



Vinden van rendement in obligaties voorlopig niet eenvoudiger



Met het ruime monetaire beleid van centrale banken blijft het lastig om rendement te behalen op staatsobligaties. Wat zijn op dit moment de meest aantrekkelijke alternatieven? Maar belangrijker nog: wat zijn de verwachtingen voor de komende twee jaar? Vormt inflatie een gevaar? Zorgen Emerging Markets voor aantrekkelijke alternatieven? En daarbovenop: wat verandert er door de aandacht voor klimaatverandering?

Door Joost van Mierlo

Op dit moment lijken markten te vrezen dat inflatie opnieuw de kop zal opsteken. Wat doen de centrale banken?

Harald Henke: ‘We moeten rekening houden met een vorm van tapering door centrale banken. Maar ik maak me geen zorgen over een scenario waarin de steun van centrale banken helemaal verdwijnt. De ECB zal de komende jaren waarschijnlijk betrokken raken bij de politiek rondom klimaatbeheersing. Er blijft dan ook voldoende aanleiding voor centrale banken om te beargumenteren dat steun nodig blijft.’

David Newman: ‘Ik ben het ermee eens dat er waarschijnlijk iets van tapering komt. Maar wij verwachten geen enorme rentestijging. Dit betekent dat het mogelijk zal blijven om goedkoop te herfinancieren. Misschien dat de kredietbubbel op een gegeven moment openbarst, maar voornamelijk is het aantal faillissementen laag. Alleen ondernemingen met enorme problemen hebben de afgelopen tijd geen nieuwe leningen kunnen afsluiten. We verwachten dat dit de komende jaren zo zal blijven.’

Chris Perryman: ‘In het verleden werd tapering geassocieerd met een koerswijziging door centrale banken. Maar ik denk dat de Fed en de ECB erin zijn geslaagd om die twee fenomenen van elkaar los te koppelen. Wij zien de ECB de komende jaren de rente niet veranderen. De inflatiedoelstelling zal de komende twee à drie jaar eenvoudigweg niet worden gehaald. In de Verenigde Staten verwacht ik dat de groei het komende jaar zal afnemen. Dat zorgt ervoor dat de druk op de inflatie afneemt.’

Antoine Lesne: ‘We zijn het er geloof ik over eens dat de gevaren van tapering normaal gesproken zullen worden gemitigeerd door goede communicatie vanuit centrale banken. Met de nadruk op ‘normaal gesproken’. Niemand weet precies wat er gaat gebeuren. Wat zijn de gevolgen als centrale banken hun opkoopprogramma met 5 procent of 10 procent verminderen?’

Newman: ‘Het is interessant om op te merken dat de Fed zijn high yield-positie

al behoorlijk heeft afgebouwd. De markt heeft niet gereageerd. En dat terwijl vorig jaar, toen de Fed actief ging kopen, er een geweldige reactie was. Dat is opmerkelijk, maar onderstreept dat de markt erop vertrouwt dat de Fed zal ingrijpen als dat nodig is.’

Lesne: ‘Het lijkt erop dat de markt ervan uitgaat dat centrale banken op zullen treden als er fouten worden gemaakt. Het is echter de vraag of ons vertrouwen niet te groot is.’

Matthew Rees: ‘We weten een beetje wat er gebeurt rond tapering. Dat is het afgelopen decennium twee keer voorgekomen. Maar we weten niet echt meer wat er gebeurt als we met inflatie te maken krijgen. Niemand in de markt heeft echt serieuze inflatie meegemaakt. Het is moeilijk om te zeggen of de inflatie die we nu zien tijdelijk is of een permanent karakter heeft. We praten dan over de VS. In Europa denken we niet dat er de komende jaren veel risico is op een hoge inflatie. Als de inflatie sneller stijgt dan verwacht, kan dat voor onrust op de markt zorgen. Het is dan de vraag wat er met de reële rente gebeurt.’

Henke: ‘Het is goed om op te merken dat de taper tantrum van 2015 plaatsvond op het moment dat de koerswijziging werd aangekondigd. Toen de Fed daadwerkelijk met tapering begon, zag je dat de marktrente daalde. Natuurlijk hadden we inder tijd te maken met andere omstandigheden. Er was inderdaad geen inflatie. Ik denk echter niet dat de marktrente zal stijgen als de tapering echt van start gaat.’

Markus Schaen: ‘Ik maak me op dit moment ook minder zorgen over tapering dan in het verleden. Marktpartijen hebben geleerd van de ervaringen uit het verleden. Men is bekend met tapering en weet dat er tapering aan zit te komen. Anders dan in 2015 zal tapering nu minder als een verrassing komen. Het is al verwerkt in de koersen. De enige verrassing zou zijn als er ineens een big time tapering zou komen, maar dat is niet wat wij op dit moment verwachten.’

Voorzitter:

Willem Bouwman, ABN AMRO Bank

Deelnemers:

Harald Henke, Quoniam Asset Management

Antoine Lesne, State Street Global Advisors

David Newman, Allianz Global Investors

Chris Perryman, PineBridge Investments

Matthew Rees, Legal & General Investment Management

Markus Schaen, MN



VOORZITTER

Willem Bouwman

Willem Bouwman is Senior Portfolio Manager Fixed Income Sustainable bij ABN AMRO Private Banking. Bouwman is afgestudeerd in Economie aan de Universiteit van Tilburg en is CEFA/VBA-gecertificeerd. Sinds 2012 is hij verantwoordelijk voor het beheer van de discretionaire vastrentende vermogensbeheerportefeuilles voor private banking-klanten en sinds 2018 voor de duurzame portefeuilles. Eerder was hij Obligatiespecialist binnen het Beleggingsadviesteam en Adjunct-directeur bij Euronext Indices. Bouwman begon zijn carrière in 1997 bij de dealingroom van ABN AMRO.



Dr. Harald Henke

Dr. Harald Henke, Executive Director, werkt sinds 2006 bij Quoniam Asset Management. Als Hoofd Fixed Income Portfolio Management is hij verantwoordelijk voor de prestaties en het publieke imago van Quoniam's Fixed Income-producten. Daarvoor was hij als Head of Fixed Income Research verantwoordelijk voor de ontwikkeling van kwantitatieve modellen voor bedrijfsobligaties en renteprognoses. Henke studeerde Economie in Frankfurt am Main.



Antoine Lesne

Antoine Lesne is Managing Director van State Street Global Advisors en Hoofd van ETF Strategy & Research voor EMEA. Zijn verantwoordelijkheden zijn onder andere het ontwikkelen van een strategisch kader voor het bestaande ETF-assortiment van SPDR en dat af te stemmen op de ontwikkelingen op de financiële markten en de economische vooruitzichten op lange termijn. Eerder was Lesne werkzaam als Senior Fixed Income Portfolio Strategieer voor EMEA.



David Newman

David Newman werkt al 12 jaar bij Allianz Global Investors en diens voorganger Rogge Global Partners en is verantwoordelijk voor portefeuilles op het gebied van Global High Yield en Multi-Asset Credits. Hij is tevens Co-lead Manager van de portefeuilles gericht op EM Corporate en Trade Finance. Eerder was Newman onder meer Co-Head European Credit Trading, Research and Sales bij Citigroup en Head of High Yield Research bij UBS.



Chris Perryman

Chris Perryman is Corporate Portfolio Manager en Head of Trading, Emerging Markets Fixed Income bij PineBridge. Hij kwam in 2009 in dienst en is verantwoordelijk voor het beheer van EM-strategieën en houdt toezicht op alle aspecten van de handel in EM vastrentende waarden en FX. Daarvoor was hij Trader Opkomende Markten bij Standard Bank. Perryman heeft een Investment Management Certificate en een diploma Technical Analysis van de Society of Technical Analysts.



Matthew Rees

Matthew Rees is sinds september 2019 Head of Global Bond Strategies bij LGIM. Hiervoor was hij jarenlang Co-head van het Euro Credit Team. Hij trad in 2009 in dienst bij LGIM. Vóór 2009 was hij als Partner verbonden aan Banquo Credit Management, UBS, Merrill Lynch en rating agency Fitch IBCA. Rees heeft 25 jaar ervaring in de sector en was Gecertificeerd Accountant bij destijds Coopers & Lybrand in 1996.



Markus Schaen

Markus Schaen is sinds 2008 werkzaam voor MN. Als Senior Fundmanager Fixed Income is hij verantwoordelijk voor het selecteren van externe vastrentende managers en het monitoren van de interne en externe beheerders. Tot zijn aandachtsgebied behoren de liquide en illiquide vastrentende beleggingen. Schaen werkte eerder voor de Universiteit Maastricht, Deloitte, Metro AG, Draka Holding en Koninklijke Wegener. Hij studeerde onder meer Bedrijfseconomie aan de Universiteit Maastricht.

Waar liggen op dit moment mogelijkheden in de markt?

Schaen: 'Gezien de eerdere discussie zou ik me op dit moment zorgen maken over te veel looptijd in mijn portefeuille. We beleggen wereldwijd en met name in de VS bestaat er risico op inflatie, maar zeker ook in Europese landen. Wat betreft het kredietrisico zie je dat de spreads zich op tal van markten op een historisch dieptepunt bevinden. De spreads lijken nauwelijks lager te kunnen. Ik zie ze ook niet echt stijgen. Een investeerder zou nog wel wat kunnen profiteren wat de steilheid van rentecurves, maar al met al is het een lastige tijd. Dat geldt ook voor het illiquide gedeelte van de markt. Er is nauwelijks sprake van een liquiditeitspremie en hetzelfde geldt voor de complexiteitspremie.'

Rees: 'We kijken altijd naar een historische vergelijking. Als we de huidige spreads vergelijken met die van de afgelopen vijftien, twintig jaar, zijn die inderdaad overal laag. De enige uitzonderingen zijn high yield en Opkomende Markten, maar ook bij high yield staat het mogelijke toekomstige rendement onder druk. De situatie in Emerging Markets wordt gedreven door China, al is de situatie daar de laatste tijd niet erg gunstig vanwege de ontwikkelingen rondom vastgoed. In alle gevallen geldt dat je experts nodig hebt om te kunnen profiteren van een zeer gediversifieerde portefeuille. Bij sommige Europese high yield-obligaties is het mogelijk een extra rendement van 1,5% tot 2% te behalen. Bij subordinated debt van financials moet je denken aan een extra rendement van 3% tot 4%. Er is nog altijd sprake van een illiquiditeitspremie voor een aantal producten. Maar je moet oppassen hoe ze worden beheerd, zoals beleggers in Britse vastgoedfondsen vorig jaar nog ontdekten.'

Newman: 'Uit ons eigen onderzoek blijkt dat er een hoge correlatie is tussen high yield spreads en de VIX. Nu het aantal faillissementen laag is, is de VIX bepalend voor de richting waarin high yield spreads bewegen. De vraag is of de VIX-index op het huidige niveau blijft. Er is afgelopen jaren een aantal pieken geweest, maar omdat de centrale bank als een vangnet wordt gezien, lijkt de VIX richting de 20

te bewegen. Bij een VIX op dat niveau vinden wij het huidige niveau van high yield spreads fair.’

Lesne: ‘Als je naar de geldstromen in Europa kijkt, zie je dat beleggers een voorkeur hebben voor aandelen ten opzichte van obligaties. Binnen de obligatie-categorie gaat het om producten met een hoog aandelengehalte, zoals high yield of converteerbare obligaties. Deze laatste zijn dit jaar het meest in trek binnen onze beleggingen. Leningen zijn duidelijk in trek en er is nog geen appetijt voor staatsobligaties. We hebben zelf een voorkeur voor de VS boven Europa, zelfs als je het eurorisico wilt hedgen. We denken dat de vrees voor inflatie het hoogtepunt heeft bereikt. Zolang de VIX-index en het aantal faillissementen laag blijven, blijft er een voorkeur bestaan voor Amerikaanse high yield. Volgens onze gegevens bevindt de vraag zich daar op het hoogste niveau van de afgelopen vijf jaar.’

Henke: ‘Wij hebben ook een voorkeur voor USD-obligaties, maar prefereren investment grade-bedrijfsobligaties. Het is een lastige situatie, want we denken dat de ECB meer steun biedt aan Europese bedrijfsobligaties dan de Fed aan Amerikaanse credits. Het hangt dus af van je toekomstvisie. De situatie in Europa is iets veiliger, maar het rendement is aantrekkelijker in de VS.’

Hoe bescherm je een beleggingsportefeuille tegen het risico van inflatie?

Lesne: ‘Van 2018 tot maart vorig jaar zag je dat beleggers hun positie in TIPS aan het afbouwen waren. Dat veranderde als gevolg van de pandemie. Het positioneren rond het eerste kwartaal van dit jaar was neutraal, maar er was ook sprake van een hernieuwde vraag naar TIPS in het tweede kwartaal. Dat geldt nog altijd. Wij denken dat de inflatie hoger zal blijven, maar voorzien geen enorme problemen. De angst voor hyperinflatie, zoals die in 2009 gold bij de eerste massale monetaire financieringsgolf, is verdwenen. We zien die de komende twee jaar niet terugkeren.’

Rees: ‘Niemand weet precies wat de inflatie gaat doen. Wij kijken naar markten die potentieel aantrekkelijk zijn in periodes

‘De belangrijkste vraag is of landen, gezien hun hoge schuld, in staat zijn hun belastingbetalers bereid te vinden de rekening te betalen.’

van inflatie en deflatie. Tegelijkertijd kijken we ook naar de dynamiek van de markt. Britse pensioenfondsen zijn nog altijd bezig met het verminderen van het inflatierisico door inflation-linked producten te kopen. De prijzen in het Verenigd Koninkrijk voor de inflatiemarkt blijven daardoor getemperd. We verwachten dat dit de komende tien jaar niet zal veranderen. In de VS heeft de Fed rond 90% van de TIPS-markt tot een looptijd van zeven en een half jaar opgekocht. Deze massale inkoop heeft ervoor gezorgd dat de markt werd verstoord en dat het reële rendement onder druk kwam te staan. Met het begin van de tapering verwachten we dat de prijzen normaliseren. Dat betekent normaal gesproken dat het reële rendement stijgt.’

Hoe kijken jullie aan tegen investeringen in zogenaamde perifere obligaties en schuld?

Rees: ‘Met de wereldwijde zoektocht naar rendement worden die inderdaad aantrekkelijk voor veel investeerders. Je kunt een extra rendement van 100 basispunten krijgen voor Italiaanse schuld. Voor Griekse schuld is het nog aanzienlijk meer. Dat is aantrekkelijk als je van mening bent dat er geen nieuwe Eurocrisis komt. Maar het blijft oppassen. Er zijn twee belangrijke ontwikkelingen geweest in Europa. Aan de ene kant heeft Europa toegestaan dat beleggers geld verloren op investeringen in Griekse schuld. Maar afgelopen jaar hebben ze ingestemd met het accepteren van gemeenschappelijke schuld. Het is daarom feitelijk een politieke inschatting wat er in de toekomst gaat gebeuren. Die wordt nog sterk beïnvloed door de recente Duitse verkiezingen en die in Frankrijk volgend jaar.’

Perryman: ‘Als gevolg van het vermindere van het Europese opkoopprogramma zijn de renteversillen groter geworden. >

Het is nu de vraag of dat een aantrekkelijke mogelijkheid biedt. Maar misschien moet je zeggen dat de renteversillen zijn genormaliseerd. Ik heb het antwoord niet echt, ik ben meer een specialist in Emerging Markets, maar het is een belangrijke vraag voor 2022.'

Henke: 'Het lijkt erop dat de ECB bezig is met het controleren van de renteversillen. Dat geldt in ieder geval voor staatsobligaties. Wat betreft bedrijfsobligaties valt het me op dat vooral Spaanse en Italiaanse bedrijven heel succesvol zijn

geweest in het uitgeven van green bonds. Daar is veel interesse voor. Ze hebben een groot deel van de markt weten te veroveren. Dat is echt opvallend.'

Kunnen beleggers in obligaties de komende jaren een hoger rendement tegemoet zien?

Rees: 'Er bestaan grote verschillen tussen verschillende delen van de wereld. Het is de vraag hoe de uiteenlopende demografische situaties in al deze landen zich vertalen in economische groei en het rendement van staatsobligaties. In Japan zorgt de verouderende bevolking ervoor dat het rendement

onder druk staat. Voor veel landen geldt dat er sprake is van een enorme schuld. Centrale banken kunnen de rente niet behoorlijk verhogen zonder dat het een enorme negatieve invloed heeft op de economische groei. Dat geldt in ieder geval voor Europa en het Verenigd Koninkrijk. De Fed heeft waarschijnlijk iets meer ruimte. Maar ook daar zal een renteverhoging vermoedelijk gevolgen hebben voor de economische groei op de korte termijn. De gevolgen voor het totale rendement van een stijgende rente zullen daardoor worden verminderd voor beleggingen in obligaties. Dat kan allemaal veranderen als er een grootschalig stimuleringsprogramma door overheden komt. Dan hebben we het over de zogenaamde Moderne Monetaire Theorie. Dat zou voor daadwerkelijke groei kunnen zorgen, maar tegelijkertijd voor een kunstmatig

laag rendement op staatsobligaties. Het is mogelijk dat deze stimuleringsprogramma's ook daadwerkelijk worden uitgevoerd.'

Newman: 'Ook bij centrale banken is er sprake van veranderingen. Het lijkt erop dat de Amerikaanse Fed op dit moment meer oog heeft voor de werkgelegenheid dan voor inflatie. De belangrijkste zorg op dit moment lijkt te zijn dat mensen een baan hebben of houden. Volgens de oude theorie zou je verwachten dat de rente stijgt naarmate de inflatie stijgt, maar nu is er de zorg om werkgelegenheid. De rente zal dus wel iets stijgen, maar niet zo snel als in het verleden. Twee, drie jaar geleden werd gesproken over een renteniveau van 3% of 4%. Volgens mij zal dat de komende jaren niet het geval zijn.'

Lesne: 'Japan voert met zijn verouderende bevolking op het eerste gezicht de Moderne Monetaire Theorie uit, maar doet dit niet echt. Ook in China is er sprake van een snel verouderende bevolking. Onze economen zeggen dat China oud zal zijn voordat het rijk is geworden. Dat heeft gevolgen voor de wereldwijde groei. De wereldwijde groei van 3,5% of 4% van voor de pandemie zou weleens lager kunnen worden. Dat zal gevolgen hebben voor het verwachte rendement.'

Henke: 'Als je naar de laatste renteverhogingen in de VS kijkt, zie je dat de rente een steeds lager hoogtepunt bereikt. En de periodes tussen de renteverhogingen duren langer en langer. Dat heeft voor een deel te maken met de Amerikaanse dynamiek. De groeiverwachting is lager. Het gaat meer in de richting van het Europese niveau. Dat geldt ook voor het welzijnsbeleid. Het vangnet wordt groter. Er blijft een verschil ten opzichte van Europa, maar de verschillen worden kleiner.'

Richten centrale banken hun aandacht de komende jaren op inflatie, klimaatverandering of sociale gelijkheid?

Newman: 'Ik heb eerder aangegeven dat centrale banken waarschijnlijk meer aandacht zullen besteden aan werkgelegenheid dan aan inflatie. Maar het is een lastige politieke situatie. In het Verenigd Koninkrijk hebben we een zogenaamd rechtse regering die een links beleid voert als het om belastingverhogingen gaat. In

'De ECB zal de komende jaren waarschijnlijk betrokken raken bij de politiek rondom klimaatbeheersing. Er blijft dan ook voldoende aanleiding voor centrale banken om te beargumenteren dat steun nodig blijft.'

de VS zou sprake moeten zijn van een wat meer linkse regering, maar ik moet de bewijzen daarvan nog zien. De belangrijkste vraag is of landen, gezien hun hoge schuld, in staat zijn hun belastingbetalers bereid te vinden de rekening te betalen. Dat was het probleem van Griekenland. De COVID-19-pandemie heeft waarschijnlijk aangetoond dat overheden actiever kunnen ingrijpen dan in het verleden waarschijnlijk werd geacht. Maar het gaat om het vermogen om mensen bereid te vinden om belasting te betalen.'

Perryman: 'Ik kijk er meer naar vanuit het perspectief van ondernemingen dan vanuit een macro-standpunt. Maar ik denk dat Opkomende Markten een voordeel hebben ten opzichte van de meer ontwikkelde markten. De bevolking is relatief jong, zeker in Afrika. Centrale banken in landen als Brazilië en Mexico zullen het eenvoudiger hebben om een stimuleringsbeleid te voeren. Ze hebben eenvoudigweg niet te maken met de schuld niveaus zoals die van westerse landen. Beleggers maken zich zorgen over het systeemrisico in Emerging Markets. Ze houden rekening met de rampen die in het verleden aan de orde van de dag waren. Maar er is een verschil. In sommige opkomende markten is er sprake van een binnenlandse groei die haaks staat op de boom-bust scenario's uit het verleden. Dat geldt voor China en dat geldt voor Brazilië. Dat is een andere situatie dan twintig jaar geleden.'

Lesne: 'Als we het dan toch over ongelijkheid hebben, moet ook worden gekeken naar China. Dat is het onderwerp van gesprek in de afgelopen maanden. Hetzelfde zal gelden voor veel andere Opkomende Markten. Maar beleggingen in China blijven belangrijk. Ondanks alle problemen rond Evergrande blijven beleggers geïnteresseerd.'

Perryman: 'Mensen hebben het over Evergrande, maar ik zie nog geen systeemrisico. Mensen zien de mogelijkheden in Emerging Markets. Het risicoprofiel van investeringen in Opkomende Markten is duidelijker geworden. Het zorgt ervoor dat vooral institutionele beleggers meer interesse tonen voor investeringen in schuld papier uit Emerging Markets. En dan gaat het vooral over bedrijfsobligaties. Er zijn tegenwoordig

zoveel meer mogelijkheden om de risico's te spreiden. In het verleden werd slechts 10% van de Opkomende Markten-portefeuille in bedrijfsobligaties belegd. Nu is dat in sommige gevallen de helft.'

Newman: 'Op basis van eigen onderzoek concluderen we ook dat het aantrekkelijker is om te beleggen in bedrijfsobligaties uit opkomende landen dan in bedrijfsobligaties uit ontwikkelde landen. Dat geldt nog meer voor high yield dan voor investment grade-bedrijfsobligaties. Faillissementspercentages in Emerging Markets zijn weliswaar licht hoger dan in ontwikkelde landen, maar de recovery rates zijn ook hoger. Bedrijven in Opkomende Markten hebben lagere schuld niveaus. Daar tegenover staat dat er relatief veel familiebedrijven zijn waarin de governance gewoonlijk minder goed op orde is. Onze SRI-aanpak sluit de slechtste performers op het gebied van governance en andere duurzaamheidsfactoren uit, waardoor een strategie ontstaat met een hoge Sharpe-ratio.'

Wat zijn de verwachtingen rondom economische groei? Is er met alle investeringen in klimaatverandering mogelijk sprake van een nieuwe lente?

Lesne: 'Veel overheden hopen natuurlijk dat ze bezig zijn met het creëren van een economische lente. Dat geldt zeker voor Europese overheden. De echte vraag is hoe je die financiert. Dit zal deels vanuit de overheid en deels door private partijen moeten gebeuren. Uiteindelijk gaat het erom het geld te dirigeren in de richting van de goede partijen in plaats van naar de slecht presterende ondernemingen en overheden. In het verleden werden investeringen in ESG-obligaties ongeveer evenredig opgedeeld. Maar tegenwoordig is er meer aandacht voor het klimaat. In Frankrijk willen de toezichhouders >

'De angst voor hyperinflatie, zoals die in 2009 gold bij de eerste massale monetaire financieringsgolf, is verdwenen. We zien die de komende twee jaar niet terugkeren.'



CV

Saida Eggerstedt

Saida Eggerstadt joined Schroders in August 2019 as Head of Sustainable Credit and ESG Credit Fund Manager. She has more than 20 years of industry experience, of which she spent more than 10 years in managing sustainable credit strategies for institutions and intermediaries. She further served for 8 years at Deka Investments as Head of Corporates – Financials and Sustainability Portfolio Manager.

Financial Investigator asked Saida Eggerstedt, Head of Sustainable Credit at Schroders, the following two questions:

Can we build sustainable bond portfolio's that do good and generate as much return as non-sustainable bond portfolios?

'Yes, we believe that companies demonstrating positive sustainability characteristics are better placed to maintain sustainable cash-flows and service their debt over the long term. These characteristics include factors such as managing the business for the long term, recognising its responsibilities to its customers, employees and suppliers, and respecting the environment.

We, and our customers, acknowledge our responsibility as investors to preserve our environment and improve the society that we all live in. As financiers of business activities, we can exercise our responsibility by materially influencing and promoting positive change through engagement and investment. In order for companies to flourish over the long term, they must understand and manage material non-financial risks. These include environmental, social and governance issues that can have a meaningful influence on issuer cash-flows through factors such as climate and social changes, regulation, supply chain risk or management reputation. Companies must also recognise that they do not operate in a silo and that the way stakeholder relationships are managed will impact long run performance.

We believe that sustainably-run companies that take the above into account will thrive in the long term, maintain profitability and, ultimately, deliver robust returns to investors, due to the following factors:

- Increased efficiency and better productivity.
- Lower physical and reputational risks along with lower litigation costs.
- Lower financing costs and more stable creditworthiness.
- Early mover advantage and higher margins from innovation.'

Which strategy features differentiate sustainable bond portfolios versus non-sustainable bond portfolios?

'We invest in environmentally and socially responsible themes and activities through prioritising care for the environment and encouraging greater transparency, diversity and other sustainability factors from bond issuers. By doing so, we aim at sponsoring change towards a more sustainable world, while delivering sustainable investment returns to our customers.

We apply its sustainable approach through:

- Strict exclusions of environmentally destructive (fossil fuel extraction and energy generation), socially costly (alcohol and tobacco), and human rights infringing (corruption, weapons and UN Global Compact violators) issuers.
- Inclusion of issuers that demonstrate a stable and, more importantly, improving sustainable trajectory relative to their industry peers, encouraging innovation and transition towards a more benevolent global economy.
- Engagements with issuers aimed at improving disclosure and driving the widespread adoption of robust ecological and social policies.
- Investing in green bonds, social bonds and sustainability bonds.'

bijvoorbeeld dat pensioenfondsen CO₂-neutraal beleggen. Ik weet niet wat de gevolgen zullen zijn voor het rendement. Maar het betekent in ieder geval dat er veel kapitaal in deze richting wordt gedirigeerd.’

Schaen: ‘We zien dat onze opdrachtgevers steeds meer rekening houden met de impact van hun investeringen. Ze hebben duidelijke doelstellingen. Ze willen bijvoorbeeld dat minimaal een bepaald percentage van hun beleggingen een concrete impact-doelstelling heeft. En we zien dit percentage naar boven bijgesteld worden. Er is een groeiend aanbod van dit soort beleggingen. Maar qua opzet sluit het aanbod in veel gevallen nog niet goed aan bij de vraag. Sommige van onze opdrachtgevers hebben een aanzienlijke omvang. Opgeteld willen ze aanzienlijke bedragen investeren in beleggingen met een positieve impact op een bepaald terrein. Een groot deel van de proposities die we tegenkomen, heeft een omvang van 50 tot 100 miljoen euro. Dat is in principe te klein voor ons. Onze opdrachtgevers willen liever niet in tientallen verschillende fondsen beleggen, maar bij voorkeur slechts in een beperkt aantal proposities met een institutionele infrastructuur. Ik denk dus dat het van belang is dat grotere partijen die gewend zijn om in een institutionele omgeving te opereren en vertrouwd zijn met de wensen en eisen van institutionele beleggers, dit soort producten gaan aanbieden. Dat zorgt meteen ook voor een zekere liquiditeit.’

Newman: ‘Het grote gevaar is dat partijen deze investeringen niet zuiver zullen behandelen. Ik heb green bonds voorbij zien komen waar ik serieuze twijfels bij heb. We hebben binnen de sector behoefte aan duidelijk omschreven regels. We moeten kritisch blijven. Het is nu eenmaal niet zo dat je een obligatie koopt omdat Moody’s zegt dat het om investment grade B gaat, nietwaar? Je kunt niet zomaar iets kopen omdat op het etiket staat dat het ‘Groen’ is.’

Perryman: ‘Je vergelijkt het met een ratingsysteem. Maar investment grades hebben betrekking op het verleden. Met ESG-beleggingen gaat het om de toe-

komst. De vraag voor de sector is hoe je de meeste impact kunt hebben. Dat betekent waarschijnlijk dat het belangrijk is om te beleggen in de meest vervuilende ondernemingen. Daar kunnen immers de grootste verbeteringen worden doorgevoerd. Dat werkt beter dan in een windmolenpark investeren of in een producent van elektrische voertuigen.’

Lesne: ‘ESG-investeringen houden niet op bij beleggen in green bonds. Maar het gaat erom een trend te signaleren en te beleggen in de ondernemingen waar sprake is van een duidelijke verbetering. Het gaat dus niet alleen om beleggingen in green bonds.’

Perryman: ‘Laten we eerlijk zijn. Beleggingen in obligaties vormen een uitstekende manier om duurzaam te beleggen. Het zijn immers investeringen met een lange looptijd.’

Rees: ‘Het gaat erom goede standaarden te formuleren. Het is wat dat betreft een interessante periode. In de EU zijn nu bepaalde criteria geformuleerd. Het is de vraag wat het Verenigd Koninkrijk gaat doen. Misschien dat er daar, vanwege de Brexit, de behoefte is om zich te onderscheiden. Naar mijn mening is dat gevaarlijk. Harmonisatie is uiterst belangrijk op dit moment.’

Het gaat om het kijken naar alternatieve mogelijkheden. Is illiquiditeit een serieuze optie?

Newman: ‘We kijken serieus naar de zogenoemde democratisering van private markten. Er is sprake van tal van pogingen om deze markten te reguleren. Het moet mogelijk zijn om openbare en private markten te combineren. Daarmee wordt waarschijnlijk ook de illiquiditeit geadresseerd. We hebben in Europa de ELTIF-structuur. Maar daarmee wordt nog geen liquiditeit gegarandeerd. Rees heeft vastgoedfondsen geadresseerd, >

‘Er bestaan grote verschillen tussen verschillende delen van de wereld. Het is de vraag hoe de uiteenlopende demografische situaties in al deze landen zich vertalen in economische groei en het rendement van staatsobligaties.’

Schaen heeft gesproken over infrastructuur. Het is zeer interessant. Maar het gaat om beleggingen die twaalf tot wel twintig jaar vastliggen. Het gaat erom de juiste structuur te vinden voor dit soort beleggingen.'

Henke: 'Ja, het gaat erom een perspectief voor de langere termijn te ontwikkelen. Innovaties daarbij cruciaal. Ik denk daarbij aan het gebruik van de blockchaintechnologie. Niet zozeer voor het gebruik van cryptomunten, hoewel individuele beleggers daarmee meer succes hebben geboekt dan de institutionele beleggers. Het gaat om de tokenisatie van private investments via de blockchain. Dat biedt mogelijkheden.'

Schaen: 'Veel van de alternatieve mogelijkheden zijn nu nog het exclusieve terrein van grote institutionele beleggers. Toegang tot deze mogelijkheden vereist vaak een bepaalde omvang en een bepaald kennisniveau. Maar ook bij kleinere partijen en particulieren zal de behoefte aan alternatieve mogelijkheden groeien, zeker als de rente laag blijft. Kijk wat er is gebeurd met obligaties en aandelen. Dankzij ETFs zijn ze gemeengoed geworden. Veel meer mensen hebben obligaties en aandelen in hun portefeuille dan tien tot twintig jaar geleden. Ook voor illiquide producten, zoals private equity en particuliere hypotheeklen, zullen er nieuwe platforms en producten ontstaan, die de drempel verlagen en de producten voor grotere groepen gemeengoed laten worden.'

We hebben te maken met een stortvloed aan nieuwe data. Wat verandert dat voor de manier van beleggen?

Henke: 'Ja, het gaat er inderdaad om nieuwe beschikbare data te analyseren.'

'Het gaat erom een perspectief voor de langere termijn te ontwikkelen. Innovaties zijn daarbij cruciaal.'

'We zien dat onze opdrachtgevers steeds meer rekening houden met de impact van hun investeringen. Ze hebben duidelijke doelstellingen.'

Neem als voorbeeld centrale banken. Wie had twintig jaar geleden kunnen bedenken dat we de balans van die banken moesten analyseren? Maar het is mogelijk om steeds meer informatie te verwerken, met alle beschikbare kennis op het gebied van high frequency data en kunstmatige intelligentie. We gebruiken die om voorspellingen te maken. Dat oogt veelbelovend.'

Lesne: 'De nieuwe technologie zal door iedereen worden gedeeld. We trachten de smart beta te ontdekken bij de diverse beleggingen. Daarvoor is het gebruik van data cruciaal. Wij zijn er in ieder geval druk mee bezig.'

Rees: 'Veel van de gevolgen van technologie op het gebied van databeheersing hebben slechts kortetermijngevolgen voor de markt. Dat geldt met name voor de aandelenmarkt. Het is misschien niet zo relevant voor beleggers in obligaties, die naar de langere termijn kijken. Natuurlijk zijn de mogelijkheden voor quantstrategieën, aanvankelijk geïntroduceerd door hedge funds, enorm groot. Wij kijken naar de gevolgen van systeemstrategieën om onze marktrisico's in te schatten en om aantrekkelijke mogelijkheden te ontdekken. Daarbij kijken we bijvoorbeeld naar de volatiliteit en de veranderingen die optreden.'

Henke: 'De risicopremies in bedrijfsobligaties, feitelijk de factorpremie, zijn voorsnog veel stabiel dan elders. Dat is deels het gevolg van een gebrek aan concurrentie. Het gaat nog om een jonge sector, zagezegd. In macro en aandelen is er nu al sprake van serieuze concurrentie, maar bij bedrijfsobligaties verwachten we dat de premie nog enkele jaren stabiel zal zijn.' ■

IN HET KORT

Het ruime monetaire beleid van centrale banken is voorlopig nog niet voorbij. Dat is de unanieme verwachting van de deelnemers aan deze Roundtable. Daardoor blijven spreads en rendementen onder druk staan.

Het blijft echter mogelijk om aantrekkelijke marktsegmenten te vinden. Daarbij gaat het om delen van de markt waarbij expertise noodzakelijk is, zoals high yield, private investments en investeringen in Opkomende Markten.

Deelnemers zijn vooral benieuwd naar overheidsbeleid waar het gaat om de klimaattransitie. Met de COVID-19-pandemie is bewezen dat overheden snel kunnen ingrijpen. Misschien dat ze het gekweekte vertrouwen zullen gebruiken om werkgelegenheid te laten prevaleren boven inflatie.