veerkrachtig om een klassieke recessie in 2024 af te wenden.

We voorzien in 2024 een terugkeer van de negatieve correlatie tussen aandelen en staatsobligaties. We zijn met name enthousiast over het korte eind van de rentecurve, maar zien ook kansen in de zeer gunstig gewaardeerde yen en in hoogrendende bedrijfsobligaties, zodra de kredietrisico-opslagen 200 tot 250 basispunten zijn uitgelopen vanaf de huidige niveaus. De rentecurve kan steiler worden in de eerste helft van 2024. Hoewel het leeuwendeel hiervan bull-steepening zal zijn, valt een verdere bear-steepening niet uit te sluiten, uit zorg over het langetermijninflatierisico als gevolg van fiscale dominantie, met name voor de VS. We verwachten een moeizaam jaar voor aandelen. De huidige dubbelcijferige winstverwachtingen voor ontwikkelde markten in 2024 zijn naar onze mening duidelijk te optimistisch. In ons basisscenario voorzien we, net als de consensus, milde contractie van de koers-winstverhouding. Een duidelijk opwaarts risico voor ons basisscenario is een sterker dan verwachte daling van de reële rente, die weer lucht blaast in de aandelenwaarderingen.'



'We voorzien een terugkeer van de negatieve correlatie tussen aandelen en staatsobligaties.'



Keith Wade

Hoofdeconoom, Schroders

'Aan de volgende fase van desinflatie zal een prijskaartje hangen.'

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

'De financiële markten rekenen op een zachte landing van de economie. Maar ondanks het optimisme staat de wereld-economie voor een aantal uitdagingen. Niet alle economieën blijken zo veerkrachtig als die van de VS. De inflatie is weliswaar gedaald, maar zeker nog niet verslagen.

De groeivoorzichten in 2024 hangen grotendeels af van de ontwikkeling van de inflatie. De algemene inflatie is sterk gedaald in de grote economieën dankzij de daling van de voedsel- en energieprijzen. Als deze buiten beschouwing worden gelaten, is de daling van de kerninflatie minder indrukwekkend.

De daling van de inflatie tot nu toe was 'eenvoudig'. De basiseffecten van de stij-

ging van de voedsel- en energieprijzen zouden uiteindelijk door de inflatie-indices heen spoelen. Aan de volgende fase van desinflatie zal een prijskaartje hangen: de werkloosheid in de VS loopt volgend jaar op tot 4,8%. Een recessie is weliswaar van tafel, maar het moeilijke deel van het terugdringen van de inflatie begint nu pas.

Zowel de ontwikkelde als de opkomende economieën zullen vertragen in lijn met de VS en China, verwachten we. We menen nog steeds dat de inflatie verder zal dalen, hoewel dit een vertraging vereist van de wereldwijde groei tot 2,1% in 2024. De landing voor de wereld-economie zal niet zo hard zijn als voorheen gedacht, maar 2024 zal nog steeds het zwakste jaar in een decennium zijn, het pandemiejaar 2020 buiten beschouwing gelaten.'

Jitzes Noorman

Delegated CIO & Investment Strategist, Columbia Threadneedle Investments

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

'De macro-economische ontwikkelingen zijn minder onzeker dan een jaar geleden. De inflatie heeft een aanzienlijke daling laten zien, al is de kerninflatie nog te hoog en hardnekkig. Analisten gaan uit van een inflatie tussen de 2% en 2,5% de komende jaren in de eurozone. De Fed en de ECB hebben het eind van de verkrappingscyclus bereikt. De vraag in 2024 zal zijn of en hoeveel de centrale banken de rentes alweer zullen verlagen.

Er is zelfs weer sprake van enig groei-optimisme, gedreven door die dalende inflatie en een nog steeds sterke arbeidsmarkt. Het consumentenvertrouwen laat weer enig herstel zien. Daardoor is recessie geen basisscenario meer, maar een risicoscenario. Toch zijn de groeivoorzichten nog niet uitbundig. Redenen zijn de hoge rentes, problemen in de vastgoedmarkt, afnemende winstmarges en de beperkte fiscale ruimte voor stimulus.

Belangrijke thema's en drijvers zijn nog steeds de geopolitieke fragmentatie, de oorlog in Oekraïne, een conflict tussen de VS en China, en klimaatverandering. Daar is politieke onzekerheid bij gekomen, met de Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2024.

Risicovolle obligaties hebben een aantrekkelijke risico-rendementsverhouding, ten opzichte van zowel staatsobligaties als aandelen. Ook commodities en met name catastrofe-obligaties scoren dit jaar wederom goed in ons Capital Market Assumptions-model.

Tot slot is het systeemrisico afgenomen, blijkt een lagere volatiliteit als ook een lagere correlatie tussen individuele aandelen. Voor systeemrisico is in de aandelenmarkt echter concentratie-risico in de plaats gekomen. En in de obligatiemarkt is weer sprake van kredietrisico, zowel wat betreft staatsobligaties (toenemende staatsschuld) als wat betreft bedrijfsobligaties (toenemend aantal faillissementen):



'Recessie is geen basisscenario meer.'



Lukas Daalder

Chief Investment Strategist, BlackRock

'Er is al aardig wat slecht nieuws ingeprijsd.'

Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor 2024? En voor AI?

'De afgelopen twee jaar hebben financiële markten voornamelijk in het teken gestaan van de onverwachte stijging van de inflatie en de bijbehorende correctie die daardoor heeft plaatsgevonden in de rentemarkt. Het zou leuk zijn om te denken dat hiermee de grootste onzekerheid inmiddels wel uit de markt is, maar wellicht is het toch nog wat vroeg om de vlag uit te hangen. Structurele factoren als vergrijzing (krappe arbeidsmarkten), de energietransitie (oplopende economische schade) en geopolitieke polarisatie (Amerikaanse presidentsverkiezingen) kunnen ook volgend jaar weer het nodige zand in de raderen van de wereld-economie strooien. Wij schatten in dat de risico's voor groei aan de onderkant en voor inflatie aan de bovenkant liggen. Ook de beperkte fiscale discipline die we op dit moment met name in de VS zien, zou er wel eens toe kunnen leiden dat kapitaalmarkt-

rentes ook volgend jaar wederom centraal kunnen komen te staan.

De opkomst van AI kan hierbij overigens als tegenhanger dienen, waarbij er juist sprake kan zijn van een sterke productiviteitswinst en daarmee gepaard gaande lagere inflatie. De ervaring leert echter dat waar de financiële markten bepaalde thema's al snel omarmen, de gevolgen voor de onderliggende economie vaak pas na enige jaren voelbaar zullen zijn. Of dit voor 2024 een grote rol zal gaan spelen, kun je je afvragen.

Zwakke groei en inflatie die wellicht wat langer hoog blijft, dat klinkt misschien niet als een bemoedigende omgeving voor financiële markten, maar daar kan één kanttekening bij geplaatst worden: er is al aardig wat slecht nieuws ingeprijsd. Anders dan twee jaar geleden valt er inmiddels weer het nodige te kiezen, waarmee TINA gelukkig ten grave gedragen kan worden.'

Daniel Morris

Chief Market Strategist, BNP Paribas Asset Management

Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2024?

'In 2024 zal de 'brandstof' die de economieën in 2023 aan de gang hield, bijna opraken. In de VS zullen huishoudens binnenkort hun spaaroverschotten hebben uitgegeven en zullen de bedrijfsinvesteringen afnemen. Europa is kwetsbaarder voor recessierisico's dan de VS. De fiscale steun kan omkeren als regeringen zich richten op schuldvermindering. Wat China betreft, kijken we naar de lange termijn. Het oplossen van de huidige conjuncturele problemen kan de groei stimuleren en de assetprijzen helpen herstellen in 2024.

Tegelijkertijd kunnen we verwachten dat in veel ontwikkelde markten krappere financiële voorwaarden op de economische groei en de bedrijfswinsten zullen drukken, waardoor aandelen onder druk komen te staan. Nu de centrale banken de rente beginnen te verlagen om de groei te ondersteunen, zien we de aantrekkingskracht van een lange looptijdpositie in obligaties.

AI moet de komende jaren innovatie en creatieve destructie blijven stimuleren. Het zal de rest van het decennium waarschijnlijk een belangrijke aanjager zijn van de vraag naar halfgeleiders, terwijl de indrukwekkend brede toepasbaarheid ervan aandelen buiten de technologiesector, waaronder de gezondheidszorg en het onderwijs, zou kunnen helpen ondersteunen.

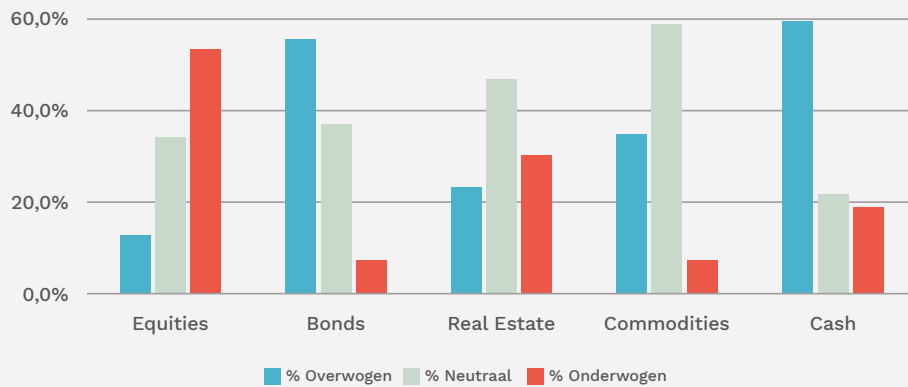
Binnen private assets zien we voor infrastructuur debt-beleggers een pijplijn van kansen, waaronder kansen die verband houden met de overgang naar een duurzame economie.

Wij zijn van mening dat er uiteenlopende mogelijkheden zijn om ecologische duurzaamheid te bevorderen en te behouden, de energietransitie te bespoedigen én te zorgen voor een rechtvaardige overgang naar een CO₂-arme economie. Ook in 2024 blijven we inzetten op duurzaamheid.'



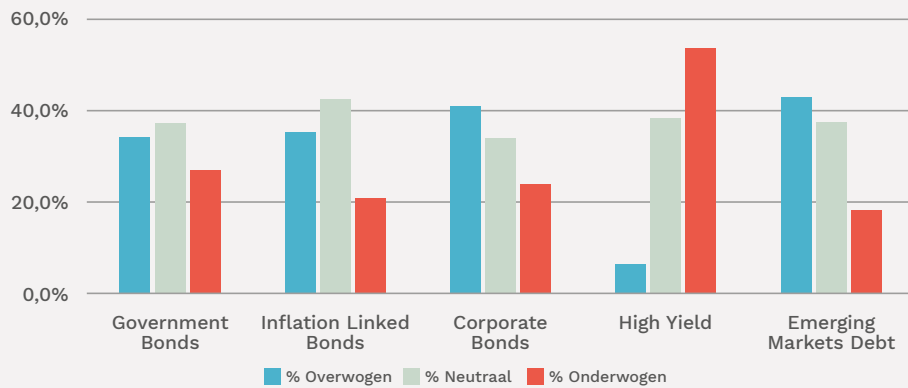
'We zien de aantrekkingskracht van een lange looptijdpositie in obligaties.'

FIGUUR 1: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID ASSET CLASSES PER 31/10/2023



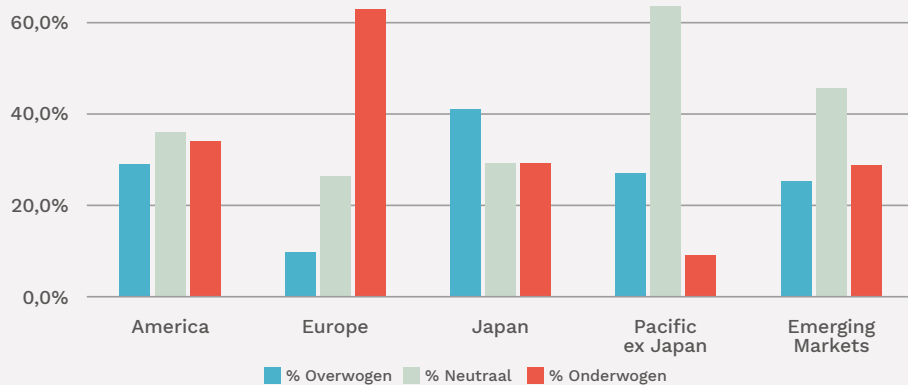
Bron: Alpha Research

FIGUUR 2: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID OBLIGATIES PER 31/10/2023



Bron: Alpha Research

FIGUUR 3: RELATIEVE AANTREKKELIJKHEID AANDELEN PER 31/10/2023



Bron: Alpha Research

CONCLUSIE

Luisterend naar al deze experts lijkt volgend jaar het jaar van mindering te gaan worden: verder afremmende economische groei, vooral in Europa en China, dalende inflatie, dalende rentes en dalende winsten. Gelukkig is een recessie van tafel, maar zoals een van de experts zegt: 'Het moeilijke deel van het terugdringen van de inflatie begint nu pas.'

De beste kansen liggen in obligaties, vooral in die met een lange looptijd. Ofschoon aandelen er bekaaid afkomen in de outlook, bieden ook die voor de lange termijn een goed instapmoment in 2024. Japan en de yen lonken, net als AI en aandelen gezondheidszorg.

Bedreigingen komen van de geopolitieke situatie, de toenemende volatiliteit op de aandelenmarkten, de kans dat de inflatiedaling doorschiet naar deflatie, de noodzakelijke herfinanciering van veel schulden tegen een hoger renteniveau, de oplopende overheidsschulden die qua omvang extremere vormen aannemen, en de mogelijke verrassingsreactie op de markt als blijkt dat de economische groei toch nog lager is dan verwacht.

Inzoomend op de consensus-grafieken van Alpha Research ten aanzien van de gemiddelde asset allocatie van 70 asset managers blijkt dat aandelen nog steeds zijn onderwogen, maar 'voorzichtig laten

we het absolute pessimisme achter ons', aldus Eelco Ubbels, Directeur van het adviesbureau. Wat wel opvalt is dat cash, samen met fixed income, nog steeds king is. Een verrassende draai in 2023. 'Fixed income veranderde van zwaar oninteressant in 2023 naar neutraal nu: de grootste ommezwaai in tien jaar tijd,' aldus Ubbels. Alle fixed income-categorieën behalve high yield zijn aantrekkelijker geworden voor 2024. 'High yield blijft in het verdomhoekje zitten, vanuit historisch perspectief op een all-time low.'

Dankzij de ontwikkelingen op het gebied van AI gaat IT de beste winstgroeiontwikkeling tonen komend jaar. Het blijft de vraag of dat momentum van AI ook overslaat naar andere sectoren, zelfs met de hoge productiviteitswinsten en daardoor lagere inflatie die daarmee in het verschiet liggen. Of, zoals een van de experts het stelt, '2024 biedt daarmee een kans om voor te sorteren op die toekomst.'

Zo luiden we het nieuwe jaar in met nog twee passende vooruitblikken: 'Het zou mij niet verbazen als het besef ontstaat dat de (economische) omgeving niet alleen ingrijpend, maar ook structureel is veranderd. Het jaar 2024 kan zo gezien een keerpunt worden.' 'AI met al weten we één ding zeker: 2024 zal wederom een turbulent jaar gaan worden.'

Nederland en Europa: wat leert de renaissance ons?

De integratie van Nederland in Europa: door sommigen verketterd en door anderen als noodzakelijk beschouwd. Een gesimuleerde pausverkiezing in de renaissance-colleges van historica Ada Palmer (University of Chicago) biedt een boeiend perspectief.

In een essay beschreef Palmer de simulatie van de verkiezing van de paus in de renaissance. Zij bootst die verkiezing – vier keer tot nu toe – met studenten na tijdens haar ‘Italian Renaissance Class’. Elke student participeert in dat proces als individu met een eigen pakket aan informatie over zijn/haar positie, doelen, achtergrond, persoonlijkheid, vijanden en medestanders, middelen, geld, titels, vermogen, leger, neven en nichten voor uithuwelijking, contracten die de betreffende student wel of niet kan tekenen, artiesten en leraren die gebruikt kunnen worden om invloed te vergroten en/of te verhandelen (‘ik geef je Leonarda als je mij drie legers geeft om mijn stad te beschermen’) enzovoort.

De rollen variëren. Er zijn machtige kardinalen met aanzienlijke economische bronnen en invloedrijke netwerken, maar ook kardinalen die met schulden, kwetsbaarheden en kortetermijnnoden in de eigen steden kampen en daardoor een ondergeschikte positie hebben. In de geheime kamer in de oneraardse gewelven huizen de gekroonde ‘Hoofden van Europa’ – de koning van Frankrijk, de koningin van Castilië en de Heilige Roomse Keizer – die geheime orders sturen naar hun medestanders in het conclaaf, de bijeenkomst van kiesgerechtigde kardinalen voor de verkiezing van de paus, om de verkiezing voor hen gunstig te beïnvloeden.

Destijds was de positie van de paus aanzienlijk wereldser dan nu. De macht en de invloed van de rijke katholieke kerk op de wereldpolitiek was groot. Zo werd de strijd tussen Portugal en Spanje over de verdeling van Zuid-Amerika opgelost door de paus.

Wat is de relevantie van deze gesimuleerde paus-verkiezing nu voor Nederland en haar relatie met Europa?

Palmer geeft inzicht in de uitkomsten van haar simulatie. Het startpunt is om geen specifieke uitkomst te verkrijgen. De verschillende spelers in de simulatie krijgen zo accuraat mogelijk de bronnen en doelen van hun historische figuren.

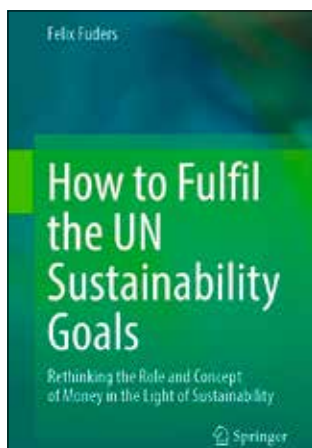
Sommige uitkomsten zijn vergelijkbaar genoeg om te kunnen stellen dat zij bepaald zijn door de spelers met de grootste economische en politieke krachten. De leidende kandidaten blijken onvermijdelijk de kardinalen met de meeste macht. Gewoonlijk is er ook een ‘wildcard’-kandidaat die de representant van een coalitie van mindere goden is. Om tot paus te worden verkozen zijn 14 stemmen nodig. Opvallend: de winnaars krijgen niet dezelfde 14 stemmen. Dientengevolge verschillen de uitkomsten sterk. De winnaar vertegenwoordigt echter altijd de grote krachten. De sterken blijven sterk, geld is macht, bloedbanden zijn belangrijker dan beloften, deugden zijn manipuleerbaar en uiteindelijk wordt een slechte man de paus. Oorlogen liggen altijd om de hoek. Waar en hoe verschilt sterk. De ‘koopsom’ die de nieuwe paus aan medestanders moet ‘betalen’, bepaalt waar de oorlogen plaatsvinden, of de inquisitie toleranter wordt, wie de koning van Napels wordt, et cetera.

Net als Acemoglu en Robinson in ‘Why Nations Fail’ concludeert Palmer dat de geschiedenis wordt bepaald door een reeks kleine, toevallige gebeurtenissen.

Een klein land als Nederland heeft een bijrol. Mits het in een alliantie met een grote bondgenoot opereert, kan Nederland niettemin invloed uitoefenen op de uitkomst van het onderhandelingsproces dat de komende decennia tussen China, de Verenigde Staten en Europa zal plaatsvinden. Drie grootmachten die de richting bepalen. Echter, in welke mate democratie, vrede en oorlog, gelijkheid, klimaat enzovoort gestalte zullen krijgen en/of houden, daaraan kan Nederland binnen Europa sturing geven. ■



Door **Thijs Jochems**,
Adviseur en Private
Investor

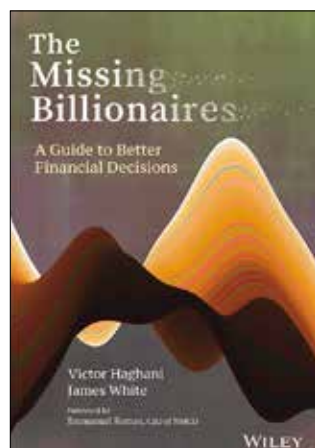


How to Fulfil the UN Sustainability Goals

Alle SDGs (op één na) houden direct verband met ons monetaire systeem. Wellicht de belangrijkste en toch minst erkende reden voor het falen van de markt in de benodigde sociaal-ecologische transformatie.

Felix Fuders,
Springer

tinyurl.com/FI2023-FFuders

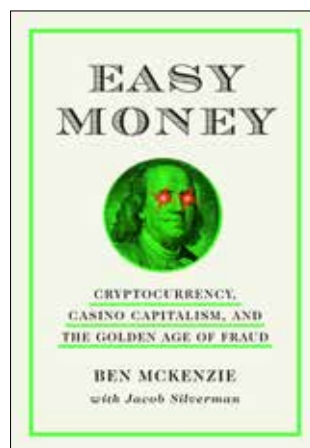


The Missing Billionaires: A Guide to Better Financial Decisions

Waarom zijn er zo weinig tweede generatie miljardairs? Een raamwerk voor het nemen van belangrijke financiële beslissingen op een systematische en rationele manier, een leven lang.

Victor Haghani & James White,
Wiley

tinyurl.com/FI2023-VHaghani

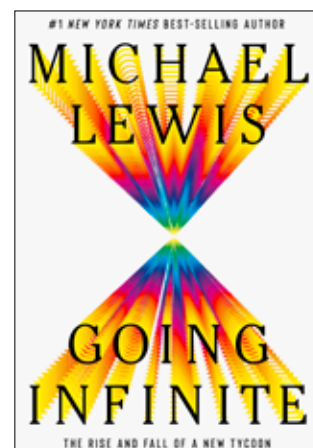


Easy Money: Cryptocurrency, casino capitalism and the golden age of fraud

Onderzoek naar crypto en de opmerkelijke crash ervan. Een praktijkgerichte blik op een 'perfect storm' van onverantwoordelijkheid en criminele fraude.

Ben McKenzie & Jacob Silverman,
Abrams

tinyurl.com/FI2023-BMcKenzie



Going Infinite: The Rise and Fall of a New Tycoon

Portret en financiële achtbaanrit van Sam Bankman-Fried, die nooit van regels hield en volgens zijn eigen regels leefde, totdat het hele kaartenhuis ineenstortte.

Michael Lewis,
W. W. Norton & Company

tinyurl.com/FI2023-MLewis



PAPERS

Why Do Index Funds Have Market Power?

Ondanks vermeende voordelen van beleggen in indexfondsen blijven veel fondsen duur en lijken beheerders flinke marktmacht te hebben. Een model als mogelijk antwoord.

Zach Brown et al.,
Harvard Business School,
working paper

tinyurl.com/FI2023-ZBrown



Stock returns and inflation expectations: evidence from 20 major countries

Onderzoek naar de relatie tussen aandelenrendementen en inflatieverwachtingen voor 20 ontwikkelde landen toont een negatief verband bij 18 landen.

Thomas Chiang,
Quantitative Finance and
Economics 7-4 (2023), p538

tinyurl.com/FI2023-TChiang



The role of interest in the unsustainability of growth

Is het concept van rente verenigbaar met zero growth? Dit model toont aan dat zowel rente als het rente-op-rente-effect op zichzelf niet bijdragen aan de groei van het bbp.

Jeroen van den Bergh & Ivan Savin,
Sustainability: Science,
Practice and Policy 19-1 (2023)

tinyurl.com/FI2023-JvdBergh



How Optimal Are Risk-Based Portfolios?

De theoretische optimaliteit van risk-based portefeuilles is vaak een bijzaak. Dit onderzoek suggereert echter dat risk-based regels voordelen hebben.

Redouane Elkamhi et al.,
Journal of Portfolio
Management 50-1 (2023-11), p19

tinyurl.com/FI2023-RElKamhi



Centrale bankiers aan de kant gezet door de geopolitiek?

Centrale banken hielden de afgelopen jaren economieën drijvende. Laat de geopolitiek ze nu zinken?

Gillian Tett schreef eerder dit jaar in de *Financial Times*: 'While economists used to quip that central banks were the 'only game in town' because markets danced to their tune, now they are being eclipsed by geopolitics.'

Tett wees voor die (her)nieuw(d)e impact van geopolitiek op economie en markten onder andere naar de verstoring van productieketens en aanvoerlijnen door geopolitieke spanningen en het begrotingsbeleid van overheden.

Het meest waarschijnlijke scenario voor de internationale betrekkingen de komende jaren is een voortdurende, waarschijnlijk intensiever wordende rivaliteit tussen Beijing en Washington, met tot gevolg meer ontkoppeling/blokvorming/deglobalisering, oplopende militaire spanningen in en rondom de Pacific, onenigheid over de vormgeving van het internationale systeem en meer botsingen over de aanpak van grensoverschrijdende problematiek, zoals de klimaatverandering en de energietransitie. Tegelijkertijd zal een toenemend aantal grote economieën moeite krijgen om de overheidsfinanciën op orde te krijgen en te houden.

Een verder verslechterende geopolitiek met toenemende ondermijning van globalisering en meer diversifiëring van aanvoerketens zal waarschijnlijk opwaartse druk op de inflatie houden. Die opwaartse druk zal versterkt worden door hoog blijvende overheidstekorten en -schulden, waarbij een zelfversterkend effect optreedt: niet alleen wakkeren de tekorten zelf de inflatie aan, maar centrale banken zullen huiveriger worden om de teugels veel strakker aan te halen uit angst dat hogere rentes overheden de das om doen. In dit licht bezien blijven inflation hedges dus op de langere termijn aantrekkelijk. Daarbij denken we in de eerste instantie aan goud.

Onroerend goed blijft een risicofactor gezien de (on)betaalbaarheid door hoge rentes.

We kunnen ons goed voorstellen dat meer dan de afgelopen paar decennia een geopolitieke vloer onder de olieprijs komt te liggen door de toegenomen risico's in de olierijke gebieden. Echter, prijzen boven de \$ 100 zien we niet snel gebeuren en in elk geval niet lang aanhouden, mocht het driecijferige niveau wel bereikt worden. Dergelijke hoge prijzen zullen de wereld-economie waarschijnlijk in een recessie storten en Saoedi-Arabië heeft voldoende reservecapaciteit om op tijd in te grijpen als bijvoorbeeld de Iraanse olie-export in elkaar stort door strengere sancties van de VS. Overigens, we zien de olieprijs vanuit politiek oogpunt ook gestut worden door regeringen die onder electorale druk op de rem gaan staan wat betreft hun vergroeningsambities.

De euro kan enerzijds profiteren van een toenemend wantrouwen jegens de Amerikaanse politiek en China's politieke koers en van de positie van de EU als relatief baken van juridische en politieke stabiliteit. Anderzijds is de EU meer dan de VS afhankelijk van internationale handel en energie- en grondstoffenimporten, waardoor meer protectionisme en oplopende risico's voor de energiezekerheid en aanvoerlijnen Europa harder zullen raken dan de VS.

Aandelen zullen het zwaar krijgen door het algehele geopolitieke en politiek-economische klimaat, het krappere monetaire beleid en de fors gestegen langetermijnrentes, waardoor obligaties aantrekkelijker zijn geworden ten opzichte van aandelen. En gezien de recordhoge winsten van de afgelopen tijd en het sterk gegroeide aandeel van winsten in het bnp van de meeste grote economieën, kunnen politici die naarstig op zoek zijn naar geld om hun electorale beloftes na te komen grote bedrijven gaan zien als bij kiezers weinig sympathie opwekkende en daarom uiterst geschikte pinautomaten. ■



Door **Andy Langenkamp**, Senior Political Analyst bij ECR Research

Fred Wouters

Van UWV Pensioenfonds Naar Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten (SPMS)



1983
Boxmeer

2009
Msc in Economics,
Universiteit van
Amsterdam (cum laude)

Proficiat met uw nieuwe stap. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

Goed! Het is mooi om te zien hoe bevlogen mijn nieuwe collega's zijn en hoe sterk de relatie met de achterban is. De mate van keuzebegeleiding aan deelnemers is voor mij een noviteit. Zo komt onder andere goed naar voren hoe deelnemers denken over ESG, een aandachtsgebied binnen mijn nieuwe functie.

U begon uw professionele carrière bij DNB. Wat heeft u daar gedaan?

Mijn loopbaan begon drie maanden na de val van Lehman Brothers. Het was een roerige en daardoor ontzettend interessante tijd. Ik kon me vastbijten in het toezicht op complexe financiële producten en de inrichting van Europees banktoezicht. Vervolgens heb ik de overstap gemaakt naar de asset management-afdeling van DNB, waar de deviezenreserves worden beheerd. Als ogen en

oren van de centrale bank in de financiële markten begon voor mij met het uitbreken van de eurocrisis opnieuw een leerzame periode. Achteraf bezien was DNB een perfecte leerschool.

Daarnaast heeft u ook in diverse functies gewerkt bij Kempen & Co, Bpf MITT en UWV Pensioenfonds. Kunt u kort aangeven welke kennis u op deze posities heeft opgedaan?

Na mijn CFA-opleiding merkte ik dat ik me graag breder wilde inzetten binnen vastrentende markten. Kempen bood deze mogelijkheid. Als LDI-Portfolio Manager was ik betrokken bij diverse LDI-transities van fiduciaire klanten. De wens tot verdere verbreding bracht me bij Pensioenfonds UWV. Daar hield ik me vooral bezig met de ontwikkeling en implementatie van het ESG-beleid. Daarnaast had de verbetering van de grip op de private markets en niet-genoteerde vastgoedportefeuilles mijn bovengemiddelde aandacht. Via via kwam een toezichthoudende rol bij Bedrijfstakpensioenfonds MITT op mijn pad. Het leek me interessant om voorbij de muren van het vermogensbeheer te kijken. Dat is boven verwachting gelukt. Ik voel me als een vis in het water in de pensioenwereld.

Hoe en wanneer bent u in contact gekomen met SPMS?

Na zes jaar bij Pensioenfonds UWV merkte ik dat ik nage-

noeg al mijn plannen en ideeën had uitgevoerd. Toen een recruiter me belde, twijfelde ik aanvankelijk nog, maar waagde ik toch de sprong. Het is een cliché, maar stilstand voelt als achteruitgang.

Op welk vlak kunt u de expertise die u eerder heeft opgedaan gebruiken bij SPMS?

Vooral op het vlak van ESG-beleggen. Het dynamische karakter van dit vakgebied en de soms sterke voorkeuren van betrokkenen maken het zowel een inhoudelijke als een communicatieve uitdaging.

Vindt u het een uitdaging om in deze nieuwe functie te beginnen?

SPMS heeft haar zaken goed op orde, maar er is altijd ruimte voor verbetering. Daarnaast staat de buitenwereld niet bepaald stil, ook met oog op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel.

Wat verwacht u als Senior Investment Manager bij SPMS te bereiken?

Een beter inzicht in de samenwerking tussen ESG, risico en rendement. Ik hoop de portefeuille weerbaarder te maken en een positieve bijdrage aan de maatschappij te leveren. Dit alles met behoud van rendement en draagvlak bij de achterban. Een interessante puzzel.

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

Ik hoop binnen het institutionele vermogensbeheer actief te blijven, eventueel vanuit de rol van Team Lead of meewerkend voorman. Ik ben te inhoudelijk gedreven voor een zuivere managementrol. Het inspireren van medewerkers en andere stakeholders, samen met het overdragen van kennis en kunde lijkt me een mooie stap. ■

Rogier van der Werf

is aangesteld als Client Service Manager bij Robeco. Hij is afkomstig van BinckBank, waar hij Business Manager was. Daarvoor werkte hij onder meer bij SNS Bank.

Martinus van Steeg

is aangetreden als Head of Investment Office bij Goldman Sachs Asset & Wealth Management in Den Haag. Hiervoor werkte hij 13 jaar lang bij NN Investment Partners North America. Eerder werkte hij bij ING Real Estate Finance.

Stef Bogaars

is toegetreden tot Principal Asset Management als Distributiehoofd Nederland en België. Hiervoor was hij Partner bij Capital Strategic Partners (CSP). Eerder werkte hij onder meer bij Ninety One, Morgan Stanley IM en Kempen Capital Management.

Maarten van der Spek

is aangetreden als Adjunct Professor Real Estate bij TIAS School for Business and Society. Hij blijft daarnaast actief als zelfstandig adviseur voor Spek Advisory. Van der Spek werkte eerder bij BNP Paribas REIM, ADIA, PGGM en ING Real Estate.

Lorraine Becker

wordt definitief Hoofd ESG bij DIF Capital Partners. Eerder was zij Principal Consultant bij ERM en vervulde ze verschillende rollen in milieuvadvis en duurzaamheid voor grote bedrijven in de energiesector.

Roger De Passe

is benoemd tot Hoofd Distributie Benelux bij Alumia. Hiervoor werkte hij onder meer bij AXA Investment Managers.

Arjen Dibbets

is aangesteld als Senior Investment Consultant bij Montae & Partners. Eerder werkte hij als Toezichhouder op het pensioenfonds van De Nederlandsche Bank en als Portfoliomanager voor ABN AMRO Asset Management.

Marco Brouwer

is toegetreden tot het bestuur van Pensioenfonds Horeca & Catering. Hij werkt sinds 2019 als Beleidsadviseur Pensioenen bij het CNV. Eerder werkte hij onder meer bij APG, Cordares en Zwitserleven.

Stefan Sielias

gaat aan de slag als Senior Portfolio Manager Real Assets bij Blue Sky Group. Hij komt over van CBRE Nederland, waar hij werkzaam was als Director Capital Advisors. Daarvoor werkte hij bij Kempen & Co.

Olivier van Hirtum

is begonnen als Head of Developed Market Equities Fundamental bij APG Asset Management. Hij was daar al sinds 2015 werkzaam als Sector Portfolio Manager. Eerder vervulde hij soortgelijke rollen bij BNP Paribas Investment Partners, Fortis Investments en ABN AMRO Asset Management.

Aschwiën Soekha

is benoemd tot Head of Listed Real Estate bij PGGM Investments. Hij werkt al sinds 2009 bij het bedrijf en houdt zich sinds 2020 bezig met Listed Real Estate.

Tanja Nagel, Jaco Aardoom, Theo Andringa, Erik Luttenberg en Daniëlle Melis

zijn toegetreden tot de nieuwe Raad van Commissarissen van DSI.

**Iris van de Looij**

is benoemd tot Hoofd Investment & Client Solutions bij InsingerGilissen. Zij komt over van DUFAS, waar zij vijf jaar lang Algemeen Directeur was. Daarvoor werkte zij onder meer bij Fortis MeesPierson, ABN AMRO Private Banking, Theodoor Gilissen en KBL European Private Bankers.

Robert Swaak

verlengt zijn huidige termijn als CEO van ABN AMRO met vier jaar. Hij vervult deze functie al sinds 2020. Zijn nieuwe termijn begint na afloop van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in 2024. Eerder werkte hij 12 jaar lang bij PricewaterhouseCoopers.

Gül Poslu

is toegetreden tot het bestuur van CFA Society Netherlands. Zij is momenteel werkzaam voor Goldman Sachs Asset Management als Executive Director Institutional Clients Coverage Benelux. Eerder werkte zij onder meer bij NN Investment Partners en Achmea Investment Management.

Renze Munnik

gaat aan de slag als Risicomanager bij Rabobank Pensioenfonds. Hij komt over van Probability & Partners, waar hij werkte als Risk Management Consultant.

Inge van den Doel, Vincent Stap en Raphie Hayat

zijn aangetreden als respectievelijk Voorzitter, Vicevoorzitter en Penningmeester van CFA Society Netherlands. Van den Doel is Directeur van PMT, Stap is Senior Financial Risk Manager bij Invest-NL, en Hayat is Senior Investment Strategist bij ASR.

Gijs Plantinga en Robert Wagenaar

worden respectievelijk Directeur Business Development en Directeur North American Investments bij Bouwinvest. Plantinga werkte eerder onder meer bij MN en het Ministerie van Buitenlandse Zaken. Wagenaar werkte eerder bij Annexum.

Olimpia den Hartogh

is toegetreden tot de directie van Wealth Management Partners. Zij was daar al Directeur Private Markets en Partner. Eerdere werkgevers waren Blue Sky Group en RobecoSAM.

Guido Baltussen

is aangesteld als Head of Quantitative Strategies - International bij Northern Trust Asset Management. Hiervoor was hij Head of Factor Investing & Co-head Quant Fixed Income bij Robeco.

Check onze website voor meer informatie over deze én andere moves:







Good things
happen when
experts come
together



Together, we're experts
in equities, bonds, ESG,
thematics and alternatives.

Experience
The Expert Collective

> IM.NATIXIS.COM

