

VOORZITTER:

Daniel Widijanto, *Stichting Inphykem*

DEELNEMERS:

Johan Idema, *ACTIAM*

Antoine Lesné, *State Street SPDR ETF's*

Jacob Schoenmaker, *Independent Investment Professional*

Marco Teunissen, *Cardano*

Ridzert van der Zee, *Triple A – Risk Finance*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met ACTIAM, PGIM Fixed Income en State Street SPDR ETF's.

Foto's: Cor Salverius Fotografie



BELEGGERS WORDEN GEDWONGEN MEER RISICO TE NEMEN

Door Hans Amesz

De reële rente is al lange tijd negatief. Wat is de invloed van het beleid van de centrale banken op de financiële markten? Bestaat het risico dat de markten immuun worden voor de lage rente en quantitative easing? Beleggers raken gewend aan het idee dat ze met minder genoeg moeten nemen. Is er meer ruimte voor alternatieve/illiquide vastrentende waarden? En zijn groene obligaties het antwoord op ESG-beleggen?



Is de omgekeerde rentecurve in de Verenigde Staten de voorbode van een recessie in 2020?

Antoine Lesné: 'Niet noodzakelijkerwijs in de Verenigde Staten, maar misschien wel in Europa en specifiek in landen die veel exporteren. Daarnaast is er sprake van een recessie in de maakindustrie. Maar als we naar de dienstensector kijken, dan geeft dat een ander beeld.'

Johan Idema: 'Ik denk niet dat heel Europa in een recessie terechtkomt. Dit geldt alleen voor sommige landen, zoals Duitsland. We moeten er wel voor oppassen dat het, door er te veel aandacht aan te schenken, geen self-fulfilling prophecy wordt.'

Marco Teunissen: 'De situatie verschilt van land tot land. De handelsoorlog die hieraan bijdraagt, zal bijvoorbeeld

bepaalde exportproducten en daarmee bepaalde landen meer raken dan andere.'

Ridzert van der Zee: 'De omgekeerde rentecurve is een sterke indicator voor een recessie. Iets anders is dat het zeker één, twee of misschien nog meer jaren duurt voordat de recessie daadwerkelijk begint en in de tussentijd kan de Fed veel dingen doen. Wat betreft een recessie in 2020, daar ben ik niet zo zeker van.'

Kunnen we, gezien de waarschijnlijke uitbreiding van het accommoderend monetair beleid, risico's op korte termijn zien die de huidige kredietcyclus kunnen beëindigen?

Van der Zee: 'Het beleid van de centrale banken leidt tot buitensporig leenedrag. Dat verspreidt zich over alle

> **Daniel Widijanto** is CIO bij Stichting Inphykem. Daarvoor werkte hij als Hoofd Beleggingsoplossingen, ESG en Manager Selectie bij ASR Vermogensbeheer en als Managing Director bij BNG Vermogensbeheer. Widijanto is meer dan 20 jaar werkzaam in het vermogensbeheer en heeft onder andere ervaring met LDI, kredieten en fondsstructurering.





> **Johan Idema** startte in september 2005 bij ACTIAM als Portefeuillemanager Fixed Income. Sinds januari 2011 is hij daar Co-Head of Fixed Income & Multi Asset, verantwoordelijk voor alle obligatiebeleggingen (staatsobligaties, sub-sovereigns en covered bonds). Hij begon zijn loopbaan bij SPF Beheer in 1999 als Portfolio Manager Fixed Income en werkte ook bij Zwitserleven Asset Management. Idema is afgestudeerd in Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen, is gecertificeerd EFFAS Financial Analyst en is geregistreerd bij het Dutch Securities Institute.

beleggingscategorieën, ook over aandelen en onroerend goed. Er is dus sprake van een wereldwijde kredietzeepbel. Zodra het vertrouwen in de centrale banken begint te verdwijnen, kan een ernstige crisis uitbreken.'

Lesné: 'High yield-obligaties geven nog geen signaal af dat we aan het eind van de cyclus zitten en nieuwe monetaire verruiming kan de cyclus nog wat verder oprekken.'

Idema: 'De vraag is of centrale banken nog wel over munitie beschikken om hun beleid aan te passen. De geloofwaardigheid van de centrale banken staat onder druk en dat is een groot risico voor de markt.'

Teunissen: 'Je leent wanneer er investeringsmogelijkheden zijn. Als er een recessie komt, ontstaat er een gebrek aan investeringsmogelijkheden. Als bedrijven denken dat zij niets kunnen verdienen door extra krediet op te nemen, zal dat wellicht volledig stoppen. Wordt daardoor de kredietzeepbel doorgeprikt? Ik weet het niet.'

Jacob Schoenmaker: 'De situatie is minder stabiel dan in 2007, omdat de schuldenlast nu drie keer zo hoog is. Centrale banken doen momenteel bijna alles wat ze kunnen. Wij denken

altijd dat ze niet meer met iets nieuws kunnen komen. Maar wie weet? Misschien gaan ze wel aandelen kopen. Maar als de markten hun geloof in de centrale banken verliezen, kunnen we met een meltdown worden geconfronteerd.'

Wat verwachten jullie van de inflatie en inflatiegerelateerde obligaties?

Idema: 'Er is al jaren sprake van een hele lage inflatie die de centrale banken omhoog proberen te krijgen. De vraag is of de huidige doelstellingen van de Europese Centrale Bank nog steeds de juiste zijn. Er is nu een discussie gaande over de inflatiedoelstelling van de ECB, namelijk of die veranderd zou moeten worden. Dan ontstaat meer manoeuvreerruimte voor de centrale bank. Overigens is het interessant dat alle monetaire verruiming is gebaseerd op één getal: de inflatiedoelstelling.'

Zal de inflatie nog lang laag blijven, rond de één procent of zelfs lager?

Idema: 'Voor de nabije toekomst voorzie ik geen terugkeer naar inflatiecijfers van rond de twee procent, wat nog steeds de formele doelstelling van de ECB is.'

Van der Zee: 'Het hangt ervan af naar welke inflatie je kijkt. Sinds 2016 zien we de actuele inflatie wat oplopen. De centrale banken lijken dit te negeren, want om de inflatie te beteugelen, zouden ze de rente moeten verhogen, maar ze kondigen nu het omgekeerde aan. Schept dat ruimte voor het verder oplopen van de inflatie? Het zou kunnen, maar ik denk dat de vertragende economische groei niet zal leiden tot een verdere inflatiestijging.'

Centrale banken denken dat ze door het verlagen van de rente de inflatie kunnen aanwakkeren.

Van der Zee: 'Er wordt inderdaad aangekondigd dat de rentetarieven lager zullen worden. Toch blijft een aandachtspunt dat inflatiegerelateerde obligaties doorgaans een hogere duration hebben, wat betekent dat een stijging van de inflatie gemakkelijk gecompenseerd kan worden door



een lichte stijging van de rente. Als belegger zou ik heel voorzichtig zijn.'

Schoenmaker: 'Als je kijkt naar macro-economische ontwikkelingen als bijvoorbeeld die van de werkloosheid, zou de inflatie moeten stijgen. Omdat dat niet gebeurt, denk ik dat er nog steeds sprake is van enige verstoring: platformeconomie, het internet, transparantie, gebrek aan eenwording. Dat is volgens mij de reden dat de centrale banken hun huidige beleid, op onbekend terrein, kunnen voortzetten.'

Wat is de invloed van het beleid van de centrale banken op de financiële markten?

Schoenmaker: 'Iedereen zal het erover eens zijn dat die invloed nog nooit zo groot is geweest als nu. Interessanter is wat de centrale banken nog kunnen doen. Wat voor konijnen hebben ze nog in hun hoge hoed? Een van de grootste vermogensbeheerders ter wereld pitchte in de pers al het idee om centrale banken aandelen te laten kopen. Zullen de Europese centrale banken daar inderdaad toe overgaan?'

Teunissen: 'Ik denk niet dat zij in staat zijn om aandelen te kopen, als je al ziet welke moeilijkheden ze hebben om een kader in de markt te zetten voor de aankoop van obligaties. Zij kunnen bijvoorbeeld tot een bepaalde limiet van één uitstaande emissie kopen. Hoe zal het kader voor de aankoop van aandelen eruit gaan zien?'

Schoenmaker: 'Er is een voorbeeld: de centrale bank van Japan koopt al aandelen op. Het verschil is dat Europa, in tegenstelling tot Japan, niet één land is. Dat maakt het vanuit politiek oogpunt een heel stuk lastiger voor de Europese Centrale Bank (ECB). Misschien dat het stelsel van centrale banken in de Verenigde Staten, de Fed, makkelijker kan overgaan tot het kopen van aandelen dan de Europese centrale banken. Toch kunnen de laatste een manier vinden om dat te kunnen doen, net zoals destijds bij het aankopen van staatsobligaties. Dat wordt quantitative easing – kwantitatieve verruiming – genoemd, maar het is gewoon monetaire financiering.'

Lesné: 'Je moet je afvragen waarom centrale banken aandelen zouden gaan kopen. Is dat om te proberen de inflatie aan te wakkeren, of gaat het alleen maar om het beschermen van assets?'

Om het renterisico af te dekken, gebruiken we momenteel een combinatie van langetermijnswaps en cash, of een equivalent daarvan.

Heeft iemand daar een idee over?

Schoenmaker: 'De eventuele aankoop van aandelen door centrale banken heeft in de eerste plaats grote invloed op Wall Street. Maar wanneer slaat dat over naar Main Street? Dat is het punt. Gedurende het expansieve beleid in 2009, 2010 zeiden we allemaal dat het wel de belegger maar niet de consument zou bereiken, maar inmiddels heeft de werkloosheid een laagterecord bereikt. Uiteindelijk heeft het expansieve beleid wel de economie gestimuleerd, maar zeker niet op een effectieve manier. Ik denk dat een fiscale stimulus directer werkt als het om het bereiken van de consument gaat. Dus niet de rijken eerst rijker maken en dan pas na een jaar of vier Joe Sixpack aan bod laten komen.'

Bestaat het risico dat de markten immuun worden voor de lage rente en quantitative easing?

Teunissen: 'Ik denk dat de markten inderdaad immuun worden voor lage rentes. Dat heeft zeker te maken met strategische asset-allocatie. Beleggers willen hun geld alloceren naar veilige activa; een min of meer vast deel van de portefeuilles van institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars is bestemd voor vastrentende waarden. Je ziet dat veel hedges worden verhoogd omdat de markt compleet verrast werd door de ontwikkeling naar negatieve rentes en de behoefte bestaat om het renterisico op de balans af te dekken. Dat zal zich onder andere voortzetten door middel van allocaties naar staatsobligaties. Ja, de markten zijn wat dit betreft immuun, omdat velen geen keus hebben.'

Lesné: 'Het risico is dat centrale banken steeds meer moeten doen om minder te bereiken. De kans is groot dat centrale banken minder monetaire verruiming kunnen verschaffen dan de markt verwacht.'

> **Antoine Lesné** is Vice-President van State Street Global Advisors en hoofd EMEA van SPDR ETF Strategy & Research. Zijn verantwoordelijkheden omvatten het ontwikkelen van een strategisch framework voor de bestaande SPDR ETF-reeks, die afgestemd moet worden op de ontwikkelingen op de financiële markten en de economische vooruitzichten op langere termijn. Hiervoor was Lesné Fixed Income Portfolio Strategist op EMEA en Global Fixed Income beta-strategieën en Smart-Beta kredietstrategieën. Lesné heeft een master in Finance aan de French Business School, ESCEM.





> **Jacob Schoenmaker** heeft ruim 20 jaar werkervaring in institutioneel vermogensbeheer. Zo begon hij in 1999 bij AEGON Asset Management waar hij zes jaar Portefeuillemanager was. In 2008 werd hij CIO bij Pensioenfonds Elsevier, waar hij in 2015 de aansluiting bij PGB begeleidde. Sindsdien heeft hij verschillende interim-rollen vervuld als CIO bij Pensioenfonds Huisartsen en Delta Lloyd Leven. Daarnaast is Schoenmaker sinds 2005 als beurscommentator een van de vaste gezichten van de zakenzender RTL Z.

Van der Zee: 'Ik zou zeggen dat 'verslaafd' een beter woord is dan 'immuun'. De markt of de economie is verslaafd geraakt aan een lage rente-omgeving. Het probleem ontstaat in de toekomst, als er mogelijkwerwijs geherfinancierd moet worden tegen hogere rentes. Om de economie overeind te houden, zullen we nog geruime tijd vastzitten aan lage rentes. In ieder geval zal een stijging van de rente geleidelijk moeten verlopen.'

Schoenmaker: 'Daar ben ik het mee eens. Hoe langer je verslaafd bent, hoe moeilijker het is om van die verslaving af te komen.'

De reële rente is al lange tijd negatief. Worden beleggers blind voor risico's bij het zoeken naar rendement?

Teunissen: 'Wat is het alternatief? Waar kan je je geld wegzetten als je een recessie in 2020 verwacht? Ben je bereid om bedrijfsobligaties te kopen als ze al heel duur zijn? Kan je aandelen kopen als je een recessie verwacht? Cash is al lange tijd negatief. Je zou in geldmarktfondsen kunnen investeren en dan wachten tot bijvoorbeeld 2025. In het geval van een verslaving kun je misschien wel langer wachten. Ik denk dat veel instellingen al gewend zijn aan negatieve rentes op hun vastrentende beleggingen.'

Lesné: 'Beleggers worden gedwongen om meer risico te nemen. Wij hebben de afgelopen jaren bijvoorbeeld gezien dat beleggers veel meer in schuld uit opkomende markten in lokale valuta zijn gaan beleggen. De yield bedraagt op dit moment ongeveer vijf procent. Dat is historisch laag, maar aanzienlijk meer dan een negatieve yield op veel staats- en bedrijfsobligaties.'

Is er in de portefeuilles van Nederlandse verzekeraars en pensioenfonds (nog) ruimte voor de traditionele veilige havens in Europa, zoals Duitsland en Nederland, of ligt een verschuiving naar Spanje, Italië, Portugal en misschien Frankrijk voor de hand?

Van der Zee: 'We raken gewend aan het idee dat we minder voor lief kunnen nemen. Wat je nog steeds kunt doen, is kijken

naar alternatieve havens die iets meer rendement opleveren. Binnen Europa zouden beleggers die zich met name richten op Duitsland en Nederland kunnen profiteren door te diversificeren naar Oostenrijk en misschien Frankrijk en Spanje. Wellicht is met Italiaans staatspapier iets meer voorzichtigheid geboden. Ik voorzie geen wanbetalingen binnen de grote economieën in Europa.'

Idema: 'Als je een kortere beleggingshorizon hebt, moet je voorzichtig zijn met het toevoegen van volatiliteit door te kiezen voor iets minder veilige havens. Als met een langere horizon marktvolatiliteit geen probleem is, kun je kiezen voor een verschuiving naar – op het oog – minder veilige havens.'

Teunissen: 'Als je als vermogensbeheerder jaarlijks of op een voortschrijdende periode van drie jaar wordt beoordeeld, is het voor die vermogensbeheerder waarschijnlijk niet verstandig volatiliteit aan de vastrentende portefeuille toe te voegen. Met een beleggingshorizon van twintig of dertig jaar zou een investering in bijvoorbeeld Italiaanse staatsobligaties goed kunnen uitpakken, maar enkel indien er geen default optreedt.'

Lesné: 'Hoe zal Europa er over pakweg twintig jaar uitzien? Dat is niet goed te voorspellen. Gebeurtenissen als de Brexit en de politieke instabiliteit in Italië hebben een enorme invloed. Italië zou ineens een tweede Griekenland kunnen worden, wat een nachtmerrie zou zijn voor de eurozone. Hoe leg je dan geloofwaardig uit waarom je in 2019 in Italiaans staatspapier hebt belegd? In onze Bond Compass, waarin we de flows in ons custodybedrijf volgen, zien we wel dat institutionele beleggers de afgelopen maanden alloceren naar Italiaanse staatsobligaties met een korte looptijd.'

Schoenmaker: 'Uiteindelijk is zelfs het Griekse papier aardig in waarde hersteld. Als de eurozone daadwerkelijk uit elkaar valt, ontstaat er zo'n enorme chaos dat je in feite nergens

Een ander idee, gelet op de negatieve staats-swap spread, is meer te investeren in swaps.

meer veilig bent. Pensioenfondsdeelnemers zullen dan zeker niet vragen waarom hun fonds destijds in Italië heeft belegd, omdat er dan wel grotere 'bleeders' in de beleggingsportefeuilles zitten.'

Van der Zee: 'Als gezegd, ik zou adviseren om in ieder geval andere landen dan de zogenoemde veilige havens in de risicoanalyse op te nemen. Een ander idee, gelet op de negatieve staats-swap spread, is meer te investeren in swaps.'

Teunissen: 'Om het renterisico af te dekken, gebruiken we momenteel een combinatie van langetermijnswaps en cash, of een equivalent daarvan. We hedgen duration niet door dertigjarige Nederlandse of Duitse staatsobligaties te kopen, omdat dat erg duur is, maar we schakelen over op meer cashproducten en bijvoorbeeld geldmarktfondsen, of heel kortlopende obligaties in combinatie met langetermijnswaps, om zo minder gevoelig te zijn voor spreadbewegingen.'

Is er meer ruimte voor alternatieve/illiquide vastrentende waarden in de portefeuille; zijn liquiditeitspremies nog steeds aantrekkelijk?

Van der Zee: 'Afhankelijk van de gewenste liquiditeit en de aard van de verplichtingen kunnen de ruimte en de duur voor alternatieve vastrentende waarden worden bepaald. Interessante categorieën zijn private debt, hypotheek en infrastructuur. Als je een lange beleggingshorizon hebt, zijn met name de laatste twee categorieën een goede investering. Het gaat niet om beleggingen waar je snel in en uit kunt. Integendeel.'

Schoenmaker: 'Private debt is nog steeds aantrekkelijk, vooral voor pensioenfondsen.'

Van der Zee: 'In aanvulling daarop wijs ik op overheidsgerelateerde leningen, die met name aantrekkelijk zijn voor verzekeraars vanwege de solvabiliteitsregelgeving. Ze brengen meer op dan staatsobligaties, terwijl het kapitaalbeslag gelijk is.'

Teunissen: 'Hypotheek zijn nog aantrekkelijker dan eerder, omdat de swaprente blijft dalen en de hypotheekrente minder



hard meedaalt. We zien dat er bij onze klanten meer vraag is naar illiquide beleggingen: iedereen is op zoek naar meer rendement bij vastrentende waarden. Aan de overheid gerelateerde schuld is inderdaad aantrekkelijk.'

Lesné: 'Zijn er genoeg overheidsgerelateerde leningen beschikbaar?'

Teunissen: 'Als iedere institutionele belegger deze gaat aankopen, zijn er waarschijnlijk niet genoeg overheidsgerelateerde leningen beschikbaar.'

Zijn groene obligaties het antwoord op ESG (Environment, Social, Governance)-beleggen?

Idema: 'Groene obligaties zijn interessante financiële instrumenten om duurzame doelen te bereiken. Je moet jezelf er wel van overtuigen dat het echt om groene obligaties gaat en niet alleen maar afgaan op de naam. De opbrengst moet volgens de regels van Green Bond Principles gebruikt worden voor investeringen in duurzame projecten. Green bonds zijn nog altijd een niche van de totale obligatiemarkt en worden met name uitgegeven door nutsbedrijven en banken.'

> **Marco Teunissen** is sinds 2011 werkzaam bij Cardano en is in zijn huidige rol als Senior Portfolio Manager verantwoordelijk voor het beheer van de LDI portefeuilles. Teunissen is in 1996 zijn carrière begonnen als Marketmaker in equity options en in 2005 als Portfolio Manager Fixed Income bij F&C (BMO). Vanaf 2008 heeft hij als Senior Portfolio Manager bij First Investments gewerkt. Teunissen heeft zijn MSc in bedrijfs-economie behaald aan de Maastricht University en is een geregistreerd Investment Analyst in het RBA-register.





> **Ridzert van der Zee** is Partner bij Triple A – Risk Finance en verantwoordelijk voor de afdeling Risk & Strategy Consulting. Zijn professionele carrière is gefocust op asset & liability management en investment consulting. Van der Zee is lid of adviseur van verschillende beleggingscommissies van pensioenfondsen en verzekeraars en daarnaast ook lid van de VBA/CFA-commissie Verantwoord Beleggen.

Lesné: ‘Groene obligaties vormen hooguit het begin van een antwoord op ESG-beleggen. Het gaat bij green bonds nog steeds om een heel kleine markt. Er zijn nog altijd niet genoeg oplossingen voor duurzame beleggers in vastrentende waarden, maar het is wel duidelijk dat het aandeel van green bonds in de vastrentende markt groter en groter zal worden.’

Schoenmaker: ‘Groene obligaties zijn natuurlijk niet het enige antwoord op ESG-beleggen. Er zijn andere veelbelovende ESG-initiatieven. Wat is de impact van groen beleggen of groene obligaties op het rendement? Ik denk dat het vreemd zou zijn als groene initiatieven hetzelfde rendement zouden opleveren als volledig commerciële high-end ontwikkelingsprojecten. Zo bezien moet je als ESG-belegger niet gaan voor een maximaal rendement. Daar staat tegenover dat je wel een bredere positieve impact hebt op de economie van bijvoorbeeld Nederland, maar ook op de deelnemers.’

Aan groene obligaties en andere ESG-initiatieven zijn hogere kosten verbonden omdat de projecten die gefinancierd worden, goed gescreend moeten worden.

Schoenmaker: ‘Daarom zijn ze voor de aanbieders interessant als alternatief voor de trend richting passief beleggen, waardoor de fees onder druk staan.’

Idema: ‘Het zit ook in de techniek van portefeuillebeheer, dus hoe je groene obligaties in je portefeuille kunt integreren, zodat je nog steeds de overeengekomen financiële rendementen kunt behalen. Wat de screening betreft: wij geven al onze beleggingen – dus ook groene obligaties – een ESG-score, waarbij de score van de portefeuille hoger moet zijn dan van onze benchmarks.’

Lesné: ‘Er zullen steeds meer green bonds komen, wat natuurlijk de vraag oproept of de belegger precies weet waar zijn geld heen gaat. De opbrengst van groene obligaties mag immers niet besteed worden aan niet-duurzame doelen.’

Teunissen: ‘Onze opdracht is te kijken naar de financiële kant van de beleggingen. We kunnen dus niet investeren in groene obligaties die minder opleveren dan andere vergelijkbare obligaties, maar we houden natuurlijk rekening met de wensen van onze klanten. Als die bereid zijn om op een groene obligatie eventueel genoeg te nemen met minder rendement, dan faciliteren we dat. Het is een teken dat pensioenfondsen en hun deelnemers niet alleen kijken naar financiële, maar ook naar groene, sociale en bestuurlijke aspecten van een belegging.’

Van der Zee: ‘Wat zijn de kosten van ESG-beleggingen? In de context van je beleggingsovertuigingen moet je bepalen of je alleen naar financiële doelstellingen kijkt, of prioriteiten stelt met betrekking tot het behalen van duurzaamheids- of milieudoelstellingen. Dat moet duidelijk uitgewerkt zijn. Veel beleggers hebben geen duidelijke richtlijnen voor het opnemen van ESG in hun portefeuilles.’

Hoe staat het op de lange termijn met klimaatrisico's op vastrentende waarden?

Van der Zee: ‘Op het gebied van klimaatrisico's, met name CO₂-risico's, heb ik veel onderzoek gedaan. Daarbij heb ik me vooral gericht op de energietransitie. Hierbij gaat het om maatregelen van overheden die van invloed zijn op sectoren en dus ook beleggers in die sectoren kunnen raken. De



financiële impact op Europese staatsobligaties is heel beperkt. Binnen de categorie bedrijfsobligaties heb je bepaalde sectoren die kwetsbaar zijn. In het algemeen valt de impact mee, maar binnen de sectoren Materials, Utilities en Energy kan er stress ontstaan als we te lang wachten met de energietransitie en de politiek besluit de transitie te versnellen. Fysieke klimaatrisico's gaan over ontwikkelingen waar we de komende decennia steeds meer mee te maken krijgen, maar waarvan de financiële gevolgen heel moeilijk te kwantificeren zijn. Pensioenfondsen hebben ook een verantwoordelijkheid naar jonge deelnemers, die over tientallen jaren van hun pensioen gaan genieten. De vraag is in wat voor wereld zij van hun pensioen gaan genieten. Het bewustzijn rondom maatschappelijke verantwoordelijkheid is gelukkig steeds meer aanwezig: ESG-integratie in beleggingen wordt standaard.'

Schoenmaker: 'De Nederlandsche Bank houdt zich intensief bezig met klimaatverandering: ze heeft onlangs een workshop georganiseerd voor pensioenuitvoerders waar suggesties zijn gedaan om de verschillende portefeuilles meer climate-proof te maken.'

Interessante categorieën zijn private debt, hypotheek en infrastructuur. Als je een lange beleggingshorizon hebt, zijn met name de laatste twee categorieën een goede investering.

Idema: 'Gegevens over klimaatrisico's moeten transparant zijn en je moet weten hoe je ze moet gebruiken, hoe je ze kunt vertalen in bijvoorbeeld CO₂-footprint, ESG-scores voor risicomanagement, uitsluitingen enzovoort. Dat is een manier om een meer klimaatgerelateerde portefeuille te construeren.'

Van der Zee: 'We kunnen met betrekking tot klimaatrisico's veel dingen (nog) niet kwantificeren. Daarbij zullen veel risico's zich manifesteren op een langere horizon dan die wordt meegenomen in ALM-studies. Dat zou tot de conclusie kunnen leiden dat institutionele beleggers er niet echt door gestrest worden. Om ongewenste klimaatrisico's op de zeer lange termijn te voorkomen, dient nu wel actie te worden genomen. We moeten ons ervan bewust zijn dat iedereen iets moet doen om de aarde leefbaar te houden.'

Financial Investigator asked Michael Collins, Senior Portfolio Manager, PGIM Fixed Income, two questions on Fixed Income.

How will the current low yielding environment impact the asset allocation of investors?

Recent asset allocation trends have been driven by secular forces. In particular, the demographic shift toward aging populations has driven flows from equities into fixed income. Of course, the substantial appreciation of equities, particularly in the U.S., has further shifted allocations marginally out of equities and into lagging asset classes.

The decline in global government bond yields and surge in negative-yielding debt (±\$16 trillion as of August 2019) has generally forced fixed income investors into higher (or at least positive) yielding credit sectors. Very low and even negative real (in other words inflation-adjusted) interest rates, which act as discount rates, ultimately make equity valuations appear more attractive.

Given the likely extension of accommodative monetary policy, can we see any near term risks that could end the current credit cycle?

Global economic growth appears poised to slow toward or just below 'trend' growth. In fact, many of the largest contributors

to growth – China, the U.S., Europe, and Japan – are expected to slow over the next year. While labor markets, consumer spending, and service sectors of many economies have been resilient, if not robust, business confidence, manufacturing, industrial production, and trade are portending a global manufacturing recession.

Clearly, trade friction and geopolitical risks have precipitated the recent weakness. Otherwise, typical late-cycle excesses are not readily evident. The high debt of governments and corporations is unlikely to cause an economic downturn, but the resulting downgrades and defaults could amplify a downturn.



Photo: Archive PGIM



Wat zijn de meest veelbelovende innovaties op het gebied van vastrentende waarden? Bijvoorbeeld blockchain, kunstmatige intelligentie, nieuwe gestructureerde producten, nieuwe hypotheke?

Teunissen: 'Kunstmatige intelligentie wordt al gebruikt voor de handel in vastrentende waarden en zal zich waarschijnlijk meer en meer gaan richten op handel in alternatieve vastrentende producten. Dat lijkt mij een veelbelovende innovatie. Dat geldt minder voor nieuwe hypotheke zoals de Deense, want die zijn al jaren geleden naar Nederland gekomen.'

Lesné: 'ETF's hebben de afgelopen jaren een enorme innovatie gebracht. ETF Units, die een mandje van onderliggende obligaties

vertegenwoordigen, zijn vaak beter verhandelbaar dan individuele leningen. Ook de transparante continue prijsvorming heeft de obligatiemarkt een stuk efficiënter gemaakt. De groei van het beheerd vermogen in ETF's bestaat de laatste jaren voor meer dan de helft uit obligatie-ETF's. Tegelijkertijd is er steeds meer keuze door een uitbreiding van het productaanbod.'

Idema: 'Er zijn allerlei ontwikkelingen gaande, onder andere op het gebied van verdere automatisering van Fixed Income tradingplatforms om de liquiditeit te verbeteren en ESG-integratie. Ik denk echter dat we nog steeds aan het begin van de innovatieve weg staan.'

Van der Zee: 'Er is veel nieuwe technologie nodig om de problemen ten aanzien van onze toekomstige groene energiebehoefte op te lossen. Hier zie ik niet zozeer innovatie binnen vastrentende instrumenten, maar er zijn wel veel investeringen nodig in technologie. Ik zou dan ook kijken naar overheidsinitiatieven die zich hierop richten of financieringsplatformen voor duurzame technologie.'

Schoenmaker: 'Ik denk dat er op het gebied van index-trackers voor particuliere beleggers nog wel wat te verbeteren valt. Daar zijn de fees nog behoorlijk hoog.'

Heeft iemand nog iets toe te voegen?

Teunissen: 'Ik las onlangs dat ING een ESG-linked renteswap is aangegaan met SBM Offshore. Hierbij betaalt SBM Offshore een boeterente van ongeveer vijf basispunten als de sustainability target niet wordt gehaald en wordt korting gegeven als de target wel wordt gehaald. Dat is innovatie. Zo zie je dat ESG-scores steeds belangrijker worden.'

CONCLUSIE

De omgekeerde rentecurve is een sterke indicator voor een recessie, maar het is niet waarschijnlijk dat heel Europa daarmee te maken krijgt. Waarschijnlijk wel landen die veel exporteren, zoals Duitsland. De vraag is of centrale banken nog wel over middelen beschikken om hun beleid aan te passen. De geloofwaardigheid van de centrale banken staat onder druk en dat is een groot risico voor de markt. Door macro-economische ontwikkelingen zoals de grote daling van de werkloosheid, zou de inflatie moeten stijgen. Omdat dat niet gebeurt, kan gesteld worden dat er sprake is van enige verstoring: platformeconomie, het internet, gebrek aan eenwording. Een min of meer vast deel van de portefeuilles van institutionele beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars is bestemd voor

vastrentende waarden. Beleggers worden, onder andere door de negatieve reële rente, gedwongen om meer risico te nemen. Ze raken gewend aan het idee dat ze minder voor lief kunnen nemen. Wat je nog steeds kunt doen, is kijken naar alternatieve veilige havens voor staatsobligaties die iets meer rendement opleveren. Dus niet alleen Duits en Nederlands staatspapier kopen, maar diversificeren naar Oostenrijk en misschien Frankrijk en Spanje. Afhankelijk van de gewenste liquiditeit en de aard van de verplichtingen kunnen pensioenfondsen kiezen voor alternatieve vastrentende waarden als private debt, hypotheke, overheidsgerelateerde leningen, infrastructuur. Groene obligaties zijn interessante financiële instrumenten om duurzame doelen te bereiken.