

Goud: bescherming tegen mogelijke staartrisico's

Door Ronald Bruins Fotografie Cor Salverius Fotografie



Er is geen *one size fits all*-belegging voor elk economisch scenario. Goud is dat evenmin. Toch kan goud dienen als diversificatie in een portefeuille. Zo biedt het bescherming tegen mogelijke staartrisico's. Maar er zijn ook bedenkingen: is goud nu duur of goedkoop? Hoe bepaal je de waarde? Dat alles werd duidelijk tijdens de Ronde Tafel van Financial Investigator over goud, waarin de deelnemers vooral hun voorkeur uitspraken over het bezit van fysiek goud.

Voorzitter Harry Geels trapt de bijeenkomst af door te vragen hoe groot de marktkapitalisatie van goud is. Johan Palmberg geeft daar vanuit zijn expertise direct antwoord op. 'Als je praat over het deel dat boven de grond zit, hebben we het over meer dan 12,5 biljoen dollar. Ter vergelijking: de marktkapitalisatie van Amerikaanse aandelen bedraagt meer dan 60 biljoen. Goud wordt op verschillende manieren verhandeld. Je kunt op de spotmarkt fysiek goud kopen, je kunt in goud-ETFs beleggen, in aandelen van goudmijnbedrijven, en in futures. De markten zijn ook nog eens aan elkaar gelinkt en dat zie je terug in de krappe spreads.' Is de markt zo groot dat grote spelers deze niet kunnen beïnvloeden, wil Geels weten. 'Ja, de goudmarkt is groot en liquide. De markt zal niet worden beïnvloed door institutionele beleggers die een allocatie naar goud willen innemen. Dit ligt voor bijvoorbeeld zilver anders. Zilver is met een marktkapitalisatie van slechts 1,5 biljoen dollar een veel kleinere markt.'

Fear asset

Hoe nemen de investeerders goud mee in hun asset allocatie? Als een commodity, een valuta, een component van de hedgestrategie of iets anders? Jeroen Wilbrink: 'We beheren 50 miljard aan fiduciaire pensioenassets. Slechts een heel klein deel daarvan is toebedeeld aan goud en dan enkel als onderdeel van een bredere diversificatie in een commodities expo-

sure in multi-asset mandaten. Voor pensioenfondsen die al een breed gespreide portefeuille hebben, voegt goud weinig toe.' Jan Tol: 'Goud zien we ook als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta's. Het is een van de weinige assets die het ook in een stagflatiescenario goed kan doen.' Het is ook een fear asset, constateert Tol verder. 'In het algemeen waren de prestaties van goud goed wanneer de performance van financiële markten zwak of nerveus was.' Ralph Sandelowsky: 'Wij zien goud als een grondstof. Daardoor kunnen we binnen de sector metalen besluiten om meer of minder in goud te beleggen om zo waarde voor onze klanten toe te voegen.' Paul van Gent: 'Met een return van nul zie ik het niet als een asset class. Het is meer een psychologische belegging waar je wel of geen vertrouwen in hebt. Het lijkt dus meer op een valuta. Je krijgt er geen rendement op en er wordt geen waarde toegevoegd, zoals dat bij een bedrijf wel gebeurt. Dan blijft eigenlijk alleen de trust factor over. Daarmee is het ook als een crypto. Het biedt bijvoorbeeld voor een particulier die in Oekraïne woont en de Oekraïense valuta niet meer vertrouwt een mogelijkheid om zijn vermogen makkelijk in iets anders onder te brengen.'

Fysiek beleggen

Er is brede overeenstemming over hoe er in goud zou moeten worden belegd. 'Fysiek', stelt Stijn de Bont. Dat is Palmberg met hem eens. 'Aandelen van mijnbouwbedrijven die goud uit de grond halen, zijn maar deels gerelateerd aan de goudprijs. Het andere deel van de waarde komt voor rekening van de operationele expertise van het management.' Sandelowsky: 'Als je echt voor de exposure naar goud gaat, dan moet je geen aandelen kopen, maar voor het echte werk gaan. Aandelen gedragen zich te veel als bedrijven en niet als het metaal.' De Bont: 'Bij goudfutures en ETFs kun je als belegger tegen technische onzekerheden aanlopen die je bij fysiek goud niet hebt. De recente gebeurtenis op de LME-beurs, waar de handel in nikkelfutures voor meer dan een week werd stilgelegd, is een mooi voorbeeld hiervan.' Mark Willems brengt naar voren dat, als voor fysiek goud wordt gekozen, wel duidelijk moet zijn >

Voorzitter:

Harry Geels,
Auréus

Deelnemers:

Stijn de Bont,
APG
Paul van Gent,
diverse pensioenfondsen
Johan Palmberg,
World Gold Council
Ralph Sandelowsky,
Achmea Investment
Management
Jan Tol,
Mercer
Jeroen Wilbrink,
NN Investment Partners
Mark Willems,
PGGM



VOORZITTER

Harry Geels

Harry Geels is Adjunct-Hoofdredacteur van Financial Investigator. Verder is hij werkzaam bij Auréus, waar hij als Senior Investment Adviseur het vermogensbeheer doet voor een selecte groep klanten. Ook is Geels bij Auréus medeverantwoordelijk voor de research naar en selectie van beleggingsfondsen. Hij is verder Freelance Redacteur bij Beleggers Belangen en Parttime Docent bij het Actuarieel Instituut. Geels behaalde in 1994 zijn Master Financiële Economie aan de VU Amsterdam.



Stijn
de Bont

Stijn de Bont werkt bij APG als Senior Portfolio Manager in het Alternative Alpha Team. Dit team focust op alternatieve, actieve beleggingsoplossingen en strategieën voor de klantportefeuilles van APG. De Bont heeft 21 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en begon zijn carrière bij APG. Nadien heeft hij gewerkt bij Kempen Capital Management, Unilever/Uninvest, Blue Sky Group en Optiver. Hij studeerde Economie in Tilburg en is een CFA charterholder.



Paul
van Gent

Paul van Gent is Lid van de beleggingsadviescommissies bij twee pensioenfondsen en Lid van de RvT van een ander pensioenfonds. Hiervoor was hij meer dan tien jaar CIO van Corestone Investment Managers, dat onderdeel uitmaakte van de fiduciaire propositie van Robeco. Eerder was hij Fondsmanger bij PME en Hoofd Investment Consulting van IBM Retirement Funds EMEA. Van Gent heeft Bedrijfskunde gestudeerd aan de Technische Universiteit Eindhoven.



Johan
Palmberg

Johan Palmberg is Senior Quant Analyst bij de World Gold Council. Hij heeft tien jaar onderzoek gedaan naar edelmetaalmarkten, binnen de World Gold Council als een onafhankelijke consultant en bij de World Platinum Investment Council. Daarvoor werkte Palmberg in het fondsbeheer en als beleggingsresearcher. Hij heeft een MSc in Finance van de Swedish School of Economics in Helsinki.



Ralph
Sandelowski

Ralph Sandelowsky is Senior Portfolio Manager Commodities bij Achmea Investment Management. Zijn doel is om op systematische wijze een zo hoog mogelijke risico-rendementsverhouding te realiseren. Hij heeft een MSc in Business Administration en een MSc in Investment Management, beide behaald aan de Vrije Universiteit in Amsterdam.



Jan
Tol

Jan Tol is Principal ALM-consultant bij Mercer. Hij adviseert zowel ondernemings- als bedrijfstakpensioenfondsen en APF-en, onder meer op het gebied van strategisch balansmanagement. Naast ALM heeft hij ervaring met monitoring (performance & risk) en strategische asset allocatie (SAA). Zijn huidige werkzaamheden zijn grotendeels gericht op de invulling van de Wet Toekomst Pensioenen.



Jeroen
Wilbrink

Jeroen Wilbrink is Delegated Chief Investment Officer bij NN Investment Partners, verantwoordelijk voor de beleggingen van externe pensioenfondsclients. Wilbrink heeft ruim twintig jaar ervaring in de financiële industrie. Na zeventien jaar in Londen werkzaam te zijn geweest bij onder andere Goldman Sachs en JPMorgan, verhuisde hij in 2012 terug naar Nederland. Sinds 2016 is hij werkzaam bij NN IP.



Mark
Willems

Mark Willems werkt al ruim twintig jaar in de financiële sector. Sinds 2016 is hij werkzaam als Investment Strategist bij PGGM. Hij is Klantstrateeg voor meerdere pensioenfondsen en adviseert over diverse vraagstukken op beleggingsgebied. Willems studeerde Algemene en Bedrijfs-economie aan de Universiteit van Tilburg. Daarnaast is hij in het bezit van een RBA-diploma van de Vrije Universiteit Amsterdam en volgde hij de EPP-studie aan de Nyenrode Business Universiteit.

‘Goud zien we ook als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta’s. Het is een van de weinige assets die het ook in een stagflatie-scenario goed kan doen.’

waar dat goud is opgeslagen. ‘Dan wil je dat dat goud bij voorkeur in je eigen land of desnoods in een bevriend land ligt en niet in landen waar je assets gemakkelijk kunnen worden onteigend. Dat is een tail risk waar aandacht voor moet zijn. Niet alleen als je in fysiek goud belegt, maar mogelijk ook met andere assets.’ Palmberg: ‘Natuurlijk is dat een risico, maar dat risico is te managen.’

Tol ziet voor goud verschillende functies, in verschillende scenario's. ‘Als je het monetaire risico wilt tackelen, moet je in fysiek goud beleggen. If you don't hold it, you don't own it. Als je het als hedge tegen marktrisico's of inflatie wilt gebruiken, dan kun je uit de voeten met ETFs of futures.’ Wilbrink: ‘Wij beleggen niet fysiek in goud. We hebben maar een kleine exposure naar goud; enkel binnen multi-asset strategieën en als onderdeel van commodities. De grondstoffen-exposure wordt dan gebruikt als tactisch instrument. Als hedge in onrustige markten of als inflatie-hedge.’

Stabiliserende factor

De goudmarkt is zeer liquide en wijdverspreid, stelt Palmberg. ‘Natuurlijk, van dag tot dag zie je wel variaties in prijzen, beïnvloed door wat er bijvoorbeeld op Wall Street gebeurt. Maar de vraag vanuit Azië, die de helft van de wereldwijde vraag uitmaakt, is een stabiliserende factor. Die vraag is constant. Het is ook niet zo, zoals in de platinamarkt, dat er een dominante leverancier is. In het geval van platina is dat alleen Zuid-Afrika. Er zijn maar liefst 34 goudmijnbedrijven. Als er één zijn productie zou stoppen, doet dat weinig met de richting van de markt.’ Dat neemt volgens Tol niet weg dat er communicatierisico's zijn rondom goud. ‘Er doen talloze geruchten de ronde dat de goudmarkt wordt gemanipuleerd en die geruchten leiden een eigen leven. Daarnaast zijn wet- en regelgevende instanties er wellicht niet blij mee wanneer pensioenfondsen ineens grote hoeveelheden goud op zouden kopen. Besturen van pensioenfondsen zijn over het algemeen wat terughoudend om in goud te beleggen.’

Payment of last resort

Van Gent wijst op de investeringen van centrale banken in goud. ‘Blijkbaar den-

ken die dat het aanhouden van goud vertrouwen verleent aan hun munt. Toch hebben zij de afgelopen jaren juist massaal goud verkocht. Dat vind ik dan ook wel een zorg: dat centrale banken die markt kunnen veranderen. Ten goede, maar ook ten kwade.’ Palmberg aansluitend: ‘Centrale banken zijn grote bezitters van goud, maar ze zijn voorzichtig met het melden van hun transacties. De reden dat ze goud niet loslaten, is dat het een ‘payment of last resort’ is. Het zorgt voor diversificatievoordelen in hun reserves.’ Van Gent: ‘De Nederlandsche Centrale Bank heeft 36 gram goud per Nederlander in de kluis liggen. Dat is niet veel. Ondersteunt dat het monetaire systeem?’ De Bont wijst erop dat valuta's steeds meer als instrument in de geopolitiek worden gebruikt. ‘Wat zou het betekenen voor de vraag naar goud als China de renminbi, met een gedeeltelijke gouddekking, tot een reservevaluta voor de wereld wil maken?’ Palmberg: ‘Tot 2019 was er een onderling afgestemd plafond in de hoeveelheid goud die centrale banken konden verkopen. Deze lag op 400 ton per jaar.’

Vraag niet bijbenen

De discussie verschuift naar de waarde van goud. De vergelijking met de tulpenmanie komt voorbij. De waarde van tulpen ging tot 1590 omhoog totdat de markt inklapte. Wilbrink: ‘De waarde van goud kan theoretisch naar nul gaan en dan betaal je voor opslag. Je kunt goud niet met tulpen vergelijken. Echt niet. Goud heeft een historie van duizenden jaren, net als valuta. Er is geen ‘fiat’ valuta die eenzelfde trackrecord heeft.’ Willems ziet daarnaast in de huidige macro-economische omgeving diverse tailwinds voor goud, waaronder de negatieve reële rentes in een wereld van financiële repressie en de hoge waardering van veel beleggingscategorieën. Van Gent vindt dat de waarde van goud alleen gebaseerd is op vertrouwen. ‘Omdat je erin gelooft, beleg je erin. Dat argument houdt zichzelf in leven, waardoor er waarde blijft. Als dat vertrouwen er niet meer is, heeft goud geen waarde meer. Het gaat niet over intrinsieke >

‘Bij goudfutures en ETFs kun je als belegger tegen technische onzekerheden aanlopen die je bij fysiek goud niet hebt.’

‘Aluminium ging dit jaar 20% in waarde omhoog, zink ook 20% en graan zelfs 30%. In dat rijtje bekeken deed goud het teleurstellend.’

waardetoevoeging, zoals bij een bedrijf dat daadwerkelijk een product of dienst in de markt zet.’ Palmberg: ‘Natuurlijk is er de vertrouwensfactor, maar die is er al

meer dan zesduizend jaar. Het concept van vertrouwen onderstreept ook het hele financiële systeem, van staatsobligaties tot aan aandelen.’

Verstandig omspringen

Sandelowsky brengt te berde dat de waarde stijging van goud te midden van andere grondstoffen maar schril afsteekt. ‘Aluminium ging dit jaar 20%

in waarde omhoog, zink ook 20% en graan zelfs 30%. In dat rijtje bekeken deed goud het teleurstellend. En dat terwijl zowel inflatie als geopolitieke spanningen hoog zijn.’ Palmberg: ‘Dan moeten we het modelleren doen... Er is een oorlog gaande, maar daar gaat tot op heden een relatief beperkt effect van uit naar de financiële markten. Goud heeft meerdere drijfveren. Geopolitiek is niet de enige driver achter goud.’ Sandelowsky: ‘Je moet met goud verstandig omspringen en het alleen een plaats geven in de asset allocatie als het nodig is. Je wilt ook niet dat goud je overall return omlaaghaalt.’

Minder volatiel

Welke invloed hebben crypto's op de rol van goud, vraagt Geels. De Bont: ‘Voor mij is het duidelijk dat twintigers en dertigers een andere manier van kijken naar de wereld hebben. Ze accepteren een hogere mate van risico, ze zijn meer wendbaar, meer digitaal en baseren hun kijk vooral op eigen ervaringen. Crypto's passen naadloos in die levensstijl. Ik ben persoonlijk erg onder de indruk van de infrastructuur achter crypto's. Daar staat tegenover dat goud minder volatiel is en kan worden omgewisseld voor fysieke goederen zonder eerst naar euro's of dollars te hoeven.’ Willems: ‘Crypto's kunnen mogelijk op de lange termijn een nieuwe veilige haven zijn, zoals goud dat nu is, maar tot dusver zijn ze dat nog lang niet. De afgelopen tijd laat zien dat crypto's een hoge correlatie hebben met high beta-aandelen. Kortom, ze reageren als risk on asset in plaats van een safe haven-belegging.’ Van Gent wijst op het enorme energieverbruik van de techniek achter crypto's. ‘Dat is een ESG-aspect, maar dat probleem heb je ook bij goud.’ De Bont: ‘Dan zou ik nog eerder voor goud gaan vanuit milieutechnisch perspectief. Daar worden stappen in het milieuvriendelijker delven van goud gezet.’ Zo lanceerde een partij onlangs een ETF die alleen in gerecycled goud belegt.

Kritische massa ontbreekt

Palmberg wijst op de whales, oftewel walvissen: beleggers die zo groot zijn, dat ze eigenhandig de koers bepalen. ‘Dat is een risico bij crypto's. Je weet niet wie de whales zijn en de markt is zich nog aan het settelen. Dat gezegd hebbende: er is geen weg terug. Het IMF en de Amerikaanse overheid erkennen crypto's. Dat is een vrij krachtig signaal. Daarnaast is er ook een ontwikkeling van decentralized finance te zien. Denk aan gedecentraliseerde toepassingen voor het regelen van financiën, geld- en kapitaalmarkten en financiering.’ Er is volgens Palmberg ruimte voor digitale assets die de fysieke assets aanvullen, net zoals de dollar inwisselbaar was voor goud tegen een vaste prijs bij de wereldwijde goudstandaard tot 1971. ‘Er zou een nieuwe standaard kunnen ontstaan. Er zijn overigens nu al op goud gebaseerde crypto's in de handel.’ Wilbrink: ‘De belangrijkste investerings-



banken zijn begonnen met derivaten zoals swaps op basis van Bitcoin. Dat zijn tekenen dat de cryptomarkt langzaam volwassen wordt. Crypto's are here to stay.'

Individuele risico's

'De hervormingen in het Nederlandse pensioenstelsel kunnen ertoe leiden dat er meer vraag komt naar alternatieve beleggingscategorieën', stelt Geels. 'Zou die ontwikkeling goud ondersteunen?' Tol: 'Als gevolg van die stelselwijziging gaan we van defined benefit naar defined contribution, waarbij de nadruk ligt op het individu en zijn of haar risicobereidheid. Die individuele keuzes zouden tot meer ruimte voor goud kunnen leiden als meer deelnemers daarvoor kiezen. Maar ik denk niet dat die invloed groot zal zijn.' Goud zou interessant kunnen zijn als belangrijke valuta niet thuis geven. Sandelowsky: 'Dit geldt naast goud ook voor andere real assets zoals commodities en vastgoed. Hierbij is de inflatiegevoeligheid van commodities veel hoger dan die van goud.'

Bijeffecten van ESG

Willems brengt het onderwerp op ESG. 'Het opmerkelijke in de ESG-discussie vind ik dat er weinig aandacht is voor de enorme vraag naar metalen en grondstoffen die zal ontstaan bij de vergroening en verduurzaming van de wereld. Je kunt niet zeggen dat je geen mijnbouw wilt, maar wel voorstander bent van de klimaattransitie. Metalen en grondstoffen zijn in zoveel producten nodig.' Palmberg: 'De ESG-uitgangspunten zijn goed, maar deze creëren ongewilde bijeffecten, ook voor de energietransitie zelf.' Wilbrink: 'Dat neemt niet weg dat we wel met ESG-factoren rekening moeten houden bij het beoordelen van mijnbouwbedrijven en moeten controleren of deze bedrijven hun activiteiten op een zo planeetvriendelijk mogelijke manier uitvoeren. En tegelijkertijd moeten we mijnbouwbedrijven die het slecht doen, kunnen uitsluiten. Bij een goudstaaf kun je niet meer zien of deze op een ecologische manier is gewonnen.' Palmberg: 'Ik denk dat de S van Social in ESG in de toekomst een grotere rol gaat spelen. De mijnbouwactiviteiten bieden ook voordelen voor de lokale en regionale community.'

'Er zijn maar liefst 34 goudmijnbedrijven. Als er één zijn productie zou stoppen, doet dat weinig met de richting van de markt.'

Spot on

Geels legt een hamvraag op tafel: wat zijn de grootste beleggingsuitdagingen voor pensioenfondsen in de komende vijf jaar? Sandelowsky: 'De zoektocht naar rendement. Die is tot nu toe vormgegeven door meer kredietrisico en illiquiditeit toe te voegen. Daarin moeten we nu de volgende stappen zetten, bijvoorbeeld door niet-traditionele, doordachte risicopremies toe te voegen. The simple stuff has been done.' De Bont: 'Die constatering is spot on. Er zijn actieve strategieën beschikbaar die weliswaar complex zijn, maar die het rendement- en risicoprofiel in een nFTK-context duidelijk kunnen verbeteren.' Daarnaast ziet Willems een mogelijke verschuiving in de economische omgeving van desinflatie naar inflatie of stagflatie als uitdaging. 'In een dergelijk scenario is het maar de vraag of pensioenfondsen genoeg exposure hebben naar inflatie-assets.' Een ander onderwerp dat uitdagingen met zich meebrengt, is de communicatiestrategie van pensioenfondsen. 'Het nieuwe pensioenstelsel vereist mogelijk een andere manier van communiceren dan pensioenfondsen en pensioenuitvoerders nu gewend zijn. De deelnemer komt nog meer centraal te staan in de communicatie.'

Waar zit goud in die nieuwe pensioenwereld? De deelnemers durven geen getal te plakken op het te verwachten rendement, met uitzondering van Wilbrink. 'Nul procent. Je kunt goud niet in zijn eentje als asset beoordelen. Je moet dat doen binnen je asset allocatie en door verschillende scenario's te bekijken. Maar dat commodities zoals goud een plaats in de portfolio kunnen krijgen, zelfs bij een rendement van nul, daar ben ik van overtuigd. Ook omdat het specifieke kenmerken met zich meebrengt die je bij andere asset classes niet ziet.' ■

IN HET KORT

Goud lijkt op een valuta. Je krijgt er geen rendement op en er wordt geen waarde toegevoegd, zoals dat bij een bedrijf wel gebeurt.

Goud wordt vaak gebruikt als een langetermijn-hedge tegen de devaluatie van valuta's.

De goudmarkt is zeer liquide en wijdverspreid, met een vraag vanuit Azië die de helft van de wereldwijde vraag uitmaakt, hetgeen als een stabiliserende factor kan worden beschouwd.

Goud is gebaseerd op vertrouwen en dat is het al 6.000 jaar.

Centrale banken zijn grote bezitters van goud en zien goud als een 'payment of last resort'. Het zorgt voor diversificatievoordelen in hun reserves.

Goud is minder volatiel dan crypto's en kan worden omgewisseld voor fysieke goederen zonder eerst naar euro's of dollars te hoeven.