

FINANCIAL INVESTIGATOR

A portrait of Gwennaële Bruning, a woman with short, wavy, light brown hair and blue eyes, wearing a dark blue top. She is looking directly at the camera with a slight smile. Her hands are clasped in front of her, and she is wearing a watch on her left wrist and a ring on her right hand.

STRUCTUREEL ALPHA REALISEREN IN CREDITPORTEFEUILLES

**GWENNAËLE BRUNING,
ACHMEA INVESTMENT MANAGEMENT**

Tweets Donald Trump met korreltje zout nemen
Jón Danielsson, London School of Economics

Ronde tafel
LDI

Vooruitzichten
Fixed Income



Bond Compass

Discover where trillions of dollars in fixed income assets moved in the previous Quarter.

The Bond Compass is a new, quarterly report that leverages proprietary research from State Street Global Markets, providing a snapshot of fixed income flows and holdings indicators, extracted from a wider set of \$10 trillion¹ of assets. These indicators capture behavioural trends across tens of thousands of portfolios, representing 10%² of the global fixed income universe.

spdrs.com/fixedincome

Marketing communication. For professional clients use only. ¹Source: State Street Form 10-K, as of 31 December 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymized custody data provided to it by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. ²Source: Bank of International Settlements, 2017. The fixed income flows and holdings indicators produced by State Street Global Markets, the investment, research and trading division of State Street Corporation, are based on aggregated and anonymous custody data provided to State Street Global Markets by State Street, in its role as custodian. State Street Global Advisors does not have access to the underlying custody data used to produce the indicators. These metrics are generated from regression analysis based on aggregated and anonymous flow data in order to better capture investor preference and to guarantee the safe guarding of client confidentiality. Investing involves risk including the risk of loss of principal. ETFs trade like stocks, are subject to investment risk, fluctuate in market value and may trade at prices above or below the ETF's net asset value. Brokerage commissions and ETF expenses will reduce returns. The information provided does not constitute investment advice as such term is defined under the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) and it should not be relied on as such. Standard & Poor's, S&P and SPDR are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); these trademarks have been licensed for use by S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI) and sublicensed for certain purposes by State Street Corporation. State Street Corporation's financial products are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJI, Dow Jones, S&P, their respective affiliates and third party licensors and none of such parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability in relation thereto, including for any errors, omissions, or interruptions of any index. Bond funds contain interest rate risk (as interest rates rise bond prices usually fall); the risk of issuer default; issuer credit risk; liquidity risk; and inflation risk. **Netherlands:** State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. T: 31 20 7181701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. Web: ssga.com © 2019 State Street Corporation – All rights reserved. ID24160 2326239.4.2.EMEA.INST Exp. Date: 31/07/2020

HOOFDREDACTEUR

Jolanda de Groot
jolanda@financialinvestigator.nl

ADJUNCT HOOFDREDACTEUR

Harry Geels
harry@financialinvestigator.nl

EINDREDACTIE

Baart Koster

REDACTIE

Hans Ames, René Bogaarts, Baart Koster, Joost van Mierlo, Jan Jaap Omvlee, Lies van Rijssen en Arnold Veilbrief.

RAAD VAN ADVIES

Han Dieperink
 Justus van Halewijn
 Bob Homan
 Dries Nagtegaal
 Jeroen van der Put
 Karin Roeloffs
 Hans de Ruiter

REDACTIERAAD

Michiel Cleij
 Ronald Florisson
 Derya Gunaydin

AAN DIT NUMMER WERKTEN MEE

Rients Abma, Sevinç Acar, Gosse Alserda, Rutger van Asselt, Andrew Balls, Ben Bennett, Aron Berket, Elisa Bontrop, Marleen Bosma, Andrew Bosomworth, Gwennaële Bruning, Bryan Carter, Hans Copini, Jeremy Cunningham, Kieran Curtis, Jón Daníelsson, Rob Dekker, Michael Denbaek, Han Dieperink, Charles Dupont, Carolien van Eggermond, Iheshan Faasee, Joachim Fels, Richard Ford, Astrid Gehoel-Ceelen, Dirk-Jan Gerrits, Richard Glenn, Patrick Groenendijk, Jeroen van Hensen, Wiebe Hofstra, Haitse Hoos, Johan Idema, Daniel J. Ivascyn, Thijs Jochems, Jos Kalb, Josina Kamerling, Brenda Kramer, Irena Kyuchukova, Andy Langenkamp, Alan Langworthy, Walter Leering, Antoine Lesné, Nathan Levy, Yoram Lustig, James McAlevey, Arjen Monster, Daan Nijssen, Heneg Parthenay, Mary Pieterse-Bloem, Jeroen van der Put, Pim Rank, Philippe Roset, Leola Ross, Hans de Ruiter, Walther Schapendonk, Jacob Schoenmaker, Iain Stealey, Rezah Stegeman, Tobias Stein, Jan Willem van Stuijvenberg, Niek Swagers, Marco Teunissen, Peter Thiberg, Kam Tugnait, Peter Verleun, Raymond Verstraelen, Ruud Weerts, Daniel Widjanto en Ridzert van der Zee.

FOTOGRAFIE

Ruben Eshuis Photography
 Kees Rijken Fotografie
 Cor Salverius Fotografie

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 portkosten 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 vervoelvuldigd, 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.



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

Jolanda de Groot / Hoofdredacteur

De omgekeerde rentecurve in de VS is een sterke indicator voor een aankomende recessie, maar het is volgens de deelnemers van de ronde tafel over Fixed Income niet waarschijnlijk dat heel Europa daarmee te maken krijgt. Een van de belangrijke vragen van dit moment is of centrale banken nog wel middelen hebben om met hun beleid enig effect te sorteren op de financiële markten. De geloofwaardigheid van centrale banken staat onder druk en dat is mogelijk een groot risico voor de markt.

Institutionele beleggers investeren een relatief groot percentage in vastrentende waarden. Beleggers worden, onder andere door de negatieve rente, gedwongen om meer risico te nemen. Mogelijke beleggingscategorieën die onder de huidige omstandigheden waarde kunnen toevoegen, zijn spreadproducten zoals hypotheek, bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt. Het is wel belangrijk om in een breed gespreide portefeuille te beleggen, zodat specifieke situaties geen grote impact hebben op de portefeuille. Actief beheer lijkt in deze omgeving een goede keuze te zijn.

In deze uitgave wordt veel aandacht besteed aan vastrentende waarden. Naast de ronde tafel over Fixed Income en de vooruitzichten voor Fixed Income, waarin een veertiental experts gevraagd werd naar de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers en waar en hoe je op dit moment in Fixed Income moet beleggen, treft u het verslag aan van de ronde tafel over LDI. Tijdens deze ronde tafel discussieerden zeven specialisten over vragen als 'wat zijn de belangrijkste actuele ontwikkelingen op LDI-gebied?', 'betekent het nieuwe pensioenakkoord iets voor de manier waarop we nu met LDI omgaan en risico's aan het afdekken zijn?' en 'in hoeverre kan ESG-beleid meegenomen worden bij de totstandkoming van een LDI-portefeuille?'.

In het coververhaal gaat Gwennaële Bruning, Head of Credit bij Achmea Investment Management, onder andere in op de belangrijkste ontwikkelingen in de credit markten en op de wijze waarop duurzaamheid geïntegreerd wordt in het beleggingsbeleid.

Ik wens u veel leesplezier toe!

Educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbesteders en bestuursbureaus over ESG Factor Investing: Mythe of Realiteit?

11 november 2019: 12.00-17.00 uur

Planetarium Meeting Center, Amsterdam

Dagvoorzitter is Roland van den Brink (TrigNum)

Sprekers zijn onder andere Philip Menco (Principal, Fortunis), Patrick Groenendijk, PhD (Head of Fiduciary Advice, PGGM), Jason Hsu, PhD (Chairman en CIO, Rayliant Global Advisors), Thomas Kieselstein (CFO, CIO, Managing Partner, Quoniam Asset Management), Mark Fitzgerald (Head of ETF Product Management in Europe, Vanguard), David Schofield (President, Intech International Division, Janus Henderson), Paul Moghtader (Managing Director and Portfolio Manager/Analyst, Lazard), Joe Hanmer (Director of Quantitative Research for Fixed Income, Fidelity), Diana Olteanu-Veeran (Quantitative Equity Senior Strategist, Northern Trust Asset Management), Marlies van Boven, PhD (Managing Director Research & Analytics, FTSE Russell), Paul van Gent (CIO, Corestone Investment Managers), Wilco van Heteren (Team Lead ESG Analytics, Sustanalytix) en Gerben de Zwart, PhD (Managing Director, Quantitative Strategies, APG).

Kijk voor meer informatie en registratie op: www.financialinvestigator.nl



ACTIVE
THINKING

DIVERSE PERSPECTIVES SHAPE ORIGINAL THINKING

DNCA¹
INVESTMENTS

H2O
Asset Management

HARRIS ASSOCIATES

LS LOOMIS | SAYLES®

mirova
Investing in sustainability

Ostrum¹
ASSET MANAGEMENT

SEEBOND

VAUGHAN
NELSON INVESTMENT
MANAGEMENT

At Natixis Investment Managers, we practice Active Thinking®. That means we draw on the diverse expertise of our affiliate investment managers to challenge conventional wisdom and develop unique perspectives.

For a full view of our investment managers and their strategies, visit: im.natixis.com

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

1. A brand of DNCA Finance. • Copyright © 2019 Natixis Investment Managers S.A. - All Rights Reserved.

FOR PROFESSIONAL CLIENTS ONLY. All investing involves risk, including the risk of capital loss.

The above referenced entities are affiliates of Natixis Investment Managers, the holding company of a diverse line-up of specialized investment management and distribution entities worldwide. Their services and the products they manage are not available to all investors in all jurisdictions. Provided by Natixis Investment Managers, Netherlands (Registration number 50774670). Registered office: Stadsplateau 7, 3521AZ Utrecht, the Netherlands.. • ADINT141-0819

Coververhaal

- 12 Structureel alpha realiseren in creditportefeuilles**, Interview met Gwennaële Bruning, Achmea Investment Management

Thema LDI

- 26 Ronde Tafel LDI**

Thema Fixed Income

- 56 Ronde Tafel Fixed Income**
70 Assessing ESG factors when investing in EM debt, BNP Paribas Asset Management
74 Danish mortgage bonds, UBP
76 Why investors still need European credit, Quoniam Asset Management
80 Vooruitzichten Fixed Income

Wetenschap en praktijk

- 8 Tweets Donald Trump met korreltje zout nemen**, Interview met Jón Daníelsson, London School of Economics
16 De waarde van goed bestuur, Interview met Rients Abma, Eumedion
20 Verslag Pensioenfondsseminar Maatschappelijk Verantwoord Beleggen in vastgoed
24 Mixed-use vastgoed, een duurzame investering in de binnenstad, Syntrus Achmea Real Estate & Finance
92 EMIR's nieuwste uitdaging: initial margin, Simmons & Simmons
94 Zoetwatervrees: waarom de planeetgrenzen belangrijk zijn voor beleggers, Pictet Asset Management
96 Een Europese duurzaamheidstaxonomie voor beleggers, PGGM
98 ESG-related mandates and performance implications, Russell Investments

Gesponsord

- 22 Datawarehouse optimaliseert besluitvormingsproces voor investeerders**, Interview met Marleen Bosma, Bouwinvest
36 Onderhandse leningen: terug van weggeweest, Interview met Arjen Monster en Jos Kalb, NN Investment Partners
38 Active LDI as a practical solution for Dutch pension funds, Wellington Management
40 'Onze investeerders hebben veel flexibiliteit en zeggenschap over de beleggingsstrategie', Interview met Jeroen van Hessen en Peter Verleun, DMFCO



Structureel alpha realiseren in creditportefeuilles

12



Tweets Donald Trump met korreltje zout nemen

8



*Risicobeheer vormt
basis van LDI*
26



*Beleggers worden gedwongen
meer risico te nemen*
56

RONDE TAFELS 2019

→ RONDE TAFEL CLIMATE CHANGE & ENERGY TRANSITION:
29 OKTOBER

SEMINARS 2019

→ BALANS- EN VERMOGENSBEHEER VOOR VERZEKERAARS:
1 OKTOBER

→ CLIMATE CHANGE & ENERGY TRANSITION IN A DISRUPTIVE
WORLD: 31 OKTOBER

→ ESG FACTOR INVESTING: MYTHE OF REALITEIT?
11 NOVEMBER

- 42 **Bij welke spread zijn hypotheke een aantrekkelijke belegging?**, Aegon Asset Management en TKP Investments
- 44 **Verzekeraars steeds meer op zoek naar extern beheer**, Interview met Richard Glenn, Invesco
- 48 **Institutionele beleggers zijn banken van de toekomst**, Interview met Heneg Parthenay, Insight Investment (BNY Mellon boutique)
- 52 **Infrastructure debt: Waarom ESG niet alleen een marketingterm is**, Interview met Charles Dupont, Schroders
- 66 **Bond Compass Q3 toont verdeeld beleggerssentiment**, State Street SPDR ETF's
- 68 **Op zoek naar waarde in EMD**, Interview met Jeremy Cunningham, Capital Group
- 72 **Nieuw model brengt kredietwaardigheid staatsobligaties emerging markets in kaart**, Interview met Kieran Curtis, Aberdeen Standard Investments
- 78 **Why Build Fixed Income Credit Curves?**, Axioma
- 89 **PIMCO's Secular Outlook: Omgaan met disrupties**, PIMCO
- 90 **A case for the defense**, Intech Investment Management (Janus Henderson)

Columns

- 11 **Jeroen van der Put:** Terug naar hoofdstuk 1
- 19 **IVBN:** Zorgvastgoed is essentieel voor een gezonde woningmarkt
- 47 **Andy Langenkamp:** Onmisbaar en verstikkend dollarinfuus?
- 51 **Thijs Jochems:** 'Nieuws', een valstrik voor bestuurders én beleggers?
- 65 **CFA Society VBA Netherlands:** Europees beleid kantelt naar hechtere unie
- 88 **Pim Rank:** Negatieve rente: katalysator van systeemrisico en beleggingsrisico?
- 102 **Han Dieperink:** Negatief is niet normaal

Rubrieken

- 100 Boeken
- 103 On the move special: **Patrick Groenendijk**
- 104 On the move kort

Financial Investigator zonder kosten (blijven) ontvangen?
Meld u dan nu aan op onze website: www.financialinvestigator.nl

ACTIVE. GLOBAL. FIXED INCOME MANAGEMENT.

PGIM Fixed Income is an active asset manager that navigates across the global fixed income markets in the pursuit of consistently strong, risk-adjusted returns.

We draw on nearly 90 years of experience, through all market cycles, utilizing a credit and quantitative research-driven approach, and supported by disciplined risk management, to help clients achieve their investment objectives.

SOLID RISK INFRASTRUCTURE

EXTENSIVE FUNDAMENTAL RESEARCH TEAM

FOCUS ON CONSISTENCY OF RESULTS

Get our perspective at pgimfixedincome.com

Past performance is not a reliable guide to the future and there is no guarantee that objectives will be met. For professional investors only. All investments involve risk, including possible loss of capital. No risk management technique can guarantee to mitigate or eliminate risk in any market environment.



NEWARK | LONDON | TOKYO | SINGAPORE

© 2019. PGIM is the primary asset management business of Prudential Financial, Inc. (PFI). PGIM Fixed Income is PGIM's public fixed income investment advisory business and operates through PGIM, Inc., a U.S. registered investment adviser. Prudential, PGIM, their respective logos as well as the Rock symbol are service marks of PFI and its related entities, registered in many jurisdictions worldwide. PFI of the United States is not affiliated with Prudential plc, a company headquartered in the United Kingdom. In the United Kingdom and various European Economic Area ('EEA') jurisdictions, information is issued by PGIM Limited with registered office: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR. PGIM Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom (Firm Reference Number 193418) and duly passported in various jurisdictions in the EEA. These materials are issued by PGIM Limited to persons who are professional clients as defined in Directive 2014/65/EU (MiFID II). As of 30 June 2019. 2019-3958

MFS: Beleggers steeds kieskeuriger nu cyclus ten einde loopt

Bedrijven doen er alles aan om winstmarges te behouden, maar beleggers worden steeds voorzichtiger en het is voor hen cruciaal om bedrijven met onhoudbare hoge winstmarges te vermijden. Dit stelt Robert Almeida, beleggingsstrateeg bij vermogensbeheerder MFS.

Beleggers zijn erg kieskeurig geworden, ondanks dat aandelenmarkten wereldwijd in de eerste helft van 2019 dubbele rendementscijfers behaalden. Een grote groep bedrijven zal de hoge winstmarges niet kunnen vasthouden omdat ze hiervoor te veel afhankelijk waren van ontwikkelingen buiten de dagelijkse bedrijfsoperaties, zoals aandeleninkoop. De strateeg stelt dat het

vermijden van bedrijven zonder een duurzaam businessmodel waarde kan creëren voor beleggers, een ontwikkeling die we ook zagen in de aanloop naar de financiële crisis.

Er zijn wel twee belangrijke verschillen tussen de huidige economische cyclus en de twee die eraan voorafgingen. In de vorige twee cycli was er sprake van overinvestering in bepaalde economische sectoren en dit is nu niet het geval. Almeida denkt dat beleggers onvoldoende beseffen dat de huidige hoge marges onhoudbaar zijn. Deze marges gaan dalen, zeker voor ondernemingen die geen duurzaam model hebben.



De agenda van Leonie Tiel Groenestege

ZAKELIJKE PRIORITEITEN

- Een lerende cultuur stimuleren binnen pensioenfondsbesturen. Van 'leren=opleiding' naar 'leren=permanente ontwikkeling';
- Diversiteit! Dat bevordert het behalen van zakelijke doelstellingen;
- Geschiktheid van pensioenfondsbesturen. Met de werkgroep Geschiktheid & Diversiteit (Pensioenfederatie) focus ik op een nieuwe Handreiking Geschikt Pensioenfondsbestuur, met ruime aandacht voor diversiteit, competenties en de nieuwe Code;
- Traject opzetten voor jonge potentiële bestuurders, met PensioenLab, voor de derde keer;
- Onze module Boardroom Dynamics herontwerpen;
- Nieuw onboarding programma ontwerpen voor SPO-intern én klanten. Nieuwe collega's willen zo spoedig mogelijk leveren en niet alleen informatie opnemen!;
- Geschiktheids- en competentiematrix combineren als sturingsinstrument 'bestuurlijke geschiktheid' voor mijn partnerklanten.

PRIORITEITEN PRIVÉ

- Regelmatig naar Ontario reizen, waar mijn Ghanese liefde een post-studie doet;
- Albums maken van mijn reisfoto's (Zuidoost-Azië, IJsland, Jordanië, Marokko, Estland, Turkmenistan/Oezbekistan/Kazachstan/Kirgizië, Oeganda, Ghana);
- Ontspullen. Welke boeken/kleren blijven, wat gaat naar de kringloop?;
- Het Pieterpad aflopen;
- Zweefvliegen boven de Kennemerduinen;
- Mijn mentorschap van een voormalig Somalisch vluchteling bij zijn hbo-studie voortzetten;
- Leren over cinematografie. Ik wil met mijn vriend meewerken aan zijn films over sociaal-maatschappelijke thema's;
- Filmproject met korte biografische interviews over drijfveren van mensen;
- In het bestuur van een sociaal-maatschappelijke organisatie komen!

BlackRock: deze vijf megatrends bieden de beste beleggingskansen

Volgens BlackRock bieden deze vijf megatrends de beste beleggingskansen:

1. Technologische doorbraken

Door de alomtegenwoordigheid van technologie kan de invloed van innovaties steeds ingrijpender zijn, en worden ook in sectoren met hoge marges toetredingsdrempels voor nieuwe marktpartijen verlaagd. Naar verwachting kan 5G-technologie de inzet van kunstmatige intelligentie versnellen, wat de vooruitgang aanjaagt op het gebied van smart cities, telezorg, zelfrijdende auto's en het 'internet of things'.

2. Vergrijzing

De bevolking in ontwikkelde economieën vergrijsst snel. Dat leidt tot een grotere behoefte aan gezondheidszorg, andere consumentenbehoeften en verschuivende uitgavenpatronen – ook van overheden – waar bedrijven op kunnen inspelen. De beroepsbevolking in deze regio's slinkt, waardoor technologie een belangrijkere rol gaat spelen en de concurrentie om technisch vaardige werknemers verhevigt. Deze ontwikkelingen bieden kansen voor technologiebedrijven, en maken producenten van technologie die gezondheidszorg beter en toegankelijker maken interessant om in te beleggen.

3. Nieuwe middenklassen

In navolging van China ontstaan ook in andere opkomende economieën nieuwe middenklassen, waardoor de consumentenbehoeften veranderen en meer vraag ontstaat naar merkartikelen. De concurrentiekracht van het bedrijfsleven in deze landen verschuift van lage kosten naar technologische expertise. Lokale

ondernemingen kunnen uitgroeien tot grote spelers. Er ontstaan kansen voor bedrijven die inspelen op de behoefte aan infrastructuur, nieuwe technologie, voeding en schone energie. Multinationals zullen hier waarschijnlijk een rol bij spelen.

4. Klimaatverandering en grondstoffenschaarste

Brian Deese, hoofd duurzame beleggingen bij BlackRock, waarschuwt dat veel mensen de effecten van klimaatverandering nog steeds zien als een risico op de zeer lange termijn, terwijl klimaatverandering nu al een meetbaar effect heeft op de economische groei. Beleggers moeten daar dus nu al rekening mee houden, ook omdat zowel consumenten als overheden steeds kritischer op dit punt worden. De asset manager zoekt daarom naar bedrijven met innovatieve oplossingen tegen vervuiling, zoals betere recyclingmethoden, zonnepanelen, windturbines, elektrisch rijden en duurzame verpakkingen. Ook zijn er kansen voor bedrijven die oplossingen bieden voor de dreiging van voedselschaarste, zoals kunstmestproducenten en bedrijven die zich richten op nieuwe technologieën voor voedselproductie, zoals drones, voorspellende weeranalyses en precisielandbouw.

5. Snelle verstedelijking

Door de snelle verstedelijking, met name in opkomende economieën, ontstaat er veel behoefte aan nieuwe infrastructuur: van wegen, gebouwen en luchthavens tot afvalverwerking, stroomvoorziening en netwerkverbindingen. In 2030 zijn er wereldwijd naar verwachting 43 megasteden (met elk minimaal tien miljoen inwoners) die vruchtbare bodem bieden voor deelplatforms, maaltijdbezorgers en elektrisch vervoer.

Comgest: Grote sportevenementen geven Japanse economie duw in de rug

Richard Kaye, portfoliomanager van het fonds Comgest Growth Japan, is optimistisch over Japanse aandelen. Zijn optimisme is niet zozeer gebaseerd op een snelle oplossing van de handelsspanningen tussen de VS en China, waardoor de wereldhandel weer op gang kan komen, maar op twee grote sportevenementen die binnenkort in Japan worden gehouden.

Deze maand organiseert Japan het wereldkampioenschap rugby (20 sep.-2 nov.) en volgend jaar zomer trekt 's werelds grootste sportcircus naar Tokio voor de 29e Olympische Spelen. De impact van beide sportevenementen op de Japanse economie zijn volgens Kaye groot. Dat geldt zeker voor de Olympische Spelen.

Pensioenfonds PostNL selecteert BNP Paribas Securities Services

BNP Paribas Securities Services, een global custodian met EUR 10.100 miljard bewaard vermogen is door Pensioenfonds PostNL aangewezen om bewaarneming en toegevoegde waarde diensten te gaan verzorgen. Pensioenfonds PostNL is het ondernemingspensioenfonds van PostNL in Nederland, met een totaal vermogen van EUR 8,6 miljard.

Het mandaat, dat per 1 januari 2020 ingaat, bestaat uit de bewaarneming van de beleggingen, het voeren van de beleggingsadministratie, het toetsen van de beleggingsrichtlijnen, het verzorgen van de toezichthouderrapportages en het vervaardigen van de performancemeting en risicorapportages.

Tweets Donald Trump met korreltje zout nemen

DOOR JOOST VAN MIERLO

De onafhankelijkheid van centrale banken is in het geding, maar dat heeft niets te maken met de politieke druk op het rentebeleid. Het is een logisch gevolg van de interventies waar monetaire autoriteiten (terecht) voor kozen na de kredietcrisis.



Foto: Archief Jón Daníelsson

CV

Jón Daníelsson is Directeur van het Systemic Risk Centre aan de London School of Economics. Hij promoveerde aan Duke University (Verenigde Staten) op een onderwerp over stochastische volatiliteit. Hij doceert op dit moment aan de LSE. Daníelsson heeft twee boeken geschreven: *Financial Risk Forecasting* en *Global Financial Systems: Stability and Risk*. Hij is daarnaast de auteur van tal van artikelen in gezaghebbende wetenschappelijke tijdschriften.

Dat stelt de van oorsprong IJslandse econoom Jón Daníelsson, die zijn eerste levensjaren in Nederland doorbracht. De inmiddels tot Brit genaturaliseerde Daníelsson kiest stevast voor een historische benadering om economische ontwikkelingen te beschouwen. Daardoor is hij niet snel van zijn stuk gebracht door een nieuwe tweet van president Donald Trump over een gewenste renteverlaging of het verlangen om een Brexiteer benoemd te krijgen als de nieuwe gouverneur van de Bank of England. Die instituten zijn stevig genoeg en kunnen wel een stootje hebben.

Daníelsson is directeur van het Systemic Risk Centre aan de London School of Economics. Hij heeft het de afgelopen jaren druk gehad. Met de uitbraak van de kredietcrisis stond het wereldwijde financiële systeem op inkappen, maar wereldwijde autoriteiten hebben alert gereageerd en een escalatie weten te voorkomen.

De huidige risico's zijn volgens Daníelsson niet vergelijkbaar met die in 2007, toen de kredietcrisis uitbrak, maar het is geenszins tijd om rustig achterover te leunen. De massale hoeveelheden geld die centrale banken nog altijd uitgeven om de rente laag te houden, hebben voor een tweedeling in de samenleving gezorgd. Huizenbezitters en aandeelhouders zijn bevoordeeld. De ongelijkheid is toegenomen. Het is bovendien volstrekt onduidelijk wat de reactie zal zijn als de monetaire stimulering stopt. 'Het is een beetje als met een serieuze alcoholist die gewend is aan jarenlang overvloedig alcoholgebruik. Als die van de ene op de andere dag stopt met het drinken van alcohol, kan hij daaraan sterven.'

Zover zal het waarschijnlijk niet komen. Monetaire autoriteiten zijn nu eenmaal redelijk goed als het gaat om het reageren op directe dreigingen, maar daarbij verliezen ze hun andere taken wel eens uit het oog. Daarmee is de voedingsbodem voor de nieuwe crisis gelegd. 'Het is moeilijk te voorspellen hoe deze crisis eruit zal zien. Het achteraf uitleggen van de oorzaken is al lastig genoeg.'

De Amerikaanse Federal Reserve heeft vorige maand de rente verlaagd. Veel te laat en met een te laag percentage, aldus de Amerikaanse president Donald Trump. Is zijn kritiek terecht?

'Het is belangrijk om een verschil te maken tussen wat hij zegt en wat hij bedoelt. Het gaat Trump er in mijn ogen helemaal niet om het rentebeleid van de Fed te controleren. Hij heeft Jonathan Powell, de capabele voorzitter van de Federal Reserve, zelf benoemd. Maar het komt hem politiek goed uit om kritiek uit te oefenen op de Fed. Mocht de Amerikaanse economische groei afvlakken, dan kan Trump in ieder geval met de beschuldigende vinger naar de Fed wijzen. 'Hadden ze maar beter naar me moeten luisteren', zal Trump zeggen.'

Hoe denkt u over de door Trump voorgestelde renteverlaging met 100 basispunten?

'Een rentedaling met 100 basispunten is volstrekt niet nodig en zou een schok op markten veroorzaken. Er is overigens ook geen enkele reden om aan te nemen dat er serieus naar hem wordt geluisterd. Dat geldt in feite voor veel van de extreme standpunten die Trump inneemt. Europeanen bekijken zich daarop. De Amerikaanse president heeft veel minder macht dan de gemiddelde Europese premier, zeker als deze een meerderheid in het parlement achter zich weet. In de Amerikaanse grondwet is een uitgebreid systeem van 'checks and balances' opgenomen. Het is een zeer robuust systeem. De aandacht voor al die tweets is overtrokken.'

Een ander voorbeeld dan. Op de Britse premier Boris Johnson wordt druk uitgeoefend om de uitgesproken Brexiteer Gerard Lyons te benoemen als nieuwe gouverneur van de Bank of England. Is dat zorgelijk?

'De benoeming van een nieuwe gouverneur maakt heus niet zoveel verschil. Het is een enorme bureaucratische organisatie waarbij één persoon geen enorm verschil kan maken. Ik zie de Bank of England als een supertanker die slechts heel langzaam van koers verandert. Er is overigens helemaal geen reden om te twijfelen aan de kwaliteiten van Lyons. Mocht hij benoemd worden, dan zal er waarschijnlijk iets aan de toon van de Bank of England-berichten veranderen. Minder 'Doom and Gloom' en misschien iets positiever. Maar dat betekent nog niet dat het beleid verandert.'

De Amerikaanse president heeft veel minder macht dan de gemiddelde Europese premier, zeker als deze een meerderheid in het parlement achter zich weet.

Geen zorgen dus over de onafhankelijkheid van centrale banken?

'Dat zeg ik niet. Wat het rentebeleid betreft, zie ik geen directe problemen, maar dat is niet het enige dat centrale banken doen. In de nasleep van de crisis zijn er aanzienlijke maatregelen genomen om meer greep te krijgen op individuele financiële instellingen. En daarnaast is er meer aandacht voor om het financiële systeem als geheel meer solide te maken. Dat zijn activiteiten van centrale banken die directe politieke implicaties hebben. Ze hebben als doel burgers te beschermen tegen de willekeur van financiële instellingen, maar deze acties zijn verankerd in allerlei regels en wetten. Het lijkt me logisch dat politici invloed trachten uit te oefenen op deze besluiten. Zij zijn immers uiteindelijk politiek verantwoordelijk voor de gevolgen van de nieuwe regelgeving. Met andere woorden: als gevolg van de crisis zijn centrale banken meer aandacht gaan besteden aan hun taken op het gebied van toezicht en daardoor eisen politici meer invloed. De crisis heeft dus wel degelijk invloed gehad op de onafhankelijkheid van centrale banken. Die is daardoor verminderd.'

ADVERTENTIE



Mens&Kennis

EFFECTIEF IN DE BOARDROOM

- *U wilt communiceren met impact?*
- *Anderen beter mee krijgen in uw oordeelsvorming?*
- *Uw kennis gemakkelijker voor het voetlicht krijgen?*
- *Constructief feedback leren geven?*

Meld u dan nu aan voor het programma 'Effectief in de Boardroom'.

Meer informatie op onze website www.mnks.nl (onder Dienstverlening).

De partners van Mens&Kennis verzorgen het programma samen met drie gerenommeerde externe docenten.

Het programma is speciaal ontwikkeld voor mensen die actief zijn in de boardroom van pensioenfondsen, zoals bestuurders, toezichthouders en medebeleidsbepalers.

Over het beleid gesproken. Wordt de rente niet bewust te laag gehouden, waardoor risicovolle activiteiten worden gestimuleerd en een nieuwe crisis slechts een kwestie van tijd is?

‘Een nieuwe crisis is altijd een kwestie van tijd. De ervaring leert dat in de Westerse wereld gemiddeld eens in de 42 jaar een heuse systeemcrisis plaatsvindt. De laatste keer was in 2007, maar dat betekent niet dat we nu achterover kunnen leunen en dertig jaar kunnen wachten. Ik denk echter dat de huidige omstandigheden aanzienlijk minder risicovol zijn dan tien jaar geleden. Banken zijn veel beter in staat om klappen op te vangen.

Wat de lage rente betreft: dat lijkt me niet iets wat bewust wordt gedaan. Centrale banken proberen de inflatie laag te houden. In de meeste gevallen gaat het om een gewenst niveau van ongeveer 2%. In veel landen wordt dat niet eens gehaald. Je zou dus kunnen zeggen dat het beleid van centrale banken heeft gefaald.’

Had de rente nog lager moeten zijn?

‘Dat kan natuurlijk nauwelijks. Neem Duitsland als voorbeeld. Dat land geeft obligaties uit met een looptijd van dertig jaar met een negatieve rente. Beleggers kopen producten waarbij ze feitelijk zeggen geen vertrouwen te hebben in het beleid van de ECB. Die heeft immers als doelstelling om de rente op 2% te houden, maar de beleggers gaan ervan uit dat dit niet zal lukken. Ik vind dat fascinerend.’

Is de lage inflatie iets wat houdbaar is?

‘Inflatie is een subtiel iets. Wij economen kijken niet zozeer naar de inflatie zelf, maar naar de inflatieverwachtingen. Als mensen inflatie verwachten, eisen ze hogere lonen, waardoor prijzen stijgen en er weer hogere lonen worden geëist. Dat is de inflatiespiraal waar begin jaren tachtig met drastisch beleid een einde aan is gemaakt. Als mensen nu klagen dat centrale banken de rente te snel verlagen, zouden ze eens naar de jaren tachtig moeten kijken. Toen was het precies omgekeerd. De kritiek was toen dat de rente te snel werd verhoogd en niet snel genoeg werd verlaagd. De afgelopen twintig jaar waren de inflatieverwachtingen laag en daardoor was de inflatie laag. Maar de stemming zal weer omslaan. Je ziet dat lonen in de Verenigde Staten stijgen. Dat zal van invloed zijn op de inflatie. Op een gegeven moment is de geest uit de fles. Het kan nog maanden duren, of nog jaren, maar je weet dat het gaat gebeuren.’

U doceert aan de London School of Economics. Baren de Brexit-ontwikkelingen u zorgen?

‘Persoonlijk heb ik tegen Brexit gestemd, maar ik kan me de wrevel van Britten tegen het vorig jaar bereikte akkoord wel voorstellen. Kleinere landen als Noorwegen en IJsland, beide geen EU-leden, kunnen toegang tot de interne markt krijgen door zich te conformeren aan de EU-regels. Maar dat is in mijn ogen onacceptabel voor een land als het Verenigd

Ik zie de Bank of England als een supertanker die slechts heel langzaam van koers verandert.

Koninkrijk. Het lijkt me dus onvermijdelijk dat er, als gevolg van het Brexit-referendum, sprake is van een meer rigoureuze scheiding.’

Hoe kijkt u naar de ontwikkelingen in de EU?

‘Deze baren me ernstige zorgen. Er zitten duidelijke weeffouten in de eurozone. Het is toch ongelooflijk dat een economische crisis in Cyprus voorpaginanieuws is in Duitsland en Nederland. Hetzelfde geldt voor Griekenland, een land met nauwelijks vier miljoen inwoners. Maar als er een recessie is in Polen, met bijna veertig miljoen inwoners, hoor je daar niets over. Dat heeft allemaal met de euro te maken.

Het is gemakkelijk om nu te zeggen dat er te veel landen in de eurozone zitten, maar het is wachten op het moment dat een groot land in de problemen komt. De meest waarschijnlijke kandidaat is Italië. Het gemiddelde inkomen is er de afgelopen twintig jaar gedaald, terwijl dat van Litouwen, een ander euroland, in dezelfde periode is verviervoudigd. Die fricties zijn onhoudbaar. Italië heeft een hoge schuld en heeft geen structurele maatregelen genomen om de economische situatie te verbeteren. Dat moet wel misgaan.’

Zijn de overige EU-landen niet in staat om een crisis te voorkomen?

‘Het is niet zozeer de vraag of ze daartoe in staat zijn. Het is de vraag of ze daartoe bereid zijn. Ik denk dat dit niet het geval is. Een monetaire unie vereist een grote mate van solidariteit tussen de verschillende leden van de unie. Daardoor werkt het in bijvoorbeeld de Verenigde Staten, of werkte het in Nederland met de gulden. Maar binnen de eurozone is die solidariteit ver te zoeken.’

Is het wachten op een enorme crisis?

‘Dat lijkt me wel, maar niemand weet precies wanneer deze zal komen. Het is net als met de inflatie. Het kan nog jaren op zich laten wachten.’ «

Huidige risico's niet vergelijkbaar met die van 2007;

Afkicken van monetaire stimulering wordt lastig;

Risico crisis afgenomen, maar situatie EU zorgwekkend;

Onafhankelijkheid centrale banken in het geding.



DOOR JEROEN VAN DER PUT, BESTUURDER, ADVISEUR PENSIOENFONDSEN
EN VOORZITTER COMMISSIE RISICOMANAGEMENT PENSIOENFEDERATIE

COLUMN

Terug naar hoofdstuk 1

De pensioensector is sterk aan het professionaliseren en bepaalt in belangrijke mate de bestuurlijke agenda's. Het echte werk komt hierdoor in het gedrang.

Het belang van de pensioensector is groot. Er wordt 1.400 miljard aan pensioengeld beheerd, jaarlijks 33 miljard aan premie betaald en voor 30 miljard uitgekeerd. Met een gemiddeld rendement van 5% komt er nog 70 miljard per jaar bij. De beleggingskosten komen met gemiddeld 0,4% uit op ongeveer 6 miljard per jaar. Het gaat dus wel ergens over. Ik kan niet zo snel een sector bedenken die vergelijkbare cijfers kan tonen. Het is dus niet zo gek dat de eisen van professionele besturing sterk zijn toegenomen en nog verder gaan.

De toezichthouder is een belangrijke stimulans in het professionaliseringsproces. Dat is een wat ondankbare taak. Is de toezichthouder lastig? Zeker. Zijn ze altijd redelijk? Vast niet. Is het altijd zinvol? Niet altijd duidelijk. Ze stellen vragen over onderwerpen waar je op dat moment niet mee bezig wilt zijn. Leidt het ergens toe? Ik denk het toch wel. Ze creëren ruimte op de bestuurstafel voor beheersingsvraagstukken die je anders niet zo snel zou krijgen. Het zijn vaak taaie en wat abstracte onderwerpen. Het is veel leuker om met het echte werk en de inhoud bezig te zijn. Druk bezig midden in het avonturenboek van beleggen worden we teruggestuurd naar hoofdstuk 1: waarom doen we dit allemaal? Wat is onze missie, wat zijn onze overtuigingen, welke strategie zetten we in en hoe beheersen we die? Vraagstukken die in de meeste bedrijfstakken gebruikelijk zijn, hebben we pas recent in de pensioensector ontdekt.

Zo heeft de toezichthouder ons aangezet tot het grondiger uitvoeren van risico-analyses. Een mooi voorbeeld is het in kaart brengen van het renterisico bij

de invoering van het FTK in 2007. De 30-jaars swap stond toen rond de 5%. Inmiddels heeft die de 0% aangetikt. Een daling van 5%! Zonder extra maatregelen om het renterisico te beperken, zou de dekkingsgraad gedecimeerd zijn. Gelukkig hebben de meeste fondsen het renterisico in belangrijke mate dichtgezet. Bijzonder hierbij is wel dat een aantal grote fondsen met veel professionele staf dat niet of nauwelijks gedaan hebben. Professionals hebben blijkbaar veel last van het frame waarin ze zijn opgevoed en hadden nooit gedacht dat de rente zo ver zou kunnen dalen. Dat geldt ook voor mij. Professionaliseren met alleen professionals is daarom geen goed idee. Diversiteit is geen zinloze hobby, maar zorgt voor de lastige vragen en scherpte in de discussie.

We moeten niet doorschieten in de professionalisering. Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat te veel risicomanagement en bureaucrativering juist tot meer incidenten kan leiden. Een goede risicoanalyse legt hoofd- en bijzaken bloot. Het is daarbij niet nodig alle risico's dicht te zetten. Dat kan ook niet. Het is wel belangrijk om de restrisico's vast te stellen. Dit is een kerntaak van het bestuur. Vanuit dat kader kan je de beheersing uitwerken. Ik vind het zinvol om het hele beleggingsproces van ALM tot rapportages en custodian goed te beschrijven en in RACI-termen aan te geven wie in formele zin welke rol heeft. Daarnaast zorgt een meerjarenplanning ervoor dat alle relevante zaken voldoende aan de orde komen. Als we dit soort zaken goed regelen, komt er weer meer ruimte voor het echte werk, al blijft hoofdstuk 1 daarbij wel op de achtergrond actief. «



Structureel alpha realiseren in creditportefeuilles

DOOR HARRY GEELS

Gwennaële Bruning is nu vijf jaar Head of Credit bij Achmea Investment Management. In deze periode heeft Achmea ieder jaar de benchmark weten te verslaan. In dit interview staan we stil bij deze mijlpaal, de goede beleggingsprestaties, alsmede de belangrijkste ontwikkelingen in de creditmarkten van dit moment.

Hoe bent u in de wereld van het institutionele vermogensbeheer terechtgekomen?

'Ik ben begonnen bij ING Investment Management als portfoliomanager voor retailfondsen. Op een gegeven moment, nu ruim 15 jaar geleden, ontstond intern de behoefte om institutionele beleggers te adviseren en te ondersteunen rond onderwerpen als het Financieel Toetsingskader voor pensioenfondsen. Voor mij was dat een kans om een team samen te stellen dat pensioenfondsen adviseerde over nieuwe regelgeving, asset allocatie en duration management. In feite dus fiduciair beheer. Ik begon bij Achmea als verantwoordelijke voor vastrentende beleggingen bij de verzekeraar. Na vijf jaar ben ik overstapt naar de vermogensbeheertak van Achmea, Achmea IM, om daar het creditteam verder uit te bouwen.'

Hoe gaat het creditteam te werk?

'Voor mij was het een interessante uitdaging om het creditteam van Achmea IM verder uit te bouwen. Het team is gegroeid van vijf naar twaalf mensen en we hebben een goed trackrecord opgebouwd. Sinds ik verantwoordelijk ben, hebben we ieder jaar een positieve alpha behaald. Ook in 2018, toen de spreads uitliepen en veel creditmanagers het moeilijker hadden. Overigens werd die goede prestatie ook al in de jaren daarvoor behaald. De alpha behalen we grotendeels met behulp van fundamentele bedrijfsanalyse, oftewel de juiste obligaties selecteren. Top-down spelen we ook in op macro-economische thema's, maar deze posities willen we niet te groot laten zijn. Maximaal een kwart van het risicobudget. Dergelijke top-down beslissingen kunnen namelijk zorgen voor flinke afwijkingen ten opzichte van de benchmark. Omdat de obligatiemarkten inefficiënt zijn, kunnen we genoeg waarde creëren door bottom-up de juiste bedrijven te selecteren en zo in een breed gespreide portefeuille een stabiele alpha te creëren. Onze informatie ratio behoort daarom tot de hoogste in de markt. Onze klanten zetten de creditportefeuilles vooral in hun

matchingportefeuilles in, vaak in de vorm van een mandaat, omdat ze specifieke wensen hebben. Zo wil bijvoorbeeld een aantal klanten op ESG-gebied nog een paar stappen verder zetten.'

Wat zijn de belangrijkste thema's die nu bij credits spelen?

'De creditmarkten zijn misschien wel meer in beweging dan ooit. Zo gaat de ECB het opkoopprogramma voor bedrijfsobligaties (CSPP) later dit jaar mogelijk opnieuw opstarten. Dit is eigenlijk een koper die geen fundamentele criteria



gebruikt om credits op te kopen. Dat leidt tot prijsverstoringen en geeft kansen voor actieve beleggers zoals wij. Verder zijn er fundamenteel gezien best wel wat donkere wolken te bespeuren. We leven in een wereld van toenemend populisme en deglobalisering. Handelstarieven nemen daardoor toe en dat heeft weer impact op de wereldwijde handel en groei. Verder is er de opkomst van passief beleggen. Een ander belangrijk thema, zeker voor institutionele beleggers, is maatschappelijk verantwoord beleggen.'

Laten we beginnen met het CSPP. Wat voor impact heeft dat?

'CSPP werkt in principe ontwrichtend. Bij dit opkoopprogramma worden sinds begin dit jaar alleen nog aflopende obligaties

teruggekocht, dus de balans van de ECB werd niet verder vergroot. Echter, vlak voor Draghi's termijn af zou lopen, deed hij wederom een 'whatever it takes'-uitspraak. Deze werd mede ingegeven door de teruglopende inflatieverwachtingen en zwakke economische groei als gevolg van de handelsoorlog tussen de VS en China. Na de zomer of begin volgend jaar zou het CSPP weer opgestart kunnen worden. De ECB zal waarschijnlijk ook de rente verder verlagen en daarnaast middels 'deposit tiering' de pijn van de negatieve rente verlichten voor banken. Hierbij krijgen delen van deposito's die banken aanhouden bij de ECB een minder negatieve rente. De ECB is enthousiaster over CSPP dan over het opkoopprogramma van staatsobligaties (PSPP), omdat daarmee eigenlijk staten worden gefinancierd. Dat ligt politiek natuurlijk gevoelig. Verder hebben zich weinig problemen voorgedaan met CSPP. Het kopen van het bijna failliete Steinhoff is eigenlijk het enige smetje op het blazoen. Andere effecten van CSPP zijn dat bedrijven meer zijn gaan investeren en dat nieuwe bedrijven naar de markt zijn gekomen, wat groei en inflatie kan stimuleren. De grote vraag is of de nieuwe verruimingen van het monetaire beleid, zowel in de VS als in Europa, ervoor zorgen dat bedrijven zodanig meer gaan investeren dat ze daarmee tegenwicht kunnen bieden aan de effecten van de handelsoorlog. Ook is de vraag hoeveel ruimte de ECB nog heeft. Ongeveer 20% van de obligaties komt in aanmerking voor het CSPP. Wij denken dat dit nog zeker kan verdubbelen, hetgeen bullish is voor credits. Tenzij we toch in een recessie terechtkomen; dan zal de markt toch echt naar de fundamentals kijken.'

Straks blijft er geen spread en liquiditeit meer over!

'Wat betreft de spread, die is ongeveer tweemaal zo hoog als die van Japan, dus er is nog ruimte. En ja, als de ECB meer dan de helft van de creditmarkten in handen zou krijgen, wordt illiquiditeit inderdaad een issue. In het algemeen geldt: hoe minder liquiditeit, hoe groter de prijsschommelingen worden, zeker bij onrust in de markt. Maar in de creditmarkten, zeker in de grotere titels, is er nog wel voldoende liquiditeit, hoewel minder dan voorheen. Ik verwacht pas problemen als het CSPP nog jaren door zou gaan. Onze portefeuillemanagers zijn zich trouwens erg bewust van liquiditeitsissues. Bij het opzetten van posities wordt bekeken wat er bij een eventuele exit kan gebeuren. Wij beleggen niet of nauwelijks in onderhandse of erg illiquide leningen, omdat we een actieve belegger zijn. Onze portfoliomanagers doen bij ons de trading overigens zelf. Orders naar de trading desk sturen, werkt lang niet altijd. Soms kan de portefeuillemanager tijdens het handelen beslissen een vergelijkbare obligatie met een iets andere looptijd te kopen, als tradingsignalen daar aanleiding toe geven. Die flexibiliteit heeft volgens ons toegevoegde waarde.'



CV

Gwennaële Bruning is sinds 2014 Manager van het Creditteam bij Achmea Investment Management. Van 2009 tot 2014 werkte zij bij Achmea Groep, waar ze verantwoordelijk was voor de vastrentende beleggingen van het verzekeringsbedrijf binnen Achmea. In 2008 en 2009 was Bruning (LDI-) Portefeuillemanager bij AXA Investment Managers. Zij begon haar carrière in 1999 bij ING Investment Management als Investment Manager Structured Products. In 2003 heeft zij daar de afdeling Strategisch Advies opgezet. Bruning heeft economie gestudeerd aan de Universiteit van Amsterdam, is CFA Charter Holder en heeft de DSI-certificering Adviseren Beleggen Institutioneel.

Omdat de obligatiemarkten inefficiënt zijn, kunnen we genoeg waarde creëren door bottom-up de juiste bedrijven te selecteren en zo in een breed gespreide portefeuille een stabiele alpha te creëren.

Worden bedrijven niet steeds risicovoller omdat ze steeds meer schuld op zich nemen met deze lage rentes?

‘Dit zien we met name terug bij Amerikaanse bedrijven. Europese bedrijven voeren tot nu toe een vrij conservatief financieel beleid. De toename van de leverage van de bedrijven in het euro-universum wordt dan ook vooral veroorzaakt door ‘reverse yankees’. Dit zijn Amerikaanse bedrijven die in euro’s uitgeven. Bij sommigen leeft de angst dat deze bedrijven op grote schaal afglijden naar High Yield. Wij zijn daar wat minder bang voor. Over het algemeen zijn het de grotere en meer kredietwaardige bedrijven die ‘reverse yankees’ kunnen uitgeven. De meeste daarvan zijn voortvarend bezig met het aflossen van schulden. Maar er zijn ook bedrijven die achterlopen op hun deleveraging-schema. Daar zien we wel risico’s. Niet vanwege de rentelasten, want die zullen nog wel even laag blijven, maar vooral als het economisch tij gaat keren. Daarnaast kunnen rating agencies hun geduld verliezen. Creditsselectie is hier dus cruciaal. Overigens adviseren we onze klanten meestal om alleen in euro’s te beleggen. Vanuit een diversificatieperspectief is het niet nodig om het dollarrisico te lopen, gezien het globale karakter van het euro-universum.’

Wat is de impact van de groei van passieve obligatieproducten?

‘Wij hebben weinig last van de passieve concurrentie. De meeste beleggers kiezen nog steeds voor een actieve strategie. Dat is ook logisch, vanwege de inefficiënties in de markt. Denk aan het opkoopbeleid van de ECB en verzekeraars die puur op basis van yield credits kopen. Dan kan met actief beheer systematisch waarde worden toegevoegd. Mede door de eerder besproken liquiditeitsissues kunnen bij stress de spreads relatief hoog oplopen, wat ook weer kansen biedt. Daar komt bij dat passief beleggen in credits relatief duur is, omdat passieve producten relatief veel moeten handelen om de tracking error laag te houden. Door de beperktere liquiditeit zijn bovendien de bied-laag-spreads relatief groot. We kennen geen institutionele beleggers die hun credit mandaat passief beheren. Het zijn vooral particuliere beleggers en grotere actieve beleggers die voor kortere tijd een tactische exposure in credits opbouwen en middels passieve producten beleggen.’

‘Last but not least’: duurzaamheid. Hoe integreren jullie dat in het beleggingsbeleid?

‘Ons beleid bestaat enerzijds uit uitsluitingen, bijvoorbeeld bedrijven die controversiële wapens produceren of niet voldoen aan de UN Global Compact, anderzijds uit het nastreven van bepaalde ESG-doelstellingen in de portefeuille. Wat betreft dat laatste hebben we met een aantal klanten afgesproken dat het ESG-profiel van de portefeuille beter moet zijn dan dat van de benchmark. Daarmee proberen we maatschappelijk verantwoord ondernemen te stimuleren, zonder dat we meteen tot uitsluiting hoeven over te gaan. We onderscheiden ook een meer grijze zone. Denk daarbij bijvoorbeeld aan de energiesector. We zijn er niet voor om dergelijke sectoren, die nog altijd een belangrijke rol spelen in onze economie, uit te sluiten. Een wereld zonder sigaretten is heel goed denkbaar, maar een wereld zonder olie is nu niet bepaald realistisch. Hier kiezen we liever voor een ‘best-in-class’ benadering, in de zin dat we bedrijven die goede ESG-scores hebben een overweging geven. En vice versa: bedrijven die laag scoren, krijgen een onderweging. Zo kunnen we zowel duurzame als financiële doelstellingen realiseren. Met deze ‘realistische’ benadering kunnen we nog steeds outperformance laten zien.’

Kijken jullie ook naar CO₂-uitstoot en green bonds?

‘Sommige klanten hebben ook specifieke CO₂-doelstellingen. Onze infrastructuur is zo ingesteld dat, zodra we een obligatie kopen, we meteen kunnen zien hoe het ESG- en CO₂-profiel van de portefeuille verandert. Overigens zijn nog niet alle pensioenfondsen zover dat ze specifieke ESG- en CO₂-doelstellingen hebben, maar we zien dat dit wel meer tractie krijgt. Ook als een klant hier geen doelstellingen formuleert, zullen we toch ESG-criteria meenemen in onze beleggingsbeslissingen. Het meten van de E, S en G geeft namelijk goede inzichten in de risico’s van een bedrijf. Wij zien dat de markten een hogere premie vragen voor bedrijven als de ESG-risico’s toenemen. Op het eerste gezicht lijken sommige bedrijven dus een aantrekkelijke risico-opslag te hebben, maar als er dan gecorrigeerd wordt voor ESG-risico’s blijken die bedrijven meestal een faire risico-opslag te hebben. Die hogere risico-opslag loopt er ook niet zomaar uit, omdat die risico’s vaak een structureel karakter hebben. Eigenlijk wordt ieder bedrijf door ons zodanig fundamenteel geanalyseerd, dat er ten minste een goede compensatie voor het ESG-risico verkregen wordt. Verder werkt ons team ‘Maatschappelijk Verantwoord Beleggen’ continu aan engagement. Dit team gaat actief de gesprekken aan met de bedrijven in het grijze gebied. In onze mandaten nemen we ten slotte ook green bonds op, mits natuurlijk aantrekkelijk geprijsd. Bij twee vergelijkbare obligaties verkiezen we de green bond.’ «

De waarde van goed bestuur

DOOR LIES VAN RIJSSEN

Nadat hij in 1998 de wandschildering 'De allegorie van het goede en van het slechte bestuur' had gezien in het stadhuis van Siena, was de richting van zijn loopbaan bepaald. Financial Investigator sprak met Rients Abma, Directeur van Eumedion, het corporate governance- en duurzaamheidsplatform van institutionele beleggers.

'Mijn werkzame leven begon in 1996 bij VNO-NCW, waar ik als econoom conjunctuuranalyses uitvoerde die lieten zien hoe Nederland presteerde tussen andere Europese landen. In 1997 vertrok de secretaris van onze Commissie Ondernemersfinanciering en mocht ik hem opvolgen. Ondeugdelijke beschermingsconstructies bij een vijandige overnamesituatie hadden intussen landelijk de discussie over corporate governance doen oplaaien. Minister Zalm stelde de Commissie Peters in om aanbevelingen te doen voor beter ondernemingsbestuur. Deze commissie leverde het eerste corporate governance rapport in Nederland af. Voor VNO-NCW, als vertegenwoordiger van de grote ondernemingen in Nederland, was ondernemingsbestuur natuurlijk ook een issue. Ze deelden het toe aan onder meer mijn commissie. Corporate governance was voor mij een volledig nieuw onderwerp. Het ging om de machtsverdeling binnen beursgenoteerde ondernemingen. Wie zit er aan het stuur? Welke factoren zijn van invloed op het bestuur? Waar zit de macht? Dat het onderwerp me intrigeerde, heeft mede te maken met mijn achtergrond. Ik kom uit een ARP-nest (Anti Revolutionaire Partij, red). In mijn jeugd hoorde ik elke zondag prediken dat geldzucht de wortel was van alle kwaad. Typisch voor het antirevolutionaire denken was ook het thema van de 'soevereiniteit in eigen kring' (de leer van de gereformeerde zuil van Abraham Kuyper, red.).

In 2000 stapte ik over naar het Ministerie van Financiën. De toenmalige minister Zalm vond het essentieel om regels over corporate governance op te stellen. Als ambtenaar op een ministerie zit je natuurlijk meer aan de knoppen dan bij



FRESCO UIT DE 14E EEUW GETITELD 'ALLEGORIE VAN GOED EN VAN SLECHT BESTUUR', GEMAAKT DOOR AMBROGIO LORENZETTI.

De kern is dat goed ondernemingsbestuur de randvoorwaarde is voor welvaart en welzijn in de samenleving.

een werkgeversorganisatie. Er werd zowel beleid als wetgeving gemaakt. De afdeling waar ik kwam, bestond fifty-fifty uit economen en juristen. Je kon je eigen ideeën over een evenwichtig stelsel van goed ondernemingsbestuur in wetgeving opgenomen zien worden. Het ondernemingsbestuur was sterk in beweging en mijn werkomgeving was dynamisch. Aandeelhouders moesten meer zeggenschap krijgen om tegenkracht te kunnen organiseren tegen almachtige bestuurders en slecht functionerende raden van commissarissen. Zalm - ook uit een ARP-nest trouwens - had een fors wetgevingspakket voor implementatie klaarliggen.

Zalm was vooruitstrevend in zijn pogingen de positie van de aandeelhouder te versterken. De kapitaalmarkt moest volgens hem een grotere rol krijgen in de machtsverdeling tussen bestuur, raad van commissarissen en aandeelhouders. Besturen speelden te veel onder één hoedje met raden van commissarissen die te weinig expertise hadden, zo was de perceptie althans. Het was nog usance dat commissarissen wel vijftien tot twintig commissariaten hadden. In het buitenland vond men de aandeelhoudersmacht in Nederland veel te gering. Veel ondernemingen wisten torenhoge beschermingsconstructies op te tuigen om de tucht van de markt af te wenden. Dit tastte het vertrouwen van buitenlandse beleggers in de Nederlandse kapitaalmarkt aan. Besturen hadden bovendien een machinerie op gang gebracht waarbij 'empire building' optrad: zoveel mogelijk overnames doen om een zo groot mogelijk bedrijf te realiseren.

Hoogervorst had Zalm al opgevolgd toen begin 2003 het boekhoudschandaal bij Ahold uitbrak. Dat bleek een blessing in disguise, een katalysator voor een omslag in het denken. Waar het rapport van de Commissie Peters met vrijblijvende aanbevelingen voor verbetering van het ondernemingsbestuur was gestrand in de onwil van het bedrijfsleven om

Institutionele beleggers zijn de belangrijkste aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen. Je mag van hen verwachten dat zij hun zeggenschap ten volle uitoefenen.

te bewegen, was er nu alsnog momentum voor verandering. Hoogervorst gaf het bedrijfsleven de keus tussen 'zelf met een code met tanden komen' of 'harde wetgeving'. De commissie-Tabaksblad wist in 2003 Peters' aanbevelingen alsnog om te zetten in een strenge code die werkte volgens de methode 'pas toe of leg uit'. De Code Corporate Governance was geboren en werd in wetgeving verankerd.

De code is er niet zonder slag of stoot gekomen. Het wantrouwen tussen de commissieleden uit het bedrijfsleven en de beleggingswereld was aanvankelijk zo groot dat men het niet eens kon worden over wie de pen zou voeren. Uiteindelijk vroegen ze of Financiën het wilde doen. Hoogervorst legde het secretariaat bij mij neer. De intensieve samenwerking met mensen uit het bedrijfsleven – de beleggers, wetenschap en accountancy – die allemaal hun input leverden, vond ik zeer boeiend. Ik heb ook ervaren hoe je als penvoerder invloed kunt hebben op het eindresultaat. Voor de commissie was de directe link met de wetgever praktisch. De Code Corporate Governance heeft model gestaan voor alle sectorcodes die daarna zijn ontwikkeld: de code voor pensioenfondsen, voor omroepen, ziekenhuisinstellingen, woningcorporaties, cultuurinstellingen, accountants.

Het belang van goed ondernemingsbestuur is daadwerkelijk tot me doorgedrongen bij een bezoek in 1998 aan Siena. In het stadhuis heeft Ambrogio Lorenzetti een enorme wandschildering aangebracht die het slechte stadsbestuur en het goede stadsbestuur verbeeldt. Ik was net in aanraking gekomen met het onderwerp en zag op die fresco uit de veertiende eeuw wat de gevolgen voor stad en ommelanden kunnen zijn van slecht bestuur en ook wat er gebeurt als het bestuur goed is. Wat een indruk maakte dat! Wat ik zag, gold niet alleen voor het landsbestuur, maar ook voor het bestuur van beursgenoteerde ondernemingen, waarvan niet alleen veel klanten, werknemers en aandeelhouders afhankelijk zijn, maar ook de samenleving. De kern is dat goed ondernemingsbestuur de randvoorwaarde is voor welvaart en welzijn in de samenleving. In het wereldnieuws zie je dagelijks wat er gebeurt als goed bestuur ontbreekt.

Ondernemingsbestuur is een samenspel van mensen en wat zij meenemen. Besturen moeten lijnen uitzetten en kansen zien om waarde te creëren voor alle belanghebbenden. Omdat besturen uit mensen bestaan en de mens tegenmacht



Foto: Archief Eumedion

CV

2006-heden	Eumedion, directeur;
2000-2005	Ministerie van Financiën, beleidsadviseur corporate governance; Secretaris van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code (Commissie Frijns, 2004-2005) Secretaris van de Commissie Tabaksblad (2003)
1996-2000	VNO-NCW, Secretaris Economische Zaken.

Nevenfuncties, onder meer:

- Lid van de Europese Expert Group on Technical Aspects of Corporate Governance Processes;
- Lid van het bestuur en de benoemingscommissie Stichting voor de Jaarverslaggeving;
- Lid van de Commissie Kapitaalmarkt Autoriteit Financiële Markten;
- Lid van de Commissie Governance, Risk en Compliance van de Koninklijke Nederlandse Beroepsorganisatie van Accountants;
- Lid van de Raad van Advies Instituut Internal Auditors Nederland;
- Lid van het Global Stewardship Codes Network;
- Auteur van de jaarlijkse 'Kroniek' van de jaarlijkse aandeelhoudersvergaderingen in het juridisch vaktijdschrift 'Ondernemingsrecht' (sinds 2008).



Afbeelding: Woordwolk.nl

nodig heeft om geen verkeerde wegen in te slaan, moeten er goede checks en balances zijn: een sterke raad van commissarissen als eerste tegenkracht en een controlerende functie van aandeelhouders aan de andere kant. En kritische consumenten. Omdat die laatsten zich lastiger kunnen organiseren, moet het vooral van de interne krachten binnen een onderneming komen en dan in het bijzonder van aandeelhouders. En noblesse oblige: institutionele beleggers zijn de belangrijkste aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen. Je mag van hen verwachten dat zij hun zeggenschap ten volle uitoefenen.

Aandeelhouders hebben moeten leren voorbij het dividend te kijken en hun rol te nemen. Dat was de les van de boekhoudschandalen. Amerika kende Worldcom en Enron, Italië Parmalat, maar ook Nederland ontkwam met Ahold niet aan de schandalen. Toen ik in 2005 Eumedion in het zadel mocht helpen, stemde op aandeelhoudersvergaderingen zo'n 30% van het kapitaal. Nu is dat 75%, een enorme vooruitgang. Meedoen aan de besluitvorming is het belangrijkste middel van aandeelhouders om bestuurders en commissarissen ter verantwoording te roepen over gevoerd beleid en resultaten.

Meedoen aan de besluitvorming is het belangrijkste middel van aandeelhouders om bestuurders en commissarissen ter verantwoording te roepen over gevoerd beleid en resultaten.

Ik definieer duurzaamheid graag als op een verantwoorde manier waarde toevoegen voor al je belanghebbenden.

Goed bestuur is fatsoenlijk en duurzaam. Ik spreek in dit verband graag over verantwoorde toekomstbestendigheid. Ondernemingen zijn er om waarde voor de toekomst te creëren voor al hun belanghebbenden en continuïteit in de bedrijfsvoering te garanderen. Dat vergt soms flinke omwentelingen in het verdienmodel. Kijk naar DSM. Dat wist zich te ontwikkelen van staatsmijnbouwbedrijf naar vitamineproducent door kansen te zien en te benutten. Focussen op de continuïteit van de bedrijfsvoering voor alle stakeholders is essentieel. Ik definieer duurzaamheid graag als op een verantwoorde manier waarde toevoegen voor al je belanghebbenden. Dus met oog voor het natuurlijk, menselijk en sociaal kapitaal. Het is de combinatie van zaken die de continuïteit van de bedrijfsvoering mogelijk maakt en uitputting voorkomt. Dat inzicht was dertig, veertig jaar geleden beslist niet algemeen. We moesten eerst door diepe dalen. Eumedion verbreedde al in 2009 zijn missie naar duurzaamheid. De G blijft de randvoorwaarde, maar veronachtzaming van de E en de S kan je de das om doen.

Is er leven naast corporate governance? Zeker! Ik heb een vriendin en een kat. Moderne en hedendaagse kunst is mijn andere passie. Ik geniet van het bezoeken van musea, tentoonstellingen en kunstbeurzen. Dat biedt mij visuele ontspanning. Goede kunstenaars zetten je op het verkeerde been. Die bieden verschillende perspectieven op zaken en gebeurtenissen die je in eerste instantie niet ziet. Ze zetten je aan tot nadenken over wat je waarneemt en kunnen je op andere gedachten brengen en nieuwe inzichten bieden. Maar ze kunnen ook je aandacht vestigen op kleine details die vaak een enorme schoonheid hebben. Lezen doe ik buiten mijn werk niet veel, maar wel lees ik alle boeken van Michel Houellebecq. Zijn mensbeeld is somber, maar wat vangt hij het tijdsgewricht goed! «

Goed besturen gaat niet zonder tegenkracht;

De Corporate Governance Code stond model voor alle latere sectorcodes;

Goed ondernemingsbestuur is de randvoorwaarde voor welzijn en welvaart;

Aandeelhouders hebben hun rol moeten leren nemen;

Duurzaamheid is verantwoord waarde toevoegen voor al je belanghebbenden.



DOOR ELISA BONTROP, SENIOR BELEIDSADVISEUR VAN DE VERENIGING VAN INSTITUTIONELE BELEGGEREN IN VASTGOED NEDERLAND (IVBN)

COLUMN

Zorgvastgoed is essentieel voor een gezonde woningmarkt

Zorgvastgoed is voor institutionele beleggers, pensioenfondsen en verzekeraars een interessante beleggingscategorie. In 2018 werd voor een recordbedrag van bijna € 1 miljard in Nederlands zorgvastgoed geïnvesteerd.

Prognoses voorspellen dat het totale beleggingsvolume in zorgvastgoed in 2019 wederom een nieuw record zal bereiken¹ en dat institutionele beleggers hun portefeuilles binnen twee à drie jaar willen verdubbelen². Naar verwachting zal de gebruikersvraag naar zorgvastgoed de komende jaren verder toenemen. Dit is ingegeven door onder andere de toenemende vergrijzing en de ontwikkeling dat alleen ouderen met een hoge zorgindicatie nog in aanmerking komen voor een plek in een verzorgings- of verpleeghuis, maar ook doordat zorginstellingen zelf verantwoordelijk zijn geworden voor hun vastgoed en woningcorporaties zich focussen op sociale huur. Zorgvastgoed betreft zowel care als cure voor verschillende doelgroepen. Door te investeren in modern (nieuwbouw) zorgvastgoed faciliteren institutionele beleggers verschillende doelstellingen van de Rijksoverheid, zoals: doorstroming op de woningmarkt, decentralisatie van zorg vanuit de tweede lijn (zorg waarvoor een verwijzing nodig is, zoals ziekenhuizen) naar de eerste lijn (huisartsen), professionalisering en efficiënte bedrijfsvoering van zorginstellingen, verduurzaming van de Nederlandse vastgoedvoorraad, langer thuis wonen en het afstoten van niet-DAEB³ activiteiten door woningcorporaties. In dit artikel ligt de focus op ouderenhuisvesting.

Er zijn voorspellingen die stellen dat de omvang van deze bevolkingscategorie in 2029 bijna een kwart (!) van de Nederlandse bevolking zal uitmaken⁴. Naar verwachting zal de vraag naar dit beleggingsproduct de komende jaren fors toenemen, maar blijft het aanbod ver achter bij de vraag. Uit een recente schatting die door CBRE is opgesteld, komt naar voren dat er minimaal 1.000 nieuwe locaties nodig zijn⁵. IVBN-leden hebben deze ontwikkeling reeds vroegtijdig gesignaleerd en integreren zorgvastgoed dan ook in de vorming van toekomstbestendige steden. Drie IVBN-leden hebben een specifiek fonds voor zorgvastgoed waar institutionele beleggers in kunnen investeren. Amvest, Bouwinvest en Syntrus Achmea Real Estate & Finance

leveren een belangrijke bijdrage aan het ontwikkelen en/of exploiteren van klein- en grootschalige zorgvastgoedcomplexen die aan de groeiende vraag beantwoorden. Ook de andere IVBN-leden richten zich met diverse wooncomplexen expliciet op deze behoefte.

IVBN-leden vervullen een prominente (voortrekkers)rol als het gaat om het investeren in inclusieve steden. In combinatie met een goed voorzieningsniveau, zetten zij in op een toekomstbestendige mix van wonen, werken en winkelen. Steden ontwikkelen zich tot levensloopbestendige gebieden met dito vastgoed. Zorgvastgoed maakt hier integraal onderdeel van uit. Met het kapitaal van institutionele zorgvastgoedbeleggers wordt zowel de lokale doorstroming op gang gebracht als passende woonruimte voor ouderen gecreëerd. Er is een geheel nieuw speelveld open komen te liggen waarbij het lichamenlijk, emotioneel én sociaal welbevinden van mensen voorop staat. Woningen die geschikt zijn voor starters hoeven niet meer te worden aangepast en ouderen kunnen veilig wonen, waarbij wordt bijgedragen aan een oplossing voor het maatschappelijke probleem van eenzaamheid onder ouderen. Het is dan ook belangrijk dat alle betrokken ketenpartners steeds dichter bij elkaar worden gebracht én voorwaardenscheppend worden ondersteund door de Rijksoverheid. Er moet gericht beleid komen dat de enorme vraag naar zorgvastgoed kan beantwoorden. IVBN-leden beschikken over het benodigde kapitaal en willen de komende jaren hun portefeuilles fors uitbreiden. Nu nog de locaties. «

- 1 CBRE, Trends Nederlands Zorgvastgoed: Minstens 1000 nieuwe locaties voor zorgvastgoed nodig, H1 2019.
- 2 PropertyNL Magazine nr. 7, 12 juli 2019.
- 3 In de Woningwet 2015 is vastgelegd dat woningcorporaties zich in eerste instantie moeten toelagen op het bouwen, verhuren en beheren van gereguleerde huurwoningen en enkele andere maatschappelijke taken, aangeduid als 'diensten van algemeen economisch belang (DAEB)'.
- 4 Het Centraal Bureau voor de Statistiek, prognose d.d. 18 december 2018.
- 5 CBRE, Trends Nederlands Zorgvastgoed: Minstens 1000 nieuwe locaties voor zorgvastgoed nodig, H1 2019.

‘VERDUURZAMEN VASTGOED- PORTEFEUILLES BEHOEFT EEN GOEDE BENCHMARK’

Door René Bogaarts

In de beleggingscategorie vastgoed valt wat duurzaamheid betreft nog veel te winnen. Het onderwerp staat inmiddels overal op de agenda. Maar waar de ene gespecialiseerde belegger al heel ver is, is de andere zich nog aan het oriënteren.

Dat er veel belangstelling bestaat voor maatschappelijk verantwoord beleggen in vastgoed, bleek maandagmiddag 17 juni. Tijdens de door Financial Investigator georganiseerde educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsen over dat onderwerp moesten er extra stoelen worden bijgezet. ‘We zijn hier om ván en mét elkaar te leren’, stelde dagvoorzitter Reinier Mijsberg, senior consultant van gastheer Sweco Capital Consultants. ‘Waar de een er net mee begonnen is, heeft de ander ESG al integraal in zijn bedrijfsvoering opgenomen.’ Zijn oproep aan de aanwezigen om er een interactieve bijeenkomst van te maken, bleek niet aan dovemansoren gericht.

De eerste spreker van de middag, Bernardo Korenberg, wees al in zijn introductie op een essentieel aspect van duurzaamheid. ‘Ik ben Hoofd Duurzaamheid en Innovatie bij Bouwinvest’, zei hij. ‘Dat lijkt een dubbele rol, maar wij zijn ervan overtuigd dat de maatschappelijke rol die wij willen spelen niet zonder innovatie kan. Het gaat niet alleen om minder energiegebruik van vastgoed, hier en daar wat repareren. Als we ‘Parijs’ willen halen, hebben we innovatie nodig. Dat we dit serieus nemen, blijkt uit het feit dat het onderwerp rechtstreeks onder de CEO valt.’

Bouwinvest is een grote vastgoedinvesteerder, met een vermogen van 11,3 miljard euro dat voor het grootste deel is belegd in Nederlandse woningen, winkels, hotels en zorgvastgoed. Driekwart van dat vastgoed moet volgens Bouwinvest in 2021 bovengemiddeld duurzaam zijn, afgemeten op de voor vastgoed gebruikelijke benchmark GRESB.

Bouwinvest laat zich volgens Korenberg vooral leiden door vier van de zeventien sustainable development goals (SDG’s) die door de Verenigde Naties zijn opgesteld. Dat zijn gezondheid en welzijn, schone energie, goede arbeidsomstandigheden, en duurzame steden en gemeenschappen. Voor elk van die thema’s heeft het bedrijf specifieke aandachtspunten en daaraan gekoppelde kpi’s opgesteld. ‘Zo moet 3% van ons vermogen in zorgvastgoed zijn belegd en willen we dat 70% van onze woninginvesteringen betaalbare woningen betreft’, aldus Korenberg.

Korenberg vertelde dat die focus van Bouwinvest mede is voortgekomen uit het overleg met bedrijfspensioenfonds Bouw. ‘Dat heeft ons in staat gesteld grotere stappen te zetten als het gaat om het creëren van een duurzame leefomgeving, veilige arbeidsomstandigheden, een bijdrage leveren aan de energietransitie en het beleggen in zorgvastgoed’, aldus Korenberg. Dat Bouwinvest zijn eigen verantwoordelijkheid neemt, en niet alleen kijkt naar een goede beoordeling volgens GRESB, blijkt uit het feit dat het bedrijf in al zijn gebouwen AED’s heeft opgehangen. ‘Die AED’s worden niet in GRESB meegenomen, maar daar willen we ons niet op blindstaren. Wij willen verder kijken.’

Net als Bouwinvest neemt ook Invesco Real Estate de SDG’s als uitgangspunt, al richt deze van oorsprong Amerikaanse, wereldwijd opererende investeerder zich niet op vier, maar op acht ervan. Daaronder vallen onder meer verlaging van het watergebruik, afvalmanagement en hernieuwbare energie. De afgelopen acht jaar is het aandeel duurzaam gecertificeerde gebouwen in de portefeuille gestegen van 13% naar 66%. Het watergebruik is van 2016 tot 2017 met 3,8% teruggedrongen, maar



Anna Duchnowska, hoofd van de Poolse tak, legde in haar presentatie vooral de nadruk op Invesco's 'holistische' benadering van het thema duurzaamheid.

Duchnowska illustreerde Invesco's manier van werken door te focussen op de drie parapleedjes van het bedrijf: twee hotels in Warschau en één in Amsterdam. Dat laatste, het vlakbij het Amstel-station gelegen lifestyle-hotel QO, is volgens Duchnowska een van de duurzaamste hotels van Europa. Naast het feit dat het van duurzaam materiaal is gemaakt en de daken vol liggen met zonnepanelen, is het volgens haar van belang om mensen, zowel gasten als buurtbewoners, te stimuleren zich duurzaam te gedragen. 'We promoten ecologisch gedrag. We geven mensen het gevoel onderdeel te zijn van een community. We organiseren events, we gedragen ons als een goede buurtgenoot en we geven bezoekers de gelegenheid om bijvoorbeeld duurzaam gekweekt voedsel te kopen', vertelde ze. 'Mijn voornaamste take away is dat je als vastgoedbelegger iets kunt betekenen voor je eindgebruikers.'

De derde spreker, Hoofd Research Hans Vrensen van de van oorsprong Amerikaanse vastgoedinvesteerder AEW, had een heel andere benadering. 'Als wetenschapper zie ik dat de focus van investeerders meer en meer komt te liggen op de risico's die klimaatverandering met zich meebrengt', zei hij. 'Slechts 4% van de beleggingen van alle niet-beursgenoteerde groene fondsen zit in vastgoed. Dat betekent dat we nog heel veel kunnen groeien.' Hij constateerde dat de aandacht voor duurzaam gecertificeerde gebouwen in Amerika en Canada groter is dan bijvoorbeeld in Europa, wat volgens hem zowel samenhangt met de grillige natuurverschijnselen die daar optreden, als met het moderne kantoorbestand in deze landen.

AEW, dat deel uitmaakt van de Franse bank- en verzekeringsgroep Natixis, heeft volgens Vrensen een heldere visie op duurzaamheid, uitgesplitst naar duidelijke doelen op het gebied van milieu, sociale aspecten en governance. 'Maar omdat er zo weinig eenheid in certificering bestaat, is het vaak moeilijk om nieuwe fondsen op te

bouwen met nieuwe ontwikkelingsprojecten', stelde Vrensen. 'Wij selecteren ook bestaande gebouwen in onze klantenportefeuilles om onze ideeën toe te passen, maar in de vastgoedwereld hebben we nog heel wat te doen. Andere asset classes zijn verder.'

Tijdens de paneldiscussie opende dagvoorzitter Mijsberg met de vraag hoe de certificering verbeterd zou kunnen worden. Matthieu Elshout, Senior Director Private Real Estate bij PGGM, pakte de handschoenen op, ongetwijfeld omdat PGGM aan de wieg van GRESB stond. 'We zijn nog niet klaar, we willen naar een instrument toe waarmee je hele portefeuilles op vastgoedniveau vergelijkbaar maakt', zei hij. Dennis van de Pas, Portfoliomanager Real Estate bij Altis Investment Management, voegde eraan toe dat je met GRESB kunt selecteren, maar dat er ook behoefte is aan een instrument waarmee je vastgoed kunt vergelijken met andere beleggingscategorieën.

George van Hooijdonk, Manager Strategic Partnerships bij MN, merkte op dat vastgoed verantwoordelijk is voor een hoge CO₂-uitstoot. 'Het is goed dat we hard met het onderwerp bezig zijn, want er wordt op ons gelet.' Peter van Gool, hoogleraar Vastgoedeconomie aan de Universiteit van Amsterdam, gooide het echter over een heel andere boeg toen hij opmerkte dat energielabels mooi zijn, maar dat het zeker ook gaat over de vraag hoe gebouwen gebruikt worden. 'Ik kende een directeur van DNB die het leuk vond om de open haard aan te hebben. Als het te warm werd, zette hij de airco wel wat hoger.'

Toen Mijsberg vroeg hoe je invulling kunt geven aan duurzaamheid, antwoordde Van de Pas dat je op alle thema's invloed uit kunt oefenen. Van Hooijdonk antwoordde dat het voor MN vooral om betaalbare woningen gaat. 'Wij hebben die, wij houden ze lang vast en hebben met gemeenten afgesproken dat we ze niet gaan uitponden.' Van Gool viel hem bij: 'Vastgoed heeft veel verschillende eigenschappen, waarmee we de noden van de wereld kunnen aanpakken, maar het begint met goede huisvesting en zorgvastgoed. We hebben het te vaak over duurzame Ferrari's. Hoeveel groene hotels hebben we eigenlijk nodig?'«



Datawarehouse optimaliseert besluitvormingsproces voor investeerders

DOOR JOLANDA DE GROOT

Een datawarehouse biedt vele mogelijkheden om data te analyseren en zo de besluitvorming op diverse niveaus te ondersteunen en te verbeteren. Vastgoedbelegger Bouwinvest maakt gebruik van een datawarehouse en ondervindt hier veel voordelen van. Financial Investigator sprak met Marleen Bosma, Head of Global Research & Strategic Advisory bij Bouwinvest.

Wat is een datawarehouse?

‘Een datawarehouse is in essentie een grote verzameling centraal beheerde data afkomstig van zowel interne als externe bronnen. Een datawarehouse wordt gebruikt om de besluitvorming op diverse niveaus (operationeel, tactisch en strategisch) te ondersteunen en te verbeteren door middel

van de aggregatie en combinatie van data, analysetechnieken en reporting. Het gaat erom de ‘business intelligence’ te vergroten, processen efficiënter te maken en de kans op fouten te verkleinen.

Voor ons specifiek geldt dat we naast een datawarehouse ook een ‘analyse-omgeving’ hebben opgezet, waarmee grote hoeveelheden data vanuit het datawarehouse kunnen worden opgehaald. Binnen deze omgeving kunnen we nieuwe analysetechnieken toepassen, zoals machine learning.’

Op welke wijze maken jullie binnen het beleggingsproces gebruik van het datawarehouse?

‘Op velerlei wijze. We brengen markten in beeld, genereren forecasts en voeren scenario-analyses uit. Dit alles om onze strategische en tactische visie nog beter te kunnen formuleren. Het feit dat de wereld complexer, sneller, non-lineair en meer geïntegreerd is dan voorheen, vraagt om een andere benadering. Door grote hoeveelheden data, een goede infrastructuur en geavanceerde analysetechnieken te combineren, zijn we nu veel beter in staat om nieuwe ontwikkelingen te monitoren en hier pro-actief op in te spelen. Momenteel zijn we de koppeling tussen portefeuille-data en marktdata aan het neerzetten. Het uiteindelijke doel is beleggingsbeslissingen te optimaliseren voor onze investeerders.’

Hoe bepalen jullie de input voor het datawarehouse?

‘Wij hebben gekozen voor een unieke ‘tailor made’-oplossing, die we hebben opgezet in nauwe samenwerking met een

Een goede masterdata-validatie waarborgt dat er in het vervolgproces geen vervuiling plaatsvindt.



MARLEEN BOSMA

Het gaat erom de 'business intelligence' te vergroten, processen efficiënter te maken en de kans op fouten te verkleinen.

externe partij. Wij hebben de 'infrastructuur' aangelegd, waaraan vervolgens nieuwe bronnen gekoppeld kunnen worden. Zo zijn we niet afhankelijk van een externe partij, maar kunnen we veel in huis doen en verder doorontwikkelen. Onze externe partner heeft ons meegenomen in de vakgebieden 'master data management' en 'data science', maar vervolgens hebben we deze expertise zelf in huis gehaald. Dit stelt ons in staat om op alle facetten van het beleggingsproces gebruik te maken van het datawarehouse.'

Hoe gaan jullie om met inconsistenties of tegenstrijdigheden in data?

'In dergelijke gevallen is het essentieel dat het Master Data Management (MDM) in de basis goed is neergezet, dat er een duidelijke data-governance is en dat dit geheel organisatiebreed is afgestemd. Dit betekent niet veel meer dan nagaan welke checks er worden uitgevoerd op de data die het datawarehouse ingaan, zodat er geen 'vervuiling' ontstaat. We hebben bepaald welke ruwe data we als leidend zien bij inconsistenties, maar hetzelfde geldt voor definities, naamgeving en regionale indelingen. In de praktijk bleken er verschillende definities gehanteerd te worden voor Londen of Parijs. Als je naar de 'administrative boundaries' kijkt, vallen de steden onder meerdere regio's. Dan is de vraag: 'Welke neem je aan als basis?' In Nederland hebben we te maken met periodieke gemeentelijke herindelingen. Ook hierop moeten de data worden aangepast. Hiervoor hebben we een model ontwikkeld. Maar er zijn ook meerdere varianten voor yield. Het is essentieel om de juiste definitie te bepalen en toe te passen. Externe data worden immers vaak in verschillende eenheden aangeleverd. Dan is het van belang dat de data worden omgevormd naar volledig uitgeschreven getallen, met consistentie in de notatie.

Als het MDM eenmaal staat, kosten geautomatiseerde updates in dezelfde dataformats nagenoeg geen tijd meer. We hebben de data vanuit externe providers 'gechallenged' en richting hen ontbrekende of zelfs foutieve data kunnen aangeven, omdat we hier zo nauwkeurig doorheen zijn gegaan.'

Wat is de effectiviteit van de voorspellingen die jullie met het datawarehouse doen?

'Het is nog te vroeg om de voorspellingen te toetsen, maar we zijn veel beter in staat om bijvoorbeeld scenario-analyses uit te voeren of stress-testen uit te voeren. Daarnaast hebben we reeds een efficiëncyslag gemaakt in de 'managerial' zin. Waar we voorheen lange tijd bezig

waren met handmatige data-updates, aanpassingen van formules of links in applicaties als Excel, is dit nu een vrijwel geheel geautomatiseerd proces met een kleine foutmarge. De basis van de analyses staat in programmeercode en de data worden periodiek automatisch geüpdatet. De extra tijd die hiermee vrijkomt, kunnen we weer gebruiken voor de doorontwikkeling van analyses, het aanscherpen van resultaten en het verkrijgen van nieuwe inzichten. Daarnaast geeft het ons meer tijd voor een kritische beoordeling van de uitkomsten en om de kwalitatieve discussie te voeren teneinde de beleggingsstrategie te optimaliseren en te monitoren.'

Zijn er (internationale) standaarden voor het verzamelen, organiseren en beheren van data?

'Op onderdelen zijn deze er wel, maar de wijze waarop dit in de praktijk wordt ingericht, kent veel varianten. Uiteindelijk is het doel van belang; welke strategische vragen wil je beantwoorden? Afhankelijk daarvan heb je bepaalde analysemethoden en relevante data nodig. Deze data kunnen op zeer uiteenlopende wijzen gestructureerd zijn. Zo is er bij ons sprake van tijdsreeksen, maar ook van geografische data, hiërarchisch ingedeelde data of statische data. Waar tijdsreeksen (bijvoorbeeld historische rendementen) relatief eenvoudig in het datawarehouse zijn op te nemen, blijken de geografische data uitdagender. Hiërarchisch heb je hierbij te maken met een gecompliceerde boomstructuur, die ook nog eens periodiek verandert. Denk maar aan gemeentelijke herindelingen of Brexit. De datastructuur zal hierop moeten worden afgestemd. Qua beheer is het afhankelijk van het type data, de hoeveelheid data en de update-frequentie of het relevant is dat de data automatisch geüpdatet worden middels een 'push'-functie dan wel via een upload.'

Maken jullie ook gebruik van Artificial Intelligence bij het interpreteren van data?

'Jazeker. In de analyse-omgeving hebben we de mogelijkheid om analyses te programmeren en een breed scala aan machine learning-technieken toe te passen. Deze analyse-technieken worden bijvoorbeeld ingezet bij het beoordelen van de data, het uitzoeken welke parameters van belang zijn, het testen en toetsen van relaties tussen data en het trainen van modellen.

Data science is een complex expertisegebied waarvoor specialistische kennis nodig is. In de vastgoedindustrie is deze van oudsher niet direct aanwezig. Dit is dus een expertise die we hebben moeten opbouwen. Naast 'on the job'-training en kennisontwikkeling via onze externe partner, hebben we ook nieuwe collega's met deze achtergrond in huis gehaald. Een voordeel daarvan is dat we niet verkokeren qua visie. Zo houden we een brede, kritische blik op wat we doen, om zo het beste resultaat te behalen voor de organisatie en onze klanten. En dit zal alleen maar toenemen in de toekomst, naarmate we verder doorontwikkelen.' «

MIXED USE-VASTGOED, EEN DUURZAME INVESTERING IN DE BINNENSTAD

Door Ruud Weerts

Multifunctionele gebouwen zijn in trek in de grote steden. Combinaties van woningen, winkels, horeca en kantoren zorgen voor een efficiënter gebruik van de schaarse ruimte en een betere leefbaarheid. Nu ook de aanvangsrendementen van de verschillende functies naar elkaar toe groeien, ontstaan synergie- en diversificatievoordelen voor institutionele beleggers. De beloning is een duurzaam financieel en maatschappelijk rendement met minder risico.

MIXED USE HELPT MET DE OPTIMALE INVULLING VAN HET BINNENSTEDELIJK GEBIED

Multifunctionele gebouwen (mixed use) zijn niet meer weg te denken bij de invulling van stedelijke gebieden. Bouwgrond op de beste locaties is schaars en eindgebruikers stellen steeds hogere eisen aan de manier waarop ze willen wonen, werken en ontspannen; steeds vaker gecombineerd. Institutionele beleggers spelen een belangrijke rol bij omvangrijke bouwprojecten, maar zijn van

nature risico-avers en willen, mede gedreven door lessen uit het verleden, minder snel uitwijken naar secundaire locaties. Hierdoor ontstaat druk op de beste locaties, zowel vanuit de gebruikersmarkt als vanuit de investeringsmarkt. Zo ontstaat de logische behoefte om meerdere functies in één complex te combineren op deze beste locaties. Het vinden van de optimale mix is essentieel om de locatie interessant te houden en in te spelen op deze behoefte. Doordat gebruikers en bezoekers verschillende redenen hebben om bepaalde gebieden te bezoeken, kunnen de benodigde functies per gebied verschillen. Belangrijk is om de behoeften naar specifieke functies op de locatie, en hoe deze elkaar kunnen aanvullen, goed te onderzoeken en te onderbouwen. Multifunctionele gebouwen geven binnensteden daarnaast een nieuw karakter, waardoor niet alleen de schaarse ruimte efficiënter wordt gebruikt, maar ook de leefbaarheid van de stad wordt vergroot.

MIXED USE-VASTGOED ALS ANTWOORD OP DE VERSTEDELIJKING

De kernmotivatie voor mixed use-vastgoed ligt in de verstedelijking en de opkomst van de 'Urban Lifestyle'. De laatste jaren trekken steeds meer mensen naar de stad en verwacht wordt dat dit voorlopig

aanhoudt. In cijfers van het CBS zien we dat na 2009 de bevolking in de grootste vier steden structureel harder toeneemt dan in de rest van Nederland. Ook zien we een sterke toename in het aantal toeristen en uitgaven aan cultuur en vrije tijd. Het ontwikkelen van mixed use-vastgoed is essentieel om de aansluiting te vinden bij deze trend, maar dit gaat niet zonder slag of stoot. Vroeger maakte de industriële productie het om diverse redenen onmogelijk om dicht bij het werk te wonen. Vanuit deze periode zit functiescheiding diep verweven in het huidige ruimtelijke beleid. Tegenwoordig zijn vervuilende fabrieken uit het stadslandschap verdwenen en zijn deze gebieden getransformeerd tot aantrekkelijke woongebieden met vaak ruimte voor commercieel vastgoed en maatschappelijke functies. We zien mooie plekken ontstaan met lokale ondernemers en sociale cohesie. Helaas is het ruimtelijk beleid vaak restrictief wanneer het gaat om functiemenging. Een goed ontworpen multifunctioneel gebouw is juist flexibel en vervult de lokale behoefte, of is daar in de toekomst op aan te passen (bouwkundig en of programmatisch). Het vinden van de juiste mix, die aansluit bij de behoeften van het verzorgingsgebied en het programma in de omringende context, is essentieel.



Foto: Archief Syntrus Achmea

Ruud Weerts

TOENEMENDE MOTIVATIE VOOR MIXED USE VANUIT DE INVESTERINGSMARKT

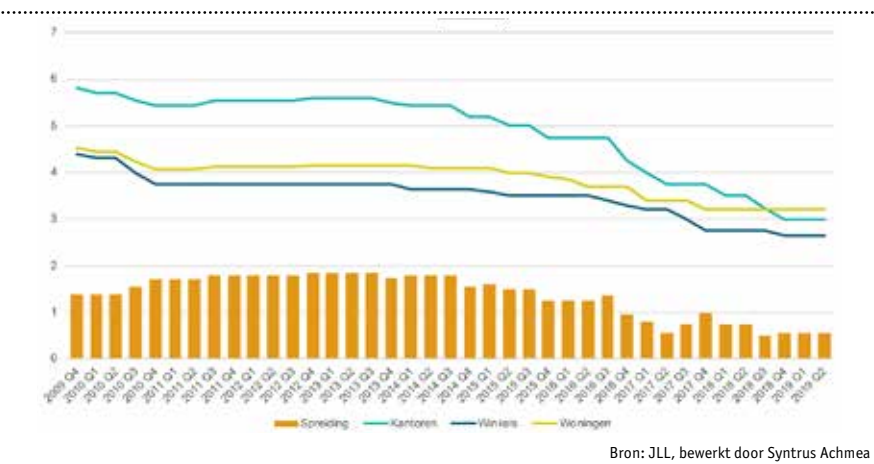
De meeste vastgoedbeleggers zijn gewend in traditionele sectoren te denken, zoals 'Kantoren', 'Winkels', 'Logistiek' en 'Woningen'. Voorheen was het mogelijk al snel een inschatting te maken op basis van de verschillende risicopremies door te kijken naar het aanvangsrendement. We zien dat op de beste plekken in de grote steden het verschil tussen de aanvangsrendementen van de verschillende sectoren steeds kleiner is geworden. In Figuur 1 zien we de netto aanvangsrendementen van Kantoren, Winkels en Woningen op de beste locaties in Amsterdam en de spreiding tussen het hoogste en laagste aanvangsrendement per kwartaal.

In Den Haag, Rotterdam en Utrecht zien we een vergelijkbare trend, maar in de kleinere steden minder. Hierdoor worden de 'opportunity costs' om in de grote steden in een andere sector te beleggen steeds kleiner en wordt het dus interessanter om meerdere functies in de mix te ontwikkelen op de beste locaties (mixed use). In plaats van dat de individuele functies met elkaar concurreren voor de beste locatie, ontstaan er kansen op synergieën, waardoor de ontwikkeling tevens bijdraagt aan de leefbaarheid van de stad.

DE FUNCTIES IN DE MIX

We kennen horizontale, verticale en temporale functiemenging. Voor binnenstedelijke gebieden met beperkte ruimte is met name verticale functiemenging interessant. Typische mixed use-ontwikkelingen van deze categorie zijn meerlaagse gebouwen (hoogbouw) waarbij diverse functies worden gestapeld. Hierdoor kan de programmering per verdieping variëren. Deze vorm wordt vaak toegepast binnen een hoogstedelijke context, omdat de ruimte hier schaars is. Functies die vaak voorkomen, zijn uiteraard woningen (op verdiepingen) met in de plint (die ook meerlaags kan zijn) winkels/commerciële ruimtes, kantoren en hotels en parkeren (vaak ondergronds). Bij dit type ontwikkelingen geldt in conceptuele zin 'the sky is the limit' en we zien wereldwijd extreme

Figuur 1: Prime Aanvangsrendementen van Kantoren, Winkels en Woningen in Amsterdam



Bron: JLL, bewerkt door Syntus Achmea

mixed use-ontwikkelingen ontstaan (The Sands in Singapore bijvoorbeeld).

DIVERSIFICATIEVOORDELEN EN FISCALE STRUCTUUR

Dergelijke mixed use-ontwikkelingen gaan vaak gepaard met een grote investering. Beleggers ervaren dit als een zware puntlast met een potentieel risico op grote waardeschommelingen, met mogelijk een groot effect op het rendement van de portefeuille. Mixed use-ontwikkelingen hebben echter het voordeel dat de verschillende sectoren elkaar aanvullen, waardoor het downside-risico beperkt wordt. Wanneer het commercieel vastgoed het zwaar heeft in een periode van laag-conjunctuur, dan komen er nog steeds stabiele inkomsten binnen uit het woningdeel. Hierdoor zien we als het ware diversificatievoordelen ontstaan binnen een mixed use-project.

De fiscale gevolgen bij mixed use-ontwikkelingen zijn complexer door de verschillende gebruiksfuncties binnen het object. Het is daarom belangrijk de beoogde functies en gebruikers in een vroeg stadium helder te hebben, zodat duidelijk is wat de fiscale consequenties zijn en tevens fiscale optimalisaties kunnen worden gerealiseerd, dan wel fiscale risico's kunnen worden beperkt voor de eindbelegger. «

KEY POINTS:

- De urbanisatie zorgt ervoor dat de beste locaties in stedelijke gebieden steeds schaarser worden en dat ruimteverdichting door functiemenging dan wel –stapeling noodzakelijk is.
- Op de beste plekken in de steden is het verschil tussen de aanvangsrendementen van de verschillende sectoren sterk afgenomen en zijn de opportunity costs voor het kiezen voor de ene of juist de andere sector beperkt.
- Er is grote behoefte aan concepten die aansluiting vinden bij de Urban Lifestyle van een groeiende groep (potentiële) stadsbewoners die vooralsnog lastig te vervullen zijn via de bestaande monofunctionele concepten. Wonen, werken en ontspannen in één complex als onderdeel van een stedelijke context is wat men vraagt.
- Een goed uitgevoerd mixed use-project resulteert in synergieën tussen de gebruiksfuncties en heeft de potentie een langdurig stabiel rendement op te leveren.
- Met de juiste fiscale structuur is het mogelijk te besparen op kosten en met een gevarieerde invulling ontstaan diversificatievoordelen. «

Dit artikel is geschreven door Ruud Weerts, Strategy & Research, Syntus Achmea Real Estate & Finance

VOORZITTER:

Rutger van Asselt, *Sprenkels & Verschuren*

DEELNEMERS:

Carolien van Eggermond, *Bestuurder en Toezichthouder*

Wiebe Hofstra, *Pensioenfonds Achmea*

Haitse Hoos, *Asset Advisors*

Hans de Ruiter, *Pensioenfonds TNO*

Walther Schapendonk, *onder andere pensioenfonds*

Openbare Bibliotheken

Jan Willem van Stuijvenberg, *Van Stuijvenberg*

Financial Services

Raymond Verstraelen, *Achmea Investment Management*

Deze Ronde Tafel is tot stand gekomen in samenwerking met Achmea Investment Management.



RISICOBEBEHEER VORMT BASIS VAN LDI

Door Hans Amesz

Bij LDI (liability driven investing) gaat het om beleggingen die erop gericht zijn voldoende activa te vergaren om zowel huidige als toekomstige verplichtingen te kunnen dekken. Het vertrekpunt zijn de kasstromen.



Wat moeten we onder LDI verstaan?

Haitse Hoos: 'Alles wat de rente- of balansrisico's afdekt, in de breedste zin van het woord. Dat kan van variëren van swaps tot credits en alles wat aan kasstromen verwant is, inclusief de operationele kant.'

Walther Schapendonk: 'Als het puur gaat om het afdekken van kasstromen of rentevergoedingen, noemen we dat LDI.'

Hans de Ruiter: 'Het vertrekpunt zijn de kasstromen, verbonden aan de verplichtingen. Daar probeer je op aan te sluiten. Het is onderdeel van ADI, ambition driven investing, dat gaat over de hele balans van het pensioenfonds.'

Carolien van Eggermond: 'Het is met name gericht op de

nominale verplichtingen, dus toch meer aan de vastrentende kant. In de praktijk komt het erop neer dat er specifieke portefeuilles worden geconstrueerd, waarin meestal staatsleningen en derivaatachtige producten zitten.'

Jan Willem van Stuijvenberg: 'LDI is de invulling van risicobeheer van beleggingen versus verplichtingen, waarbij de verplichtingen zowel nominaal als reëel kunnen zijn. Renterisicomanagement door middel van swaps is het meest gangbaar, maar het begrip is veel breder.'

Raymond Verstraelen: 'LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds; meestal rates, credits, hypotheke en swaps.'

> **Rutger van Asselt** is sinds 2008 als partner werkzaam bij Sprenkels en Verschuren, waar hij verantwoordelijk is voor beleggings- en risicomanagementadvies aan pensioenfonds en stichtingen. Daarvoor was hij bijna tien jaar werkzaam bij ABN AMRO, in de laatste jaren in de dealingroom binnen sales. Daar hield hij zich bezig met het structureren van derivatenoplossingen voor institutionele beleggers. Hij begon zijn carrière bij ABN AMRO binnen risk management, gericht op het kwantificeren van kredietrisico op derivatenportefeuilles. Hij is in 1997 afgestudeerd in de technische natuurkunde aan de Technische Universiteit Delft.





> Carolien van Eggermond is onafhankelijk professional, na 25 jaar bancaire ervaring in derivaten, credit structuring, treasury en finance (bij Rabobank en JP Morgan) en sinds enige jaren actief als expert bij diverse organisaties in verschillende rollen (onder andere bij BpfBouw, SNSReaal Pensioenfonds, Notarissen pensioenfonds, TCX, SAREF Hypotheekfondsen en bij Nationale Hypotheek Garantie).

Wat zijn de belangrijkste actuele ontwikkelingen op LDI-gebied?

Hoos: 'Er zijn partijen die enkel gebruikmaken van swaps om cash flows af te dekken. Er zijn ook partijen die zeggen: we hebben een soort streefrenteafdekking en die volgen we in grote lijnen, maar we willen ook extra rendement uit de beleggingsportefeuille halen en daar gaan we dus actief mee om.'

Schapendonk: 'Vanwege de lage rente zie je nu een discussie ontstaan binnen pensioenfondsbesturen of een meer actieve beleggingsbenadering gewenst is.'

De Ruiter: 'Bij de ontwikkelingen op LDI-gebied speelt de lage rente zeker een rol. Op een groot deel van het instrumentarium zitten negatieve rentes. Die instrumenten zou ik willen vermijden. Aan de andere kant komen er nieuwe instrumenten in beeld die je ook goed zou kunnen toepassen binnen een LDI-portefeuille en die een beter rendementsprofiel kennen.'

Van Stuijvenberg: 'Door de steeds moeizamere 'search for yield' komt actief LDI langzaam op. In onze sector – die doorgaans terughoudend met actief is – is actief LDI wellicht een betere keuze dan actief fixed income. Dit omdat er bij actief LDI belegd

wordt tegen een benchmark die op het einddoel van het pensioenfonds is gebaseerd: de verplichtingen. Deze setup geeft een betere risk/return incentive-structuur. Verder zie ik hernieuwde interesse in swaptions – die lange tijd een 'no go area' waren – en in 'inflation linked swaps'.'

Verstraelen: 'Er is onder klanten veel vraag naar een integrale aanpak van het renterisico, dus naar één portefeuille van swaps, bonds en cash die ook rekening houdt met credits en hypotheek. Door de hoge correlaties biedt een integrale LDI-aanpak zeker voordelen. Swaptions kunnen goede instrumenten zijn om in te zetten. Je moet dan echter wel goed begrijpen wat de waarde van het instrument drijft om uiteindelijk niet voor verrassingen te komen staan.'

Zijn pensioenfondsbesturen voldoende deskundig op dit gebied?

Hoos: 'Sommige besturen hebben beperkte beleggingskennis, maar zijn financieel breed onderlegd en kunnen scenario's doorrekenen. Daarmee kom je een heel eind.'

Schapendonk: 'Het probleem is vaak dat besturen een nogal korte looptijd hebben. Dan wordt er anders afgewogen dan oorspronkelijk de bedoeling was. Swaption- en optiestrategieën zijn heel kennis- en tijdsintensief. Besturen moeten de tijd hebben en zorgen voor continuïteit. Bij dat laatste gaat het vaak mis.'

Van Stuijvenberg: 'Besturen en fondsen die swaptions te complex vinden, laat ik graag zien dat andere instrumenten in de portefeuille minstens zo complex zijn en – in tegenstelling tot swaptions – niet voortdurend ter discussie staan. Ik zie regelmatig dat zogenaamd complexe oplossingen worden verworpen met als voornaamste argument dat deze niet aan het bestuur zijn uit te leggen. Mijn ervaring is echter dat, wanneer je er de tijd voor neemt, dergelijke oplossingen goed uitlegbaar zijn. Ik vind het jammer wanneer een goed voorstel het niet haalt vanwege veronderstelde 'onuitlegbaarheid'.'

Van Eggermond: 'Soms zijn de oplossingen zo complex, dat het beter is ze niet toe te passen.'



Wiebe Hofstra: 'Die ervaring heb ik ook. Je kunt eindeloos veel dingen bedenken, maar je moet wel een afweging maken. Die kan zijn: wij kiezen hier niet voor, omdat we onze aandacht liever aan andere zaken besteden.'

Van Stuijvenberg: 'Stel, een pensioenfonds wenst – uit hoofde van een rentevisie – een lagere renteafdekking, maar deze past niet binnen het vereist eigen vermogen. In dat geval kunnen swaptions prima uitkomst bieden. Swaptions zijn naar mijn visie altijd tijdelijk en zetten – tegen betaling van een premie – de upside open, terwijl de downside beschermd blijft.'

Hofstra: 'De vraag is of het reëel is om van een bestuur van een pensioenfonds te verwachten dat het op de korte termijn een uitgesproken rentevisie heeft.'

De rente is gigantisch gedaald. Lukt dat discussies uit, ondanks het feit dat pensioenfondsen geen rentevisie mogen hebben?

Hofstra: 'Wij zijn dat aan het bestuderen en maken daarbij gebruik van de economische studies van Achmea, die uitgaan van een andere rentevisie dan in het verleden. De vraag is: hoe vertalen we dat in onze renteafdekking?'

Van Eggermond: 'Als wij denken dat de marktrente structureel op een lager niveau is gekomen, heeft dat niets met visie te maken, maar gewoon met de marktverwachting. Als daar uitkomt dat de renteafdekking wellicht omhoog zou moeten, gebeurt dat vooral vanuit je ALM- en risicomanagement-optiek.'

Hoos: 'Als pensioenfondsbestuur kan je een rentevisie hebben, maar die moet heel erg goed onderbouwd zijn. Ik geloof meer in scenariodenken. Als je scenario's hebt die ongewenst zijn, ga je die afdekken.'

De Ruiter: 'Ons vertrekpunt is: wat is op dit moment de neutrale rente? Dat is in beginsel de rente bij volledige werkgelegenheid en stabiele prijzen, het renteniveau waarbij de economie noch gestimuleerd noch afgeremd wordt. We hebben onderzoek gedaan waaruit blijkt dat de neutrale rente structureel een stuk

LDI-beleggingen hebben een hoge correlatie met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds; meestal rates, credits, hypotheek en swaps.

lager is. Die ontwikkeling is al twintig, dertig jaar gaande. Het zijn primair de structurele factoren die de rente op een veel lager punt hebben gebracht: de afnemende groei in de arbeidsbevolking en de productiviteit.'

Hoos: 'Inderdaad. De rente is eeuwenlang laag geweest, met uitzondering van de jaren tachtig. De huidige lage rente is helemaal niet zo gek.'

De Ruiter: 'De rente is wel laag geweest, maar niet zo laag als nu. Een groot deel van de rentecurve zit onder de nullijn. Dat is niet normaal en was het ook in het verleden niet.'

Van Stuijvenberg: 'Een pensioenfonds dat veertig procent afdekt, heeft een open rentepositie van zestig procent en in mijn zienswijze dus een impliciete rentevisie. Als je het echt zwart-wit zou stellen, heeft elk fonds dat niet volledig is afgedekt wel een rentevisie.'

Van Eggermond: 'Je moet ook naar de dekkingsgraad kijken. Het stukje boven de honderd zou je sowieso niet hoeven af te dekken.'

Van Stuijvenberg: 'Het hangt ervan af hoe je wilt afdekken. Sommige partijen dekken de verplichtingen af, andere willen de dekkingsgraad afdekken.'

Verstraelen: 'Je moet scenario's gebruiken om een goede inschatting te maken van de risico's die je wilt afdekken, ook bij de huidige lage rente. De grote vraag naar obligaties heeft ook de basis tussen swaps en obligaties, dus de swapspread, vergroot. Ik zie veel discussies binnen besturen over de vraag of men hier zelf actief op in moet spelen of ruimte aan de LDI-manager moet laten.'

> **Wiebe Hofstra** is Manager Balans- en Vermogensbeheer bij het bestuursbureau van Pensioenfonds Achmea. Hij is verantwoordelijk voor beleidsvoorbereiding en -uitvoering op financieel gebied. In die rol stuurt hij de dienstverleners van Pensioenfonds Achmea voor het vermogensbeheer aan. Hij werkt sinds 2011 bij Pensioenfonds Achmea. De eerste jaren als risicomanager en vanaf de overgang naar eigen beheer in 2014 in de huidige rol. Hiervoor werkte hij 10 jaar als toezichthouder op pensioenfondsen bij De Nederlandsche Bank. Onlangs rondde hij het programma Certified Pensioenexecutive Vermogensbeheer bij de Erasmus Universiteit af.





> **Haitse Hoos** is 25 jaar actief op het gebied van institutioneel vermogensbeheer. Hij is afgestudeerd als econometrist op het gebied van risicomodellen. Na Lombard Odier (kwantitatief en risico manager) en Interpolis (hoofd vastrentend) werd Hoos CIO bij VGZ, verantwoordelijk voor het eerste fiduciaire mandaat. Door de vele vragen op het gebied van (fiduciair) vermogensbeheer, bestuursondersteuning en risicomanagement en zijn ervaring als vermogensbeheerder heeft hij Asset Advisors opgericht. Van hieruit vervult hij verschillende rollen: van RvT-lid, bestuurder, beleggingscommissielid tot adviseur.

Welke veranderingen treden op in niveaus van swapspreads? Wat betekent dit voor pensioenfondsen die van renteafhankelijke producten gebruikmaken?

Verstraelen: 'Nu de Europese Centrale Bank (ECB) weer gaat praten over een nieuw opkoopprogramma, kun je eigenlijk niets anders verwachten dan dat de swapspread structureel groter blijft dan we in het verleden hebben gezien. Sowieso hebben toezichthouders de banken en andere financiële instellingen verplicht om grotere kapitaalbuffers aan te houden. Dat heeft de vraag naar liquide assets, zoals staatsobligaties, sterk verhoogd.'

Van Eggermond: 'Die swapspread is een afgeleide van wat je cash vangt. Het is lastig om een asset manager ruimte te geven, want hij heeft bijna geen spread en het is heel lastig om een benchmark af te spreken. Je kunt het spel zeker spelen, maar je moet er heel voorzichtig mee zijn en bepalen hoeveel aandacht je eraan wilt geven.'

Schapendonk: 'Het is meer een discussie aan de adviseurskant dan aan de kant van de pensioenfondsbesturen.'

Zien pensioenfondsen meer voordeel in het gebruik van cash en bonds dan in dat van derivaten?

Van Eggermond: 'Die gedachte leeft, voornamelijk vanwege een structureel lagere liquiditeit in de markt. Liquiditeit is het probleem. De onzekerheid of deze markt over tien jaar in dezelfde mate bestaat, hoeveel clearinginstututen er dan zijn, met hoeveel spelers ik zaken kan doen. Ik maak me veel meer zorgen over een gebrek aan liquiditeit dan dat ik afhankelijk zou zijn van derivaten.'

Soms zijn de oplossingen zo complex, dat het beter is ze niet toe te passen.

Wordt dat erger door allerlei regelgeving?

Van Eggermond: 'Ik vind dat we daar als pensioensector veel te weinig mee bezig zijn. Als er iets nieuws komt, moeten wij ervoor zorgen dat het zo snel mogelijk zo liquide mogelijk kan worden om onze behoefte aan afdekking, die naar verwachting de komende jaren groot zal zijn, te kunnen bevredigen. Het bedrag aan swaps en derivatenverplichtingen is vele malen groter dan de Nederlandse staatsschuld. Ik zou graag willen dat de pensioensector Ester (Euro Short Term Rate) - beleggingen en -swaps gaat doen zodat de markt liquide wordt.'

Van Stuijvenberg: 'Ik ben ook positief over Ester, met name op de lange termijn. Ester zal de waardering van rentederivaten ontdoen van versturende interbancaire risico-opslagen. Het is belangrijk dat Ester-contracten spoedig gangbaar worden.'

Hoos: 'Het ziet ernaar uit dat de nieuwe Ester-rates eerlijker tot stand komen dan de rates uit het verleden. De verwachtingen zijn dus positief, maar het moet, door Nederlandse fiduciairs en LDI-managers, wel duidelijk worden gemaakt dat een verbetering van de liquiditeit nodig is. De sector moet daar één lijn in trekken.'

Van Eggermond: 'Het zou goed zijn als de pensioenfondsen vragen om transacties in plaats van af te wachten tot de fiduciair in actie komt.'

Verstraelen: 'Het waarderingsverschil van assets op basis van Ester kun je uitrekenen, daar moet je bovenop zitten. Het zou zomaar kunnen dat er tegen het einde van het jaar al Ester-swaps verhandeld worden.'

Betekent het nieuwe pensioenakkoord iets voor de manier waarop we nu met LDI omgaan en risico's aan het afdekken zijn?

Verstraelen: 'Ik denk dat we steeds meer tenderen naar een marktafdekking. Je ziet dat we langzaam maar zeker richting de marktcurve opschuiven. Dat lijkt ook beoogd in de commissie parameters.'

Van Stuijvenberg: 'De nieuwe UFR-curve ligt, in tegenstelling tot de huidige, dicht op de marktcurve. De dekingsgraad is onder de nieuwe UFR-curve maar 0,8 procent hoger dan onder marktwaardering. De rentegevoeligheid is ruim vijftien procent gestegen, hetgeen kan leiden tot de behoefte aan additionele renteafdekking.'

Schapendonk: 'We hebben het over een pensioenakkoord met verschillende modellen. Voor elke leeftijd wordt het straks anders. Als vaststaat wat precies in het nieuwe akkoord komt te staan, gaan we binnen het bestuur bepalen hoe ons afdekkingsbeleid eruit komt te zien.'

Biedt het pensioenakkoord mogelijkheden om goed om te gaan met de risico's voor verschillende leeftijdsgroepen?

Hoos: 'Ik denk dat de CDC (Collective Defined Contribution)-regeling in opkomst is. Ik geloof in het collectieve van de pensioensector. Daar zit echt de kracht in van ons pensioen. Maar zorg dat er ook voor jongeren genoeg over blijft.'

De Ruiter: 'Er staan heel veel dingen in het pensioenakkoord waarvan ik nog maar moet zien of ze doorgaan. Laten we eerlijk zijn: het gaat in feite om een AOW-akkoord en niet om een tweede pijler-pensioenakkoord. De grootste impact zit in de premies, en als ik zie wat de premie-effecten van alle voorstellen bij elkaar zijn, dan vrees ik dat we de komende jaren nog heel veel overleg zullen zien en weinig concrete stappen.'

Hofstra: 'Pensioenfondsen moeten vooruitkijken en zich afvragen wat het akkoord voor hen zou kunnen betekenen. Dat is ook belangrijk voor de deelnemers. Je moet je er als pensioenfondsbestuur van bewust zijn dat er een groot verschil is tussen jonge deelnemers in een individuele DC-regeling en in een CDC/DB-regeling, of hoe je het maar wilt noemen, en dat er op dat gebied dingen ingrijpend gaan veranderen.'

Schapendonk: 'We moeten veel meer opbouwen vanuit de onderkant, de deelnemer, en dat leidt tot heel andere overlegcircuits. Er vindt een verschuiving plaats naar het LDI-



denken waarbij we LDI niet alleen zien met betrekking tot rente, maar ook met betrekking tot leeftijd.'

Je krijgt een contract waarbij de mogelijkheid tot korten en bijplussen groter wordt, terwijl je tegelijkertijd je verplichtingen risicovrij blijft waarderen. Is dat een logische combinatie?

Schapendonk: 'Het is een logische combinatie als je met de deelnemers afstemt wat zij willen. Dat is het grote probleem met het nieuwe model, waarbij je de risicohouding vertaalt in korten en indexeren. Je kunt als pensioenfonds wel een hogere risicoambitie hebben, maar als je dat niet kunt afstemmen met je deelnemers, moet je dat niet doen.'

Hoos: 'Het dilemma is dat je toch de collectieve kracht van het pensioenfonds wilt behouden. De jongere deelnemer wil dat er risico wordt genomen, de oudere wil zekerheid. Die uitruil moet je op een goede manier vastleggen.'

Van Eggermond: 'We hebben afgesproken dat kortingen straks uitgesmeerd kunnen worden. Dan krijgt iedereen dus een individuele dekingsgraad. Ik denk dat er niemand is die dat uit

> **Hans de Ruiter** is sinds 2012 CIO bij Stichting Pensioenfonds TNO. Daarnaast is hij bestuurslid bij Pensioenfonds Randstad, lid van de beleggingscommissie van Pensioenfonds Van Lanschot en lid van de Raad van Toezicht van Pensioenfonds Openbaar Vervoer. Verder is hij verbonden aan de post-graduate opleiding Investment Management aan de Vrije Universiteit Amsterdam en de Master en Executive Master Finance & Control opleidingen aan de Business Universiteit Nyenrode. De Ruiter is afgestudeerd in de Financiële Economie aan de Vrije Universiteit Amsterdam.





> **Walther Schapendonk** is Uitvoerend Bestuurder bij Pensioenfonds Schoonmaak en Glazenwassersbedrijf en Bestuurder bij Stichting Openbare Bibliotheken. Daarnaast ondersteunt hij een aantal pensioenfondsen bij het aansturen van het vermogensbeheer.

kan leggen. Op zich is het een leuke gedachte, maar té complex om te begrijpen.'

Schapendonk: 'Het is niet meer te communiceren.'

De Ruiter: 'Als iets complex is, gaat dat altijd ten koste van vertrouwen. Dat kunnen we op dit moment niet gebruiken, dus laten we het vooral simpel houden of het zelfs wat simpeler maken.'

Hoos: 'Je zou een soort ondergrens kunnen maken, dat je bijvoorbeeld zestig procent van het pensioenfonds collectief houdt en voor dat gedeelte de renteafdekking regelt. Voor de rest neem je risico's die passen bij verschillende leeftijden.'

Van Stuijvenberg: 'De publieke perceptie is dat het niet goed gaat met de Nederlandse pensioenfondsen. Ik geef vaak het volgende voorbeeld: een gemiddeld Nederlands fonds dat bijna moet overgaan tot afstempelen, zou in de Verenigde Staten geld terugstorten aan de sponsor vanwege de hoge dekkingsgraad.'

De Ruiter: 'Dat het pensioensysteem in Amerika niet deugt, wisten we al. Daarmee vergeleken ziet de situatie in Nederland er fantastisch uit, maar de vraag is of dat ook zo is.'

Benchmarking met de Verenigde Staten heeft als gevaar dat we denken dat we alles bij het oude kunnen laten en aanpassingen van het systeem niet nodig zijn.'

Samengevat: het pensioenakkoord is – in ieder geval op een aantal punten – nog onvoldoende concreet.

De Ruiter: 'Er is een stuurgroep geformeerd. Hopelijk komt die met meer concrete zaken. Het is nu in ieder geval lastig studies uit te voeren, want op basis waarvan moet dat gebeuren? Je kunt natuurlijk verkennend te werk gaan, wat voorwerk verrichten, maar daar blijft het bij.'

Van Eggermond: 'Ik denk dat we goed na kunnen denken over hoe we om moeten gaan met illiquide beleggingen in de life cycle. Nu wordt dat ten onrechte gezien als een pad dat eigenlijk niet bewandeld kan worden.'

De Ruiter: 'Bij een collectief zou je risico's moeten kunnen toerekenen aan groepen. Als je één collectieve portefeuille hebt, zie ik minder problemen om illiquiditeit onder te brengen.'

Van Eggermond: 'Als je adviseur bent van een klein pensioenfonds, moet je erop wijzen wat daarvan de consequenties kunnen zijn. Af en toe vind ik ook dat je niet alle problemen moet willen oplossen, maar dit geldt niet alleen voor LDI.'

Schapendonk: 'Niet elk pensioenfonds moet zijn eigen beleid tot op de millimeter bepalen. Dat kan gewoon niet werken, daar is het ook de tijd niet voor.'

Dat veronderstelt dat je een fiduciair beheerder hebt die de operationele kant van de swaps voor zijn rekening neemt.

Van Stuijvenberg: 'Bij segregated account-oplossingen die normaal op maat gemaakt zijn, wordt ook niet preciezer gestuurd dan op 40, 30, 20, 10 en 5.'



Als je het echt zwart-wit zou stellen, heeft elk fonds dat niet volledig is afgedekt wel een rentevisie.

Verstraelen: 'Het is belangrijk dat het bestuur zich 'in control' voelt. Als dat betekent dat we meer aan micromanagement moeten doen, is dat prima.'

Van Eggermond: 'Mijn ervaring is: als het echt onverstandig is om iets te doen, zeg dat dan. Ik zie dat veel managers altijd faciliteren en tegen beter weten in soms domme dingen doen.'

Hofstra: 'Aan de ene kant denk ik over de rentedekking wel eens: ja, er wordt wel heel erg op de details gestuurd, is dat geen micromanagement? Aan de andere kant: het kost mij geen moeite, het is een soort commodity om de afdekking te onderhouden. Eén keer per kwartaal een uurtje werk voor het bestuursbureau en dan kunnen we weer een kwartaal vooruit.'

Moet er één partij zijn die verantwoordelijkheid draagt, die je daarop kunt aanspreken?

Schapendonk: 'Het gaat niet alleen om de kasstromen. Het betreft ook je hele operationele ontwikkeling. Als je die bij één partij neerlegt, kun je ook echt aan operationeel management doen.'

Verstraelen: 'In de praktijk blijkt afstemming tussen verschillende beheerders vaak lastig. Door de hoge correlatie van de producten binnen de LDI-portefeuille, is dit echter wel zeer wenselijk. Daarom is het goed te verdedigen dat de LDI-portefeuille bij één partij wordt ondergebracht.'

Wordt er te weinig gebruikgemaakt van de mogelijkheid om de matchingportefeuille in te zetten voor het behalen van meer rendement?

Van Stuijvenberg: 'Het probleem is voornamelijk het achteraf rapporteren hierover. Dus wat krijg je dan? Bijvoorbeeld: het



pensioenfonds moest 60 procent afdekken, maar dat bleek de afgelopen maand 55 te zijn. Waar komt dat door? Dat moet duidelijk zijn. Dus: wat komt doordat ex ante de hedge fout ingericht was en wat komt door de creditspread? Is er echt iets fout gegaan of wordt het verschil vooral veroorzaakt door de bewust gekozen continue exposure naar credit-spread?'

Van Eggermond: 'Het creëert ook volatiliteit.'

Van Stuijvenberg: 'Absoluut. Je moet, behalve naar het geheel, ook kijken naar de LDI-manager die de swaps doet.'

In hoeverre kan ESG-beleid worden meegenomen bij de totstandkoming van een LDI-portefeuille?

Van Eggermond: 'De partijen waarmee wij zaken doen, staan over het algemeen niet op de uitsluitingslijst. Voor derivaten is het anders dan voor cash, waar je misschien iets meer keuze hebt. Ik denk dat ESG minimaal wordt toegepast, want er is ook niet veel mee te halen.'

Schapendonk: 'Iedereen houdt zich nu bezig met ESG-beleid. Milieu, arbeidsrechten, mensenrechten, dat zijn wel degelijk zaken

> Jan Willem van Stuijvenberg studeerde in 1998 af aan de Universiteit van Tilburg. Afstudeerrichting: geld, krediet en bankwezen. Daarna begon hij als Strategist bij ABP en volgde een postdoc-opleiding econometrie voor vermogensbeheerders. Na ABP werkte van Stuijvenberg voor De Lage Landen en Philips Pensioenfonds. In 2002 werd hij gevraagd om voor PME een risicomodel te ontwikkelen. Van Stuijvenberg Financial Services werd opgericht en is nu een belangrijke speler op het gebied van risk management. Gerenommeerde partijen zoals Mercer, Achmea IM en Pensioenfonds Vervoer nemen zijn diensten af.





> **Raymond Verstraelen** is sinds 2014 Manager van het Rates & LDI team van Achmea Investment Management, waar hij tussen 2006 en 2010 ook deel van uitmaakte. Hij maakt binnen Achmea IM onderdeel uit van het MT Vermogensbeheer en het Investment Committee. Verstraelen heeft 23 jaar werkervaring in institutioneel vermogensbeheer, met name op het gebied van fixed income en overlay-portefeuilles. Hij begon zijn carrière bij het DSM Pensioenfonds en heeft onder meer gewerkt voor Robeco, MN Services en Achmea Global Investors. Verstraelen heeft een Masterstitel in Bedrijfseconomie van de Universiteit van Maastricht en is geregistreerd bij het DSI.

die je kunt meenemen bij de selectie van de partijen waar je mee handelt. Dat gaat de komende jaren zeker versterkt gebeuren, maar dat leidt niet per se tot uitsluiting van bepaalde categorieën.'

Hoos: 'ESG binnen LDI is eigenlijk geen punt. Het raakt LDI niet, omdat er weinig uitgesloten bedrijven zijn en deze bij vastrentende waarden relatief eenvoudig zijn uit te sluiten.'

Verstraelen: 'Je kunt natuurlijk een ESG-beleid voeren, bijvoorbeeld met green bonds. De mogelijkheden worden ruimer omdat meer (Europese) staten green bonds beginnen uit te geven. Je kunt met je vermogensbeheerder kijken naar de mogelijkheden voor een minimale allocatie naar green bonds binnen de LDI-portefeuille.'

Van Stuijvenberg: 'Ik ben geen ESG-evangelist, maar zie in een LDI-mandaat goede inpasbaarheid van green bonds. Dit omdat binnen een LDI-mandaat swaps gangbaar zijn en swaps kunnen worden ingezet daar waar green bonds niet aanwezig of te duur zijn.'

Van Eggermond: 'Als het kopen van green bonds een doel op zich wordt, zou ik daar heel voorzichtig mee zijn, omdat het ook rendement kan kosten.'

Verstraelen: 'Sommige van mijn klanten zeggen: principes mogen geld kosten. Dan kom je in een andere discussie terecht.'

CONCLUSIE

LDI is de invulling van risicobeheer van beleggingen versus verplichtingen. Het zijn beleggingen die een hoge correlatie hebben met de verplichtingen op de balans van een pensioenfonds: meestal rates, credits, hypotheek en swaps. Ingegeven door de steeds moeizamere 'search for yield' komt actief LDI langzaam op. Er is veel vraag naar een integrale aanpak van het renterisico, dus naar één portefeuille van swaps, bonds en cash die ook rekening houdt met credits en hypotheek. Swaptions kunnen goede instrumenten zijn om in te zetten. Besturen en fondsen die swaptions te complex vinden, moeten zich ervan bewust zijn dat andere instrumenten in de portefeuille minstens zo complex zijn, maar – in tegenstelling tot swaptions – niet voortdurend ter discussie staan. Swaptions zijn tijdelijk en zetten de upside open terwijl de downside beschermd blijft. Uit onderzoek blijkt dat de zogenoemde neutrale rente, in principe de rente waarbij de economie noch gestimuleerd noch afgeremd wordt, al twintig, dertig jaar lager wordt. Het zijn primair structurele factoren die de rente op een veel lager punt hebben gebracht: de afnemende groei in

de arbeidsbevolking en de productiviteit. Een groot deel van de rentecurve zit onder de nullijn. Ook bij de huidige lage rente moet je scenario's gebruiken om een goede inschatting te maken van de risico's die je wilt afdekken.

Om de behoefte aan afdekking, die naar verwachting de komende jaren groot zal zijn, te kunnen bevredigen, is liquiditeit van essentieel belang. Ester-beleggingen en –swaps zullen daaraan bijdragen. Ester zal de waardering van rentederivaten ontdoen van verstoringen interbancaire risico-opslagen. Het is belangrijk dat Ester-contracten spoedig gangbaar worden.

Door de nieuwe UFR-curve stijgt de rentegevoeligheid, hetgeen kan leiden tot de behoefte aan additionele afdekking. Er staan overigens veel dingen in het pensioenakkoord, waarvan nog maar moet worden afgewacht of ze doorgaan. ESG binnen LDI is eigenlijk geen punt. In een LDI-mandaat kunnen green bonds goed worden ingepast en swaps kunnen worden ingezet daar waar green bonds niet aanwezig of te duur zijn.

IN EEN WERELD IN VERANDERING,
**BELEG JE OOK VOOR
TOEKOMSTIGE GENERATIES.**



DUURZAAM EN VERANTWOORD BELEGGEN

BNP Paribas Asset Management selecteert bedrijven met oog voor duurzaamheid en verantwoorde bedrijfsvoering. Zo dragen uw beleggingen bij aan het gemeenschappelijk belang. Beleg voor een betere wereld.

www.bnpparibas-am.nl



**BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT**

**De vermogensbeheerder
voor een wereld
in verandering**

Onderhandse leningen: terug van weggeweest

DOOR HANS AMESZ

Door de aanhoudende 'search for yield' is er steeds meer belangstelling voor minder liquide vastrentende beleggingen, zoals bijvoorbeeld overheidsgerelateerde leningen. Waarom dat zo is, wordt toegelicht door Arjen Monster, Principal Strategic Advice & LDI Advice en Jos Kalb, Senior Portfolio Manager Investment Solutions bij NN Investment Partners.

NN IP verwacht dat de rol van de matchingportefeuille in de toekomst zal veranderen. De strikte scheiding tussen matching- en returnportefeuilles zal naar verwachting afnemen, waardoor er meer ruimte kan komen voor minder liquide vastrentende beleggingen, zoals overheidsgerelateerde leningen, vastgoedleningen of infrastructuurleningen.

Wat zijn overheidsgerelateerde leningen? Dit zijn leningen uitgegeven door een decentrale overheid of door partijen gelieerd aan de overheid, zoals ziekenhuizen of woningcorporaties, waardoor de leningen een expliciete of impliciete garantie van de overheid hebben. Volgens Arjen Monster zijn ze uitermate geschikt voor de matchingportefeuille of als alternatief voor staatsobligaties.

'Overheidsgerelateerde leningen bieden allereerst een aantrekkelijke illiquiditeitspremie, wat aansluit bij de behoefte van bijvoorbeeld pensioenfondsen aan (extra) rendement. Daarnaast kunnen deze leningen direct of indirect positief bijdragen aan maatschappelijke en duurzaamheidsdoelen. Er komt steeds meer behoefte aan maatschappelijk verantwoord beleggen, vanuit deelnemers, toezichthouders en (internationale) regelgeving.'

Jos Kalb legt uit waarom er voor hetzelfde kredietrisico als Nederlandse staatsobligaties extra rendement te behalen is door in Nederlandse onderhandse leningen te beleggen. 'Het gaat om een premie voor illiquiditeit en complexiteit; het is geen kredietrisico-opslag. Bij een investering in een onderhandse lening

moet je de leningdocumentatie afhandelen en de betalingen monitoren. Kleinere partijen als lagere overheden gaan naar de onderhandse markt, omdat het te kostbaar voor hen is om zelf obligaties uit te geven. Ze worden sinds jaar en dag goed bediend door de Bank Nederlandse Gemeenten (BNG) en de Nederlandse Waterschapsbank (NWB). Maar ook institutionele beleggers kunnen aan deze geldnemers leningen verschaffen. Een aandachtspunt is dat een onderhandse lening, in tegenstelling tot een staatsobligatie, niet zomaar te verkopen is.' Monster zegt dat pensioenfondsen en verzekeraars typische voorbeelden van langetermijnbeleggers zijn die de mindere liquiditeit doorgaans goed aankunnen op de balans.

NN IP wil de onderhandse markt meer onder de aandacht van beleggers brengen omdat onderhandse leningen, zoals gezegd, heel goed in een LDI (Liability Driven Investments)-portefeuille passen. 'Als je een Nederlandse staatsobligatie verkoopt en daarvoor een aan de overheid gerelateerde lening terugkoopt, kan je je rendement verhogen zonder meer kredietrisico te nemen,' zegt Kalb. 'Al meer dan twintig jaar beheren wij grote portefeuilles met onderhandse leningen. We zien dat overheidsgerelateerde leningen betrouwbaar zijn en zeer goed passen binnen de matchingportefeuille van pensioenfondsen.'

Is er genoeg aanbod van Nederlandse overheidsgerelateerde leningen? Kalb:



Foto: Archief NNIP

ARJEN MONSTER EN JOS KALB

Onderhandse leningen passen heel goed in een LDI-portefeuille.

'Het is een grote markt. Eind 2018 was het totaal uitstaande volume in overheids-gerelateerde leningen in Nederland circa 140 miljard euro. Lokale en regionale overheden, woningcorporaties en zorginstellingen hebben in het verleden veel moeten financieren. Elk jaar moet er nu ongeveer tien miljard euro aan leningen worden gefinancierd. De twee sector-banken – BNG en NWB – nemen ongeveer tachtig procent van de markt voor hun rekening en de institutionele beleggers twintig procent. Leningen komen frequent naar de markt en zijn beschikbaar in korte en lange looptijden tot vijftig jaar.'

Pensioenfondsen moeten ESG (Environment, Social, Governance)-risico's expliciet en integraal betrekken in hun beleggingsbeleid en risicobeheer. NN IP legt een link tussen maatschappelijk verantwoord beleggen en aan de overheid gerelateerde leningen. Kalb: 'Als je als pensioenfonds hierin belegt, leen je onder andere geld uit aan Nederlandse gemeenten, zorginstellingen, woningcorporaties en waterschappen. Daarnaast zijn er duidelijke raakvlakken met de zeventien SDG's (Sustainable Development Goals) van de Verenigde Naties. Een lening aan een Nederlandse zorginstelling draagt bijvoorbeeld direct bij aan doel 3: goede gezondheid en welzijn. Waterschappen dragen bij aan doelstelling 6: schoon water en sanitair. En woningbouwcorporaties dragen bij aan de sociale woningbouw. Verder is voor woningbouwcorporaties een rol weggelegd om de energietransitie te maken, teneinde de doelstellingen van het Parijs-akkoord te halen. Er is veel geld nodig om die verduurzamingsslag te realiseren. Wij verwachten dat de vraag naar financiering vanuit de woningbouwcorporaties sterk zal toenemen.'

Onderhandse leningen zijn voor Nederlandse pensioenfondsen geen nieuwe beleggingscategorie. Voor de invoering van de Euro belegden veel

pensioenfondsen in onderhandse leningen. Na de invoering van de Euro werden leningen in het Euro-gebied toegankelijk zonder valutarisico te lopen. Ook droeg digitalisering eraan bij dat het operationeel eenvoudig werd om in heel Europa in genoteerde obligaties te beleggen. Na de invoering van de marktrente als rekenrente verschoof volgens Monster de aandacht zich ten slotte naar een meer precieze afdekking met liquide instrumenten. 'Inmiddels is er weer sprake van meer vraag van beleggers naar overheidsgerelateerde leningen. Het grootste pensioenfonds van Nederland, ABP, is dit jaar naar de markt van deze leningen teruggekeerd en ook andere partijen kijken hier serieus naar.'

Monster zegt dat een matching-portefeuille natuurlijk niet alleen maar met onderhandse leningen gevuld kan worden. 'Je hebt een kern van Duitse, Nederlandse en Franse staatsobligaties nodig. Deze obligaties fungeren in combinatie met cash ook als onderpand voor rentederivaten als er met swaps wordt afgedekt. Daarnaast is er ruimte om een gedeelte van de portefeuille met aan de overheid gerelateerde leningen te vullen; dat wordt door steeds meer partijen overwogen.'

Die partijen moeten er dan wel rekening mee houden dat overheidsgerelateerde leningen minder liquide zijn. Wat zijn daarvan de gevolgen? Monster: 'Veel pensioenfondsen houden als richtsnoer aan dat ze tot maximaal twintig, vijftwintig procent van hun beleggingsportefeuille in illiquide beleggingen aan kunnen houden. We rekenen de liquiditeitsbehoefte van pensioenfondsen aan de hand van verschillende scenario's door. Het lijkt erop dat sommige pensioenfondsen meer ruimte voor minder liquide beleggingen of instrumenten hebben. De vraag is echter of ze dat willen. Er zijn immers pensioenfondsen waar de toekomstdiscussie een rol speelt. Die redeneren: 'Stel dat ik naar een Algemeen Pensioenfonds (APF) zou willen overgaan, dan moet mijn beleggingsportefeuille wel enigszins

passen bij die van het APF. Als ik een beleggingsbeleid voer dat te veel afwijkt van de rest, zou ik bij toetreding tot het APF mijn portefeuille moeten aanpassen.' Een ander punt is dat er voldoende onderpand nodig is als je met derivaten werkt in de matchingportefeuille. Als de rente sterk gaat bewegen, hoeveel extra onderpand heb ik dan nodig?'

'Daarnaast,' zegt Monster, 'zijn er pensioenfondsen die meer illiquide zouden kunnen beleggen, maar daar terughoudend in zijn. Een belangrijke reden is het verlies in flexibiliteit om te sturen in de beleggingsmix. Tegenwoordig zijn deze leningen wel degelijk een interessante toevoeging, waar natuurlijk een liquiditeitsanalyse met uiteenlopende scenario's aan ten grondslag ligt.' «

CV

Arjen Monster is werkzaam bij de afdeling Integrated Client Solutions (ICS) van NN IP en verantwoordelijk voor Strategisch Advies en LDI Advies aan DB pensioenfondsen. Monster heeft 20 jaar ervaring in de beleggingsindustrie en heeft zich in deze periode gespecialiseerd in LDI, derivaten, risicomanagement, portefeuillebeheer en strategische advisering.

CV

Jos Kalb maakt sinds 2015 deel uit van de afdeling Investment Solutions binnen NN IP. De afdeling Investment Solutions houdt zich bezig met alternatieve beleggingen en risicomanagement strategieën voor haar klanten. Kalb heeft 13 jaar ervaring in de financiële sector en was eerder werkzaam bij ABN AMRO en APG. Zijn expertise gebieden zijn derivaten, LDI, asset allocatie, grondstoffen, export-financiering en overheidsgerelateerde leningen.



Active LDI as a practical solution for Dutch pension funds

BY IRENA KYUCHUKOVA, INVESTMENT DIRECTOR - FIXED INCOME, WELLINGTON MANAGEMENT

In uncertain markets, we believe Dutch pension funds can achieve more stable outcomes by increasing their hedge ratio and allocation to matching assets. These actions may result in an opportunity cost of a lower allocation to growth assets. However, an active LDI manager may potentially add value by managing country, duration and yield curve exposure and by instrument and sector selection.

Active LDI Benefits

We think the opportunity cost from a lower growth assets allocation can be offset by making matching assets work harder. Active LDI has three key benefits:

- Increasing allocation to matching assets may improve stability across market scenarios.
- Capturing alpha within the matching allocation reduces the impact of a

Country selection within European government bonds is central to capturing alpha and managing risk.

- lower growth assets allocation.
- A thoughtful approach to the matching allocation could mitigate the impact of inaccurate hedging.

With increasing uncertainty and cross-market divergence, a range of potential opportunities and risks exist (Figure 1).

A Fundamental Approach to Country Selection

Country selection within European government bonds is central to capturing alpha and managing risk. The slowness of ratings agencies to react to market stress in 2012 illustrates our point (Figure 2).

Well ahead of ratings agencies, markets anticipated the deterioration

Tactical allocation to non-government sectors offers valuable income sources.

and improvement in Spain and Italy sovereigns. A passive approach would have absorbed the downgrades, even as performance suffered. A ratings-driven, passive approach would also have excluded these opportunistic investments in 2012, even as spread tightening offered ~500 bps of upside.

Tactical Duration Positioning

An active manager also uses research capabilities to identify opportunities as over and underweight duration at



IRENA KYUCHUKOVA

Figure 1: Active opportunities versus passive risks

Active: Opportunities

- Country selection
- Duration and curve management
- Sector and instrument selection

Passive: Risks

- Country selection
- Duration and curve management
- Instrument selection

Source: Wellington Management | For illustrative purposes only.

Active LDI can add alpha, as well as mitigating risks that passive investing cannot avoid.

particular points in the curve. This tactical positioning captures cyclical moves and is easily adjustable compared to passive or semi-passive options.

Active Management Can Exploit Sector Dispersion

Active sector captures alpha because tactical allocation to non-government sectors offers valuable income sources. Such allocations are doable when the sector is perceived favorably under FTK, and when the potential upside is larger than required-reserves increases. These sectors could include semi-governments and potentially short-dated asset-backed securities (ABS) and other credit sectors, if appropriate. An active manager may also review the relative value of adjacent bonds as well as associated derivatives, and allocates to instruments offering the superior value (since liabilities

discounted under DNB UFR increase with time vs. present value, using a mark-to-market methodology).

Integrating ESG and Social / Impact Investing

ESG integration and social/impact investing have become increasingly important for Dutch pension funds. Active management in the LDI space may incorporate social screens, Green Bonds and Impact bonds to positions, as well as integrating an ESG framework into selecting corporate and sovereign issuers. This is an important component of our research process, reflecting our belief that ESG integration is critical to long-term performance.

Making the Active Choice

We believe that understanding the dynamics of these active levers - country selection, tactical duration positioning and sector selection - makes a compelling case that active LDI can capitalise on market opportunities and add alpha, as well as mitigating risks that passive investing cannot avoid. Finally, the ability to incorporate sustainable investing goals completes the offering. «

DISCLOSURE

There can be no assurance nor should it be assumed that future investment performance of any strategy will conform to any performance examples set forth in this material or that the portfolio's underlying investments will be able to avoid losses. The investment results and any portfolio compositions set forth in this material are provided for illustrative purposes only and may not be indicative of the future investment results or future portfolio composition. The composition, size of, and risks associated with an investment in the strategy may differ substantially from the examples set forth in this material. An investment can lose value.

RISKS

Credit risk: The value of fixed income security may decline, or the issuer or guarantor of that security may fail to pay interest or principal when due, as a result of adverse changes to the issuer's or guarantor's financial status and/or business. In general, lower-rated securities carry a greater degree of credit risk than higher-rated securities.

Fixed Income securities risk: Fixed income securities markets are subject to many factors, including economic conditions, government regulations, market sentiment, and local and international political events. In addition, the market value of fixed income securities will fluctuate in response to changes in interest rates, currency values, and the creditworthiness of the issuer.

Interest rate risk: Generally, the value of fixed income securities will change inversely with changes in interest rates. The risk that changes in interest rates will adversely affect investments will be greater for longer-term fixed income securities than for shorter-term fixed income securities.

This material and its contents are current at the time of writing and may not be reproduced or distributed in whole or in part, for any purpose, without the express written consent of Wellington Management. This material is not intended to constitute investment advice or an offer to sell, or the solicitation of an offer to purchase, shares or other securities. Investing involves risk and an investment may lose value. Investors should always obtain and read an up-to-date investment services description or prospectus before deciding whether to appoint an investment manager or to invest in a fund. Any views expressed are those of the author(s), are based on available information and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views and may make different investment decisions for different clients. This material is provided by Wellington Management International Limited (WML), a firm authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) in the UK.

LEARN MORE:

Camiel de Vries

P: +44 (0) 207 126 6417

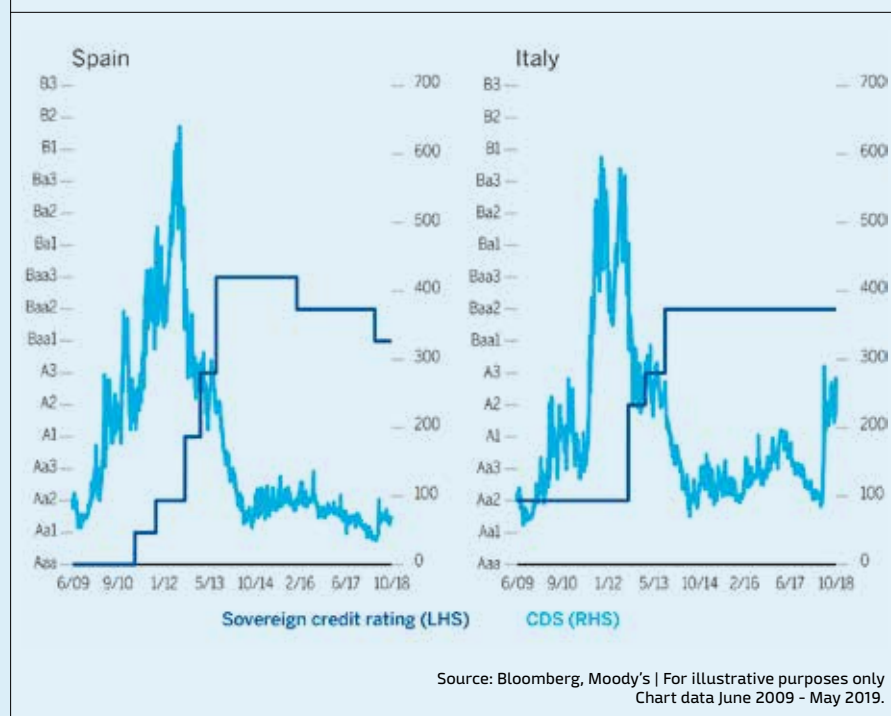
E: CdeVries@wellington.com

Steven Edgson

P: +44 (0) 207 126 6451

E: SEdgson@Wellington.com

Figure 2: Ratings agencies are typically slow to react to market stress



'Onze investeerders hebben veel flexibiliteit en zeggenschap over de beleggingsstrategie'

DOOR JAN JAAP OMVLEE

DMFCO biedt institutionele beleggers met MUNT Hypotheken rechtstreeks toegang tot de Nederlandse woning hypotheekmarkt. Financial Investigator ging in gesprek met Jeroen van Hessen, Managing Partner en Peter Verleun, Institutional Sales.

DMFCO Asset Management is in 2013 ontstaan vanuit het idee van Jeroen van Hessen om samen met anderen een hypotheekverstrekker op te zetten waarbij institutionele beleggers rechtstreeks kunnen investeren in Nederlandse woning hypotheek. 'Dat bestond destijds nog niet in Nederland. Er was behoorlijk veel vraag van consumenten naar hypotheek, terwijl er tegelijkertijd veel aanbieders waren weggevallen door de kredietcrisis. Buitenlandse spelers hadden zich teruggetrokken op hun thuismarkt, enkele boutique partijen waren omgevallen en de grootbanken hadden de handrem op de hypotheekverstrekking gezet. Daar kwam bij dat hypotheek enigszins als een 'tainted asset class' werden gezien na de financiële crisis. Die combinatie maakte het interessant om een nieuwe hypotheekverstrekker in de markt te zetten met institutionele financiering.'

Van Hessen sprak met uiteenlopende partijen, waaronder de grootbanken, adviseurs en toezichthouders en bouwde ondertussen aan het team. Bij toeval raakte hij ook in gesprek met een aantal pensioenfondsen (PMT, PGB, Hoogovens) die exact zochten wat DMFCO wilde gaan opzetten. Voorwaarde was wel dat DMFCO rekening zou houden met hun specifieke wensen. Het resultaat was de oprichting van hypotheekverstrekker MUNT Hypotheken, die consumenten via intermediairs hypotheek ging aanbieden. 'Daarmee lijkt het een 'gewone' hypotheekbank, alleen onze financiering is anders. Waar een bank vooral gefinancierd is met spaargeld, wat obligaties en eigen vermogen, wordt MUNT voor de gehele looptijd van de hypotheek gefinancierd met investeringen van institutionele beleggers.'

Op 19 september 2014 bracht het bedrijf de eerste hypotheekofferte uit waarna steeds meer pensioenfondsen als belegger volgden. Na een jaar had DMFCO al € 3 miljard onder beheer en de afgelopen vijf jaar heeft die groei doorgezet. MUNT Hypotheken verstrekt maandelijks voor zo'n € 300 miljoen aan nieuwe hypotheek en neemt daarmee een stabiele top 10-positie in op de Nederlandse hypotheekmarkt.

Hoe verklaart u het succes van DMFCO/MUNT Hypotheken?

Van Hessen: 'Wat ons enorm heeft geholpen, is dat wij in de eerste tien maanden samen met de eerste beleggers hebben gekeken hoe we het nieuwe bedrijf het beste konden opzetten. Aan de hypotheekkant hadden we zelf ideeën over de manier waarop we een goed product neer moesten zetten; aan de asset management kant hebben we erg goed geluisterd naar de investeerders. 'Luisteren naar de wensen van onze beleggers' was onze pitch in 2013 en dat is het nog steeds. En nieuwe beleggers herkennen dat.'



JEROEN VAN HESSEN EN PETER VERLEUN

Ons proces is efficiënt en overzichtelijk. Dat vinden zowel intermediairs als consumenten enorm prettig, omdat ze snel duidelijkheid hebben.

Wat onderscheidt jullie van andere partijen?

Verleun: 'Sinds onze oprichting geldt dat wij luisteren naar onze investeerders. De pensioenfondsen van het eerste uur zijn nog steeds heel erg betrokken bij de manier waarop wij opereren. Andere pensioenfondsen herkennen dat. Beleggers kiezen bijvoorbeeld welke combinaties van LTV (Loan-to-Value) en rentevaste periodes bij hen passen. Wij stellen vervolgens een portefeuille samen die hier volledig bij aansluit en een goede mix biedt van risico en rendement. Een ander onderscheidend punt is dat wij ons richten op normale hypotheek, dus niet op ingewikkelde of riskante zaken die banken soms doen vanwege de relatie met hun klant. Aan de consumentenkant betekent dit dat we een hypotheekaanvraag snel kunnen beoordelen. Ons proces is efficiënt en overzichtelijk. Dat vinden zowel intermediairs als consumenten enorm prettig, omdat ze snel duidelijkheid hebben.'

Van Hessen: 'Wat ons verder onderscheidt, is dat we een grote Nederlandse aanbieder zijn die jaarlijks serieuze volumes doet tegen een tarief dat vergelijkbaar is met dat van grootbanken en verzekeraars, terwijl wij wel nog de flexibiliteit hebben van een gespecialiseerde asset manager. Bovendien is onze asset management-fee de laagste van Nederland.'

Hoe belangrijk is de focus op ESG?

Verleun: 'Wij hebben goed nagedacht over de manier waarop we eigenaren van een huis met een minder energiezuinig label kunnen stimuleren om aan verduurzaming te doen. Je kan deze groep bijvoorbeeld helpen door extra geld ter beschikking te stellen om gedurende de looptijd van de hypotheek, en dus niet alleen bij aanvang, energiebesparende maatregelen te nemen. Wij denken dat dit meer bijdraagt dan het geven van korting aan nieuwbouwhuizen die toch al energiezuinig zijn. Dat betreft dan de 'E'. Op sociaal gebied zijn we als hypotheeklabel onder meer gericht op mensen met lagere inkomens. Een deel van onze portefeuille valt onder de Social Bond-criteria.'

'De 'G' van Governance, ten slotte, zit diep in ons DNA, omdat wij zijn opgezet in samenwerking met Nederlandse pensioenfondsen. Wat wij horen, is dat het echt bijzonder is hoe wij als asset manager luisteren naar onze beleggers.

Het mooie is dat we samen met onze beleggers door de eerlijke producten en tarieven van MUNT Hypotheken voorzien in de maatschappelijke basisbehoefte aan huisvesting.'

Veel pensioenfondsen plaatsen hypotheek in de matchingportefeuille, andere juist in de returnportefeuille. Is daar een verklaring voor?

Van Hessen: 'De definities en de werkwijzen van pensioenfondsen verschillen nogal. We weten dat sommige klanten hypotheek in de matchingportefeuille onderbrengen, andere juist weer niet. Er zijn ook pensioenfondsen die een deel via de matchingportefeuille doen en een ander deel in de returnportefeuille. Hypotheken zijn een goed product om de langlopende verplichtingen mee te matchen. Dat zie je ook aan de voorkeur van onze beleggers voor hypotheek met langere rentevaste periodes. In vergelijking met soortgelijke lange beleggingen, krijg je op hypotheek een ruime extra vergoeding.'

Is het denkbaar dat we naar een uniforme Europese hypotheekmarkt gaan?

Verleun: 'Er is een Europese hypotheekrichtlijn, de European Mortgage Credit Directive. Deze richtlijn dient ter bevordering van de harmonisatie, waardoor het gemakkelijker moet worden om ook in het buitenland hypotheek aan te bieden. Maar heel veel van de regelgeving en gewoonten zijn vooralsnog erg nationaal. Een belegger zal wel over de grens kijken en ons model werkt ook in andere landen, zoals Stabelo in Zweden laat zien, maar het is niet heel efficiënt om vanuit Nederland hypotheek in het buitenland aan te bieden.' «

DMFCO is in 2013 opgericht en staat sinds 2015 in de top 10 van Nederlandse hypotheekverstrekkers (5-8% marktaandeel);

Via het label MUNT Hypotheken investeren institutionele beleggers rechtstreeks in Nederlandse woninghypotheken;

ESG is diep verankerd in de organisatie. DMFCO is lid van de UN PRI;

DNB verwacht dat de hypotheekmarkt in Nederland zal groeien van € 702 miljard nu naar € 800 - 875 miljard in 2025 (Kredietmarkten in Beweging, DNB, 2016).

Verder lezen:
www.dmfco.nl

Bij welke spread zijn hypotheek een aantrekkelijke belegging?

DOOR NIEK SWAGERS, INVESTMENT SOLUTIONS CONSULTANT BIJ AEGON ASSET MANAGEMENT, EN GOSSE ALSERDA, INVESTMENT STRATEGIST BIJ TKP INVESTMENTS

Hypotheek bieden, in vergelijking met traditionele categorieën zoals staats- en bedrijfsobligaties, een aantrekkelijk verwacht rendement. Maar biedt het rendement wel voldoende beloning voor de risico's die met hypotheekbeleggingen gepaard gaan? Om een inschatting te kunnen maken van het benodigde rendement, onderscheiden we verschillende componenten van de zogenoemde hypotheekspread.

Een belegging in hypotheek kan meerdere doelen vervullen voor een belegger. Zo bieden hypotheek diversificatievoordelen in combinatie met andere categorieën en zijn ze geschikt als onderdeel van de renteafdekking. Maar het primaire doel voor beleggers is het behalen van overrendement: een rendement dat hoger is dan de risicovrije rente. Als referentie voor het overrendement hanteren we voor dit onderzoek de euro AAA-rated staatsobligatierente, het belegbare alternatief dat vrijwel risicovrij is.

Componenten van hypotheekspread

Het benodigde overrendement op beleggingen in Nederlandse hypotheek ten opzichte van veilige staatsobligaties, ook wel de hypotheekspread genoemd, bestaat uit de volgende zes componenten:

- Verwachte verliezen;
- Kredietrisico;
- Liquiditeitsrisico;
- Vervroegde-aflossingsrisico;
- Offerteterisico;
- Beheerkosten.

Hypotheek bieden diversificatievoordelen in combinatie met andere categorieën en zijn geschikt als onderdeel van de renteafdekking.

In dit artikel geven we, naar aanleiding van uitgebreid onderzoek¹, een inschatting van de benodigde hypotheekspread op basis van deze componenten.

Opslag voor verwachte verliezen en kredietrisico

De verwachte kredietverliezen op Nederlandse hypotheek zijn laag. Volgens een rapport van DNB² bedroeg in de crisisperiode van 2010 tot 2012 het maximale jaarverlies 0,20% van de hypotheekportefeuille. Onder normale economische omstandigheden bedraagt het verlies ongeveer 0,03%. Vooruitkijkend verwachten we dat de kredietverliezen beperkt zullen blijven. Allereerst is de maximaal wettelijk toegestane verhouding tussen de hoogte van de lening en de waarde van het huis (ofwel 'loan-to-value') verlaagd en daarnaast is het aandeel aflossingsvrije hypotheek afgenomen. Hierdoor komen we uit op een prudente inschatting van 0,10% als opslag voor de verwachte kredietverliezen.

Beleggers zijn risico-avers en willen naast een opslag voor verwachte verliezen ook extra rendement behalen



GOSSE ALSERDA EN NIEK SWAGERS

voor het nemen van risico. Dit wordt de kredietrisicopremie genoemd. We veronderstellen dat Nederlandse hypotheekwaarde vergelijkbaar zijn met AA-rated bedrijfsobligaties.³ Voor deze obligaties bedraagt de totale spread 0,61% ten opzichte van de staatsobligatierente per eind juli 2019. Deze spread bestaat voor AA-rated bedrijfsobligaties naast kredietrisico ook uit een spread voor verwachte verliezen, beheerkosten⁴ en liquiditeitsrisico. Voor een zuivere bepaling van alleen de kredietrisicopremie halen we hier de opslagen voor verwachte verliezen, beheerkosten en illiquiditeit vanaf. Zodoende resteert een opslag van 0,30% die we als kredietrisicopremie gebruiken voor Nederlandse hypotheek.

Liquiditeitsrisico

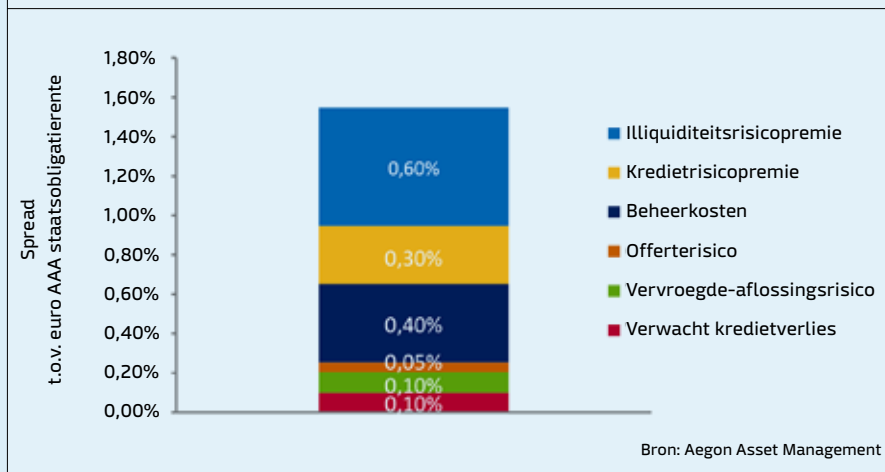
In tegenstelling tot bijvoorbeeld staatsobligaties kunnen beleggingen in hypotheek niet snel tegen een redelijke prijs worden omgezet in liquide middelen. Daarom omvat het vereiste rendement voor hypotheek een vergoeding voor deze illiquiditeit. Hierbij merken we op dat beleggers met langlopende verplichtingen, zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars, minder compensatie nodig hebben dan bijvoorbeeld banken en schadeverzekeraars. Daarnaast zijn de onderliggende kasstromen van hypotheek redelijk voorspelbaar en weinig volatiel, waardoor de illiquiditeit minder beloond hoeft te worden dan voor beleggingen met volatiele kasstromen.

Hypotheek zijn minder liquide dan bedrijfsobligaties, maar meer liquide dan direct vastgoed. De vereiste illiquiditeitspremie voor hypotheek zou dan ook daartussenin moeten liggen. Gebaseerd op recente studies lijkt een opslag van circa 0,60% voor het liquiditeitsrisico een redelijke inschatting te zijn.

Vervroegde-aflossingsrisico

Bij een daling van de hypotheekrente wordt de belegging in hypotheek minder waard als er meer dan verwacht boetevrij wordt afgelost. De vereiste

Figuur 1: Decompositie benodigde hypotheekspread



compensatie voor het neerwaarts risico van vervroegde aflossing is op voorhand lastig in te schatten. Voor de Nederlandse markt zijn vrijwel geen geschikte data te vinden en uit onderzoek blijkt dat het vervroegde-aflossingsgedrag moeilijk te voorspellen is. Daarom hebben wij gekeken naar de impact op het jaarlijkse verwachte rendement van een representatieve hypotheek bij verschillende rente- en aflossingsscenario's. Zowel de combinatie van een rentedaling met een toename in aflossingen als de combinatie van een rentestijging met een afname in aflossingen zorgt voor een waardedaling van de hypotheekportefeuille. Als we ons concentreren op deze scenario's, komen wij uit op een gemiddelde opslag van ongeveer 0,10% voor het vervroegde-aflossingsrisico.

Overige opslagen

Een consument die een offerte met een rentetarief ontvangt bij de aanvraag van een hypotheek, heeft een bedenktijd voor het accepteren van deze offerte. In die periode, doorgaans twee weken, loopt de uitgever het zogenoemde offerterisico. Op basis van de historische volatilititeit van de hypotheekrente binnen de bedenktijd komen we uit op een opslag voor het offerterisico van circa 0,05%.

De laatste component zijn de kosten die een belegger moet maken voor het beheer van een portefeuille met hypotheekbeleggingen. Vanwege de vele

relatief kleine leningen in een portefeuille is het beheer relatief bewerkelijk en zijn de kosten voor de administratie per euro geïnvesteerd vermogen relatief hoog. In de praktijk zien we beheerkosten van ongeveer 0,30% tot 0,50%.

Huidige spread biedt voldoende compensatie

Figuur 1 toont de zes componenten die optellen tot een benodigde hypotheekspread van circa 1,55%. Dit is een inschatting van de beloning die een belegger op de lange termijn zou willen ontvangen voor de verwachte verliezen, voor de beheerkosten en voor het nemen van risico. Per medio augustus 2019 bedraagt de spread op hypotheek ongeveer 2,9% boven de staatsobligatierente. Hieruit blijkt dat de huidige spread ruim voldoende is om de benodigde spread te verdienen. Dit maakt Nederlandse hypotheek dus nog steeds een interessante beleggingscategorie. «

1 TKP Investments (2019), 'Hypotheekonderzoek 2019', april 2019.

2 De Nederlandsche Bank (2016), 'Bancaire hypotheekportefeuilles onder de loep', DNBulletin, november 2016.

3 Een directe belegging in hypotheek heeft geen rating. Maar voor een hypotheekportefeuille kan een vertaling gemaakt worden van historische en toekomstige ingeschatte verliezen naar een vergelijkbare indicatieve rating (bijvoorbeeld gebaseerd op gegevens van Moody's).

4 Het effect van beheerkosten op de spread wordt later toegelicht.

Verzekeraars steeds meer op zoek naar extern beheer

DOOR JOOST VAN MIERLO

Verzekeraars doen steeds vaker een beroep op gespecialiseerde vermogensbeheerders om delen van de portefeuille te beheren. Dat heeft deels met nieuwe regelgeving te maken, maar is ook een gevolg van de naweeën van de kredietcrisis.

Aldus Richard Glenn, die binnen Invesco verantwoordelijk is voor de activiteiten die specifiek gericht zijn op verzekeraars. Verzekeraars kiezen er immers steeds vaker voor een deel van hun vermogensbeheer uit te besteden. In de zoektocht naar rendement wordt meer geïnvesteerd in minder traditionele beleggingen, zoals buitenlands vastgoed, bank loans en schulden van ontwikkelingslanden.

Glenn is sinds een half jaar actief bij Invesco. Als zakenbankier was hij eerder vooral betrokken bij de financiering van de activiteiten van verzekeraars. Ook hielp hij verzekeraars bij het herverzekeren van delen van de portefeuille. 'Hoewel ik me nu richt op de beleggingen zelf, helpt het in de contacten met verzekeraars dat ik ook verstand heb van de andere zijde van hun activiteiten. Ik weet met welke problemen ze te maken hebben', aldus Glenn.

Glenn maakt duidelijk dat verzekeraars gebukt gaan onder wat hij een 'double whammy' noemt. Aan de ene kant is de druk door toezichthouders opgevoerd. Dan gaat het vooral om de Solvency II-regelgeving en dan in het bijzonder om de kapitaalreserves die verzekeraars moeten aanhouden. Deze reserves zijn, net als bij banken, hoger naarmate de beleggingen risicovoller zijn. Tegelijkertijd kunnen verzekeraars niet langer vertrouwen op een solide portefeuille met overheidsobligaties. Als gevolg van een decennium van ruim monetair beleid zijn de rendementen daar te laag.

Maar dat is niet alles. Toezichthouders, polishouders en beleggers eisen steeds meer informatie over de aard van de beleggingen. Het gaat niet meer alleen om een aantrekkelijk rendement. Ook het ESG-gehalte van de onderliggende

Verzekeraars vertrouwen niet langer op hun traditionele beleggingen en gaan op zoek naar alternatieven.

beleggingen is in toenemende mate van belang. Het gaat kortom om specialismes die verzekeraars niet langer zelf kunnen bieden. Volgens Glenn is sprake van een geleidelijke overgang. Hij verwacht dat de beweging van verzekeraars richting alternatieve beleggingen, en specifiek ook beleggingen waarin ESG-criteria geïntegreerd zijn, hem in ieder geval de komende jaren nog flink bezig zal houden.

De kredietcrisis heeft nu meer dan tien jaar geleden plaatsgevonden. Is het niet tijd om die crisis niet langer de schuld te geven van de huidige problemen?

'Het gaat hier om een historisch perspectief. Verzekeraars waren bij de uitbraak van de kredietcrisis in 2008 druk bezig met de voorbereiding van de Solvency II-regelgeving. Ze gingen ervan uit dat ze zouden kunnen voldoen aan de nieuwe richtlijnen in een economische omgeving die in de periode voorafgaand aan de kredietcrisis redelijk welgezigd was.

De meeste beleggingsportefeuilles van verzekeraars waren daardoor niet goed voorbereid op de crisis in combinatie met de ontwikkelende Solvency II-regelgeving. Dat geldt trouwens minder voor Nederlandse en Britse verzekeraars. Die hadden een voorsprong genomen op de concurrentie, maar waren natuurlijk ook niet geheel ongevoelig voor de crisis.'

Wat is er veranderd dat verzekeraars nu kiezen voor alternatieve beleggingen?

'Er zijn drie ontwikkelingen. Ten eerste zie je dat de druk vanuit de aandeelhouders wordt opgevoerd. Die eisen een hoger rendement. Daarnaast is er sprake van een groeiende zorg onder polishouders. Ze vragen zich af of de beloftes die worden gedaan wel kunnen worden waargemaakt. Verzekeraars vertrouwen niet langer op hun traditionele beleggingen en gaan op zoek naar alternatieven. De derde factor is de toegenomen concurrentie binnen de sector zelf. Diverse partijen zijn opgestaan die grote delen van de historische portefeuille van verzekeraars opkopen. Het gaat om gespecialiseerde partijen die minder conventionele beleggingsportefeuilles hanteren. Ze hebben natuurlijk te

Nu zie je dat de aandacht wordt verlegd naar hoogrentende obligaties, van internationale bedrijven met een minder solide kredietstatus.

maken met dezelfde regels als de traditionele verzekeraars, maar zijn inventiever in het beheren van de beleggingsportefeuille. Dit alles zorgt ervoor dat verzekeraars nu in beweging komen.'

Over wat voor producten gaat het eigenlijk?

'De meeste verzekeraars investeerden vooral in staatsobligaties. Als er al naar alternatieve beleggingen werd gekeken, dan ging het om lokaal vastgoed en bedrijfskredieten of bedrijfsobligaties van lokale ondernemingen. In het geval van Nederland zijn verzekeraars in de afgelopen tien jaar massaal overgestapt op het verstrekken of opkopen van hypotheek. Dat zijn allemaal activiteiten waarvoor verzekeraars, als ze een zekere omvang hebben, de expertise in eigen huis hebben. Maar nu zie je dat de aandacht wordt verlegd naar hoogrentende obligaties, van internationale bedrijven met een minder solide kredietstatus. De aandacht wordt meer en meer verlegd naar beleggingen waarover de verzekeraars van oudsher weinig eigen expertise in huis hebben. Het gaat dan bijvoorbeeld om buitenlands vastgoed, om staatsobligaties van ontwikkelingslanden en om Amerikaanse schulden van lagere overheden. Dat zijn gebieden waar wij bij Invesco decennialange ervaring en track records mee hebben.'

Verzekeraars hebben de expertise misschien niet op dit moment in huis, maar ze kunnen toch specialisten aantrekken?

'Dat is mogelijk, maar duur. Het gaat om specialistische activiteiten die ieder voor zich slechts een klein deel van de portefeuille uitmaken. Je ziet dat verzekeraars beseffen dat het aantrekkelijker voor hen is om dat deel van de portefeuille uit te besteden, gezien de kosten die het opzetten hiervan met zich meebrengt.'

Voor beleggers en polishouders is de ESG-benadering in toenemende mate van belang. Wat merkt u daarvan?

'Het is steeds gebruikelijker om te vragen wat de maatschappelijke consequenties zijn van de activa waarin wordt belegd. Dat is natuurlijk niet helemaal nieuw. Binnen Invesco hebben we meer dan dertig jaar ervaring met duurzaam beleggen, maar de afgelopen jaren is de ontwikkeling in een stroomversnelling geraakt. Binnen Invesco is het een integraal onderdeel van de manier waarop we naar onze beleggingen kijken. Of het nu gaat om aandelen of

bedrijfsobligaties, we weten precies hoe de bedrijven waarin wordt geïnvesteerd, presteren op het gebied van milieunormen, de betrokkenheid van vrouwen in het hogere management of andere sociale vraagstukken. Hetzelfde geldt voor de manier waarop het gevoerde beleid wordt verantwoord. Onze aanpak is gericht op het integreren van ESG-criteria in al onze verschillende asset classes en beleggingsbeslissingen.

Foto: Archief Invesco



CV

Richard Glenn is in mei 2019 in dienst getreden bij Invesco als hoofd van de UK Insurance Sales. Voordat hij bij Invesco in dienst trad, was hij 18 jaar werkzaam in investment banking voor verzekeringssklanten wereldwijd. In zijn meest recente functie was Glenn Managing Director, Hoofd van de Insurance Solutions Group EMEA bij Nomura International in Londen. In deze functie heeft hij leiding gegeven aan het opzetten, structureren en uitvoeren van op maat gemaakte kapitaalbeheer-, financierings- en ALM-oplossingen, waaronder transacties met levensverzekeringssklanten in Nederland. Voorafgaand aan zijn 10 jaar bij Nomura bekleedde hij functies op het gebied van investment banking bij Lehman Brothers en Barclays Capital en werkte hij samen met verzekerings- en andere financiële instellingen. Glenn heeft een Master in Werktuigbouwkunde.

Doordat we op verschillende manieren bij bedrijven betrokken zijn, is het mogelijk een geïntegreerd overzicht van de diverse maatschappelijke gevolgen van hun handelen in kaart te brengen. Iedereen kan dat natuurlijk doen, maar het is een specialisme waar niet iedereen op een vergelijkbare manier aandacht aan wil, of kan, besteden.'

Kunt u daar een voorbeeld van geven?

'Natuurlijk. Binnen Invesco hebben we in de afgelopen maanden een nieuw fonds geïntroduceerd, waarbinnen het minder gebruikelijk is om te focussen op ESG. Het gaat om het Bank Loans ESG-fonds. Steeds meer klanten vroegen ons om de ontwikkeling van dit fonds. Daarbij gaat het om een portefeuille van bankkredieten waarbij de ESG-criteria van de gezamenlijke kredieten in beeld worden gebracht. Invesco is hiermee een van de eerste partijen die toegang geeft tot het verstrekken van bankleningen die werken volgens stricte criteria. Het is een voorbeeld van de gedetailleerde manier waarop we informatie over onze producten met onze klanten kunnen delen en dit kan ook interessant zijn voor verzekeraars.'

En hoe zit dat met de staatsobligaties van ontwikkelingslanden en de obligaties die door Amerikaanse gemeentes en niet-overheidsorganisaties worden uitgeschreven?

'Daarvoor geldt precies hetzelfde. Als de leningen van Amerikaanse steden of staten worden gebruikt om windmolenparken te bouwen, is dat goed voor het milieu. Daarnaast is bij diverse obligaties in ontwikkelingslanden een verband te leggen met het stimuleren van werkgelegenheid in onderontwikkelde gebieden en het verbeteren van de positie van vrouwen. Ook dit soort activiteiten heeft een eigen ESG-component.'

Klopt het dat verzekeraars nu feitelijk meer kijken naar producten die minder liquide zijn dan de traditionele beleggingen in standaard staatsobligaties en reguliere aandelen?

'Het klopt dat in de zoektocht naar rendement ook wordt gekeken naar minder liquide beleggingen. Dat wil niet zeggen dat iedere verzekeraar voor dit soort beleggingen moet kiezen. Het gaat in alle gevallen om op maat gemaakte oplossingen die voldoen aan de Solvency II-regelgeving. Dat klinkt gemakkelijk, maar het is iets waar we terdege van doordrongen zijn. Sommige Britse verzekeraars kiezen nu al voor een portefeuille waarbij tot 40% van de beleggingen als

illiquide kan worden beschouwd. Dat is niet iets dat door iedereen kan worden nagevolgd, maar het maakt wel duidelijk dat er tal van mogelijkheden zijn voor alternatieve beleggingen binnen een portefeuille.'

Het oogt wat raar. De Solvency II-regelgeving was bedoeld om de risico's die verzekeraars namen beter in beeld te brengen, maar heeft tot gevolg gehad dat er per saldo meer in risicovolle activa wordt belegd?

'Daarbij worden twee ontwikkelingen die gaande zijn met elkaar verward. Aan de ene kant is er de meer stringente regelgeving ten aanzien van de kapitaalbehoefte, die moet worden achtergehouden op basis van de Solvency II-regels. Dat is een ontwikkeling die nauwelijks ter discussie staat.

Het heeft er onder andere voor gezorgd dat aandelen minder aantrekkelijk zijn geworden voor verzekeraars. En dat in een periode waarin beleggingen in obligaties, vooral staatsobligaties, minder lucratief zijn geworden. Het betekent dat verzekeraars met een langetermijnperspectief op zoek gaan naar beleggingen die een aantrekkelijker rendement opleveren. Maar tegelijkertijd wordt natuurlijk nog wel rekening gehouden met de eisen die toezichthouders stellen en de kapitaalvereisten van Solvency II.'

Dit gebeurt allemaal op een moment dat de Amerikaanse centrale bank de rente weer verder laat dalen. Zijn dat geen ontwikkelingen die door u juichend worden ontvangen?

'Het is niet aan mij om commentaar te leveren op de rentebeslissingen van de Amerikaanse Federal Reserve, maar het maakt wel duidelijk dat de zoektocht naar een aantrekkelijk rendement vooralsnog niet gemakkelijk zal zijn. Daar zijn we ons bij Invesco zeer van bewust. Maar het blijft goed om te benadrukken dat het ons gaat om het risicoprofiel dat onze klant wenst. Wij zijn in staat om daar oplossingen voor te bieden. Of het nu gaat om een portefeuille met alternatieve beleggingen waarbij wat meer risico wordt genomen, of om een portefeuille met wat minder risico waarbij ESG-criteria een doorslaggevende rol spelen, Invesco is in staat om een op maat gemaakte oplossing te leveren.'

Expertise voor nieuwe beleggingsproducten zelf ontwikkelen is mogelijk, maar duur;

Aandeelhouders verzekeraars eisen meer aandacht voor rendement;

Polishouders eisen dat ook verzekeraars rekening houden met ESG-criteria.

Onze aanpak is gericht op het integreren van ESG-criteria in al onze verschillende asset classes en beleggingsbeslissingen.



DOOR ANDY LANGENKAMP, SENIOR POLITICAL ANALYST BIJ ECR RESEARCH

COLUMN

Onmisbaar en verstikkend dollarinfuus?

De hegemonie van de dollar is volgens sommige grote zakenbanken en prominente analisten in gevaar. Hoe overtuigend zijn die analyses?

Op financiële markten worden onzekerheid en zorg weerspiegeld in de vlucht naar veilig gewaande havens, waaronder de dollar. Het blijft opvallend dat beleggers en masse richting de VS trekken, terwijl veel van de huidige onzekerheid uit het Witte Huis ontspruit. Wel duiken steeds vaker verhalen op over de tanende rol van de dollar. Het wekt geen verbazing dat juist nu vraagtekens worden geplaatst bij de dollaroverheersing:

- Er valt regelmatig geen peil te trekken op het Amerikaans beleid. Zowel bondgenoten als vijanden moeten iedere keer weer afwachten wat de Trump-tweets nu weer voor een storm oproepen en aanwakkeren.
- China en Rusland zijn steeds assertiever en eisen een grotere rol op het wereldtoneel.
- De relatieve Amerikaanse overmacht staat al langer onder druk. Twijfels zijn toegenomen of Amerika nog bereid en in staat is om het naoorlogse internationale systeem te dragen.
- De Amerikaanse macht mag afnemen, tegelijk grijpen de Amerikaanse tentakels overal in de wereld om zich heen en kan de VS op vrijwel elk land en ieder bedrijf grote druk uitoefenen. Bijvoorbeeld via de rol van de Amerikaanse financiële instellingen, autoriteiten en de dollar in het internationale betalingssysteem SWIFT. Niet-Amerikaanse bedrijven zijn doodsbang dat ze tegen miljardenboetes aanlopen en verstoken blijven van omzet, als ze ook maar via een koekruimel gerelateerd kunnen worden aan een land of bedrijf waartegen Washington sancties heeft afgekondigd.

Van tijd tot tijd zijn pogingen ondernomen om de dollardominantie te verzwakken, maar zonder veel succes. Toch zien we wel verschuivingen. China bezat in 2011 14% van het Amerikaanse overheidspapier en dat is inmiddels gehalveerd. Ook bij andere centrale banken spelen dollarreserves een iets minder prominente rol: in 2000

bestond 70% van de valutareserves van centrale banken uit dollars. Nu is dat nog 60%. Ook ontplooiën politici initiatieven om uit de klauwen van het Amerikaanse financiële systeem te blijven. Europa probeert met het INSTEX-instrument handel met Iran te voeren, waarbij partijen buiten schot van het Amerikaanse sanctieregime blijven. China en Rusland gebruiken voor onderlinge energietransacties steeds vaker hun eigen valuta.

Maar de handel in olie en andere energiebronnen laat zien hoe 'sticky' de dollarhegemonie is: 80% van de oliehandel vindt plaats in dollars. Nog wat andere nuchter stemmende cijfers:

- De dollar is tegenpartij in 80-90% van alle valutatransacties.
- Daar waar de dollar 62% van de wereldwijde valutareserves inneemt, loopt de nummer twee, de euro, ver achter met 20%.
- Van alle internationaal uitstaande schulden is ruim 60% geprijsd in dollars.
- Brazilië en India verrekenen 80% van hun importen in dollars, terwijl maar een fractie van de importen afkomstig is uit de VS.

Een zittende maar aftakelende macht kan nog lang vasthouden aan privileges en machtsbronnen. De VS was rond 1870 een grotere economie dan het Verenigd Koninkrijk, maar het pond bleef nog decennia 's werelds belangrijkste munt.

De dollar komt dus niet van vandaag op morgen onder druk als de wereldvaluta. Maatregelen door landen om hun dollarafhankelijkheid te verminderen, zijn echter een teken aan de wand. Voorzichtig wordt voorgesorteerd op het post-Amerika-tijdperk. Naarmate de VS een wispel-turiger opponent en onvoorspelbaarder bondgenoot is, wordt die trend sterker. «

Institutionele beleggers zijn banken van de toekomst

DOOR JOOST VAN MIERLO

Banken trekken zich steeds verder terug uit hun historische rol als financier van economische activiteiten. Het proces van zogenoemde 'disintermediation' is al langer gaande, maar is in een stroomversnelling terechtgekomen.

Dit zegt Heneg Parthenay, verantwoordelijk voor de relaties met verzekeraars binnen Insight Investment, een grotere vermogensbeheerder binnen BNY Mellon. De stroomversnelling is in zekere zin logisch. 'Het gaat om het vinden van nieuwe vormen van financiering van activiteiten. Dat kost tijd. Op het moment dat deze markten vaste vormen aannemen, worden ze aantrekkelijker voor meer en meer partijen.'

'Het is een fascinerende ontwikkeling', beschrijft Parthenay. Hij richt zich op verzekeraars, maar ook pensioenfondsen en andere grote institutionele beleggers als staatsfondsen en grote family offices richten zich steeds meer op de traditionele activiteiten die banken, als gevolg van de naweeën van de kredietcrisis, niet langer willen of mogen vervullen.

Sinds de crisis zijn de kapitaalbuffers voor tal van bancaire activiteiten verhoogd. Veel banken hebben de noodzakelijke 'schoonmaak' inmiddels achter de rug. In Nederland is dit proces vrijwel geheel afgerond, in andere landen is het proces nog in volle gang, zo blijkt bijvoorbeeld uit recente ontwikkelingen bij Duitse banken als Deutsche Bank en Commerzbank.

De huidige stroomversnelling zorgt voor fascinerende ontwikkelingen. Institutionele beleggers profiteren van de opkomst van fintech-bedrijven. Deze leveren, via de ontwikkeling van nieuwe technologieën, de nieuwe 'verbindingen' die noodzakelijk zijn om institutionele beleggers in contact te brengen met degenen die behoefte hebben aan kapitaal. Het is een ontwikkeling die nog jaren door zal gaan in de ogen van Parthenay. 'Voor institutionele beleggers, inclusief verzekeraars, betekent het dat het

spectrum aan mogelijke beleggingen groter wordt. Het betekent in ieder geval dat het risico meer wordt gespreid. En dat is iets wat onder alle omstandigheden aantrekkelijk is.'

Waarom was de kredietcrisis de katalysator voor de grotere betrokkenheid van institutionele beleggers bij kredietverlening?

'In de periode voor de crisis hadden banken in Europa vrijwel een monopolie op kredietverlening. Het is de vraag of dat een houdbare situatie was. Als je bijvoorbeeld kijkt naar de Verenigde Staten, dan was daar, ook in de jaren voor de kredietcrisis, sprake van een veel grotere betrokkenheid van institutionele beleggers.

Je zou dus kunnen zeggen dat het proces van disintermediation in Europa slechts een kwestie van tijd was, maar de kredietcrisis heeft ervoor gezorgd dat het proces in beweging werd gezet. Dat is ook actief gestimuleerd door de EU. Zowel met de Solvency II-regelgeving, als met de dit jaar ingevoerde regelgeving rond securitisaties. Daarnaast gingen institutionele beleggers natuurlijk op zoek naar alternatieven voor hun standaardportefeuille met staatsobligaties en bedrijfsobligaties. Het rendement van deze obligaties waarin ze gewend waren te beleggen, stond immers onder druk sinds de wereldwijde kredietcrisis.'

De kredietcrisis vond meer dan tien jaar geleden plaats. Waarom is er nu pas sprake van een stroomversnelling?

'Het vinden van nieuwe verbindingen in financiële markten is nu eenmaal tijdrovend. Banken hadden met hun monopolie feitelijk alle expertise en alle contacten in eigen hand. Dat veranderde je niet zo snel. Door de veranderende rol van banken verloren veel van deze experts binnen de banken hun baan. Je ziet dat een deel in dienst is getreden bij institutionele beleggers, een ander deel is actief binnen de fintech, nieuwe financiële intermediairs die verbindingen tot stand brengen tussen kredietnemers en institutionele

Institutionele beleggers profiteren van de opkomst van fintech-bedrijven.

Op dit moment zie je dat verzekeraars zich gaan richten op beleggingen als de financiering van infrastructuurprojecten, Factoring Finance en de financiering van activiteiten van lagere overheden.

beleggers. Daardoor verbeterde de relevante kennis en was het mogelijk nieuwe markten te ontwikkelen. Het waren natuurlijk de grote verzekeraars en andere grote en goed gekapitaliseerde institutionele beleggers die de eerste stappen zetten. Voor veel van de transacties geldt immers dat ze de neiging hebben om complex te zijn. Het gaat bovendien vaak om grote bedragen en door de bilaterale vorm van de contracten zijn ze ook aanzienlijk minder liquide dan wat verzekeraars gewend waren. Je hebt een zekere omvang nodig om dit te kunnen behappen.'

Over wat voor beleggingen hebben we het eigenlijk?

'Sinds de kredietcrisis zijn institutionele beleggers vrij snel betrokken geraakt bij de financiering van commercieel vastgoed, maar dat is een markt die op dit moment minder aantrekkelijk is. Het Verenigd Koninkrijk is de grootste markt in Europa als het gaat om deze vorm van transacties. En die markt zit vrijwel op slot vanwege Brexit. Maar ook in de rest van Europa is geen sprake van een florerende markt. In Italië gebeurt op het ogenblik niets vanwege de fragiele politieke situatie en ook in Duitsland is de situatie op dit moment niet erg rooskleurig.

Andere partijen, zoals Nederlandse verzekeraars en pensioenfondsen, zijn een grote rol gaan spelen in de hypotheekmarkt voor woningen. Dat is een massale ontwikkeling geweest. Voor sommige institutionele beleggers geldt dat hun portefeuille op dit moment voor wel 40% uit dit soort producten bestaat. Men kan zich afvragen of het verstandig is om zo'n groot deel van de portefeuille in één beleggingscategorie te concentreren met het oog op de risicodiversificatie, maar het maakt in ieder geval duidelijk dat er sprake is van een transformatie. Op dit moment zie je dat verzekeraars zich gaan richten op beleggingen als de financiering van infrastructuurprojecten, Factoring Finance en de financiering van activiteiten van lagere overheden. Denk daarbij aan nieuwe scholen, nieuwe brandweerkazernes en betaalbare woningen.'

Wat maakt dat zo aantrekkelijk?

'Het zijn allemaal beleggingen die voor een stabiele inkomstenstroom zorgen. Ze worden gegarandeerd door

kwalitatief hoogwaardige activa. Er zit natuurlijk wel een prijskaartje aan. Vooral op het terrein van de complexiteit en de liquiditeit is sprake van aanzienlijke beperkingen. Het is daarom niet voor iedereen weggelegd. Maar als je de noodzakelijke expertise hebt en de noodzakelijke omvang om klappen op te vangen, is het wel degelijk aantrekkelijk.'

U had het eerder over regelgeving op het gebied van securitisaties. Wat is daar gaande?

'De EU heeft begin dit jaar nieuwe regels uitgevaardigd rondom securitisaties, de zogenoemde STS-regulering. Transacties met het STS-certificaat zijn 'simple, transparent and standardized'. Dit wijst erop dat het voor de EU belangrijk is om het vertrouwen in deze financiële producten te vergroten. Met uniforme regelgeving moet het eenvoudiger worden voor verzekeraars en banken om in deze financiële instrumenten te beleggen. Dat is weer goed voor de liquiditeit.



Foto: Archive Insight Investment Management

CV

Heneg Parthenay is sinds januari 2015 Head Insurance bij Insight. Daarvoor had hij dezelfde functie bij BNY Mellon Investment Management. Voordat hij bij BNY Mellon in dienst kwam, werkte Parthenay acht jaar voor Aviva, in diverse functies. Hij begon zijn carrière bij AXA IM. Parthenay heeft Finance Banking & Insurance en een afzonderlijke studie Risk Management aan de Dauphine Universiteit van Parijs afgerond. Hij heeft daarnaast een masterdiploma in Actuarial Science.



Het is een belangrijke ontwikkeling, maar aanvankelijk waren de betrokken spelers huiverig om de eerste stap te zetten. Dat had voor een deel te maken met het feit dat de regelgeving wat haastig in elkaar was gezet. In het eerste kwartaal van dit jaar waren er bijvoorbeeld geen transacties. De eerste transacties waren tussen hele grote en kwalitatief hoogstaande partijen. De prijsvorming was wat aan de krappe kant, maar dit zorgde ervoor dat de markt in ontwikkeling kwam.

Volgens recente gegevens van Barclays blijkt dat er inmiddels ongeveer voor € 16 miljard aan securitisaties met het STS-stempel is uitgegeven. Maar het is misschien nog belangrijker om te kijken naar de securitisaties die voor 2019 zijn uitgegeven. Het gaat in totaal om een markt van € 265 miljard. Barclays schat dat € 37 miljard daarvan in aanmerking komt voor een STS-certificaat. Het heeft grote potentie om voor een 'diepere' markt te zorgen.'

Dit zijn activiteiten voor grotere institutionele beleggers. Wat moeten kleinere partijen doen?

'Zij gaan natuurlijk ook op zoek naar een hoger rendement, of naar een spreiding van de portefeuille die zorgt voor minder risico. Ze kunnen denken aan beleggingen in hoogrentende obligaties of de kwalitatief betere obligaties uit opkomende markten.

Wat betreft de hoogrentende obligaties kunnen de volatiliteit en de liquiditeit een probleem zijn. Maar de oplossing is om voor obligaties te kiezen met een kortere

Transacties met het STS-certificaat zijn 'simple, transparent and standardized'.

looptijd van zeg één tot anderhalf jaar. Het aantal faillissementen is op dit moment binnen de economische cyclus nog altijd erg laag, dus de risico's zijn wat dat betreft te overzien.

Wanneer het gaat om de schulden uit opkomende markten, moet ook worden gezorgd dat de grootste risico's worden vermeden. Maar de helft van de obligaties uit opkomende markten zijn 'investment grade' en dus kwalitatief goed. We raden dan ook niet aan om in Argentijnse staatsschuld te beleggen. Maar er zijn legio alternatieven. En het hoeft natuurlijk niet alleen om staatsobligaties te gaan. Sommige grote multinationals hebben toevallig hun hoofdkantoor in opkomende markten, maar doen wereldwijd zaken. Het gaat dan bijvoorbeeld om een aantal grote olie-ondernemingen. Die bedrijfsobligaties kunnen aantrekkelijk zijn.'

U zegt dat het aantal faillissementen nog laag is. Maar de zorgen over de economie nemen toe. Duitsland staat op de rand van een recessie. In de Verenigde Staten is de rente al verlaagd. Wat betekent dit voor de door u geschatte ontwikkelingen?

'De beslissingen die de ECB in september neemt, hebben waarschijnlijk een grote invloed op financiële markten. De huidige ECB-president Mario Draghi heeft in het verleden goede beslissingen genomen. We moeten natuurlijk afwachten wat zijn opvolger zal doen.

Er is weinig ruimte om de rente verder te verlagen. Het is waarschijnlijker dat de ECB ervoor zal kiezen de monetaire financiering uit te breiden. Het is mogelijk dat de ECB het aantal financiële instrumenten dat het kan kopen, zal uitbreiden. Daarover wordt veel gespeculeerd, maar er is op dit moment (het interview vond medio augustus plaats, red.) nog niets over te zeggen.'

Neem voor meer informatie contact op met:
Michael Jasper, Managing Director EMEA
BNY Mellon Investment Management
Michael.jasper@bnymellon.com

Traditionele bankactiviteiten heel aantrekkelijk voor verzekeraars;

Nieuwe EU-regelgeving rond securitisaties begint effect te sorteren;

Sommige institutionele beleggers hebben minder gediversifieerde portefeuilles.



DOOR THIJS JOCHEMS, ADVISEUR EN PRIVATE INVESTOR

COLUMN

‘Nieuws’, een valstrik voor bestuurders én beleggers?

Dat we geen rationele wezens zijn, is langzamerhand wel een geaccepteerde gedachte. Dat we sterk gedreven worden door biologische instincten wat minder. Maar wat zijn de praktische implicaties hiervan voor beleggers?

Een van de vragen die we onszelf zouden kunnen stellen, is: ‘hoe kan het dat we steeds weer lijken te worden overvallen door nieuws dat niet nieuw is, maar toch ‘opeens’ toeslaat?’ Als u deze vraag niet op uzelf van toepassing vindt, enkele voorbeelden ter illustratie.

In april 2007 stond er een groot artikel in Barron’s, een toonaangevend financieel magazine in de VS, waarin de hele ‘subprime ellende’ en het al failliet zijn van AMBAC en MBIA in een uitgebreide analyse werd aangekondigd. Dit was ruim voordat de crisis eind 2007 echt manifest werd. De impact van internet op het winkelgedrag van consumenten was al een tijdje bekend voordat de prijzen voor winkelpanden drastisch gingen dalen als gevolg van het ontstane overschot aan vierkante meters. Een probleem dat in de vele steden in Nederland overigens ook vandaag de dag nog bestaat. In 2017 publiceerde LinksAnalytics (voor de transparantie, uw columnist is aan dat bedrijf verbonden) een studie waarin het risico van een sterke vertraging van de Duitse industrie al werd beschreven.

De laatste maanden zien we opeens berichten verschijnen dat Duitsland als gevolg van de vertragende industriële groei mogelijk op een recessie afstevent. Ook zien we de laatste maanden een toenemende stroom aan nieuws over het risico van een sterke vertraging van de Chinese economische groei als gevolg van verdergaande handelsbelemmeringen door de VS.

Bovenstaande voorbeelden wijzen er allemaal op dat ‘we’ ruim van tevoren op de hoogte hadden kunnen zijn van

de risicoscenario’s en tijdig maatregelen hadden kunnen treffen om de gevolgen ervan te mitigeren. Waarom we niet adequaat op deze informatie signalen reageren, kent verschillende oorzaken. In zijn boek *Factfulness* beschrijft Hans Rosling welke biologische driften ons tot een verkeerd beeld van de wereld brengen. Verkeerd in de zin van: onrealistisch. Zo vergroten we sommige individuele voorbeelden uit tot een, vaak te negatieve, gemeenplaats. Andere bekende zijn: ‘het gaat goed’, ‘iedereen doet het’ en ‘het is maar de mening van een klein bedrijf’ et cetera. Selectief met statistische gegevens omgaan, wordt volgens Rosling veroorzaakt door biologische driften die ons sturen, zoals het ‘angst-instinct’ en het ‘grootte-instinct’. Dit leidt ertoe dat we veel informatie niet waarnemen. Nieuws over iets dat gewoon goed is, bereikt ons bijvoorbeeld niet. Wij zijn biologisch ingesteld om alleen op iets dramatisch te reageren. Anders is reageren niet nodig. Voor de journalistiek is dat een gegeven en dus moet je nieuws smeuïg maken. Daar reageren we op, maar we vergeten dan vaak dat wat in het nieuws komt helemaal niet ‘nieuw’ is. We zouden er allang van op de hoogte kunnen of zelfs moeten zijn. Neem de handelsperikelen van China en de VS. Het zou in de geest van Rosling zijn om die anders te duiden. Eind 2017 was de export naar de VS goed voor 4% van het Chinese BBP. Indien dit door de handelsbeperkingen 1% daalt, zal dit China niet enorm schaden. Maar die omvang zal voor producenten in bijvoorbeeld Thailand en Vietnam, door hun andere schaal, wel een hele grote impact hebben. Mogelijk een goede hedge voor dit risicoscenario, mits u daarmee niet wacht totdat het ‘in het nieuws is’? «

Infrastructure debt: Waarom ESG niet alleen een marketingterm is

DOOR HARRY GEELS

Infrastructure debt is om verschillende redenen interessant voor institutionele beleggers, betoogt Charles Dupont, Head of Infrastructure Finance bij Schroders. Zo steken de waarderingen gunstig af bij andere obligatiecategorieën. Maar er zijn, zoals bij alle investeringen, ook risico's. 'Een sterke focus op ESG, waarbij ESG geïntegreerd is in het beleggingsproces, is essentieel.'

Infrastructure debt trekt momenteel veel aandacht van institutionele beleggers. Waarom is dat?

'Veel beleggers zijn vanwege de lage yield op zoek naar diversificatie binnen het segment van veilige obligaties. Met infrastructure debt kan de yield in de creditportefeuille worden verbeterd zonder de risico's significant te verhogen. Ook kan infrastructure debt zorgen voor een doelmatiger gebruik van kapitaal in het kader van Solvency II. Er zijn stabiele cashflows die zich goed lenen voor cashflow management. Al deze karakteristieken zijn onderdeel van de 'financial pitch'. Maar er zijn ook argumenten die verder kijken dan financiële ratio's. Infrastructure debt dient immers ook een maatschappelijk belang. Het kan bijdragen aan de energietransitie, de verbetering van de leefbaarheid van steden of regio's en de digitalisering van de economie. Wij hebben de laatste twee jaar vooral interesse gezien van verzekeraars, die overigens al jaren in infrastructure equity beleggen, maar die om de eerder genoemde redenen nu ook steeds vaker naar infrastructure debt kijken. Als de stap wordt gezet, wordt meestal een deel van de investment grade credits hiervoor ingeruild.'

Wat is gemiddeld de huidige yield? Zijn er segmenten van de infrastructure debt markt die een betere risicocompensatie bieden dan andere?

'De yields op infrastructure debt zijn de laatste jaren relatief gezond gebleven. Dat kan in mindere mate gezegd worden over de yields van investment grade credits en staatsleningen. Daarom is de beleggingscategorie nu waarschijnlijk ook zo populair. Een nuance is echter op zijn plaats. Er zijn globaal drie segmenten in de markt van infrastructure debt. Het grootste segment, het seniore segment, bestaat uit bank loans die geherfinancierd zijn via private infrastructure debt, met karakteristieken van investment grade en looptijden tussen de vijf en tien jaar. Deze markt is relatief stabiel gebleven, met spreads tussen de 200 en 250 basispunten boven euribor. Dan is er het segment van de leningen met een looptijd van meer dan 10 jaar, de seniore leningen. Hier hebben we wél een significante druk gezien op de spreads en dus op de yields, door

de grote vraag van institutionele beleggers die deze leningen aankopen in het kader van 'asset-liability matching'. Tot slot is er het segment van de 'non-rated loans', met looptijden tussen gemiddeld vijf en tien jaar. Deze leningen voldoen meestal niet aan de eisen die een institutionele belegger stelt om in de investment grade-portefeuille te kunnen worden opgenomen. Hier zijn de spreads relatief hoog gebleven, tussen de 400 en 600 basispunten. Er zijn dus grote yieldverschillen. We zijn als beheerder de laatste tijd vooral actief op de korte kant van de kredietcurve, zowel op infrastructure debt van investment grade kwaliteit, als op het niet-gekwalficeerde deel, met looptijden tussen de vijf en tien jaar en met spreads variërend van 200 tot 600 basispunten, afhankelijk van de kredietkwaliteit.'

De drie segmenten bestaan vervolgens weer uit verschillende sectoren. De laatste zes maanden is de spread op infrastructure debt in de Europese zonne- en windenergiemarkt gehalveerd. Biedt dit nog voldoende risicocompensatie?

'De zonne- en windenergiemarkt vormt een substantieel deel van de beleggingscategorie infrastructure debt. Het is na de halvering van de spreads een zinnige vraag of hier nog voldoende risicocompensatie voorhanden is. Het antwoord: dat verschilt per investeringsproject. Het is goed om te benadrukken dat er niet zoiets bestaat als één Europese zonne- en windenergiemarkt. Het Franse systeem is anders dan het Spaanse, dat weer anders is dan het Nederlandse systeem enzovoort. De meest alternatieve energieprojecten zijn doorgaans niet winstgevend zonder overheidssteun, bijvoorbeeld middels fiscale of prijssubsidies. Deze 'incentives' verschillen van land tot land. In sommige landen worden beleggers fiscaal gestimuleerd via hun belastingaangiften, in andere landen krijgen ze een compensatie als de prijs van de geleverde energie onder een bepaalde drempel zakt, of zijn er vaste inkoopgaranties. In landen als Nederland en Duitsland en gedeeltelijk ook in Frankrijk, zijn bepaalde groepen beleggers op grote schaal in deze markt gestapt zonder de risico's goed in ogenschouw te

nemen. Een risico kan zijn dat de inkoopgarantie slechts voor een bepaalde periode geldt.

Diverse institutionele beleggers hebben zich in de drie eerder genoemde landen bijzonder gemotiveerd gevoeld om deel uit te maken van de energietransitie. Daarom zijn we in deze landen voorzichtiger geworden met alternatieve energie. Maar elders in Europa zijn nog voldoende investeringsmogelijkheden. Afgemeten naar het aantal transacties vormen de zonne- en windenergiemarkten ongeveer 40% en in volume zelfs 60% van de totale infrastructuurmarkt. Het is zodoende een grote, maar ook dynamische markt en daarom zijn er altijd kansen. Maar we raden onze klanten aan er nuchter tegenaan te blijven kijken. Natuurlijk is het goed om als belegger een bijdrage te leveren aan de energietransitie. Die is immers goed voor de planeet. Maar als te veel investeren hier leidt tot mindere financiële resultaten, kunnen andere vormen van infrastructuur debt, zoals stedelijke bewoonbaarheid en digitalisering, uitkomst bieden. Openbaar vervoer, datacentra, multimodale platforms, parkeerplaatsen en intelligente netwerken staan in het hart van onze maatschappelijke veranderingen en roepen ook om private financiering. Waarom zouden we die willen missen?

Hoe staat het met de huidige relatieve waardering van infrastructuur debt versus andere illiquide obligatiecategorieën?

'We zullen niet snel zeggen dat infrastructuur debt dé beste belegging is. Maar infrastructuur debt is zeker interessant als een aantal relatieve criteria in ogenschouw wordt genomen: de spreads die over het algemeen beduidend hoger liggen dan die van vergelijkbare bedrijfsobligaties, de beperkte risico's en de gunstige buffervereisten die institutionele beleggers, met name verzekeraars, binnen het toezichtkader moeten aanhouden.

In Figuur 1 is te zien dat infrastructuur debt met BBB-rating een spread heeft tussen de 150 en 210 basispunten, versus een spread op investment grade obligaties van onder de 100 basispunten. De kans op credit loss bij investment grade obligaties is beduidend hoger, zo'n 0,9% tegen 0,2% van infrastructuur debt. Ook de vergelijking met CRE Loans valt positief uit. Eenzelfde gunstige verhouding bestaat tussen infrastructuur debt met BB-rating en high yield bedrijfsobligaties. Alleen de yield van SME loans komt hoger uit, maar de risico's zijn hier dan ook navenant hoger. Europese second lien loans lijken thans een inferieure propositie te hebben. Maar er zijn ook nog andere factoren, zoals de kwaliteit van de onderliggende assets en de doorgaans stevige onderliggende juridische contracten die de relatieve waarde van infrastructuur debt gunstig beïnvloeden.'

Hoe belangrijk is ESG-integratie in het beleggingsproces van infrastructuur debt?

'ESG-integratie is van het allergegrootste belang, omdat de beleggingen hier essentiële onderdelen zijn van de maatschappij. Hierdoor liggen ze onder het vergrootglas van het publiek, de

overheid en mededingingsautoriteiten. Bij iedere investering moet niet alleen naar de financiële en operationele aspecten worden gekeken, er moet ook worden voldaan aan allerlei aspecten van duurzaamheid. Infrastructuur debt is daarom per definitie duurzaam, wat deze beleggingscategorie een extra pluspunt geeft bij institutionele beleggers. We hebben vanwege de toegenomen focus op duurzaamheid een geformaliseerd raamwerk opgezet, Context genaamd, waarin we direct kwantitatief en kwalitatief inzichtelijk kunnen maken welke risico's er zijn op de verschillende ESG-dimensies. Dit raamwerk helpt ons tevens bij het consistent analyseren en managen van de verschillende beleggingen. Er zijn diverse casestudies naar wat er mis kan gaan als ESG-overwegingen niet goed worden meegenomen. Zo werden beleggers vorig jaar overvallen door

Foto: Archief Schroders

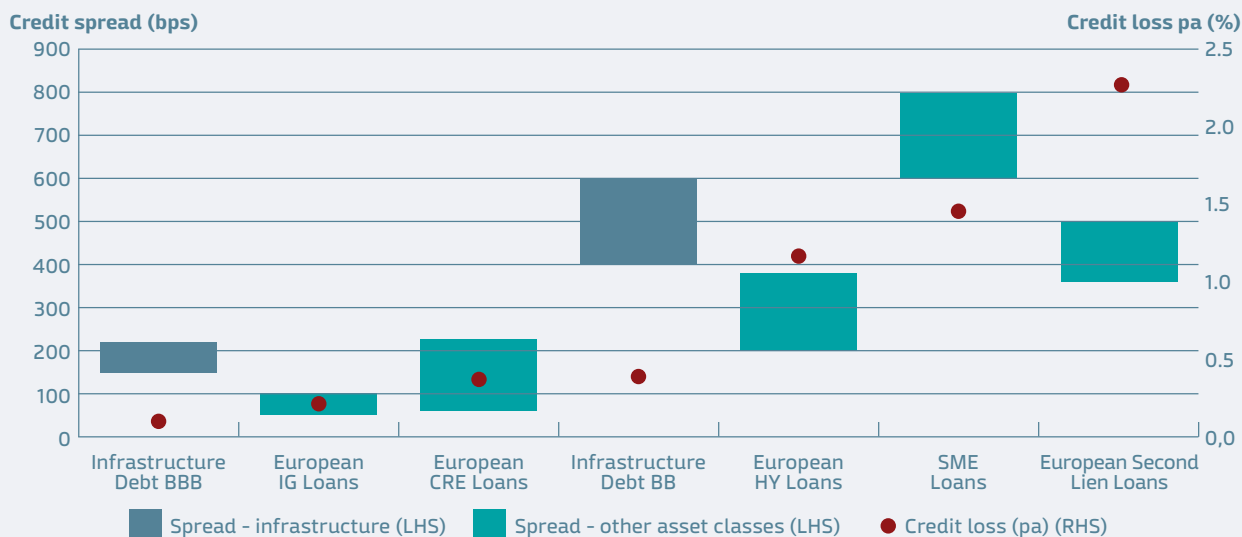


CV

Charles Dupont is Head of Infrastructure Finance bij Schroders. Hij leidt een team van 16 medewerkers, met een volledige focus op het beheren van mandaten en segregated accounts voor infrastructuur debt ten behoeve van grote institutionele beleggers. Dupont ging in 2015 voor Schroders werken en opereert vanuit Parijs. Daarvoor was hij onder andere Head of Infrastructure Finance bij AXA Investment Managers en partner bij Antin Infrastructure Partners (BNP Paribas). Hij is ook CEO van Saur International geweest, waar hij betrokken was bij de herstructurering van Saur's internationale dochtermaatschappijen (buiten Frankrijk) met activiteiten voor water, afvalwater en krachtcentrales.

Figuur 1: Relative Value

Spreads (in staven) en de kans op 'credit loss', dat een deel van de leningen niet wordt terugbetaald (in rode stippen).



Bron: Schroders, August 2019, Thomson Reuters Datastream, BofA Merrill Lynch, J.P. Morgan, Barclays, S&P Global Ratings 'European Loan and CLO market: Market Trends 2017 and S&P Global Ratings Outlook 2018', S&P: U.S. Leveraged Loan Investors Continue To Find Comfort As Credit Quality Holds, At Least For The Moment, July 2017, Moody's: 'Infrastructure default and recovery rates, 1983-2015', SG 'in the mood for loans', November 2016, Moody's: 'Second-lien debt issuance slows, reflecting investors' jitters; recoveries, already low, could get worse as credit cycle turns', May 2016, S&P Global Ratings 'European loan and CLO market: Market trends 2017 and S&P Global Ratings Outlook 2018', Netspar 'Credit Risk for SME loans in the Netherlands', Moody's Risk Calc 4.0 Netherlands.

mogelijke aanwijzingen dat de als zeer solide bekend staande Pacific Gas & Electric Corporation (PG&E) in Californië grote bosbranden heeft veroorzaakt, door vonkjes die zijn vrijgekomen bij een productieproces. Het bedrijf heeft op 29 januari dit jaar door ingediende claims zelfs faillissement aangevraagd. Tussen de 50 en 70% van de obligaties moet waarschijnlijk worden afgestempeld. Mede hierom analyseren wij nu hoe extreme weeromstandigheden kunnen doorwerken op de bedrijfsoperaties. Zo berekenen we bij Scandinavische energiebedrijven of en hoe lang een koude winter de productie kan stilleggen.'

Hoe onderscheidt Schroders zich van andere vermogensbeheerders in de markt van infrastructure debt?

'Onderscheid kan op verschillende vlakken worden gemaakt. Ten eerste beleggen wij alleen in euro-gedemineerde beleggingen. Institutionele beleggers zitten, zeker als ze infrastructure debt gebruiken als matchingdeel van de portefeuille of als kapitaal met weinig kapitaalbeslag, niet te wachten op valutarisico. Zo zijn ze blij dat we het Verenigd Koninkrijk, een grote markt voor infrastructure debt, buiten de euromandaten hebben gehouden, overigens niet alleen vanuit het oogpunt van valutarisico, maar ook uit economische overwegingen. Onderscheid valt verder uiteen in 'wat' en 'hoe'. Het 'wat' gaat over de vraag welke producten worden aangeboden. We kijken naar het hele spectrum van infrastructuurbeleggingen, van debt tot equity, van rated tot non-rated en van korte tot langlopende leningen. We beoordelen vervolgens welke belegging de beste relatieve waarde biedt voor welk mandaat. Het 'hoe' gaat over de vraag

hoe we onze mandaten managen: met welke kennis, ervaring, netwerken en selectie- en monitoringsprogramma's. Ons team behoort zonder overdrijving tot een van de meest ervaren in Europa, met mensen afkomstig uit verschillende disciplines, bijvoorbeeld banken, private equity, juristen en CEO's van bedrijven. Wij doen alles 'inhouse' en besteden niets uit, wat redelijk uniek is. We hebben over de afgelopen vier jaar 58 infrastructurele beleggingen gedaan. Een record in Europa. En wat betreft ESG hebben we in de laatste vier jaar eveneens de hoogst bereikbare score voor het PRI's jaarlijkse assessment behaald.' «

Contact

Voor meer informatie over de visie van Schroders op infrastructure debt en de mogelijkheden bij Schroders binnen deze beleggingscategorie, kunt u contact opnemen met ons team:

Wim Nagler - Director Belgium & Luxembourg
E: wim.nagler@schroders.com

Sjoerd Hoogeveen - Sales Director Institutional
E: sjoerd.hoogeveen@schroders.com

Claudia Dawson - Client Manager
E: claudia.dawson@schroders.com
T: +31 (0)20 3052 840



Bringing it all together for today's investor

We are Aviva Investors. The global asset manager who chooses the power of integration.

That's why we combine our insurance heritage with broad and deep investment capabilities to deliver outcomes that matter.

That's why we bring together over 1,500 people in 14 countries, connecting seamlessly as one team to focus on your unique needs.

That's why we're breaking down barriers to ensure you get the very best of our collective expertise with every investment.

That's why we strive to act and invest responsibly for you and the world around us.

Find out how we bring it all together at
avivainvestors.com/together

For today's investor



The value of investments can go down as well as up. Investors may not get back the original amount invested.

In Switzerland, this advertisement is issued by Aviva Investors Schweiz GmbH, authorised by FINMA as a distributor of collective investment schemes. Issued by Aviva Investors Global Services Limited. Registered in England No. 1151805. Registered Office: St Helen's, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Firm Reference No. 119178.

RA19/0423/10042020

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.

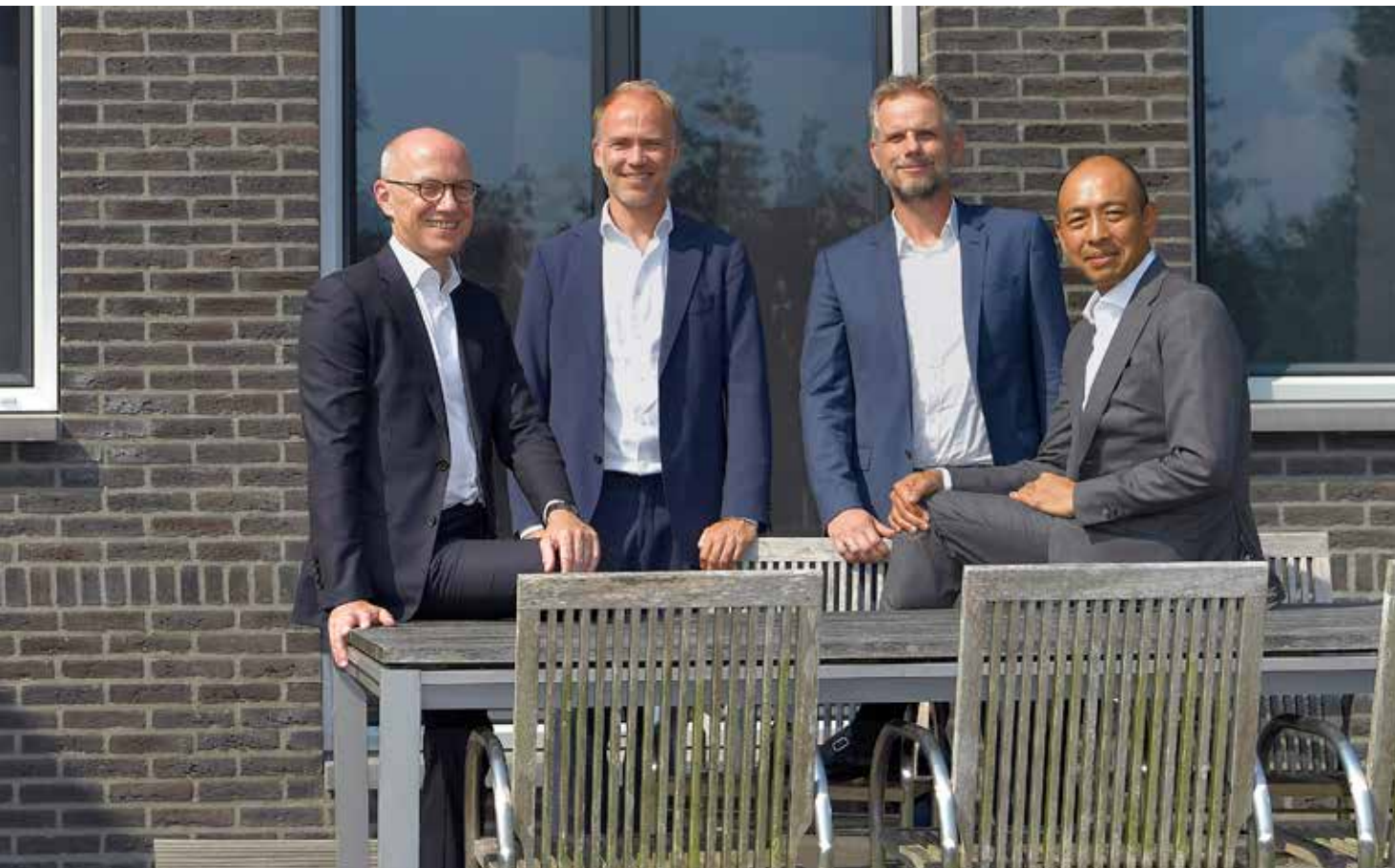
Foto's: Cor Salverius Fotografie



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 leengedrag. 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 financieringsplatforms 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.



DOOR JOSINA KAMERLING, HEAD OF REGULATORY OUTREACH EMEA BIJ CFA INSTITUTE

COLUMN

Europees beleid kantelt naar hechtere unie

Burgers van de Europese Unie voelden zich afgelopen mei voor het eerst in jaren echt betrokken bij de verkiezingen voor het Europese Parlement. Kort daarop werden pro-Europese kandidaten benoemd in een viertal sleutelposities.

Na de afwijzing van een aantal 'Spitzenkandidaten' werd de voormalige Duitse minister van Defensie Ursula von der Leyen met een kleine meerderheid gekozen tot voorzitter van de Europese Commissie, het orgaan dat verantwoordelijk is voor het voorstellen van wetten en het implementeren van het EU-beleid. Als dochter van een EU-ambtenaar bracht Von der Leyen haar jeugd door in Brussel. Haar wens is dat haar kleinkinderen op zullen groeien in een 'Verenigde Staten van Europa' en ze is groot voorstander van een EU-leger. Verder heeft de Belgische premier Charles Michel zich kandidaat gesteld voor het voorzitterschap van de Europese Raad, het orgaan dat de algemene politieke koers van de EU uitstippelt, en wordt Josep Borrell, de Spaanse minister van Buitenlandse Zaken, hoge vertegenwoordiger voor buitenlands beleid van de Unie. Ook hij wil een hechtere 'politieke unie'. De Brexit noemde hij 'een belemmering voor verdere integratie'.¹ Ten slotte wordt de Française Christine Lagarde naar verwachting president van de Europese Centrale Bank, de hoogste monetaire autoriteit van de eurozone.

Deze bezetting van belangrijke Europese posten, in combinatie met de herverdeling van stemrechten nadat het Verenigd Koninkrijk is afgesplitst, zal de weg vrijmaken voor ingrijpende hervormingen. De resterende EU-lidstaten zullen meer op elkaar aangewezen zijn. Dit mede als gevolg van de geopolitieke context, waarin de betrekkingen met de grootste handelspartners zijn bekoeld. De VS varen meer hun eigen koers en de Europese Commissie heeft haar toon gewijzigd ten aanzien van China, nu aangeduid als 'systemische concurrent die alternatieve bestuursvormen bevordert'.² Vraag is hoe de verdere Europese integratie eruit zal zien.

Fiscaal beleid en buitenlandse zaken zijn de laatste onderwerpen waarvoor nog altijd unanimiteit van de lidstaten nodig is. Met Brexit zal dit naar verwachting veranderen. De commissie wil bedrijven meer belasten op de plek waar ze zakendoen in plaats van waar hun

hoofdkwartier staat. De digitale belasting van de EU zou precies dat bewerkstellingen en wordt gesteund door Frankrijk en Duitsland.

We verwachten verder nog dit jaar een nieuwe impuls om de bankenunie en de kapitaalmarktunie te voltooien. De eurobond zou nu wel eens werkelijkheid kunnen worden.

Groene partijen deden het goed bij de parlementsverkiezingen en we voorzien een intensivering van de inspanningen om de uitstoot van broeikasgassen terug te dringen. Frankrijk heeft al aangekondigd uitgaande internationale vluchten zwaarder te belasten en op Europees niveau wil het af van de belastingvrijstelling voor vliegtuigbrandstof. Von der Leyen is van plan van Europa tegen 2050 het eerste klimaatneutrale continent te maken. Importheffingen op koolstof en de vorming van een 'klimaatbank' moeten hierbij helpen.

De hervormingen stuiten echter ook op weerstand. Zo lijkt de zogenaamde Hanze-alliantie, van Denemarken, Estland, Finland, Ierland, Letland, Litouwen, Nederland en Zweden gekant tegen Europese belastingen. Ook hebben euro-kritische partijen het goed gedaan bij de Europese parlementsverkiezingen.

Hoewel we verwachten dat in het parlement de grote Europese politieke fracties de touwtjes stevig in handen zullen houden, kunnen de euro-critici de komende vijf jaar nog steeds roet in het eten gooien. De nieuwe commissie staat voor een uitdagende en cruciale taak.

Luister naar de podcasts van Josina Kamerling via <http://eufin.cfainstitute.libsynpro.com/>.

- https://www.ecfr.eu/article/commentary_borrell_returns_his_vision_for_europe
- <https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/communication-eu-china-a-strategic-outlook.pdf>

Bond Compass Q3 toont verdeeld beleggerssentiment

DOOR PHILIPPE ROSET, CFA, HOOFD NEDERLAND BIJ STATE STREET SPDR ETF'S

In de Bond Compass geeft State Street SPDR ETF's op kwartaalbasis inzicht in het beleggerssentiment. Dit gebeurt op basis van USD 10 biljoen aan institutionele obligatiebeleggingen in het State Street Custodybedrijf. Daarnaast geeft PriceStats® op dagbasis inzicht in inflatieontwikkelingen op basis van de prijzen van online retailgoederen. Hiermee wordt dus vooruitgelopen op de officiële cijfers, die met enige vertraging worden gepubliceerd.

Nadat in het eerste kwartaal van 2019 de angst voor renteverhogingen was afgenomen door de bewegingen in de obligatiemarkten, kregen beleggers in het tweede kwartaal hoop op een ruimer monetair beleid, waardoor obligaties een sterke performance lieten zien. Zelfs als enkele van deze verwachtingen in Q3 gaan uitkomen, lijkt een herhaling van dergelijke sterke rendementen onwaarschijnlijk. Uit de analyse van de obligatieposities en -flows in het State Street Custodybedrijf tijdens het tweede kwartaal kwamen enkele belangrijke trends naar boven, die we hierna benoemen.

Amerikaanse staatsobligaties

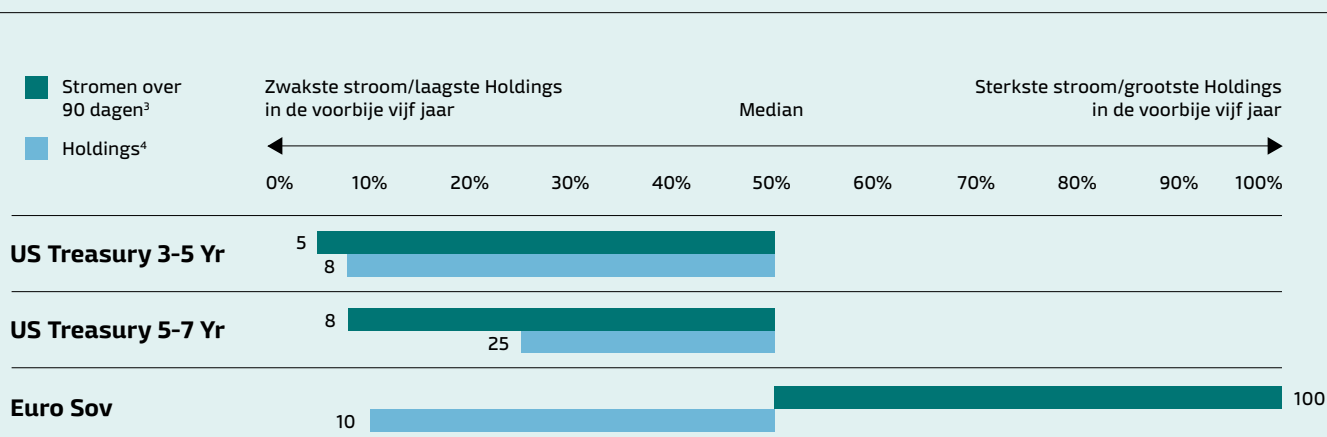
Tijdens het tweede kwartaal zagen we een ommekeer in de rentecyclus van de VS. Aan het begin van het kwartaal was de yield op 10-jaarsleningen nog 2,5% en schatte de markt de kans op renteverlagingen nog slechts op 29%. Aan het eind van het kwartaal was deze kans opgelopen naar bijna 100% en belandde de yield op 10-jaarsleningen even onder de 2%.

De meest opvallende verandering in het beleggersgedrag in Amerikaanse staatsobligaties is dat de vraag sterk afgenomen is. Dit is vooral te zien in de sterke uitstroom in Treasuries met

looptijden van 3-7 jaar. De uitstroom tijdens het tweede kwartaal leidde ertoe dat de holdings bijna op het laagste punt van de afgelopen vijf jaar terechtkwamen, vooral voor obligaties met een looptijd van 3 tot 5 jaar. Hieruit bleek dat beleggers toen al niet overtuigd waren dat de Fed op het punt stond om opnieuw langdurige monetaire verruiming op te starten. De groei-verwachtingen leken immers nog steeds robuust.

PriceStats® laat in de VS duidelijk zien dat de inflatie tegen het eind van het tweede kwartaal weer was weggezakt tot onder de doelstelling van 2%.

Figuur 1: Flows en Holdings in Europese en Amerikaanse staatsobligaties Q2-2019



1 Bron: State Street Form 10-K, 31 december 2017
 2 Bron: Bank voor Internationale Betalingen, 2017
 3 Op basis van 90 dagen in totaal: 60 werkdagen
 4 Aan het einde van het kwartaal

Bron: State Street Global Markets holdings-gegevens vanaf 30 juni 2019, State Street Global Markets flow gegevens vanaf 28 juni 2019

In eerste instantie liet de Fed weten dat de lagere inflatie tijdelijk zou zijn, maar later werd de lagere inflatie onderdeel van de boodschap rond verdere monetaire verruiming.

Obligaties uit de eurozone

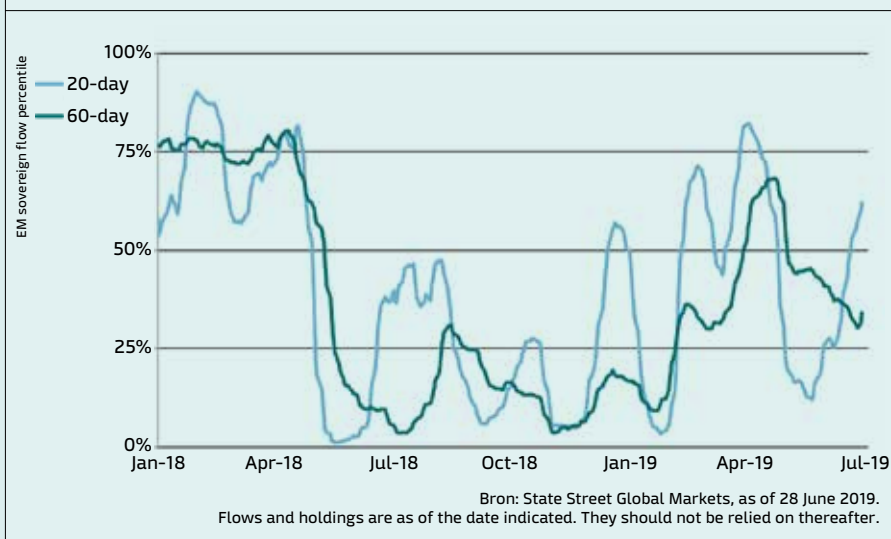
In tegenstelling tot de vraag naar Amerikaanse Treasuries, die zich op het laagste punt van het jaar bevond, is de vraag naar Europese staatsobligaties dicht bij het hoogste niveau van de afgelopen vijf jaar. Dit lijkt vreemd vanwege het steeds omvangrijkere aantal Europese staatsobligaties met een negatieve yield. De vooruitzichten zijn echter positiever voor obligaties in de eurozone, waar zwakkere groei-verwachtingen de hoop op een hernieuwde start van monetaire verruiming doen opleven. Zo groeit de Duitse economie met minder dan 1% YoY en bevindt de inflatie zich nu rond de 1% in plaats van rond de 2%-doelstelling. Beide indicatoren geven dus weinig aanleiding om te denken dat er sprake is van overhitting.

Als reactie hierop is de vraag naar staatsobligaties uit de eurozone sterk gestegen. In de holdings zien we dat beleggers sterk onderwogen zijn in staatsobligaties uit de eurozone ten opzichte van de afgelopen vijf jaren. Tegelijkertijd waren de flows in het tweede kwartaal erg sterk richting staatsobligaties; vooral in obligaties met een korte looptijd van 1-3 jaar en obligaties met looptijden van meer dan 10 jaar. Als we kijken naar specifieke landen zagen we dat vooral Italië en Frankrijk populair waren, hoewel institutionele beleggers nog steeds onderwogen zijn.

Op het gebied van bedrijfsobligaties in euro zagen we dat beleggers al overwogen waren ten opzichte van de mediaan van de afgelopen vijf jaar en dat ze nog steeds posities hebben toegevoegd.

In de eurozone laat PriceStats® zien dat de inflatie zich nog steeds op een oncomfortabel laag niveau bevindt en

Figuur 2: Historische Flows in staatsobligaties uit opkomende markten



dat er weinig signalen van verbetering zijn. Dit brengt ook met zich mee dat er druk op de ECB zal blijven bestaan om verdere monetaire verruiming te faciliteren.

Obligaties uit opkomende markten

Obligaties uit opkomende markten in lokale valuta hebben de afgelopen kwartalen meerdere malen een opleving laten zien, maar vielen vervolgens steeds weer terug. Ondanks een sterke vraag naar obligaties uit opkomende markten aan het begin van het tweede kwartaal, was deze uiteindelijk aan het eind van het kwartaal minder sterk dan in Q1. Dit werd met name veroorzaakt door de heropleving van zorgen over de handelsoorlog tussen de VS en China in mei. De wat recentere flows zijn echter optimistischer, wat samen met een rustigere inflatietrend betekent dat de vooruitzichten gunstig blijven voor bepaalde Emerging Market-obligaties.

Het is goed om op te merken dat de flows in obligaties uit opkomende markten vooral gedreven worden door specifieke landen, zoals Mexico, Thailand en Tsjechië. Sommige landen zullen zeer gevoelig blijven voor het nieuws rondom de handelsoorlog.

De online inflatiecijfers van PriceStats® bevinden zich al enige tijd onder de officiële cijfers, maar tijdens het

tweede kwartaal daalden de online cijfers nog sneller. Dit werd met name veroorzaakt door lagere energieprijzen, maar ook door (gunstige) lagere inflatie in Brazilië, een land met een zware weging in de aggregate index.

De data en interactieve grafieken waarin de beleggerspositionering en de flows van USD 10 biljoen aan obligaties in het State Street Custodybedrijf en de PriceStats® waarnemingen worden weergegeven, zijn te bekijken op spdrs.com/fixedincome. «

Marketing Communication
Investing involves risk including the risk of loss of principal. All material has been obtained from sources believed to be reliable. There is no representation or warranty as to the accuracy of the information and State Street shall have no liability for decisions based on such information. The information contained in this communication is not a research recommendation or 'investment research' and is classified as a 'Marketing Communication' in accordance with the Markets in Financial Instruments Directive (2014/65/EU) or applicable Swiss Regulation. This means that this marketing communication (a) has not been prepared in accordance with legal requirements designed to promote the independence of investment research (b) is not subject to any prohibition on dealing ahead of the dissemination of investment research. State Street Global Advisors Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. Telephone: 31 20 7181701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. 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. © 2019 State Street Corporation - All Rights Reserved

Op zoek naar waarde in EMD

DOOR CAPITAL GROUP

Welke wereldwijde thema's zijn momenteel het meest actueel voor emerging market debt (EMD)? Dat vroegen we aan Jeremy Cunningham, Fixed Income Investment Director bij Capital Group.

Wat is jullie visie op EMD, gezien alle onzekerheden waarmee de wereldwijde groei momenteel omgeven is?

De huidige, vrij trage economische groei is niet alleen te wijten aan de omstandigheden in China, de Verenigde Staten, Europa en Japan, maar ook aan de binnenlandse situatie in de emerging markets zelf. De omgeving van lage groei in de EM-regio kan in gelijke mate aan zowel interne als externe factoren worden toegeschreven. Vervolgens krijgen beleggers te maken met het klassieke spanningsveld tussen beleggingen die goedkoop lijken en fundamentals en conjuncturele omstandigheden die niet zo positief blijken te zijn.

Desalniettemin denk ik dat de beleggingscategorie EMD goede rendementsvooruitzichten biedt. EMD heeft vanaf 1 januari een uitstekend, hoog enkelcijferig rendement geboekt.¹ Voor de komende 1-3 jaar rekenen we op een rendement in de buurt van de 5-8% (in USD). Er is naar onze mening momenteel geen andere vastrentende beleggingscategorie die een soortgelijk rendement zou kunnen bieden.

Waar kunnen we binnen EMD relatieve waarde vinden?

Binnen local currency EMD (EM-obligaties in lokale valuta) is momenteel in relatieve zin meer waarde te vinden. In dit segment zijn de yieldcurves steil, terwijl de inflatie nog steeds gematigd is. Dat betekent dat veel landen een aantrekkelijk reëel effectief rendement bieden. Binnen dit segment beleggen wij vooral in zogenaamde idiosyncratische markten zoals Egypte en Nigeria, waar we de voorkeur geven aan kortlopend schatkistpapier.

Buiten het investment grade-segment vinden we veel USD-obligaties met een BB-rating nog steeds aantrekkelijk.

EMD biedt goede rendementsvooruitzichten: voor de komende 1-3 jaar rekenen we op een rendement in de buurt van 5-8% in USD.

We geven op fundamentele gronden al geruime tijd de voorkeur aan India en we vinden deze markt ook nu nog interessant.

Papier met een hogere kredietkwaliteit is over het algemeen duur. En in het hard currency EMD-segment (EM-obligaties in harde valuta) is waarde te vinden in EUR-obligaties. Het naar USD gehedgde effectief rendement van de EUR-obligaties is aantrekkelijk vergeleken met het effectief rendement op bedrijfsobligaties in USD: gewoonlijk bedraagt de yield pick-up 100 basispunten.

Wat zijn jullie belangrijkste convicties binnen EMD?

We geven op fundamentele gronden al geruime tijd de voorkeur aan India en we vinden deze markt ook nu nog interessant. De verkiezingsuitslag was gunstig voor het bedrijfsleven, de kredietkwaliteit verbetert en we vinden de renteniveaus aantrekkelijk.

Andere markten in Azië staan er over het algemeen ook goed voor. Hier behoort Indonesisch schuld papier in lokale valuta tot onze sterkste convicties. Indonesië biedt een robuuste economische groei, er zijn geen ernstige onevenwichtigheden en het schuld niveau is bescheiden. Het technische plaatje is echter niet zo positief voor Indonesië. Daarom proberen we hier vooral tijdens de neergaande fases te beleggen, waarmee we tegen de stroom ingaan. Op de langere termijn kan deze markt echter een behoorlijk rendement opleveren.

In Rusland laat het fundamentele plaatje verbetering zien. In Turkije maken we ons wel wat zorgen over de grillige beleidsvorming en geopolitieke risico's, maar toch vinden we een select aantal obligaties aantrekkelijk. In Latijns-Amerika is de groei een probleem. Mexico en Brazilië kampen nu al vijf jaar met een lage groei. We kunnen hier scoren met duration-strategieën, maar we moeten wel goed op de lokale valuta's letten.

We voorzien een verbeterende handelsrelatie met China in de aanloop naar de Amerikaanse verkiezingen van 2020.

Recente cijfers wijzen op een zwakke economische groei in China. Wat vinden jullie daarvan?

Onze informatie wijst op een behoorlijk afgevlakte groei in China. De autoriteiten hebben het beleid verruimd en de kasreserveverplichtingen verlaagd. Banken worden ook aangemoedigd om meer kredieten te verstrekken. De beleidsmakers zijn echter wat meer aan handen en voeten gebonden dan in 2008/09, toen zij veel manoeuvreerruimte hadden. Terwijl die ruimte er ditmaal niet is, maken we ons zorgen over de soliditeit van het schaduwbanksysteem. De Chinese autoriteiten staan voor een balanceeract met conflicterende doelstellingen.

We kunnen waarschijnlijk nog meer stimulerende begrotingsmaatregelen verwachten, naast verdere verruiming van het monetaire beleid. Als wij de situatie juist inschatten, dan komen de autoriteiten erg langzaam in actie. Daardoor kan het langer duren voordat we resultaten zien en blijft de groei waarschijnlijk op een benedentrendmatig niveau liggen.

Hoe verwachten jullie dat de Chinees-Amerikaanse handelsrelatie zich gaat ontwikkelen?

We voorzien een verbeterende handelsrelatie in de aanloop naar de Amerikaanse verkiezingen van 2020. Die vormen een belangrijke reden voor president Trump om een akkoord te sluiten. Daar zijn we echter nog lang niet. Wij verwachten dat het nog wel 3-6 maanden kan gaan duren voordat er een akkoord komt. De komende tijd komen er eerst nog meer onderhandelingsrondes. Desalniettemin houden we op de langere termijn rekening met een slepend strategisch conflict tussen de VS en China, niet alleen over technologische en militaire kwesties, maar ook over zaken als open markten, soevereiniteit en het inwinnen van inlichtingen.

Wat zijn jullie verwachtingen voor de Amerikaanse dollar?

Mocht de dollar verzwakken, dan zou dat over het algemeen positief zijn voor de emerging markets, ervan uitgaande dat de beleidsreactie van de Amerikaanse centrale bank (Fed) daadkrachtig genoeg is. In periodes met een zwakke dollar daalt de Amerikaanse rente meestal en dat is positief voor de emerging markets, zelfs als de Amerikaanse economie trager gaat groeien. Een opwaartse 'dollar squeeze' zou leiden tot krappere monetaire condities voor de emerging markets en dus tot tegenwind. Wij voorzien op dit moment echter geen duidelijke trendmatige ontwikkeling in een van beide richtingen.



In de EM-regio vinden we de lokale valuta's goedkoop. Ze zijn echter niet goedkoop genoeg om zichzelf – zonder een verbeterend conjunctureel plaatje – te kunnen ondersteunen. Gezien de huidige economische omstandigheden in China en Europa zien we dan ook weinig potentieel voor valuta-appreciatie in deze regio's. «

Resultaten uit het verleden zijn niet indicatief voor toekomstige resultaten. Uitsluitend ter illustratie. Opkomende markten zijn volatiel en kunnen te lijden hebben onder liquiditeitsproblemen.

1 Gegevens per 30 juni 2019. De JPMorgan EMBI Global Index heeft een rendement van 10,6% geboekt en de JPMorgan GBI-EM Global Diversified Index van 8,7% (beide in USD). Bron: Bloomberg

Dit is een marketing publicatie, uitsluitend voor professionele beleggers. Deze informatie wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden verstrekt en is geen aanbieding, noch een uitnodiging om een aanbieding te doen, noch een aanbeveling om enig effect of instrument dat in dit document wordt genoemd aan te kopen of te verkopen.

- Dit materiaal is niet bedoeld om beleggingsadvies te verstrekken of om te worden opgevat als persoonlijke aanbeveling.
- De waarde van beleggingen kan zowel stijgen als dalen en het is mogelijk dat u uw inleg geheel of gedeeltelijk kwijtraakt.
- Resultaten uit het verleden zijn niet indicatief voor toekomstige resultaten.
- Als de valuta van het fonds waarin u belegt in waarde stijgt ten opzichte van de valuta waarin de onderliggende beleggingen van het fonds zijn genoteerd, daalt de waarde van uw belegging.
- Bij bepaalde strategieën levert het beleggen in opkomende markten en/of hoogrentende effecten risico's op. Opkomende markten zijn volatiel en kunnen te lijden hebben onder liquiditeitsproblemen.

Deze publicatie wordt uitgegeven door Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37A Avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg, en wordt uitsluitend verspreid voor informatiedoeleinden. CIMC wordt gereguleerd door de Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF" – het financieel regelgevend orgaan van Luxemburg) en is een dochteronderneming van de Capital Group Companies, Inc. (Capital Group). Hoewel Capital Group alle redelijke inspanningen doet om informatie in te winnen bij externe bronnen waarvan gedacht wordt dat die betrouwbaar zijn, kan Capital Group niet instaan voor de nauwkeurigheid, betrouwbaarheid of volledigheid van de informatie of deze garanderen. Deze documentatie pretendeert niet volledig te zijn en behelst geen beleggings-, fiscaal of ander advies.

Voor Nederland: CIMC valt in Nederland via de lokale vestiging onder het toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM).

© 2019 Capital Group. Alle rechten voorbehouden.

ASSESSING ESG FACTORS WHEN INVESTING IN EM DEBT

By Bryan Carter

Investors are increasingly considering environmental, social and governance factors alongside traditional financial risks. Nevertheless, many balk at using ESG criteria for emerging markets, worried this limits opportunities or potential returns.

- There are opportunities in 'long-term improvers', as these emerging markets (EMs) need investment for growth, jobs and stronger foundations.
- Selectivity is key: EMs include those improving living standards, policy frameworks and democracy, but also those ignoring pollution controls, facing growing social tensions or institutions in crisis.
- For investors, an approach oriented on environmental, social and governance

(ESG) criteria fits with ethical investing, a long-term stance and risk mitigation.

- Blending alpha potential and an ESG ranking can produce a ESG-tilted portfolio without limiting diversification or the alpha set.

Just a decade ago, most EM countries facing fragile political, social or economic situations were low-income. Now, metrics such as human development indices are showing significant progress, enabling many countries to advance to middle-income status. Looking ahead, some of the poorest countries with the lowest ESG scores may in fact record the largest improvements. This could make investing in their debt an attractive opportunity.

Without question, many EM countries are departing from a low(er) base. This provides many with 'low-hanging fruit' – areas that can be improved relatively easily. These fields include ESG aspects such as greater environmental efficiencies (the 'E' of ESG), safeguarding social goods (the 'S') and improving institutions of government (the 'G'). These are precisely the countries that are most in need of long-term responsible investment to stimulate economic growth, create jobs and strengthen their economic foundations.

We believe these countries represent the best set of 'long-term improvers', capable of generating outsized growth and asset

Some of the poorest countries with the lowest ESG scores may in fact record the largest improvements.

gains for patient investors. Demographic trends and a growing middle class are generating rising demand for consumer goods, infrastructure, services and agribusiness. This should drive economic growth, as well as prosperity and wellbeing.

Why couch these opportunities in an ESG framework? We believe there is a moral imperative for investors and asset managers to concentrate fiduciary assets in sustainable investments. This reflects our belief in ethical investing, in acting as long-term investors, and in mitigating risk, for ourselves and our clients.

As said, there is no longer a single EM bracket. From an ESG perspective, there are countries that are improving the standards of living, policy frameworks and democracy, while others are regressing as pollution controls are reversed, social tensions rise or

Photo: Archive BNP Paribas AM



Bryan Carter

institutions fall into crisis. These are not necessarily the same groups. Here, an ESG framework helps us separate the wheat from the chaff. Such a selective approach also sends a clear signal to EM debt issuers that investors are focused on sustainability.

In short, there are two ways to generate alpha for investors: by overweighting EM champions (the 'long-term improvers') or underweighting the pitfalls, the laggards and the backsliders. We strongly believe that EM investing is not just about finding the best markets; it is also about avoiding the worst ones. Long-term sustainability, in our belief, is synonymous with minimising exposure to crises or 'blow-ups'. This requires an innovative and nuanced implementation of ESG research.

As an early adopter of ESG investment approaches, going back almost two decades, we can now rely on a deeply skilled ESG research team, we have access to hundreds of data sources spanning all categories of ESG ratings, and we have the capabilities to adjust to the nuances and dynamic realities of EM countries.

Our sovereign debt ESG model assesses governments' ability to protect citizens' best interests and provide ESG-appropriate services and goods. However, making this assessment can be a challenge given that for the 90 EM countries that we invest in, a full set of data is not always available and certainly not always regularly. Navigating this constraint, we screen EM debt for both

EM investing is not just about finding the best markets; it is also about avoiding the worst ones.

economic factors and ESG criteria. The latter include:

- A commitment to the Paris Agreement and measures to implement it;
- Current ESG policy and the evolution of that policy, in other words: land management and deforestation, but steps to reduce the carbon footprint;
- The share of renewable energy sources in a country's energy mix;
- Its ranking on the corruption perceptions index.

Overall, our ESG assessment covers 89 factors.

How does our approach differ? Instead of inclusion or exclusion lists, we work with a composite score on each EM country to determine the size of the investment that we include in our portfolios. We blend the opportunity to earn alpha on a country's debt with its ESG rating, in essence increasing our overweights in high-ESG countries. We do still invest in low-ESG countries where our conviction that we can earn alpha is high, but we invest less in such countries than would otherwise be the case.

Beyond the traditional sovereign and other investment-grade issues and high-yield bonds, we also assess EM green bonds for portfolio inclusion. Here, the same standards apply as do for developed market green debt: funds need to be used appropriately, we have to make sure there is no green washing, the issuer should provide transparent reporting, etcetera. Investors need to be careful: about half the EM green bonds are not green, while in developed markets, 80% actually are. Nevertheless, this is a promising area.

In general, we believe EM debt portfolios need to be managed actively. While there is more information on emerging markets and EM economies, markets do not necessarily digest this efficiently and still fairly often act on headlines (for instance: 'noise') and irrational concerns. At the same time, investors cannot rely on rating agencies since they often act with a lag. We believe it is best for investors to work with an experienced

Investors need to be careful: about half the EM green bonds are not green.

asset manager with a local presence and local knowledge when it comes to this complex asset class.

In summary, blending alpha potential and an ESG ranking can produce an overall ESG-tilted portfolio without limiting diversification or trimming the alpha set. Attribution analysis has shown that ESG tilting can generate additional portfolio performance. It also appeals to investors wanting or needing to take ESG factors into account, for fiduciary, ethical or regulatory reasons, for example, or investors strongly focused on mitigating risk, including reputational risk. Like many investors, we are keen on the long-term viability and performance of the investments, hence our view that ESG investing should be adopted widely. «

This article was written by Bryan Carter, Head of the Emerging Market Debt Investment Team, BNP Paribas Asset Management.

Disclaimer

The value of investments and the income they generate may go down as well as up and it is possible that investors will not recover their initial outlay. Investing in emerging markets, or specialised or restricted sectors is likely to be subject to a higher-than-average volatility due to a high degree of concentration, greater uncertainty because less information is available, there is less liquidity or due to greater sensitivity to changes in market conditions (social, political and economic conditions). Some emerging markets offer less security than the majority of international developed markets. For this reason, services for portfolio transactions, liquidation and conservation on behalf of funds invested in emerging markets may carry greater risk.

Nieuw model brengt kredietwaardigheid staatsobligaties emerging markets in kaart

DOOR RENÉ BOGAARTS

Obligaties van opkomende markten in lokale valuta's vormen een interessante belegging vanwege het rendement en de spreiding in de portefeuille. De risico's lopen echter nogal uiteen. Aberdeen Standard Investments ontwikkelde een model om op een holistische manier de kredietwaardigheid van staatsobligaties van opkomende landen in kaart te brengen.

Kieran Curtis laat er geen twijfel over bestaan waarom Aberdeen Standard Investments (ASI) graag belegt in staatsobligaties van opkomende markten die in lokale valuta's worden uitgegeven: 'Ze leveren vaak extra yield op.' Curtis, die bij ASI vooral verantwoordelijk is voor dergelijk schuld papier, geeft meteen een voorbeeld. Tienjarige Zuid-Afrikaanse staatsobligaties in dollars komen tegenwoordig met een rente van 5,75% op de markt, terwijl zo'n obligatie in Zuid-Afrikaanse Rands ongeveer 9% kan opleveren. 'In lokale valuta geeft die obligatie dus 325 basispunten extra rendement', zegt hij.

ASI, een internationale vermogensbeheerder met meer dan 500 miljard euro aan assets under management, heeft een lang track record op het gebied van staatsobligaties van opkomende markten. Ongeveer 14 miljard euro van het toevertrouwde

vermogen is daarin belegd. 'Er zijn grofweg drie soorten emerging market debt (EMD)', legt Curtis uit. 'De bekendste bestaat uit staatsobligaties die voornamelijk worden uitgegeven in dollars, soms in euro's en heel af en toe in ponden of yens. De tweede soort bestaat uit staatspapieren in lokale valuta. Omdat de overheid de munt doorgaans onder controle heeft, is het risico dat er niet betaald kan worden kleiner, maar daar staan de risico's van inflatie en koersdalingen tegenover. De laatste veelvoorkomende soort wordt gevormd door bedrijfsobligaties in dollars of euro's.'

Curtis, die sinds 2013 bij ASI werkt, houdt zich vooral bezig met de tweede soort obligaties, de zogeheten EM local currency debt, maar beheert ook enkele fondsen met dollar- of euro-obligaties. Enkele gespecialiseerde fondsen van ASI hebben twee tot drie miljard dollar in die schuld papieren belegd, maar Curtis voegt eraan toe dat veel van de andere, veelal multi asset-fondsen er ook nog een deel van hun vermogen hebben belegd.

Een grotere yield betekent vrijwel altijd ook een hoger risico. Om die risico's zo goed mogelijk te beoordelen, heeft ASI een speciaal team dat zich met die markt bezig houdt. Naast de 'normale' criteria waarmee staatsobligaties worden beoordeeld, zoals macro-economische grootheden als staatsschuld of bruto nationaal product, heeft de vermogensbeheerder daar een specifiek model voor ontwikkeld. Dat model kijkt naar 'duurzame', ESG-aspecten, zoals die ook bij andere beleggingen worden toegepast, waarbij naast 'environmental', 'social' en 'governance' ook expliciet naar 'political' aspecten wordt gekeken. 'Dat ESGP-systeem geeft inzicht in de duurzaamheid van de financiële prestaties van een land', aldus Curtis.

'We hebben gezien dat sociale betrokkenheid, goede governance en politieke vertegenwoordiging – zaken die ertoe leiden dat een



KIERAN CURTIS

regering echt probeert de levensomstandigheden van de bevolking te verbeteren – doorgaans leiden tot betere financiële prestaties en langetermijngroei’, aldus Curtis. ‘Onze voornaamste criteria hebben dus te maken met governance en politieke issues, maar we merken dat het belang van het milieu groter wordt, met name waar het gaat om energie. Nu schone energie economisch steeds rendabeler wordt, wordt het duidelijk welke richting emerging markets op moeten. Schone energie levert die landen op lange termijn namelijk kostenbesparingen op en vaak ook al op korte termijn. Energie is belangrijk als een land wil groeien, banen wil scheppen en de levensstandaard wil verhogen. En om de leningen terug te betalen, uiteraard.’

Het door ASI ontwikkelde ESGP-model is verdeeld over de vier eerdergenoemde categorieën en kent in totaal twintig verschillende indicatoren. Daartoe behoren zaken als luchtkwaliteit, de tijd dat elektriciteit beschikbaar is, kindersterfte, de kracht van wetgeving, corruptie en persvrijheid. ASI heeft de matrix gebruikt om meer dan tachtig landen te beoordelen. Dat oordeel, gekoppeld aan de gebruikelijke economische criteria en uiteraard aan yield, geeft aan of staatsleningen van zo’n land aantrekkelijk zijn of niet. ‘We hebben teams van specialisten die zich met kwalitatieve analyse bezighouden. De indicatoren van ons model worden elk jaar of elke zes maanden bijgesteld, maar onze teams komen elke zes weken bij elkaar om beleggingsmogelijkheden te bespreken.’

Vooraf in het Caribische gebied gebeuren volgens Curtis tegenwoordig interessante dingen. ‘Tien jaar geleden werd in veel Caribische landen zware stookolie gebruikt om elektriciteit op te wekken. Dat kostte overheden veel geld, zeker omdat de meeste landen zelf geen olie hebben. Bovendien is het duur voor gebruikers, wat overheden dwong om het te subsidiëren. Dat kostte dus ook nog eens belastinginkomsten’, legt Curtis uit.

‘Veel landen hebben daar wat aan gedaan, vaak op verschillende manieren. De Dominicaanse Republiek is voor de elektriciteitsproductie bijvoorbeeld overgestapt op kolen. Dat is slechts een beetje schoner dan stookolie, maar wel goedkoper’, aldus Curtis. Dat het land nog geen schonere energie gebruikt, komt doordat met de bouw van die kolencentrales lang geleden begonnen is. Door vertraging in de bouw zijn die kolencentrales pas onlangs operationeel geworden.

‘Het mooie van hernieuwbare energie is dat het snel opgebouwd kan worden en gemakkelijk kan worden uitgebreid als je meer energie nodig hebt’, vertelt Curtis. ‘Dat zie je in de Bahama’s, waar heel veel zonneparken zijn aangelegd. Daardoor zijn ze veel minder afhankelijk geworden van zware stookolie. Het aantal zonneparken groeit nog steeds. Dat is gemakkelijker opschalen dan wanneer je eerst de verwachtingen over tien jaar moet formuleren en daarvoor dure centrales moet bouwen die dan pas energie leveren.’

Curtis benadrukt dat het ESGP-model slechts een van de manieren is waarop ASI beleggingen beoordeelt. ‘Je ziet vaak dat

Figuur 1: ESGP-model

Pillar	Weight	Proposed Indicators	Source
Environmental	15%	PM2.5 Air pollution	World Bank
		Carbon emissions	EDGAR – Emissions Database for Global Atmospheric Research
		Access to safe water (% population)	World Bank
Social	35%	Access to electricity (% population)	World Bank
		Life Expectancy	World Bank
		Quality of infrastructure	Global competitiveness Index (World Economic Forum)
		Gender inequality index	Human Development Report (UN Development Program)
		GNI Coefficient	CAI World Factbook/World Bank
		Mean years of schooling	Human Development Report (UN Development program)
Governance	25%	Infant mortality	World Bank
		Ease of doing business	World Bank
		Voice and Accountability	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Government Effectiveness	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Regulatory Quality	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Rule of law	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		Open Budget Index	International Budget Partnership
Political	25%	Corruption perception	Transparency International
		Political Stability	Worldwide Governance Indicators (World Bank)
		State fragility	Fund for Peace
		Press freedom	Reporters without Borders

Bron: Aberdeen Standard Investments, uitsluitend bedoeld ter illustratie

men op één ding gefixeerd is, zoals inflatie, tekorten op de betalingsbalans of energiepolitiek. Wij kijken veel breder. We hebben onlangs een fonds gelanceerd dat gebaseerd is op dit model. Niet alleen om de landen die slecht scoren uit te sluiten, maar ook om te beoordelen hoe deze risico’s zich ontwikkelen. Hierdoor kunnen we de kwaliteit van onze analyse verbeteren en verbreden. Daar is wel belangstelling voor bij onze klanten.’

Het komt volgens Curtis ook vaak voor dat beleggers belangstelling hebben voor EMD van landen die slecht scoren op de ESGP-matrix, maar wel een hoog rendement hebben. ‘Dan nog helpt het model om risico’s te analyseren’, aldus Curtis. ‘Maar het model levert aan de andere kant ook landen op die wij uitsluiten omdat we denken dat de risico’s echt te groot zijn.’

Een hoge ESGP-score betekent niet altijd dat ASI er wil beleggen, zo blijkt uit een ander voorbeeld van Curtis. ‘Costa Rica scoort al jaren hoog op ESGP-gebied, maar het land had jarenlang problemen op fiscaal terrein. Vorig jaar heeft de regering nieuwe plannen gepresenteerd die door het parlement en de Hoge Raad zijn goedgekeurd. We hebben opnieuw in het land belegd, maar die fiscale issues zijn nog niet helemaal opgelost. Costa Rica blijft dus ondanks die hoge ESGP-score nog een hoog risico.’

Aan het einde van het interview vertelt Curtis dat veel klanten vragen naar de relatie tussen lage ESGP-scores van een land en het inkomen per hoofd van de bevolking. ‘Die is er, maar er zijn twee manieren van denken. De ene is dat slechte overheidsinstanties zich weinig voor groei inzetten en het land arm houden. De tweede is dat als je weinig geld hebt, je ook weinig kunt doen aan zaken als onderwijs en gezondheidszorg. Wij willen landen niet straffen omdat ze arm zijn en niet standaard uitsluiten omdat ze een lage score hebben. Of je dat kunt zien als een innerlijke drijfveer? Ja. Landen uitsluiten omdat ze arm zijn, is het antwoord niet. Beleggingen kunnen namelijk ook een prikkel geven’, zegt hij. En hij voegt er meteen aan toe dat dergelijke beleggingen op termijn rendement opleveren. «

DANISH MORTGAGE BONDS

By Michael Denbaek and Peter Thiberg in cooperation with Astrid Gehoel-Ceelen

In the current low yield environment, Danish mortgage bonds are a very attractive alternative for EUR, USD and JPY fixed income investors, given that Danish mortgage bonds offer a relatively high expected return and a very low credit risk.

DENMARK

Denmark is a AAA-rated small open economy. Since 1982 the currency has been pegged to first the Deutsche Mark and since 1999 the Euro. The Danish central bank has a substantial currency reserve in order to support the DKK if ever needed. (The current size of the reserve is approximately 60.6 bn. Euros.) This ensures that the currency rate between Danish kroner and Euro is kept in a narrow range.

Furthermore, the official Danish deposit rate is lower than the ECB's, which provide a gain for those wishing to hedge the DKK into EUR. In addition, the Danish economy is faring better than many eurozone countries. The fiscal balance is sound and Denmark has a high trade balance surplus.

BORROWERS

The Danish mortgage bond market has existed since 1797 and is the largest

covered bond market in Europe (393 bn. Euro). Almost all real estate is financed through issuance of mortgage bonds rather than bank loans. Most Danes own their own houses and apartments and consequently have high levels of gross debt. However, looking at net debt (including pension savings), Danish households are among the wealthiest in Europe.

INVESTORS

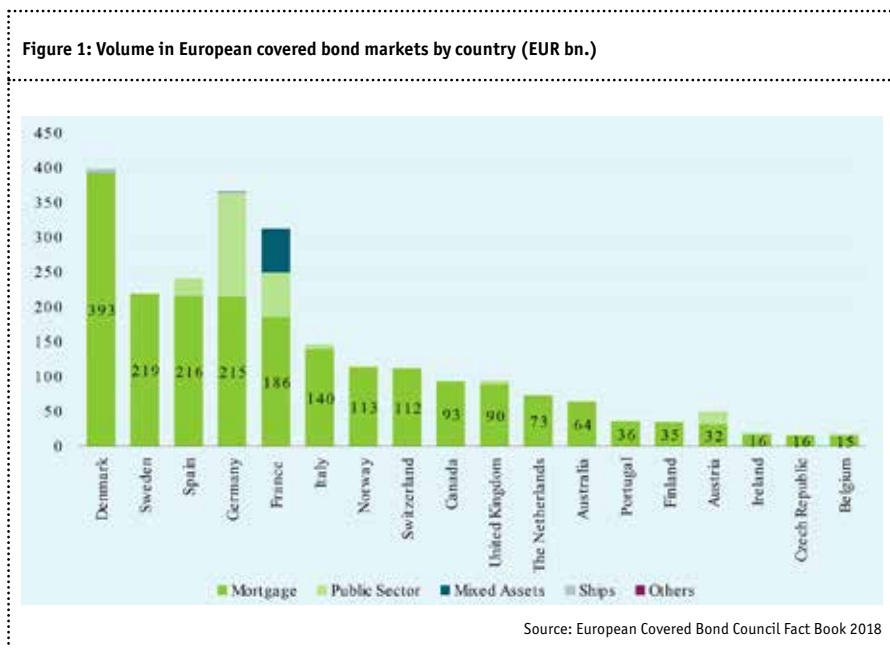
The primary investor base are the Danish pension and financial sectors. They allocate large amounts to Danish mortgage bonds as the base part of their portfolios. The share of foreign investors has been rising for the past years and is currently 21.3% and in the segment of callable bonds it's as high as 34.1%. The explanation for the recent rise is the attractiveness of the expected return as well as the extremely low yield on

alternative AAA-rated fixed income investments.

CALLABLE MORTGAGE BONDS

The Danish mortgage bond market consists of non-callable bonds, floating rate notes, and callable bonds. All are issued under the Covered Bond label, ensuring enhanced credit quality compared to 'standard' mortgage credit bonds. They are AAA-rated and highly liquid, with daily issuance and a very active secondary market. Callable mortgage bonds are the most interesting part of the market (and form approximately 33% of the outstanding bonds) since they offer a substantially higher expected return than comparable AAA-rated fixed income investments worldwide (hedged to the same currency).

The callable bonds are callable by individual borrowers at par effectively 4 times per year. Every mortgage loan is financed by issuance in a particular bond. If a borrower has a loan and he wants to refinance into a different loan with more favorable terms, he can choose to call/redeem his current loan and take a new loan. If the price of the bond of his current loan is above par, the borrower will exercise his option to prepay and he will inform his mortgage bank. The mortgage bank publishes prepayment information every week and each quarter the collected prepayment amount is paid out pro rata to each bond holder. The investor will experience a cash inflow and a reduction in nominal for each callable bond, depending on the specific prepayment ratio. Since bonds only prepay when market prices are above par,



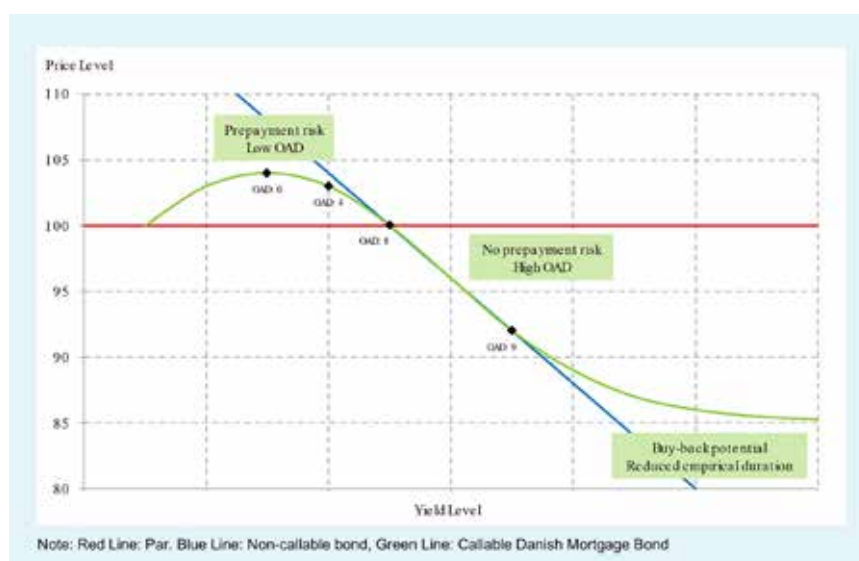
the investor will incur a 'loss' as parts of his holdings are converted to cash at par. This is the risk of early prepayment and this is what the investor demands a premium for.

Additionally, if the price of the bond falls substantially below par, the borrower can ask the mortgage bank to buy back their exact bond and issue in another bond priced close to par. Borrowers have a significant financial incentive to buy back their bond when yields are rising significantly. Firstly, a buy back below par will reduce the remaining debt. Secondly, interest payments are tax deductible, so a higher interest rate allows for a larger tax deduction. All in all, this feature means that when interest rates are rising, borrowers' behaviour increases demand for Danish mortgage bonds. This is why Danish mortgage bonds tend to outperform equivalent bonds when interest rates are rising.

VALUATION AND RISKS

So how do we as investors evaluate this prepayment risk? In order to calculate risk numbers, a statistical mortgage bond model is needed. The model can be divided into a prepayment model and a valuation model. The prepayment model estimates prepayment behaviour of borrowers in every possible future interest rate-scenario. This is done using a large data set of historical prepayments as well as other factors such as borrower composition and the distribution of the

Figure 3: Illustration of Negative Convexity



Source: SEB

sizes of the underlying loans. Future cash flows are then adjusted to expected prepayments and a more traditional valuation model is applied to the adjusted cash flows. This model is then utilized to calculate option-adjusted risk measures such as duration, convexity and spread (OAS). The 'option' refers to the fact that the borrower has the option to prepay. In practice a typical 30-year callable mortgage bond will have an option-adjusted duration (OAD) of 7-8 years at time of issuance. If interest rates subsequently fall significantly, the OAD will fall (since prepayments become more likely) and if interest rates rise, the

option-adjusted duration will rise (since prepayments become less likely). This estimation is done for every single callable bond every single day and each bond will have its own specific characteristics. Figure 3 shows an illustration of this relationship. The green line represents a callable Danish mortgage bond, while the blue line is a non-callable bond.

CONCLUSION

The purpose of this article is to highlight the existence of a very large and for many investors alternative fixed income market, which offers the potential for very attractive returns and diversification whilst maintaining the highest credit quality. During the most recent years, more and more international investors have recognized the attractiveness of Danish covered bonds, especially the callable bonds. We can only encourage you to get involved as well. «

This article was written by Michael Denbaek, Team leader & Portfolio Manager fixed income, SEB and Peter Thiberg, Client Executive, International Asset Management Sales, SEB in cooperation with Astrid Gehoel-Ceelen, Managing Director, Head of Institutional & Wholesale The Netherlands, UBP.

Figure 2: 12M Horizon Return (RoR) Hedge to EUR



Source: SEB

WHY INVESTORS STILL NEED EUROPEAN CREDIT

By Tobias Stein

The European credit market has grown considerably since the advent of the European Monetary Union (EMU) and the euro in 1999. Despite its growing importance, investors in the current market environment are faced with negative yields and vanishing liquidity. Nevertheless, important reasons remain for an allocation to this segment.

The introduction of the euro in 1999 within the EMU countries was the origin of the European credit market. Over the last 20 years, the market has grown considerably – early and expected domination by European issuers from EMU core countries has evolved into a market featuring global issuers from developed and emerging markets. Nowadays, the share of investment-grade issuers outside the eurozone represents more than 40% and has been steadily growing despite frequent doubts about the survival of the

common currency, especially in the aftermath of the euro crisis in 2011. Multi-national issuers especially have embraced the market as a diversifying source of funding, taking full advantage of the ultra-low yield environment. Whereas the number of outstanding issues has tripled over the last 20 years, average duration has been relatively stable (in contrast to the European sovereign bond market, where a noticeable duration extension has taken place), which forms a good basis for empirical analysis.

For an investor faced with the current capital market environment, the question is whether an allocation to this market segment still makes sense. Specifically, is the risk-return profile replicable with a combination of sovereign debt and equity investments, or does credit deliver some additional benefit?

SUPERIOR RISK-RETURN PROFILE

Measured with a standard market index, since 1999 an investor in investment grade European credit has achieved about 2.5% excess return per annum versus the money-market, with an annualised volatility of about 3.3%. Pure credit-excess return was about 0.8%; the remaining 1.7% represents the realised term premium of duration-matched German sovereign bonds (Bunds). During the same period European equities yielded an excess return of about 3.7%, but of course exhibited significantly higher volatility of about 15%. Thus the risk-adjusted returns were historically far more favourable for corporate bonds.

At the height of the euro crisis in July 2012, ECB president Mario Draghi's famous speech to do 'whatever it takes to preserve the euro' marked a significant turning point for risk markets. Since then, volatility of the different risk premia has declined between 20% and 30% (see Figure 1). While the realised term premium was the same compared to the full sample result, credit-excess and



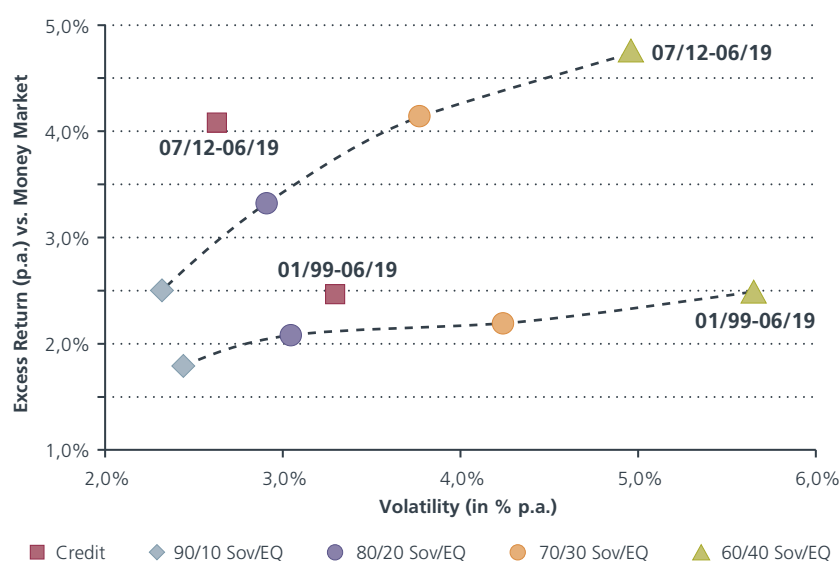
Tobias Stein

equity-excess returns were significantly higher: once again, credit delivered by far the best risk-adjusted return (4.1% annualised return, with realised volatility of 2.6% per annum).

Since the correlation between equity excess and sovereign excess returns has been significantly negative over the entire period since 1999, considerable improvement in the risk-profile has been available from a combination. A mixed portfolio - with 40% European equities and 60% German Bunds - matches the historical return from European investment grade credit, but with a higher volatility of about 5.6%. Another asset class blend, consisting of 20% European equities and 80% sovereign bonds, resulted in a similar volatility compared to credit but lagged the historical returns by about 40 basis points per annum.

Results for the period since July 2012 are similar: despite the level of realised returns being markedly higher, the risk-adjusted returns remain even better for European credit. Correlation between term premium and credit-excess returns is stable and has remained negative for the last seven years. In contrast, the pattern for equity-excess returns and the term premium has changed to become more neutral since 2012, leading to a partial loss of diversification benefits. The realised return per unit of risk within a European credit investment has been about 1.5, whereas the premium in a blend of sovereign and equities has been

Figure 1: Superior risk-return profile for European credit



Source: MSCI, ICE BofAML, Quoniam. The index data referenced herein is the property of ICE Data Indices, LLC, its affiliates ("ICE Data") and/or its Third Party Suppliers and has been licensed for use by Quoniam Asset Management GmbH. ICE Data and its Third Party Suppliers accept no liability in connection with its use.

in the area of 1.0. Thus the difference in risk-adjusted returns grew even further, although the European equity market received a significant tailwind from the pursuit of unconventional monetary policies in the euro area.

Overall, this leads to the conclusion that European credit is in no way a substitute for a portfolio mix of safe-haven assets (Bunds) and equities, but a standalone asset class with a superior risk-return profile due to the built-in diversification benefits of being simultaneously invested in term- and credit-premia.

POTENTIAL FOR CREDIT-EXCESS RETURNS

The capital market environment has certainly changed dramatically during the last 20 years, with negative core sovereign yields basically seen over the whole maturity spectrum and considerable curve-flattening over the recent months. The amount of realised term premia that we have seen over the last few years will surely be hard to repeat. Nevertheless, diversification benefits were still present, even in an environment shaped by unconventional monetary policy, so

there is some evidence that familiar correlation patterns might not vanish altogether and European investors should still be in a position to set up diversified portfolios.

Despite recent spread tightening, average investment grade credit spreads are close to their historical averages, leaving the potential for credit-excess returns intact. Thus, European credit is a vital alternative and belongs in a diversified portfolio with the potential to deliver superior risk-adjusted returns and additional diversification benefits. As the market environment could become more challenging in the next couple of years due to the prolonged period of negative core yields, the potential to generate extra returns over and above a standard market benchmark through active management will become increasingly relevant to investors. «

This article was written by Tobias Stein, Senior Associate Partner and Team Manager Portfolio Management Fixed Income, Quoniam Asset Management.

European credit is a standalone asset class, with a superior risk-return profile due to the built-in diversification benefits of being simultaneously invested in term- and credit-premia.

Why Build Fixed Income Credit Curves?

BY ALAN LANGWORTHY, EXECUTIVE DIRECTOR, MULTI-ASSET RESEARCH, AXIOMA

Constructing fixed income factor models has long been an elusive endeavour owing to a number of challenges, not least of which includes cleansing and organizing the underlying fixed income data, or lack thereof. In this article, we take a look at how we build credit curves to serve as a foundation for fixed income models and the advantages they have over some other methodologies.

Deciding what to model

We want to understand the composition of the total return of a bond, which includes both known and unknown returns. With this information, we can build the risk-and-return profile of a whole portfolio.

We do not need to model known returns (or carry) because this is what the holder expects to receive, unless the issuer defaults. In contrast, we do need to model unknown return and its associated risk, which depends upon price movements.

Underlying interest rates determine a significant portion of bond returns, and while this portion is greatest for higher-rated bonds, the same is still true for all but the very lowest quality credit. Indeed, many credit portfolios are managed with the duration and curve risk hedged out and a separate manager or internal desk dealing with interest rate risk. To align with the way these portfolios are managed, we separate rates from credit spread.

It is now clear what we should model: the risk and return due to changes in spread.

How should we model it?

Different use cases require different answers to this question. For some portfolios a risk model with highly granular factors is appropriate, while for others it makes more sense to reduce the number of risk factors to something more manageable.

Much of the literature on creating bond factors recommends ranking all bonds by exposure to a specified factor and bucketing them. At Axioma, we instead isolate individual factors through cross-sectional regression on returns. Why we do this, is beyond the scope of this article, so here we only note that this approach requires solving

Equation 1

$$r = Bf + \varepsilon$$

where r is our vector of (known) returns on a single day, B is our matrix of (known) exposures to factors, f is the vector of factor returns we seek to determine, and ε is the vector of residuals we seek to minimize.

Cross-sectional regression with bond data

We could calculate returns r from spread changes or from bond returns in excess of, for instance, a duration-matched government bond or interest rate swap. With perfect or even good data, these approaches could work,

In development of several years, our proprietary methodology solves for the main challenges inherent in other fixed income risk models.

although the number of bonds could still be a limitation. However, bond data are often not good. Bonds mature: they have rolled prices, missing prices, and price spikes. This poses a real problem for factor construction and for risk modelling in general, which can be quite unforgiving of poor data quality if care is not taken. To clean these data, we need to infer from other bonds what the spread should be.

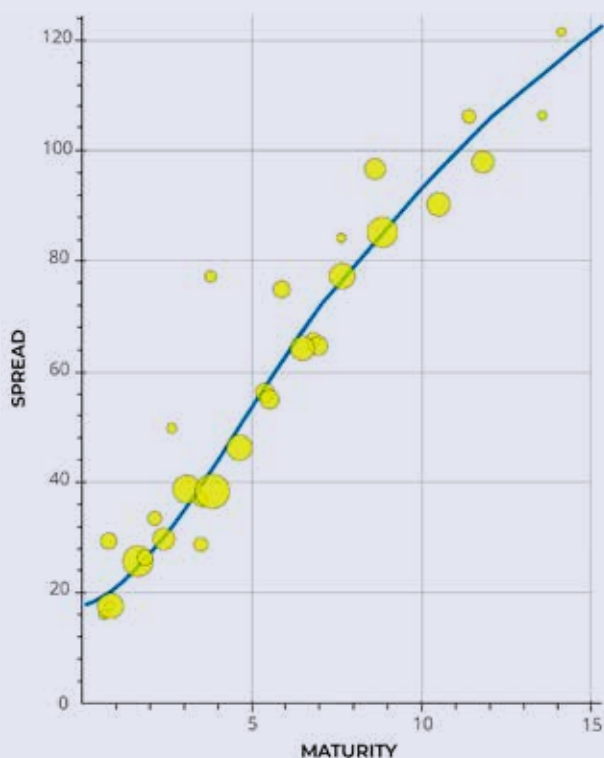
Estimating Specific Risk

Cross-sectional regression needs only the priced bonds, not every bond on every day. For risk calculations, however, the volatility of returns usually requires an estimate of specific risk, $\text{vol}(\varepsilon)$, which requires a time series. Hence, calculating volatility of returns for new bonds is especially difficult. Instead of relying on a time series, we could set a constant volatility across all bonds, or we could assign different volatilities to investment-grade bonds and to high-yield bonds. To achieve a higher level of granularity, we bucket bonds by currency, issuer, and degree of subordination.

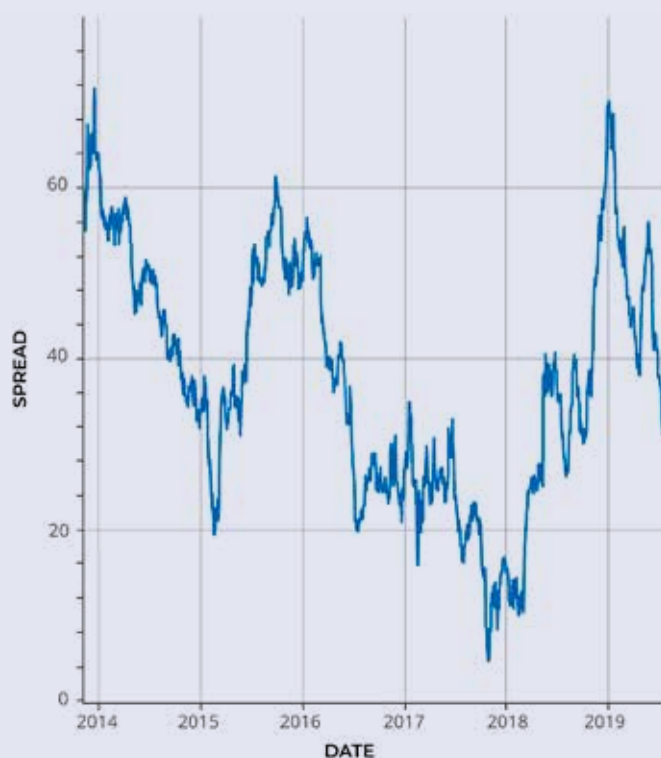
Tackling the Issuers

Shrinking the estimation universe reduces the hazards of using the full set of bonds, but taking a single issuer return for all securities of a given issuer and treating any differences separately seems a step too far. Equity and senior bonds from a single issuer can exhibit very low correlation,

Figure 1: A credit curve built from bonds



(a) Term structure on a single date



(b) 5-year tenor point of the curve through time

Source: Axioma

as can senior and subordinated bonds, albeit to a lesser extent. A single return for each combination of issuer and subordination level is more realistic. This single return can be achieved in several ways:

1. By selecting a series of on-the-run bonds

This is harder than it sounds: the series needs to be maintained, the bonds will have varying maturities, and each bond’s maturity will shorten through time until that bond is replaced by a longer-dated one.

2. By creating an average return

This needs to be robust, so outliers need to be removed from a mean. We shouldn’t jump between single bonds, so taking the median return wouldn’t work. Like the previous approach, this one suffers from maturity mismatches.

3. By building a credit curve

With sufficient effort, we can build a

robust curve from which we derive a constant-maturity bond return that overcomes many problems associated with on-the-run bonds and average returns. In particular, it is possible to limit the impact of missing or erroneous prices of a single bond at any given point in time. Curves can therefore be used as a way of retaining the signal coming from bond prices, while removing a lot of the noise.

The advantages of using curves

As Figure 1 illustrates, Axioma builds curves by currency, issuer, and level of subordination.

It is return measures derived from these curves that give us both our vector of returns r in Equation 1 above and the returns we rely on in the granular model. Moreover, unlike an average, a curve has shape, which we can use as

we progress from modelling issuer returns to modelling bond returns. Whether for a factor model or a granular risk model, it is this robust approach to building credit curves, combined with duration times spread (DTS) measures, which we believe provides a more responsive model with superior back-testing and estimation capabilities. In development for several years, our proprietary methodology solves for the main challenges inherent in other fixed income risk models. This enhanced visibility ensures that portfolio managers, risk managers and central risk book owners are able to model all corporate and non-corporate credit risk accurately across their portfolios. «

1 Visit www.axioma.com/insights/fixed-income-risk/ to learn more about Axioma’s Fixed Income Credit Risk Model.



DE VOORUITZICHTEN VOOR FIXED INCOME

Door Jolanda de Groot

Financial Investigator legde een 14-tal vermogensbeheerders een tweetal vragen voor over de vastrentende markten. Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Mary Pieterse-Bloem, Global Head Fixed Income, ABN AMRO private Bank



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> De rentes van staatsobligaties hebben een behoorlijke val gemaakt deze zomer. Dat is fijn geweest voor de rendementen van die obligaties, maar plaatst de belegger wel voor een groot dilemma. Rentes van die superveilige stukken zijn namelijk ook bijna allemaal negatief. Alleen als rentes nog negatiever worden, kunnen deze stukken nog positief renderen. Wij voorzien dat de neerwaartse druk op de rentes aanhoudt door het zwakkere economische vooruitzicht en het ruimere beleid van centrale banken. Wij profiteren hiervan door een langere duration in de obligatieportefeuille aan te houden. De duration bepaalt de rentegevoeligheid in de gehele portfolio. Door deze langer te zetten dan onze benchmark, profiteren wij bovenmatig van een dalend renteniveau.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Wij hebben lang obligaties van opkomende landen en obligaties van bedrijven met een hoog kredietrisico gehad. Het voordeel is dat zij een aanzienlijk hogere rente hebben. Ze zijn echter ook risicovoller. We zijn wat voorzichtiger geworden met deze categorie door de zwakkere vooruitzichten en de geopolitieke risico's die momenteel spelen. Ook vallen deze obligaties buiten het aankoopbeleid van centrale banken en genieten zij dus niet dezelfde bescherming.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Met de huidige lage of zelfs negatieve rente blijft de zoektocht naar yield een belangrijke rol spelen bij obligatiebeleggers. Nu de economische groei wereldwijd afzwakt, gaan centrale banken een nieuwe ronde van stimuleringen doorvoeren, waardoor de vraag naar extra rendement nog verder toeneemt. Hier liggen kansen voor actieve obligatiebeleggers. Het gevolg is echter dat het fundamentele plaatje mogelijk uit het oog verloren wordt. Verdere renteverlagingen en nieuwe obligatieaankopen dwingen beleggers om nog risicovoller te beleggen. Daardoor neemt de risico-opslag op veel obligaties verder af, terwijl de gemiddelde rating en dus de kwaliteit juist verslechtert vanwege toenemende schuld.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Het is de vraag in hoeverre verdere steunmaatregelen de economie en inflatie gaan helpen nu de rente al laag is. De verwachting is dat het ruime beleid nog jarenlang aanhoudt. Dit vraagt om een overweging van meer risicovolle beleggingen in alle sectoren van de obligatiemarkt. Juist in deze markten moet de obligatiebelegger zijn portefeuille actief beheren. De waardering moet scherp in de gaten worden gehouden, ondanks de voortdurende zoektocht naar yield. Extra rendement weegt namelijk op een gegeven moment niet meer op tegen extra risico. Een andere reden om actief te beleggen in obligaties is de positionering: veel beleggers hebben dezelfde posities open staan. Plotselinge veranderingen van het sentiment kunnen leiden tot een scherpe daling als beleggers op hetzelfde moment hun overweging willen terugdraaien. Een actieve belegger kan hier snel op inspelen.



Where are the biggest opportunities and threats for bond investors?

> Global bond yields have tumbled since the start of the year as global growth concerns have been at the forefront of investors' minds. The challenge now is how to build defensiveness into portfolios, when the costs for doing so have never been higher in the form of negative yields.

Fixed income markets have been quick to price in further central bank support. However, given how far yields have already fallen, there is a risk that central banks fail to ease policy rates fast enough and far enough to justify current market pricing.

We feel that curve trades offer a better risk/reward payoff at this point in the cycle, with the French yield curve as an attractive opportunity as the hunt for yield will continue to force investors to move further out of the curve. On a more structural basis the 'Japanification of Europe' would see the French curve continue to flatten.

Where and how should you invest in Fixed Income at the moment?

At the July press conference, the ECB hinted that further support would be forthcoming, with the market expecting some combination of rate cuts and the restarting of quantitative easing.

The initial reaction to the dovish ECB comments has been felt in the rates market, however, we feel that European credit will be a beneficiary from the lower rates and restart of QE as investors reach for positively yielding assets. Emerging market debt should also benefit, as euro-based investors are forced further out on the risk spectrum to find positively yielding assets.

Marco Teunissen, Senior Portfolio Manager, Cardano



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> De signalen van een recessie zijn sterk aanwezig. De markt anticipeert op verwachte renteverlagingen. We zagen daarom grote rentedalingen en een explosie in de obligatiewaarderingen. De liquiditeit is laag in de zomermaanden en de waarschijnlijkheid dat de ECB haar opkoopprogramma een nieuw leven inblaast, verbetert dit niet. Wij sluiten verdere rentedalingen niet uit. Mogelijke fiscale stimulans vanuit overheden via extra uitgifte van obligaties kan tegenwicht bieden. De explosie in obligatiewaarderingen veroorzaakt een overallocatie naar vastrentende waarden op de balans. Herbalanceren op grote schaal zorgt voor extra aanbod in obligaties en kan prijzen drukken. De zoektocht naar yield zorgt voor lage vergoedingen voor kredietrisico en in onze ogen te hoge waarderingen voor credits en corporates, terwijl dit risico juist groter is bij een mogelijke recessie.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Wij denken dat je met meerdere rentescenario's rekening moet houden. Een gedegen scenario-analyse is ook voor Fixed Income van belang. Ondanks dat de rente gedaald is tot zelfs negatieve niveaus in zeer langlopende obligaties, sluiten wij verdere dalingen niet uit. Ook vinden we langlopende obligaties in vergelijking met swaps relatief duur. Er wordt onvoldoende gecompenseerd voor aanwezig kredietrisico, gegeven de onzekere en volatiele markt. In een LDI-context prefereren wij hoog kredietwaardige obligaties met korte looptijden in combinatie met langlopende swaps voor de afdekking van renterisico op verplichtingen. We geven de voorkeur aan obligaties met een gunstige roll-down over de curve, leggen de focus op illiquiditeitspremie en proberen kredietrisico zoveel mogelijk te vermijden.

Nathan Lev, Investment Manager, ING Investment Office



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Een ruimer monetair beleid van centrale banken, in combinatie met onzekerheden als het handelsconflict tussen de VS en China, vertragende economische groei en geopolitieke onrust, hebben geleid tot een sterke vraag van beleggers naar veilig geachte staatsobligaties van landen als Duitsland en de Verenigde Staten. Obligatierentes zijn daardoor de afgelopen twaalf maanden fors gedaald en in veel gevallen negatief. Op dit moment gaan wij niet uit van een dusdanig negatief scenario als nu door de markt wordt ingeprijsd. Wij denken daarom dat spreadcategorieën binnen obligaties momenteel de beste kansen bieden. Een risico voor deze positionering zijn tegenvallende economische ontwikkelingen uitmondend in een recessie in de komende zes tot twaalf maanden, met als gevolg nog lagere rentes op staatsobligaties en oplopende risicopremies.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Investment grade bedrijfsobligaties hebben onze voorkeur. Hierbinnen vinden we asset-backed securities, waaronder mortgage bonds, interessant. De sterke arbeids- en huizenmarkten in de VS en Europa bieden nog ruimte voor lagere risicopremies op hypotheekobligaties. Bovendien is bij een deel de rente variabel. Ook emerging market debt (EMD) vinden we interessant. Risicopremies voor EMD zijn gedaald, maar met een yield van ruim 5% vinden wij deze categorie nog steeds aantrekkelijk. De lage extra rentevergoeding op high-yield obligaties vinden we op dit punt in de economische cyclus niet opwegen tegen het extra risico. Verder beleggen we in individuele staatsobligaties met een lage duration, aangevuld met inflation-linked obligaties om de negatieve effecten van een rentestijging te beperken.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Het Europese obligatieuniversum handelt grotendeels tegen een negatieve rentevergoeding. Dit maakt dat het steeds lastiger wordt om geld te verdienen in obligaties. Om aan de rendementsdoelstelling te voldoen, hebben beleggers de neiging meer risico te nemen in hun zoektocht naar rendement, bijvoorbeeld via langere looptijden, lagere kredietkwaliteit of meer illiquide beleggingen. De rol van obligaties als buffer in de portefeuille is minder effectief. Bij een volgende crisis kunnen rentes verder dalen en voor koerswinsten zorgen, maar omdat we in de buurt van de ondergrens zitten, is deze functie beduidend minder dan voorheen. Kansen zijn er ook nog in bijvoorbeeld asset backed securities en Nederlandse hypotheke, die een illiquiditeitspremie opleveren. Daarnaast kan door het roll-down effect ook bij een lage of negatieve rente nog geld verdiend worden in obligaties.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Een flexibel en actief beleid is vereist, zonder te veel vast te houden aan benchmarks. Door de gedaalde rente en hoge uitgifte van langlopende obligaties is het renterisico van obligatieindices sterk opgelopen. Italiaanse staatsobligaties springen er uit qua rente. Wij vinden het kortere deel van deze rentecurve relatief aantrekkelijk. Markten die nog een redelijke risicopremie bieden, zijn onder andere Short Duration EMD, Microfinanciering en IG-bedrijfsobligaties. De grote verschillen tussen debiteuren maakt het voor fondsmanagers mogelijk een toegevoegde waarde te leveren. Vanuit het oogpunt van de bufferfunctie hebben wij staatsobligaties in buitenlandse valuta opgenomen die vaak goed presteren in een risico-avers scenario, zoals USD en JPY.



What are the main opportunities and threats for bond investors?

> As economic indicators point to slowing global growth, volatility in financial markets has increased. This has resulted in central banks being proactive in changing the direction of monetary policy, particularly as inflation remains benign. As a consequence, government bond yield curves have flattened and are negative in Europe. The resulting search for yield has meant that investor demand for credit assets remains strong. Furthermore, in an environment of low default rates and stable corporate fundamentals, high yield bond and loan markets provide attractive risk adjusted opportunities for investors.

Where and how should you invest in Fixed Income at the moment?

We favour exposure to senior secured loans and bonds, as they provide investors with greater levels of protection in the event of a default and have historically delivered higher recovery rates. In particular, in an environment of slowing growth we prefer cash generative, defensive credits that operate in less cyclical sectors. We continue to have a preference for single-B rated corporate bonds, as they offer attractive risk-adjusted returns at current spread levels. Periods of elevated vitality provide opportunities for managers with bottom-up credit selection expertise to outperform, particularly when freed from the constraints of a benchmark-driven approach.

Iain Stealey, International Chief Investment Officer en Head of Global Aggregate Strategies, Global Fixed Income, Currency and Commodities (GFICC) group, J.P. Morgan Asset Management



Waar liggen de kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waarom en hoe zouden beleggers nu in Fixed Income moeten beleggen?

> De handelsconflicten raken de wereldwijde groei, vooral in de maakindustrie. De Federal Reserve en andere belangrijke centrale banken hebben hierop gereageerd met renteverlagingen. De obligatierentes zijn gedaald en ruim een kwart van de wereldwijde obligatiemarkt kent nu een negatieve rente. Terwijl de fundamentals van risicovolle activa niet erg aantrekkelijk ogen, biedt de jacht op rendement voorlopig dus technische steun in de obligatiemarkten.

Gelet op de afgenomen groeivoorzichten prefereren wij kwalitatief hoogstaandere obligaties met een positieve rente, waaronder staatsobligaties van de VS, Canada en enkele Europese landen, zoals Spanje. Ook zijn we positief over investment grade-bedrijfsobligaties, waar kwalitatief hoogstaandere waarden in trek zijn. Daarnaast blijven gesecuritiseerde producten – vooral asset backed securities, waaronder gebundelde consumentenleningen – profiteren van de sterke Amerikaanse consument en bieden deze een aantrekkelijk risico/rendementsprofiel.

Het grootste risico voor de markten is een verdere escalatie van de handelsconflicten. Dat kan de economische groei verder aantasten en een recessie in de VS veroorzaken, wat ook de bredere wereldeconomie zou beïnvloeden. Wij houden scherp in de gaten hoe een verdere escalatie de gezondheid van bedrijven kan raken in segmenten als high yield en investment grade-bedrijfsobligaties.

Door hun inkomsten, diversificatievoordelen en relatief lage volatiliteit blijven obligaties een belangrijke rol spelen in gespreide portefeuilles. Met aandelen bijna op recordhoogte en steeds meer obligaties met een negatieve rente, is selectiviteit cruciaal. Een onbeperkte, flexibele benadering kan beleggers helpen om kansen te benutten in de gehele vastrentende markt.

Ben Bennett, Head of Investment Strategy and Research, Active Fixed Income, Legal & General Investment Management



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Wereldwijde obligatierentes zijn laag, in veel gevallen zelfs negatief. Rentes zijn echter al jaren laag, dus dit zou geen reden mogen zijn om ongerust te worden. Integendeel, de grootste dreiging zou een plotselinge terugkeer van de inflatie zijn. Gezien het beperkte succes van het monetaire beleid sinds de wereldwijde financiële crisis, is een meer waarschijnlijke bron van inflatie het expansieve begrotingsbeleid van een nieuwe groep populistische politici. Als deze aan de macht komen, kunnen negatieve rendementen tot het verleden gaan behoren, aangezien politieke hobbyprojecten en grote overheidstekorten zeker zouden leiden tot een hogere inflatie.

Wat betreft kansen: sluit niet uit dat de rentes verder dalen. Gezien de moeilijke geopolitieke context en het verhoogde risico op recessie in een aantal landen, is looptijd binnen de portefeuille nog steeds gunstig; beleggers zouden het moeten omarmen. Kijk echter uit voor populistische politici.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Zelfs bij negatieve rentes zouden langlopende staatsobligaties bescherming moeten bieden tegen de gevolgen van een economische neergang. Bovendien kunnen centrale banken opnieuw tot QE besluiten, mocht de economische groei tegenvallen. De ECB is de meest voor de hand liggende kandidaat. Bedrijfsobligaties van investment grade-kwaliteit zijn in het verleden onderdeel geweest van dergelijke programma's en zullen bij het heropenen opnieuw steun ondervinden – hoewel zorgvuldig onderzoek nodig is om downgrades en mogelijke faillissementen te voorkomen. In het deel van de markt met hogere rendementen zijn er nog steeds goede kansen voor kortlopende hoogrentende obligaties en schuld papier van opkomende markten, hoewel recente volatiliteit opnieuw aangeeft dat zorgvuldig onderzoek zeer belangrijk is.



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Precies een jaar geleden zeiden we dat euro-obligaties het goed zouden doen bij gebeurtenissen die we liever niet zouden zien, zoals een crisis in Italië, een toename van handelsconflicten of een ongecontroleerde Brexit. De eerste twee hebben zich al gemanifesteerd, de laatste zou eind oktober een feit kunnen zijn.

Deze gebeurtenissen hebben, samen met de afname van de wereldwijde economische groei en een ommezwaai van het monetaire beleid van zo'n beetje alle centrale banken, tot een ongekend harde daling van de rentes geleid. De gehele Nederlandse yieldcurve ligt inmiddels onder de nul procent: een zeer uitzonderlijke situatie. En het ziet er niet naar uit dat daar snel verandering in komt.

De ECB heeft een pakket steunmaatregelen aangekondigd, waaronder het mogelijk opnieuw opstarten van het obligatie-opkoopprogramma. Daarmee moet onder andere de inflatie omhoog. Verdere verruiming van het monetaire beleid helpt niet meer. ECB-voorzitter Draghi zinspeelt daarom ook op budgettaire stimulansen, waarbij hij nadrukkelijk naar Duitsland kijkt. Dit kan helpen de economie uit een recessie te houden, maar als begrotingstekorten verder oplopen, nemen de kredietrisico's toe. Dit kan uiteindelijk leiden tot grotere rentever verschillen tussen landen.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Gegeven de huidige negatieve rentes voor staatsleningen gaat de voorkeur uit naar spread-producten, zoals hypotheekleningen, bedrijfsobligaties en Emerging Market-obligaties. Het is wel zaak om in een breed gespreide portefeuille te beleggen, zodat specifieke situaties - neem de ontwikkelingen in Argentinië - geen grote impact hebben op de portefeuille.



Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers? Waar en hoe moet je momenteel in Fixed Income beleggen?

> In 2019 zaten obligatiemarkten in de lift door het vooruitzicht dat centrale banken zouden blijven vasthouden aan lage rentes en hoge liquiditeit. Dit zou de wereldwijde groei moeten bevorderen, de wanbetalingscijfers bij bedrijven laag moeten houden en de vraag naar risicodragende activa moeten ondersteunen. Vreemd genoeg bleek dat de toegenomen politieke onzekerheid gunstig was voor risicodragende activa, aangezien de markten veronderstelden dat dit zou leiden tot verdere versoepelende maatregelen van centrale banken.

Het tempo van de economische groei is een cruciale factor voor de markten. Een te hoog groeitempo kan leiden tot politieke stabiliteit en verstrakend beleid van centrale banken. Een te laag groeitempo kan leiden tot een recessie en meer wanbetalingen. De markten gaan uit van laag blijvende inflatie, hetgeen centrale banken meer flexibiliteit moet geven ten aanzien van hun beleid.

Aanvankelijk werd gerekend op tegenvallende bedrijfsresultaten in 2019, maar het worst case-scenario bleef uit. De consumentenvraag blijft sterk en de werkloosheid laag. Daar staat tegenover dat de dreiging van technologische verstoringen en veranderend sociaal gedrag toenemende risico's met zich meebrengt voor gevestigde, toonaangevende bedrijven.

Bij obligaties ligt de focus op kapitaalbehoud en het genereren van een positief rendement. Korter lopende hoogwaardige bedrijfsobligaties vormen een veilige haven die liquiditeit biedt en de mogelijkheid om te herbeleggen op zwakte. Ook via opportunistische multisectorale vastrentende portefeuilles, waarin de beste ideeën binnen het gehele vastrentende universum worden gecombineerd, kan worden geprofiteerd van zowel risicospreiding als rendement.

Sevinç Acar, Investment Director Fixed Income, PGGM



Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor obligatiebeleggers?

> Door het opnieuw oplaaieren van de handelsoorlog tussen de VS en China nemen de neerwaartse risico's voor de economische groei weer toe. Gegeven de afwezigheid van noemenswaardige inflatoire druk kunnen centrale banken het zich permitteren met een verruiming van het monetaire beleid deze negatieve risico's te adresseren. Gezien de houding van de centrale banken ziet het er nu naar uit dat lange rentes over een lange periode op historisch zeer lage niveaus zullen blijven. Meer in het algemeen vormen toegenomen geopolitieke risico's een toenemende bedreiging voor de wereldwijde economische activiteit. Ook het toenemend populisme vormt een bedreiging voor de politieke en economische stabiliteit van Europa. Dit kan zich onder meer uiten in een harde Brexit en een politiek instabiele situatie in Italië. Ook een mogelijke recessie in Duitsland, de grootste economie van Europa, ligt op de loer, waardoor er een 'perfect storm' ontstaat.

Waar en hoe moet je op dit moment in Fixed Income beleggen?

Het beleid van de Europese Centrale Bank speelt een belangrijke rol in de waardering van Europese obligaties. De huidige rentes op staats- en bedrijfsobligaties zijn historisch laag en deze obligaties zijn derhalve historisch duur. Ook de kredietpremies voor hoogrentende Amerikaanse bedrijfsobligaties en voor bedrijfsobligaties uit opkomende markten zijn laag. De zoektocht naar rendement zal zich eventueel voortzetten naar alternatieve investeringen, waar nog een positief rendement te behalen is. Wij zijn terughoudend, maar we zien waarde in spreadproducten.

Andrew Bosomworth, Managing Director and Head of German Portfolio Management, PIMCO



Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers in vastrentende waarden?

> Financiële markten hebben een wereldwijde groeivertraging en ondersteunend monetair beleid ingeprijsd. Deze combinatie leidt wereldwijd tot dalende rentes, terwijl risico-vollere beleggingen over het algemeen weer op het niveau van eind vorig jaar liggen – of dicht daarbij. Tegen deze achtergrond blijven we ons zorgen maken over het aanhoudende risico op een marktverstoring als gevolg van verschillende factoren, waaronder de kans op een recessie, verschuivingen in de balans tussen monetair en fiscaal beleid, handelsspanningen en politiek populisme.

Waar en hoe moet je op dit moment in vastrentende waarden beleggen?

We denken dat dit een omgeving is waarin het verstandig is om voorzichtig te zijn en de nadruk te leggen op flexibiliteit en liquiditeit in de samenstelling van de portefeuille, zodat we middelen in kunnen zetten in periodes van hoge volatiliteit en marktverstoringen. Voor de VS verwachten we een licht steilere rentecurve. We zien de Europese obligaties met looptijden in het middengedeelte van de curve als een relatief aantrekkelijke bron van rendement - ondanks de lage niveaus - gezien de vorm van de curve en de verwachting dat de Europese Centrale Bank (ECB) moeite zal hebben om de rente deze cyclus te verhogen van negatief naar nul. We blijven voorzichtig met Italiaanse staatsobligaties. Bij bedrijfsobligaties richten we ons op kortlopende obligaties van bedrijven waar we het wanbetalingsrisico als extreem laag beschouwen. Bovendien blijven we als financiële sector een bedrijfstak die qua waardering aantrekkelijke kansen biedt.



Beleggen in vastrentende waarden - waarin en hoe?

> We bevinden ons op onbekend terrein; aandelen staan op een recordhoogte, maar de rendementen van sommige staatsobligaties bereiken een dieptepunt. Het 'nieuwe normaal' voor staatsobligaties zou een langer lagere rente moeten zijn. We leven in een wereld met een lage inflatie en een bescheiden economische groei, die een lage rente op staatsobligaties rechtvaardigt. Nu de centrale banken zich richten op een versoepeling van het monetaire beleid, de economische groei vertraagt en de inflatie laag blijft, kunnen negatieve rendementen op vastrentende waarden verder dalen.

Wat kunnen beleggers doen?

Ze kunnen ongecorreleerde strategieën zoeken om het aandelenrisico te diversifiëren, wanneer staatsobligaties beperkt zijn in het genereren van rendement als aandelenmarkten dalen. Zij kunnen dit doen door actieve beleggingsstrategieën te zoeken met een aantoonbaar lage correlatie met de aandelenmarkten. Beleggers zouden ook derivaten (bijvoorbeeld opties) kunnen inzetten om zich te beschermen tegen dalende aandelenkoersen en de exposure naar aandelen dynamisch wijzigen wanneer het risico stijgt.

Wanneer obligaties geen inkomsten opleveren, kunnen beleggers meerdere bronnen van inkomsten toevoegen met een multi-asset income approach, waarbij een mix van obligaties uit ontwikkelde en opkomende markten, wereldwijde aandelen, REIT's en het schrijven van opties gebruikt kan worden.

Hoewel valutarisico's van buitenlandse obligaties doorgaans moeten worden afgedekt, kunnen meerjarige Amerikaanse staatsobligaties bescherming bieden in portefeuilles, gezien hun rendement en blootstelling aan de Amerikaanse dollar. Als de basisvaluta van een portefeuille echter niet in Amerikaanse dollars is, kunnen beleggers een relatief hoge volatiliteit verwachten vanwege de valuta-exposure.

CONCLUSIE

CONCLUSIE

Door Arnoud Veilbrief

De gedaalde rentes op staatsobligaties plaatsen beleggers voor een groot dilemma. De lage rentes bieden nog steeds een bescherming tegen een recessie en de daling is goed geweest voor de rendementen. De toegenomen politieke onzekerheid was gunstig voor risicodragende activa, aangezien de markten veronderstelden dat dit zou leiden tot verdere versoepelende maatregelen van centrale banken. Maar de ondergrens komt in zicht. Obligatieportfolio's met een langere duration zijn dan een strategie. Omdat het ruime monetaire beleid naar verwachting nog jaren zal aanhouden, zoeken beleggers naar spreadproducten. Die variëren van bedrijfsobligaties in verschillende gradaties tot hypotheekleningen, REITs en Emerging Market Debt. Ondanks een lagere risicopremie bieden de Emerging Markets nog steeds een aantrekkelijk rendement. Actief beheer lijkt in deze rente-omgeving een goede keuze te zijn. Het is de vraag of beleggers in bedrijfsobligaties met een wat hoger risico nog voldoende gecompenseerd worden voor dat risico, zeker met de zwakkere groei en de risico's op een recessie. Extra rendement weegt bovendien op een gegeven moment niet meer op tegen extra risico. Veel beleggers hebben dezelfde posities openstaan, wat bij verslechtering van de vooruitzichten plotseling kan leiden tot een massaal aanbod van bepaalde beleggingen. Hoewel de renteverwachtingen voor de langere termijn laag zijn, kan de negatieve rente op staatsobligaties van bepaalde landen plotseling omslaan als populistische regeringen politieke hobbyprojecten beginnen, met inflatie als gevolg.



DOOR PROF. MR. W.A.K. RANK, ADVOCaat BIJ NAUTADUTILH TE AMSTERDAM
EN HOGLERAAR FINANCIËEL RECHT AAN DE UNIVERSITEIT LEIDEN

COLUMN

Negatieve rente: katalysator van systeemrisico en beleggingsrisico?

Een negatieve rente zou kunnen leiden tot een bankrun en tot beleggingen in risicovolle producten en jurisdicties. Het betreft hier risico's die paradoxaal genoeg mede worden veroorzaakt door de ECB.

Recentelijk is door de CEO's van verschillende banken aangegeven dat zij het in rekening brengen van negatieve rente bij particuliere cliënten niet langer uitsluiten. De vraag is of dit verstandig is.

Juridisch zal een bank haar cliënten alleen negatieve rente in rekening mogen brengen over creditgelden als de met deze cliënten gemaakte contractuele afspraken hierin voorzien of hiervoor een basis bieden. In de praktijk zullen de voorwaarden van de meeste banken echter niet voorzien in de berekening van negatieve rente over creditgelden. Deze voorwaarden en overeenkomsten refereren over het algemeen alleen aan de betaling van negatieve rente, debetrente, als er sprake is van een debetstand. Verder voorzien zij alleen in de vergoeding van creditrente. Het interpreteren van deze voorwaarden op een zodanige wijze dat deze creditrente ook een negatieve rente kan zijn, is moeilijk te rijmen met hetgeen partijen over en weer in verband met de betreffende betaal- of spaarrekening van elkaar mogen verwachten. Soms zal zelfs expliciet met de cliënt zijn afgesproken dat de creditrente niet negatief kan zijn of niet lager dan 0%.

In de praktijk wordt overigens wel al in een beperkt aantal gevallen negatieve rente in rekening gebracht. Het gaat dan om professionele marktpartijen, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, die voor korte tijd tijdelijke kasoverschotten bij de banken plaatsen. Omdat de banken deze gelden niet kunnen aanwenden voor kredietverlening, wordt met wederzijds goedvinden een negatieve rente gehanteerd.

Bij particuliere cliënten ligt het moeilijker. Ofschoon ook particuliere cliënten het normaal vinden om bewaarloon

te betalen over door hen bij een bank gedeponeerde effecten, denken zij over het betalen van een vergoeding toch anders als het gaat om de bewaring van creditgelden. Daaraan doet niet af dat de andere voordelen van het aanhouden van creditgelden bij een bank bij een negatieve rente gewoon intact blijven. De cliënt loopt niet het risico van brand of diefstal van zijn geld en kan zijn saldo gebruiken voor het doen van girale betalingen. Niettemin lijken deze voordelen voor particuliere cliënten niet op te wegen tegen het nadeel van de negatieve rente.

Banken die ertoe overgaan negatieve rente in rekening te brengen over creditsaldi lopen dan ook het risico dat cliënten hun creditgelden elders zullen onderbrengen. Dat kan gevolgen hebben voor de door deze banken aan te houden buffers in het kader van de CRR. De bank die al eerste overgaat tot het in rekening brengen van negatieve rente zou daarmee haar eigen graf kunnen graven. Cliënten zullen geneigd zijn hun creditgelden te stallen bij banken die nog gewoon een creditrente vergoeden. Niet uitgesloten is dat zij daarbij hun gelden zullen onderbrengen bij risicovolle banken in exotische jurisdicties of dat zij zullen opteren voor beleggen in plaats van sparen, in de hoop op die manier een hoger rendement te kunnen behalen. Als deze cliënten daarvoor niet de juiste kennis en ervaring hebben, kan dit behoorlijk verkeerd aflopen.

Wrang is dat zowel het systeemrisico van een mogelijke bankrun – een risico voor de banken – en het beleggingsrisico – een risico voor de cliënten – mede worden veroorzaakt door de ECB in haar rol van centrale bank. En dat terwijl diezelfde ECB als toezichthouder het ontstaan van dergelijke risico's zou moeten proberen te voorkomen. «

PIMCO's Secular Outlook: Omgaan met disrupties

DOOR JOACHIM FELS, GLOBAL ECONOMIC ADVISOR, DANIEL J. IVASCYN, GROUP CIO AND ANDREW BALLS, CIO GLOBAL FIXED INCOME, PIMCO

In de meest recente Secular Outlook, ontwikkeld in samenwerking met beleggingsdeskundigen van PIMCO en externe experts, bespreken we onze fundamentele langetermijnvisie voor de wereldeconomie. Hier zijn de belangrijkste conclusies.

In ons basisscenario verwachten we dat de zwakke economische groei gemiddeld genomen zal aanhouden, dat de inflatie laag blijft en dat de centrale banken de rente op of onder het New Neutral-niveau zullen handhaven. Maar wij gaan er ook vanuit dat er op middellange termijn een beperkte wereldwijde recessie zal ontstaan met een trage herstelfase.

Let wel: dit is slechts een van verschillende realistische scenario's. Wij hebben ook vijf structurele trends benoemd die de wereldeconomie, de financiële markten en de portefeuilles van beleggers de komende drie tot vijf jaar zouden kunnen verstoren, evenals één uiterst structurele factor die voor een nog langere termijn van belang is.

China: Mogelijk zal de vertraging van de Chinese economie op middellange termijn onregelmatiger verlopen dan verwacht, vooral als de handelsoorlog met de VS verder uit de hand loopt, hoewel ons basis-scenario uitgaat van een gecontroleerd en geleidelijk proces.

Populisme: Het populistische geluid aan beide zijden van het politieke spectrum kan ofwel positieve ofwel negatieve gevolgen hebben voor de economie en de financiële markten. In veel gevallen gaan populisme en protectionisme hand in hand, hetgeen een reëel gevaar vormt voor een wereldwijd economisch systeem dat gebaseerd is op complexe internationale toeleveringsketens en een vergaande financiële verstrengeling.



Demografie: De lagere bevolkingsgroei en toenemende vergrijzing in de belangrijkste economieën dragen in sterke mate bij aan een zwakke economische groei, een lage inflatie en de vorming van een wereldwijd spaaroverschot, hetgeen een neerwaartse druk uitoefent op het evenwicht tussen de rentevoeten. Door deze ontwikkeling zien de grootste centrale banken zich waarschijnlijk gedwongen de beleidsrente laag of zelfs negatief te houden.

Technologie: Nieuwe technologieën worden steeds beter, goedkoper en dus ook toegankelijker voor meer en meer bedrijven en hun positieve impact op de productiviteitsgroei wordt in toenemende mate zichtbaar. De negatieve keerzijde van de technologische medaille is dat het een verstrendend effect heeft op bestaande bedrijfsmodellen en dat technologie niet alleen winnaars, maar ook veel verliezers creëert.

Kwetsbare financiële markten: Als gevolg van de recente kentering in het beleid van de Federal Reserve zouden er de komende drie tot vijf jaar meer excessen in de

waarderingen kunnen ontstaan, met name in de kredietmarkt.

Klimaatgerelateerde disrupties: Op lange termijn zal het milieurisico een uiterst structurele impact hebben op het leven van de mens, de economische activiteit en de financiële markten. Wellicht worden klimaatgerelateerde schokken talrijker, hardnekkiger en heviger. Bovendien moeten beleggers er rekening mee houden dat overheden als gevolg van de klimaatverandering en andere milieurisico's maatregelen zullen nemen.

Alle beleggingen houden risico's in en kunnen in waarde dalen. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie verspreid. De informatie in dit document is afkomstig van bronnen die als betrouwbaar gelden, maar daarvoor wordt geen garantie afgegeven. Niets in deze publicatie mag in welke vorm dan ook worden gereproduceerd, noch mag ernaar worden verwezen in andere publicaties, zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming. PIMCO Europe Ltd (ondernemingsnummer 2604517) is erkend door en staat onder het toezicht van de Financial Conduct Authority in het Verenigd Koninkrijk. De diensten van PIMCO Europe Ltd zijn alleen beschikbaar voor professionele cliënten als bedoeld in het Financial Conduct Authority's Handbook en zijn niet beschikbaar voor individuele beleggers, die zich niet moeten verlaten op deze mededeling. © 2019, PIMCO.

A case for the defence

BY IHESHAN FAASEE, MANAGING DIRECTOR, CLIENT PORTFOLIO MANAGER, INTECH INVESTMENT MANAGEMENT

The path to success begins with knowing your objective, understanding the path and accepting the exposures required to achieve the goal...

Any deviation from this trajectory will require input measurement and recalibration to stay the course toward reaching success. To this end, the inclusion of defensive strategies requires an understanding of the role their presence has as they sit alongside the array of 'traditional' equity strategies: defensive equities contribute returns to the total portfolio with a frequency which tends to be uncorrelated to other long-only equity strategies, zagging when others zig.

Models typically include some kind of input to measure risk at the security level, which may be statistical (for instance standard deviation, beta), fundamental (for instance measures of quality or value), or some combination thereof. Estimates of stock volatility must strike a balance between being outdated and overweighting recent history. It's in these estimates that you might consider the real 'secret sauce' of

these strategies, as constructing an effective defensive portfolio is impossible without reliable assessments of a stock's volatility moving forward.

Measurements of risk: individual stock and portfolio

At the portfolio level, heuristic strategies may assume a reduction in risk as a natural residual based on the low volatility stocks they include, without assigning an explicit objective function to them within their process. Beyond that, many quantitative managers tout their 'proprietary' portfolio optimisation designed to minimise risk, but it's critical to dig deeper into what this really means. Are they merely applying weighting limits for diversification following their selection model screen? Are they genuinely accounting for correlation between stocks, or is their optimisation no more than a slightly more sophisticated weighting scheme on top of a ranking approach? In other words, is the heavy lifting already done in the screening step, to the point that there's little room left in a narrow universe to really take advantage of a covariance matrix?

While more naïve, passive-seeming smart beta options are plentiful, many managers aren't content to rely on the low volatility 'anomaly' to match or beat the market over the long term. They may prefer to add an alpha source to the mix – often their proprietary return forecast model, be it based on valuation, momentum, or more exotic combinations of factors.

But even low or minimum volatility indexes aren't truly passive by

comparison to their cap-weighted counterparts. Index providers make subjective decisions that resemble those of active strategies – about constraints, rebalancing frequency, and even optimising for currency risk. The result may be far more variability between index providers, who are taking substantially different approaches to construction. And, in some cases, they may have less transparency than actively managed strategies!

Evaluating results

Methods for quantifying the expectations and effectiveness of defensive equity strategies range from the common to the more esoteric or convoluted. Here we present the metrics you might expect to find on the 'back of the envelope', along with some interesting, less-common but still-insightful measurements.

Given the frequently asymmetric nature of these strategies by design, a sample size of real or even back-tested results, including a full market cycle, is necessary for setting expectations across all market environments. Reducing these statistics to a single annualised figure for the entire period may work as a shorthand to summarise their long-term outcomes, but for some, rolling periods (for instance one, three, or even five years) can help illuminate variations over time within those different environments.

Classifying their outcomes

Despite the substantial growth in AUM over the last 10 years, live track records available for this category are still relatively short, and precious few include anything resembling a full market cycle. Descriptions of approaches are far easier



Photo: Archive Intech IM

IHESHAN FAASEE

to come by than long-term data points of live results.

Consequently we attempt to group these strategies largely by their stated objectives – an imperfect and overlapping dichotomy, but hopefully a nevertheless useful framework.

The impact of defensive equity is varied and distinct. Assuming you plan to keep the overall weight of your equity allocation unchanged, you might then ask how much exposure you should allocate to defensive equity strategies. The answer will depend largely on the time-horizon, your sensitivity to volatility and drawdown tolerance. While the one certainty of a guarantee is its expense, the alternative – considering the inclusion of defensive equity strategies in your diversified portfolio – can prove to be effective in smoothing out the journey toward reaching your desired investment outcome. «

Important information

This article is intended solely for the use of professionals, defined as Eligible Counterparties or Professional Clients, and is not for general public distribution.

Past performance is not a guide to future performance. The value of an investment and the income from it can fall as well as rise and investors may not get back the amount originally invested. There is no assurance the stated objective(s) will be met. Nothing in this article is intended to or should be construed as advice. This document is not a recommendation to sell, purchase or hold any investment. There is no assurance that the investment process will consistently lead to successful investing. Any risk management process discussed includes an effort to monitor and manage risk which should not be confused with and does not imply low risk or the ability to control certain risk factors. Various account minimums or other eligibility qualifications apply depending on the investment strategy, vehicle or investor jurisdiction. We may record telephone calls for our mutual protection, to improve customer service and for regulatory record keeping purposes.

Issued in Europe by Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors is the name under which investment products and services are provided by Janus Capital International Limited (reg. no. 3594615), Henderson Global Investors Limited (reg. no. 906355), Henderson Investment Funds Limited (reg. no. 2678531), AlphaGen Capital Limited (reg. no. 962757), Henderson Equity Partners Limited (reg. no. 2606646), (each registered in England and Wales at 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE and regulated by the Financial Conduct Authority) and Henderson Management S.A. (reg. no. B22848 at 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg and regulated by the Commission de Surveillance du Secteur Financier). Investment management services may be provided together with participating affiliates in other regions. Intech Investment Management LLC is a subsidiary of Janus Capital International Limited and may serve as a sub-adviser on certain products.

Janus Henderson and Intech are trademarks of Janus Henderson Group plc or one of its subsidiaries.

RISK	Common	Less-Common
Volatility	<i>Historical (ex-post) standard deviation of returns.</i> Frequently used to describe the strategy's reduction in risk relative to a cap-weighted index.	<i>Estimated, forward-looking (ex-ante) holdings-based risk.</i> When reliable, it can be a method for examining a strategy's risk positioning relative to the market at a specific point in time.
Beta Exposure	<i>The historical (ex-post) beta of returns relative to the index.</i> May reveal persistent or dynamic defensive positioning relative to the market environment.	<i>Predicted (ex-ante) holdings-based beta.</i> Like estimated risk, designed to measure a strategy's sensitivity to market moves at a particular moment, as opposed to where it's been.
Downside Risk	<i>Maximum drawdown, relative to the index.</i> A singular measurement of downside protection compared to the worst of the market.	<i>Downside deviation: standard deviation of negative relative returns (either versus cash or an equity benchmark).</i> Isolates volatility risk to the downside, or 'bad' risk, from more-useful volatility on the upside that can drive returns.
RETURN	Common	Less-Common
	<i>Annualised return AND upside and downside capture.</i> Establishes expectations for alpha, as well as asymmetry of returns in various risk regimes.	<i>Mean and difference of upside and downside capture, along with average index return over the two environments.</i> The mean indicates how defensive a strategy is over a full market cycle, while the difference reflects how well a strategy maximises the asymmetry of returns. Defensive strategies should protect more on the downside than they miss on the upside, or they're no better than replacing a portion of equities with cash.
EFFICIENCY	Common	Less-Common
	<i>Sharpe ratio: a strategy's return less cash, divided by standard deviation.</i> A Sharpe ratio higher than the benchmark should be a minimum requirement for any defensive equity strategy worth considering.	<i>Sortino ratio: a strategy's return less cash, divided by downside deviation.</i> Similar to Sharpe ratio, but penalises for downside volatility only.

EMIR'S NIEUWSTE UITDAGING: INITIAL MARGIN

Door Rezah Stegeman, Dirk-Jan Gerrits en Aron Berket

Financiële instellingen krijgen met de invoering van de aankomende initial margin-verplichting voor niet-geclearde OTC-derivaten wederom flink te maken met de Europese regelgeving EMIR. Voldoen aan de initial margin-verplichting wordt een stuk zwaarder dan eerdere EMIR compliance exercities. Wij leggen hieronder kort een aantal aspecten van de regelgeving uit en vertellen hoe partijen zich hierop het beste kunnen voorbereiden.

ACHTERGROND

Anders dan bij de gebruikelijke variation margin (VM), wordt het uitwisselen van initial margin (IM) traditioneel alleen eenzijdig toegepast ten aanzien van een wederpartij die een groot tegenpartijrisico vormt, zoals een hedge fund of een partij met een lage credit rating.¹

EMIR dwingt partijen nu om standaard IM uit te wisselen, en wel wederzijds.² Hierbij mogen de wederkerige IM-betalingen niet met elkaar worden verrekend en moeten deze dus bruto worden gestort. De IM moet voortop op een zodanige wijze worden gehouden dat deze beschikbaar is voor de ontvangende partij bij een faillissement van de verstreckende partij en daarnaast niet voor de verstreckende partij verloren gaat bij een faillissement van de ontvangende partij.³ Dit betekent in de praktijk dat de IM moet worden aangehouden bij een custodian van de verstreckende partij, zoals bijvoorbeeld BNY Mellon of J.P. Morgan, of bij Clearstream of EuroClear.

OP WIE EN WANNEER IS DE IM-VERPLICHTING VAN TOEPASSING?

De IM-verplichting geldt voor financiële instellingen die een aanzienlijke portefeuille met niet-geclearde OTC-derivaten hebben uitstaan (ook wel de 'average aggregate notional amount' of AANA genoemd). De inwerkingtreding is

gefaseerd, beginnend met de partijen met de grootste portefeuilles. Hierbij kan de berekening van de grootte van de portefeuille over de maanden maart, april en mei in een bepaald jaar tot de IM-verplichting vanaf september van datzelfde jaar leiden.⁴

De eerste vier fasen van de invoering van de nieuwe regelgeving zijn op 1 september 2019 verstreken, waarvan de eerste drie bijna uitsluitend grote dealers betroffen.⁵ Waar de eerste vier fasen slechts circa 60 partijen raakten, schatte ISDA dat de oorspronkelijk beoogde fase 5 (met een portefeuille van EUR/USD 8 miljard en deadline op 1 september 2020) 1.100 partijen zou raken.

Er waren dus grote zorgen om een 'bottle-neck' waarbij dealers en custodians onder forse tijds- en capaciteitsdruk circa 9.000 relaties ineens IM-compliant moesten maken. Om partijen meer tijd te geven om zich voor te bereiden, zijn er wereldwijd twee maatregelen genomen. De eerste is het vrijstellen van IM-contracten zolang de IM die zou moeten worden uitgewisseld een drempel van EUR/USD 50 miljoen niet zou overschrijden.⁶ De tweede verzachtende maatregel is de opsplitsing van de oude fase 5 in twee nieuwe fasen: een nieuwe fase 5 voor partijen met een portefeuille van EUR/USD 50 miljard of meer en een deadline

op 1 september 2020, en een nieuwe fase 6 voor partijen met een portefeuille van EUR/USD 8 miljard of meer en een eerste deadline⁷ op 1 september 2021.⁸ Op basis van deze twee maatregelen heeft ISDA ingeschat dat:

(A) 363 partijen in fase 5 vallen, met 3.019 relaties binnen de reikwijdte van de IM-verplichtingen, waarvan 28% (845) de EUR/USD 50 miljoen drempel zal overschrijden en dus van contracten zal moeten zijn voorzien vóór 1 september 2020.

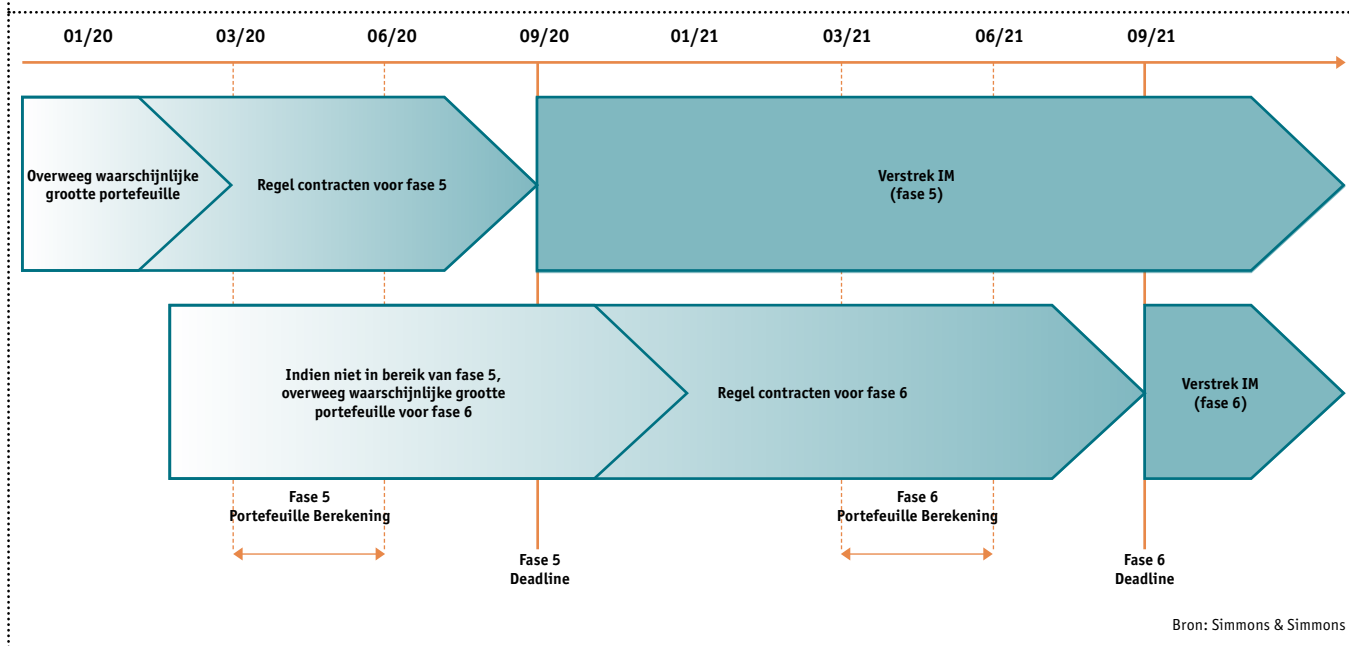
(B) 726 partijen in fase 6 vallen, met 6.039 relaties binnen de reikwijdte van de IM-verplichtingen, waarvan 15% (906) de EUR/USD 50 miljoen drempel zal overschrijden en dus van contracten zal moeten zijn voorzien vóór de toepasselijke deadline.⁹

Uiteraard kunnen partijen nog proberen hun portefeuille te reduceren om onder de drempels te blijven. Dat kan bijvoorbeeld door backloading, compressie of gebruik te maken van FX-futures in plaats van forwards en van equity total return index futures in plaats van total return swaps.

HOE ZIT HET MET DE BENODIGDE CONTRACTEN?

Compliance met de EMIR VM-verplichting was relatief eenvoudig. Het alom bekende

Figuur 1: Schema IM-verplichting



zekerheidscontract, de ISDA Credit Support Annex, onderging enkele technische aanpassingen. Dat is volstrekt anders voor de IM-verplichting. Hiervoor zijn namelijk meerdere, vaak onbekende, contracten nodig.

Het vestigen van effectieve en afdwingbare zekerheden en vermogensscheidingsregelingen, vaak grensoverschrijdend, is vanuit een juridisch oogpunt namelijk een complexe taak. Om dit te documenteren, bestaat een set aan contracten, afhankelijk van welke van de twee beschikbare modellen men kiest. Het third-party custodian-model vergt tot vier nieuwe contracten. Die contracten regelen zaken omtrent de verplichting om IM te verstrekken, het pandrecht op de rekening waarin de verstrekte effecten zich bevinden en de controle over die rekening. Bij het contract voor dit laatste is ook de custodian partij. Minder contracten hoeven te worden onderhandeld in het triparty-model, waarbij voornamelijk Clearstream of EuroClear worden gebruikt, omdat in de gestandaardiseerde lidmaatschapsdocumentatie al veel is geregeld. Daarnaast is een combinatie van deze twee modellen mogelijk. Een pensioenfonds met 10 dealers kan zomaar het onderhandelen van 60 contracten tegemoetzien.

HOEVEEL TIJD HEEFT EEN POTENTIËLE FASE 5 PARTIJ NOG OM TIJDIG COMPLIANT TE ZIJN?

Gezien de berekeningsmaanden kunnen partijen pas op 1 juni 2020 berekenen of ze in fase 5 vallen. Vervolgens hebben ze nog maar drie maanden om voorbereidingen te treffen voor compliance. Dat is praktisch gesproken volstrekt onmogelijk en de ervaring is gelijk aan die met clearingcontracten; het duurt veel langer dan je verwacht. Bovendien hebben custodians aangegeven de documentatie enkele maanden vóór 1 september 2020 rond te willen hebben om nog tijd te hebben de operationele kant in te regelen.

Partijen die menen dat ze mogelijk in fase 5 vallen, doen er dus verstandig aan hun portefeuilleberekeningen enkele maanden eerder te maken. Eigenlijk moeten ze rekenen op een half jaar tot een jaar onderhandelingstijd, dus hoe eerder is vast te stellen of men in fase 5 valt, hoe beter. Dit geldt ook voor de onderhandelingsruimte in de contracten. Die zal afnemen omdat dealers en custodians met de voorziene drukte weinig tijd willen of kunnen besteden aan het onderhandelingsproces. «

- 1 In het zekerheidscontract, de ISDA Credit Support Annex, wordt overigens niet de term IM, maar 'Independent Amount' gebruikt.
- 2 Overigens betreft dit, net als de EMIR VM regels, een omzetting in Europese wetgeving van mondiaal geldende principes van de mondiale standaardbepalers BCBS en IOSCO voor margin voor niet-geclearde otc-derivaten (ook wel uncleared margin rules (UMR) genoemd).
- 3 Het idee hierachter is om vermenging tegen te gaan. Het faillissement van Lehman Brothers liet zien dat het ontbreken van een dergelijk segregatie kan leiden tot grote problemen.
- 4 In de EU zal de grootte van de portefeuille worden vastgesteld op basis van de laatste werkdag van elke maand, terwijl onder het Amerikaanse regime dit wordt vastgesteld op basis van elke werkdag van elke maand. De betreffende drempel moet overigens door beide partijen worden overschreden voordat de IM verplichting op hun relatie van toepassing is. In de Verenigde Staten gelden dezelfde drempelbedragen, maar dan in USD uitgedrukt. Dat is relevant in de relatie met (een dochter van) een Amerikaanse dealer.
- 5 De eerste niet-bank die onder de IM verplichting viel, betrof Brevan Howard die in fase 3 zat. Simmons & Simmons assisteerde bij de benodigde IM contracten.
- 6 Voorgesteld op 5 maart 2019. Onze verwachting is dat dealers evenwel reeds IM-contracten zullen eisen 'ruim' voordat deze drempel wordt bereikt.
- 7 Vervolgens moet er elk jaar opnieuw worden berekend of deze drempel wordt overschreden.
- 8 Voorgesteld op 23 juli 2019. Dit voorstel is ten tijde van het schrijven van dit artikel nog niet formeel overgenomen door de Europese wetgever, maar dat lijkt enkel een formaliteit. De Europese toezichthouders waren namelijk nauw betrokken bij de totstandkoming van het mondiale voorstel.
- 9 Wij staan niet in voor de juistheid van genoemde cijfers, waarvan uiteenlopende inschattingen circuleren. Zo verwachten de CFTC en TriOptima 175, respectievelijk 200 partijen in de nieuwe fase 5.

Dit artikel is geschreven door Rezah Stegeman, Dirk-Jan Gerrits en Aron Berket, Advocaten bij Simmons & Simmons.

ZOETWATERVREES: WAAROM DE PLANEETGRENZEN BELANGRIJK ZIJN VOOR BELEGGERS

Door Pictet Asset Management

De grenzen waarboven zoetwaterverbruik en andere zaken een onomkeerbare impact hebben op de leefbaarheid van onze planeet, worden steeds scherper getrokken. Bedrijven die de planeetgrenzen overschrijden, betalen vroeg of laat de prijs.

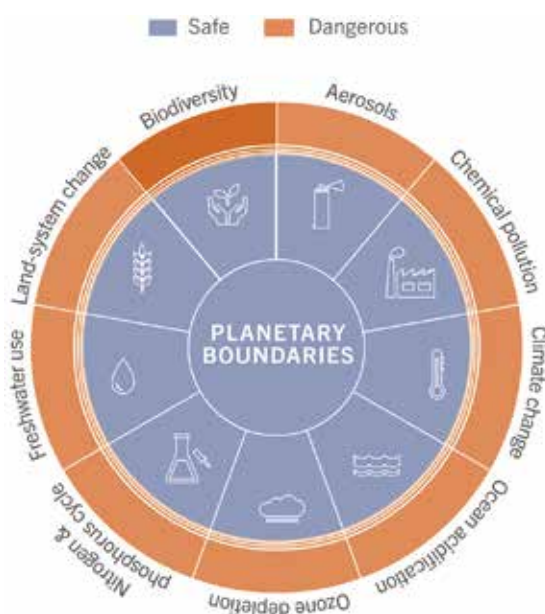
Financiële resultaten van bedrijven zijn onlosmakelijk verbonden met de impact op milieu en samenleving. Klimaatverandering kan bijvoorbeeld leiden tot periodes van grote droogte of juist overvloedige regenval. Deze weerfenomenen hebben in veel bedrijfstakken grote invloed op de resultaatontwikkeling. Ook op andere manieren heeft het beleid van bedrijven en menselijk handelen effect op de leefbaarheid van onze planeet – en indirect op de winstvooruitzichten. Het Stockholm Resilience Center

heeft op negen van dit soort gebieden de grens in kaart gebracht waarboven onherstelbare schade voor de leefbaarheid van de aarde kan ontstaan. Naast klimaatverandering zijn dat bijvoorbeeld biodiversiteit en zoetwaterverbruik.

Water is een unieke grondstof. Het is de enige natuurlijke hulpbron waarvoor geen alternatief is. Toch springen we volgens het Stockholm Resilience Center niet zorgvuldig om met de beschikbare waterreserves. Het

overgrote deel van het water op onze planeet is door het hoge zoutgehalte ongeschikt voor consumptie en veel industriële toepassingen. Zoetwater vormt slechts 3% van de wereldvoorraad. Hiervan zit twee derde opgesloten in de ijsvlakte bij de poolcirkels. Bij de analyse waar op de lange termijn de duurzame grens van het waterverbruik ligt, kijken directeur van het Stockholm Resilience Center Johan Rockström en zijn collega's dan ook alleen naar zogeheten groen en blauw water.

Figuur 1: Planetary Boundaries



Bron: Pictet Asset Management

GROEN EN BLAUW WATER

Groen water heeft betrekking op de hoeveelheid vocht die aan de bodem wordt onttrokken. Als die onttrekkingen hoger liggen dan de natuurlijke aanwas, leidt dat tot verslechtering van de bodemkwaliteit en ontbossing. Met blauw water wordt verwezen naar het verbruik van oppervlaktewater. Er zijn twee factoren die de watercyclus beïnvloeden en de stabiliteit van de waterstromen bedreigen. In de eerste plaats is dat de wijze waarop het landgebruik is veranderd, door de opkomst van intensieve landbouw, ontbossing, bebossing en verstedelijking. De tweede factor is de menselijke consumptie van water in de landbouw, huishoudens en de industrie. Dit heeft effect op de manier waarop rivieren stromen en op het grondwaterpeil.

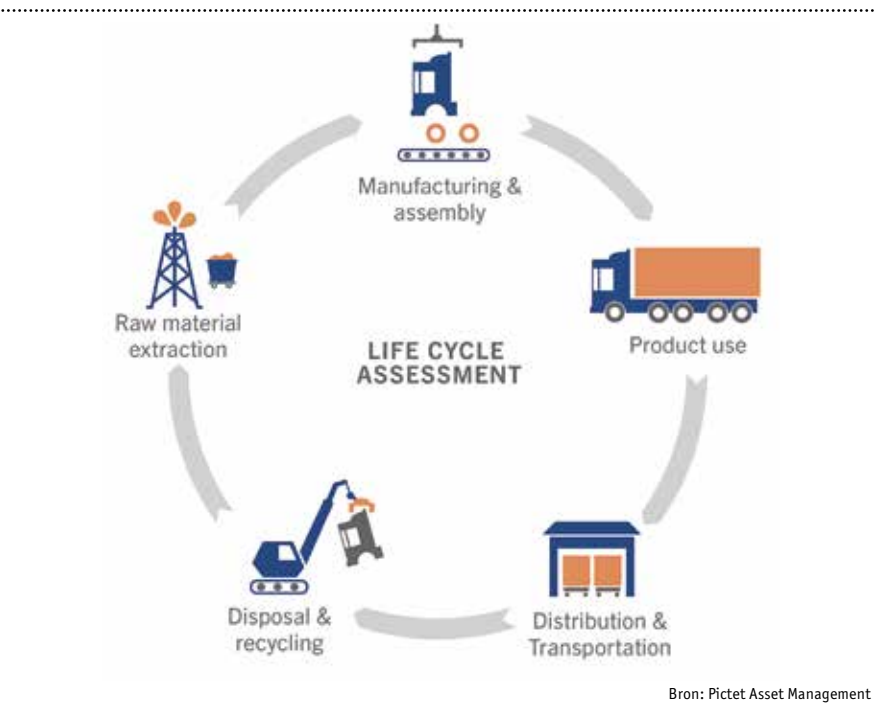
Volgens berekeningen van het Stockholm Resilience Centre ligt de grens voor het

wereldwijde waterverbruik op 4.000 kubieke kilometer per jaar. Hierbij is het van belang om onderscheid te maken tussen verbruik en totale consumptie. Door onder meer waterrecycling kan de waterconsumptie beduidend hoger liggen dan de grens van 4.000 kubieke kilometer. Wetenschappelijk onderzoek wijst op een verhoging van de waterconsumptie met een factor van 1,54. Dit betekent dat bedrijven en huishoudens naar schatting 6.160 kubieke kilometer water kunnen consumeren, zonder de planeetgrens voor water te overschrijden. Hierbij wordt ook rekening gehouden met de geschatte hoeveelheid consumptiewater die verloren gaat doordat giftige stoffen in het grond- en oppervlaktewater terechtkomen. Op basis van die schattingen komt de toekomstige watervoorziening niet in gevaar.

GRENDOERSCHRIJDERS BETALEN DE PRIJS

Voor beleggers is het van groot belang om te weten hoe bedrijven scoren op het vlak van de planeetgrenzen. De kans is groot dat ondernemingen die de grens overschrijden daar op de lange termijn een prijs voor betalen, bijvoorbeeld doordat de prijzen van natuurlijke hulpbronnen stijgen als gevolg van schaarste. Of omdat overheden direct of indirect het uitstoten van schadelijke stoffen belasten, zoals al gebeurt met CO₂. Voor een bedrijf kan voor elk van de planeetgrenzen de score berekend worden. Aan de hand van de relatie tussen de jaarlijkse grens van het waterverbruik en de omvang van het

Figuur 2: Life Cycle Assessment



jaarlijkse wereld-bbp, is het bijvoorbeeld mogelijk daar een prijskaartje aan te hangen. Voor bedrijven ligt die grens bij een waterverbruik op of onder een niveau van 52.915 m³ per miljoen dollar omzet.

Bij het bepalen van de daadwerkelijke waterimpact is het zaak om verder te kijken dan de cijfers die een onderneming zelf naar buiten brengt. Een goede indicator is het zogeheten Life Cycle Assessment. Dat is een bewezen methode voor het berekenen van de

uitstoot of het gebruik van middelen per industrie. Elke activiteit in de productieketen wordt geanalyseerd, van het winnen van de grondstoffen en het opwekken van de energie, tot de daadwerkelijke fabricage, distributie en zelfs het verwerken van eventuele restproducten.

De hele keten wordt in kaart gebracht, zodat het mogelijk is bedrijven eerlijk met elkaar te vergelijken. Het waterverbruik van Apple ligt bijvoorbeeld een stuk lager dan dat van Samsung, simpelweg doordat een groot deel van de fabricage-activiteiten wordt uitbesteed. Maar dat maakt de onderneming niet minder gevoelig voor de waterproblematiek. Beleggers die aan de hand van dit soort gedegen analyses inzichtelijk maken waar een bedrijf staat wat betreft de planeetgrenzen, hebben op het vlak van risicomanagement een streepje voor. «

ZOETWATERVERBRUIK: WAAR LIGT DE GRENZ?

Als de druk op de waterkringloop op lokale, regionale of wereldschaal te groot wordt, kan dit leiden tot onvoorspelbare en mogelijk onomkeerbare veranderingen. De planeetgrens voor zoetwater van 4.000 km³ per jaar wordt momenteel niet overschreden. Op basis van de schattingen van Rockström en collega's komt het huidige verbruik op 2.600 km³ per jaar. Andere onderzoekers zetten echter vraagtekens bij die berekening. Een van de grootste kritiekpunten is dat het oorspronkelijke onderzoek geen rekening houdt met de hoeveelheid water die verloren gaat door 'evapotranspiratie'. Evapotranspiratie is de som van evaporatie (verdamping) en transpiratie door vegetatie. Oftewel het proces waarbij water verloren gaat door verdamping via planten en door het relatief hoge niveau van het grondwaterpeil in de buurt van meren en andere zoetwaterreservoirs. Volgens nieuwe studies leidt dit tot een extra verbruik van circa 1.000 km³ zoetwater per jaar. De daadwerkelijke impact is als gevolg van menselijk handelen mogelijk nog groter. De enorme afwijkingen in onderzoeksuitkomsten van verschillende studies onderstrepen dat het inschatten van het zoetwaterverbruik bepaald geen exacte wetenschap is.

Bronnen:
Planetary Boundaries: Exploring the Safe Operating Space for Humanity, Rockstrom et al. (2009).
Towards defining an environmental investment universe within planetary boundaries, Butz, Liechti, Bodin and Cornell (2017).

Dit artikel is geschreven door Pictet Asset Management

EEN EUROPESE DUURZAAMHEIDSTAXONOMIE VOOR BELEGGERS

Door Brenda Kramer

De EU Expert Group for Sustainable Finance (TEG) publiceerde op 18 juni een voorstel voor een Europese definitie van ecologisch duurzame activiteiten. Op termijn kan dit voorstel een echte 'game changer' zijn.

DE TAXONOMIE ALS ACCELERATOR

De taxonomie kan het best worden vergeleken met een 'groene' encyclopedie voor deelnemers aan de financiële markten. Het is een compendium voor beleggers die willen meewerken aan de financiering van de transitie naar een economie die in overeenstemming is met de doelen van de Klimaatovereenkomst van Parijs.

Verantwoord beleggen en standaardisering van de markt voor duurzame beleggingen zijn in de Nederlandse financiële sector geen nieuwe onderwerpen. Onlangs nog – op 10 juli jongstleden – ondertekenden 50 banken, pensioenfondsen, verzekeraars

en vermogensbeheerders het Nederlandse Klimaatakkoord. Met deze handtekening committeerden de instellingen zich aan rapportage van de klimaatimpact van hun financieringen en beleggingen in 2020. Daarnaast zullen zij actieplannen opstellen die bijdragen aan de vermindering van de CO₂-uitstoot.

Het werk van de TEG kan nuttig zijn voor de ambities van Nederlandse financiële instellingen. Verdere standaardisering op basis van een Europese classificatie en het beter vergelijkbaar maken van duurzame beleggingen kunnen zorgen voor een forse impuls aan beleggingen die zowel financieel

rendement als positieve maatschappelijke effecten opleveren. Bovendien zal de taxonomie zorgen voor meer transparantie, lagere transactiekosten en een betere dialoog tussen beleggers en de ondernemingen waarin zij beleggen.

VOOR MEER TRANSPARANTIE

De grote maatschappelijke en milieu-uitdagingen waar we voor staan, dwingen ons om onze economie opnieuw tegen het licht te houden. Om de klimaatverandering te beperken en onze economieën aan te passen aan klimaatverandering, is beleggen in de transitie naar een koolstofarme – en uiteindelijk koolstofneutrale – economie essentieel. Het tekort aan publieke financiering voor deze transitie wordt momenteel geschat op tussen de 180 en 280 miljard euro per jaar. Het doel van het in mei 2018 gepubliceerde EU-actieplan voor duurzame financiering is om privaat kapitaal te laten stromen naar economische activiteiten die kunnen bijdragen aan het bereiken van de doelen van de Klimaatovereenkomst van Parijs en van het doel van de EU om in 2050 een koolstofneutrale economie te zijn.

Het fundament van het actieplan wordt gevormd door de creatie van een algemeen aanvaarde classificatie van die activiteiten: de taxonomie. De Europese Commissie redeneert dat een definitie van 'groene activiteiten' die door bedrijven, overheden, financiële instellingen en onderzoekers



Brenda Kramer

Om klimaatverandering te beperken is beleggen in de transitie naar een koolstofarme economie essentieel.

wordt gebruikt het vertrouwen in die activiteiten kan vergroten en het verschijnsel van *green washing* zou kunnen terugdringen.

Om die reden ligt de nadruk van het wetgevingsvoorstel voor een EU-taxonomie op transparantie: financiële instellingen die groene financiële producten aanbieden, moeten inzicht bieden in de mate waarin die producten in overeenstemming zijn met de taxonomie. Hierdoor kunnen beleggers beter zien hoe groen een product daadwerkelijk is. Dit zal leiden tot betere producten en beter geïnformeerde keuzes door consumenten. De taxonomie moet ook de basis vormen voor toekomstige labels en standaarden, zoals bijvoorbeeld een Europese standaard voor groene obligaties.

MINDER REPUTATIERISICO

Hoewel de wettelijke verplichtingen voornamelijk gericht zijn op transparantie, kan toepassing van de taxonomie ook op andere manier nuttig zijn. De taxonomie verlaagt transactiekosten en vermindert reputatierisico's voor activahouders en beleggers, die nu nog met hun eigen indelingen werken. In de huidige markt moeten beleggers zelf beoordelen wat ze 'groen' vinden. Daarvoor is aanzienlijke onderzoekscapaciteit nodig. De taxonomie kan ook met zich meebrengen dat er juist enig reputatierisico moet worden genomen door bepaalde activiteiten op te nemen of juist uit te sluiten. Dat laatste is voornamelijk van toepassing op activiteiten die de transitie ondersteunen, maar 'nog niet groen' zijn, zoals het gebruik van gas, de productie van bepaalde chemische stoffen en de renovatie van gebouwen.

De taxonomie omvat specifieke criteria voor transitieactiviteiten en sectoren met hoge emissies, aangezien het terugdringen van de emissies in die sectoren een substantiële bijdrage kan leveren aan het verwezenlijken van de klimaatdoelstellingen van Parijs en de EU-doelstellingen voor 2050. Door voor deze sectoren criteria vast te stellen, wil de technische deskundigengroep bereiken dat duurzame beleggingen, die nu nog een groene niche vormen, uitgroeien tot een breed beleggingsuniversum. Omdat de taxonomie tot stand zal komen door samenwerking tussen beleidsmakers, wetenschappers, bedrijven, het maatschappelijk middenveld en beleggers, zal deze breed worden gedeeld en zullen beleggers erop kunnen vertrouwen.

BETERE DIALOOG

Alle activiteiten in de taxonomie zijn gebaseerd op bestaande normen en wetenschappelijke scenario's, zoals die van het *Intergovernmental Panel on Climate Change* en de *European Environmental Agency*. De criteria voor alle activiteiten zijn in overeenstemming met bestaande EU-wetgeving en -beleidsdoelstellingen. Voor vrijwel elke activiteit zullen drempelwaarden gelden. Die drempels zouden bijvoorbeeld kunnen bestaan uit een maximale gCO_2/kWh voor energieproductie of verwijzingen naar erkende normen of certificatieregelingen. Elke activiteit omvat ook criteria voor het beperken van de negatieve effecten op het bereiken van andere EU-doelstellingen op het gebied van aanpassing aan de klimaatverandering, afval, water, circulariteit en biodiversiteit.

De informatie in de taxonomie vormt een goed startpunt voor de dialoog over milieuprestaties tussen beleggers en ondernemingen. De criteria en maatstaven bieden beleggers houvast bij het bepalen wat van een bepaalde sector kan worden verwacht. Doordat het voorstel ook economische activiteiten met hoge emissies omvat, wordt een constructieve dialoog over duurzaamheidsdoelen voor de langere termijn mogelijk gemaakt. Een dialoog die van groot belang is voor de overgang naar een schonere economie.

WAT NU

Het verslag van de technische deskundigengroep is de eerste stap op weg naar een classificatie van ecologisch duurzame activiteiten. Het mandaat van de technische deskundigengroep in zijn huidige vorm loopt tot december 2019. Daarna zal de groep hoogstwaarschijnlijk worden opgevolgd door een permanent platform dat de taxonomie zal voltooien en de ingebruikneming van het instrument zal monitoren. In de resterende tijd zal de technische deskundigengroep zich concentreren op het analyseren van de beschikbaarheid van gegevens en het verbeteren van de toegankelijkheid en gebruiksvriendelijkheid van de taxonomie, om ervoor te zorgen dat die door beleggers, kredietverstrekkers en uitgevende instellingen snel in gebruik kan worden genomen. «

- Er ligt een voorstel voor een Europese duurzaamheids-taxonomie, opgesteld door de EU Expert Group for Sustainable Finance (TEG)
- De 'groene' encyclopedie vormt de basis van het EU Actieplan voor duurzame financiering en is gericht op financiële instellingen die willen bijdragen aan het behalen van de Europese en/of Nederlandse klimaatdoelstellingen voor 2030.
- Een Europese taxonomie zal zorgen voor toenemende transparantie, lagere transactiekosten en een betere dialoog tussen beleggers en de ondernemingen waarin zij beleggen.

Dit artikel is geschreven door Brenda Kramer, Senior Advisor Responsible Investment bij PGGM en lid van de EU Expert Groep voor Duurzame Financiering (TEG).

ESG-RELATED MANDATES AND PERFORMANCE IMPLICATIONS

By Leola Ross

Let's cut to the conclusion: Does an ESG-related mandate require a performance hit? No.

While including environmental, social and governance (ESG) data points in the investment process has become table-stakes, ESG factors do have implications for the short- and long-term returns of an investable security. But we believe both ESG goals and performance goals can be reached together.

HOW DOES ONE INCORPORATE ESG INTO INVESTING?

We believe that ESG factors impact security prices. Therefore, it is the job of investment managers to understand all of the characteristic for every security they hold... or choose not to hold.

Environmental, social and governance factors can impact security prices. To ensure the most complete analysis of return opportunities and potential risks,

investment managers should have an understanding of ESG factors. We believe it adds value to a skillful investment process. To that end, we evaluate all active portfolios on their integration of ESG into their investment processes. We have found many managers who integrate ESG very skillfully. Their portfolios are not typically considered ESG portfolios, but on close examination the relevance of ESG to their processes is real and additive.

ISN'T ESG ABOUT EXCLUDING SECURITIES, LIKE TOBACCO OR CARBON EMITTERS, FROM PORTFOLIOS?

In many cases, investors want to include or exclude securities because of a specific values-based world view. Alternatively, investors seeking to capture return opportunities are looking at ESG performance. For example, a growth investor may see green energy as a growth opportunity or a restructured governance process as a way to realize a price correction.

These two factors, values and investment value, are different. But either may lead to excluding, and even including, specific securities. Is this two-pronged approach harder than investing for just one goal or the other? Possibly.

EXAMINING THE UNIVERSE OF ESG MANAGERS

We review managers in two ways. In our qualitative review, we examine the incorporation of ESG into the investment process. We find that a small number of managers do this very well. In our

With an intense focus on risk management, we find that lowering the carbon footprint can be achieved with similar performance to equivalent products without the carbon reduction.

quantitative review, approximately half exhibit above-market ESG metrics. In other words, in looking to outperform their benchmarks, approximately half of the manager universe exhibits above average ESG metrics.

So then, can we deliver an ESG mandate while delivering strong performance? We believe the answer is yes.

CARBON FOOTPRINT AS A PROOF POINT

A typical mandate we see from our investors is a desire to shrink the carbon footprint of their portfolio – typically by 50%. While trying to achieve the investors' ESG goals, maintaining investment performance is essential in order to avoid unintended and unrewarded risk. With an intense focus on risk management, we find that lowering the carbon footprint can be achieved with similar performance to equivalent products without the carbon reduction.

Photo: Archive Russell Investments



Leola Ross

In delivering low-carbon portfolios to investors, we find that they track the market very closely. For example, in offering index-based equity products with a 50% carbon reduction, we have observed tracking errors of 0.5%-0.9% and return differences of less than 0.15% annualized.¹ As well, in offering active equity and bond products with a 25% carbon reduction, we have observed tracking errors of 1.3%-1.5% and positive excess returns that are similar to equivalent equity and bond products without a carbon-reduction mandate.

Ultimately, achieving goals such as carbon reduction requires limiting, or even excluding, some portfolio holdings. Investors may wonder if there is a limit on how much excluding is reasonable.

HOW MUCH OF AN EXCLUSION IS TOO MUCH?

We believe there are available securities, even within the energy sector, that can help reach a goal of lower carbon exposure. And we believe there are managers in virtually every manager universe capable of delivering performance and achieving ESG metrics. But after managers choose their securities, we still need to put those managers together into a unified portfolio. We believe this combined portfolio requires nuanced control at the total-portfolio level. A total-portfolio approach ensures an appropriate overall exposure to a sector like energy and considers the impact of negative screening at the portfolio level – not just at the manager level.

We have also done significant research on both the short-term and long-term impact of negatively screening out ESG hot-button exposures, such as tobacco, munitions, and others. Our research has shown that, if investors are asking for just a small exclusion, like tobacco or cluster munitions – just one or two percent – then that still leaves skilled managers plenty of room to potentially build excess return. We would expect very little impact on excess returns, even in the short term.

Figure 1: Sector exclusion equivalents

EXCLUSION PERCENTAGES (TEST ENVIRONMENT)	EXCLUSION EQUIVALENT (REAL-WORLD GLOBAL INDEX APPLICATION)
1%	Roughly the level of a standalone exclusion of tobacco, a modest carbon reduction in relative carbon footprint (25%) or a controversial weapons exclusion, for example.
3-4%	Equates to a total exclusion that combines both tobacco and controversial weapons, or a standalone exclusion of 50% carbon footprint reduction, for example.
5%	Similar to (or in excess of) an aggressive total exclusion consisting of tobacco plus controversial weapons plus relative carbon footprint, for example.

Results: Exclusions do not impact long term return expectations

Source: Russell Investments research

But what if the investor also wants to screen out coal and divest from fossil fuels? What if the sum of total exclusions is as high as 5% or more? At this point, our research has shown some material deviations that are likely to be noticeable in the short term. In addition, short-term return expectations and tracking error become unreliable and unpredictable. For some investors, this unpredictability will be unacceptable.

However, our long-term return expectations – 10-15 years or more – are still the same. This is a key strategic belief that is core to our investment approach and we believe it is simply basic economics. Every investable company has the same basic challenges of supply and demand, cost structures, return on investment, etcetera. Therefore, skilled managers should be able to find investment opportunities even when a small portion of the universe is unavailable. This results in our strategic belief that no single sector outperforms over the long term.

A SUSTAINABLE APPROACH TO SUSTAINABLE INVESTING

It is vital to remember that not all investors have the patience – or even

should have the patience – to take such a long-term approach. It depends greatly on their desired outcome and their appetite for peer-relative risk. How much deviation from peers are asset owners willing to sustain to reach their ESG goals? It is up to the investor and their partners to determine a sustainable level of predictability, even when it comes to responsible, sustainable investing. If an investor desires to exclude 7% of their portfolio, for the good of the planet, but then finds they can't sustain the unpredictability that comes with such a large exclusion, then the ESG goals may be abandoned and no one wins. «

¹ Based on funds with less than two years of history.

This article was written by Leola Ross, Director Investment Strategy Research at Russell Investments.

Disclaimer
Unless otherwise specified, Russell Investments is the source of all data. All information contained in this material is current at the time of issue and, to the best of our knowledge, accurate. Any opinion expressed is that of Russell Investments, is not a statement of fact, is subject to change and does not constitute investment advice.



Titel: Achieving Investment Excellence

Auteurs: Kees Koedijk, Alfred Slager en Jaap van Dam
Uitgever: Wiley
ISBN: 9781119437659

Achieving Investment Excellence

Door Hans Amesz

Pensioenfondsbestuurders spelen een doorslaggevende rol in het behalen van resultaten voor deelnemers en daarmee het langetermijnsucces van pensioenfondsen. De druk is daarbij groot: de prestaties van pensioenbeleggingen zijn niet alleen afhankelijk van de financiële markten, maar ook, of juist, van het kennisniveau en de expertise van de bestuurders. Kees Koedijk (Dean TIAS Business School), Alfred Slager (Hoogleraar Pension Fund Management TIAS Business School) en Jaap van Dam (Principal Director Strategisch Beleggingsadvies PGGM) hebben daarom het boek *Achieving Investment Excellence: A Practical Guide for Trustees of Pension Funds, Endowments and Foundations* geschreven. Om het maar meteen te zeggen: het is een geweldig boek, een fantastische aanvulling op de financiële literatuur. In de woorden van Theresa Whitmarsh, CEO Washington State Investment Board: 'De meeste beleggingsliteratuur is te oppervlakkig of te gespecialiseerd. *Achieving Investment Excellence* bestrijkt alle relevante gebieden.' Het is bedoeld om bestuurders te helpen een waardevol, pragmatisch perspectief te krijgen, om het beste uit hun werk te halen. Volgens de auteurs is het voor een adequaat pensioenfonds eigenlijk niet zo moeilijk om uitmuntendheid te bereiken, als je tenminste weet waar je verbeteringen moet en kan aanbrengen. Als een pensioenfonds van goed naar uitstekend gaat, vertaalt zich dat in betere structurele resultaten. Een verbetering van 1 tot 2 procent is aanzienlijk in een wereld waarin de verwachte rendementen voor goed gediversifieerde portefeuilles nominaal ergens tussen de 3 en 6 procent liggen. Het gaat om het ontwerpen van een beleggingsproces dat bijdraagt aan het bereiken van de doelstellingen van het pensioenfonds en het aanpakken van de belangrijkste bestuursvraagstukken die voor iedereen te zien zijn. Volgens Koedijk, Slager en Van Dam zijn er vijf activiteiten die samen voor excellent bestuur kunnen zorgen. Deze vijf activiteiten sluiten aan bij de vijf delen van het boek: het bepalen van de strategie, het vormgeven van het beleggingsproces, het implementeren van de investeringen, het organiseren van het bestuur en het leren aanpassen. Dat wordt allemaal uitvoerig behandeld in duidelijke, eenvoudige taal. Met dit boek leren bestuurders hoe ze effectief en zelfverzekerd het beleggingsbeleid van hun pensioenfonds kunnen aansturen.



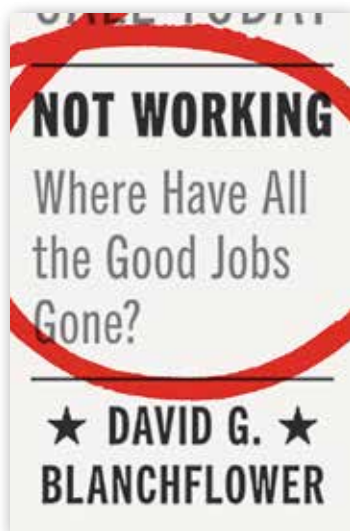
Titel: Gids naar Nederlandse musea

Auteurs: Micky Piller en Kristoffel Lieten
Uitgever: Waanders
ISBN: 9789462622029

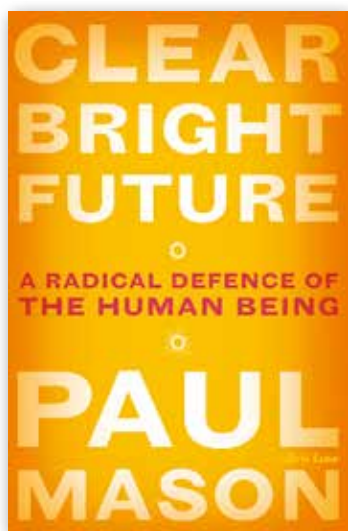
Gids naar Nederlandse musea

Door Hans Amesz

Waarom zou u op weg naar de kunst gaan? Het antwoord van de auteurs van *Gids naar Nederlandse musea*, die in 2015 de website opwegnaardekunst.nl hebben opgezet, luidt: omdat het openbaar kunstbezit, zoals de Vereniging Rembrandt in het jaarrapport 2017 schrijft, 'de weerslag is van wie en wat we zijn'. Daarom heeft iedereen, zoals VPRO-zomergast Maxim Februari onlangs overtuigend op de televisie uitlegde, recht op schoonheid, recht op kunst. Zo bezien is het boek van kunsthistorica Micky Piller en oud-hoogleraar Kinderarbeid Kristoffel Lieten een geschenk voor 'iedereen', in ieder geval voor degenen die willen weten wie en wat ze zijn. *Gids naar Nederlandse musea* helpt je, zoals op de achterflap van dit zeer fraai geïllustreerde en goed geschreven boek staat, beroemde en minder bekende kunstwerken uit ons culturele erfgoed te leren kennen en begrijpen. Er is gekozen voor dertig musea. Niet voor het Rijksmuseum en Stedelijk Museum in Amsterdam, maar wel voor bijvoorbeeld het hoogst interessante Museum DR8888 in Drachten en het fantastische Museum De Pont in Tilburg. Mooi is dat Piller, die jarenlang kunstkritieken schreef voor onder andere de Haagse Post, NRC Handelsblad en Het Financieel Dagblad, en Lieten de vaste collecties van de verschillende musea aan bod laten komen, die immers vaak worden ondergesneeuwd door tijdelijke tentoonstellingen. Voor de gemiddelde kunstliefhebber staat er heel wat wetenswaardigs in *Gids naar Nederlandse musea*. Bijvoorbeeld dat het museum in Drachten te danken is aan twee schoenmakers, die door Theo van Doesburg bevriend raakten met de Duitse avant garde-kunstenaar Kurt Schwitters en dat Museum Belvédère in Heerenveen een aantal prachtige werken van Jan Mankes bezit.



Titel: Not Working
Auteur: David Blanchflower
Uitgever: Princeton
ISBN: 9780691181240



Titel: Clear Bright Future
Auteur: Paul Mason
Uitgever: Allen Lane
ISBN: 9780241320105

Not Working

Door Joost van Mierlo

In landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk bevindt de werkloosheid zich in de buurt van de laagste niveaus uit de geschiedenis. Politici halen dit gegeven graag aan om zichzelf op de schouders te kloppen. Werk is belangrijk. De lage werkloosheid zou dus goed moeten zijn voor de moraal van het volk. Toch zijn mensen ontevreden. Daarom stemmen ze volgens David Blanchflower voor Brexit en op Donald Trump.

De Amerikaanse arbeidseconoom legt in dit zorgvuldig uitgewerkte boek de vinger op de zere plek. Er is weliswaar een lage werkloosheid, maar mensen werken niet in de banen die ze zouden willen hebben. Ze werken ook niet genoeg in hun eigen ogen. Maar ze voelen zich machteloos. Dat is frustrerend, vandaar Brexit en Trump.

Blanchflower is een Amerikaanse econoom, maar in de jaren rond de kredietcrisis was hij een van degenen die besliste over het beleid van de Bank of England. Daar was hij een roepende in de woestijn. Hij vond dat er meer moest worden gedaan om de Britse economie te stimuleren. Dat vindt hij nog steeds. Dat moet overigens vooral met overheidsinvesteringen gebeuren. Hij is een verklaard tegenstander van de recente renteverlaging door de Amerikaanse Fed.

Blanchflower licht uitgebreid toe waarom de lonen ondanks de lage werkloosheid maar niet stijgen. De ontevredenheid van mensen gaat immers gepaard met een grote onzekerheid. Als gevolg van de bezuinigingen op sociale voorzieningen en de afbrokkelende macht van vakbonden hebben ze voor hun eigen gevoel geen poot om op te staan waar het gaat om looneisen.

Blanchflower toont zich een voorstander van wat hij een Keynesiaanse oplossing noemt. De economie moet worden gestimuleerd met overheidsmaatregelen. Alleen op die manier kan het probleem van 'underemployment' worden opgelost. Het klinkt in de oren van sommigen als een wat ouderwets recept. Blanchflower noemt het een beproefd recept.

Clear Bright Future

Door Joost van Mierlo

Paul Mason is een Marxist die het verzet van Marx tegen de bezitters van het kapitaal heeft ingeruild voor een verzet tegen de goeroes uit Silicon Valley, die in zijn ogen een monopolie hebben op technologie. Kunstmatige intelligentie, manipulatie van genen, vergaande robotisering: het is volgens Mason een bedreiging voor de waardigheid van de mensheid.

Mason is een voormalig BBC-journalist die de afgelopen jaren zijn journalistieke activiteiten heeft ingeruild voor een gepassioneerde aanval op maatschappelijke ontwikkelingen. Voor de duidelijkheid: hij is een aanhanger van de denkbeelden van de Britse Labour-leider Jeremy Corbyn.

Zijn conclusies strekken ver. We moeten volgens Mason gezamenlijk de strijd aangaan tegen de ingrijpende gevolgen van informatietechnologie. Mason beschrijft levendig de gevaren die er in zijn ogen bestaan. Dat maakt het boek aantrekkelijk. Hij overschreeuwt zich echter ook, misschien niet helemaal onverwachts voor een Corbinista.

In het boek verweven zit een aanval op het huidige populisme in talloze landen. Als ik het goed begrijp, denkt Mason dat Trump is gekozen door tientallen miljoenen racistische Amerikanen. Dit soort gemakzuchtige platitudes maken het lastig om de rest van het boek serieus te nemen.

Marx moet volgens Mason in een nieuw jasje worden gehesen. Hij is niet de dogmatische toekomstvoorspeller die Lenin en Mao van hem hebben gemaakt. Marx is volgens Mason een verlicht humanistisch denker voor wie de vrijheid van het individu hoog in het vaandel staat. De beknotting van deze vrijheid als gevolg van ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie en vergelijkbare technologische ontwikkelingen, dient een halt te worden toegeeroepen. Het zijn serieuze zorgen. Aan het begin van het boek nodigt Mason de lezer uit om samen met hem op de barricades te gaan staan. Dat is in mijn geval niet gelukt, maar het heeft wel mijn verzet en huiver voor barricades versterkt. Dat is ook wat waard.



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Negatief is niet normaal

'Minder dan niets' is het rendement op een kwart van de wereldwijde obligatiemarkt. Zelfs bij de meest positieve uitkomst blijft het rendement negatief. Het is de omgekeerde wereld. Een wereld waar centrale bankiers ons ervan proberen te overtuigen dat die gezond en normaal is: de toekomst is zekerder dan het heden en het onbekende veiliger dan het bekende.

Beleggers moeten altijd een inschatting maken van de toekomst. Toekomstige kasstromen bepalen immers de opbrengst van een belegging. De risicovrije rente is als kostprijs van geld een belangrijk hulpmiddel in de verdeling tussen sparen of beleggen. Wanneer die risicovrije rente wordt verminkt tot een negatieve rente, gaat ook de middelenverdeling fout. Voorzichtige spaarders worden dan gestraft en het aangaan van hoge schulden wordt aangemoedigd. Beleggers gaan op zoek naar rendement. Door de stijging van financiële activa klagen beleggers dan niet. Nog niet. Want een lange periode van negatieve rentes zorgt voor steeds grotere misallocaties. Niet-rendabele bedrijven vallen niet om en er worden zeepbellen geblazen. De markt lijkt dit nu aan te voelen. Het meest acuut is wat dat betreft de ontwikkeling in de eurozone. Het gaat niet goed met de Europese banken. De aandelen daarvan noteren inmiddels beneden het dieptepunt van 2009, op het laagste niveau sinds 1987. Net zoals Amerikaanse subprime-leningen het wereldwijde financiële systeem konden besmetten, zal een Europese bankencrisis zich niet beperken tot Europa. Anticiperen op tweede en derde orde besmettingseffecten is bijzonder lastig, maar dat die in potentie groter zijn dan bij subprime is eenvoudig voor te stellen. Zoiets kan snel gaan, want ook voor centrale bankiers komt vertrouwen te voet en gaat het te paard.

De meest eenvoudige oplossing lijkt om obligaties met een negatieve rente te mijden. Toch doen beleggers dit niet. Ze kopen ze zelfs volop. Niet meer voor het rendement, maar bijvoorbeeld als buffer tegen koersdalingen op aandelen. Liever een gegarandeerd

verlies van 0,5% per jaar dan 50% bij een forse correctie op de aandelenmarkt. Soms wordt ook het argument van koerswinst gebruikt. Een tienjaarslening met een negatief rendement van 0,4% zal over een jaar een positief rendement opleveren als een negenjaarslening dan een negatief rendement heeft van 0,49%. Maar men koopt vooral omdat het moet. Het opkoopprogramma van centrale banken, Basel IV, Solvency-II-regelgeving, de MiFID-richtlijn en het Financieel Toetsingskader van pensioenfondsen zorgen voor een sterke vraag naar obligaties. Een mooi voorbeeld van hoe wet- en regelgeving kan leiden tot systeemrisico's. Ondanks de niet-prijsgedreven vraag zijn obligaties met een negatieve rente nog steeds onderdeel van de benchmark. Het carrièrerisico is door al deze regelgeving hoger dan ooit en afwijken van de index wordt niet beloond.

Rente is de verbinding tussen het heden en de toekomst. Demografie speelt een belangrijke rol bij de hoogte van de rente. Vergrijzing zorgt voor hogere besparingen en daarmee voor een lagere rente. Tegelijkertijd hebben nieuwe investeringen in technologie minder kapitaal nodig om dezelfde productiviteitsgroei te bereiken. Dat drukt niet alleen de rente, maar zorgt ook voor voortdurende druk op de prijzen. Als prijzen dalen, blijft ook bij een negatieve rente de koopkracht intact. Maar men moet wel blijven geloven dat op langere termijn de economische groei en inflatie laag blijft. Want als de risicovrije rente en de kostprijs van geld terugkeert naar een rationeel niveau, moeten de waarden van alle financiële activa opnieuw worden berekend. Waarschijnlijk volgt dan een pijnlijk aanpassingsproces. «



PATRICK GROENENDIJK

VAN SHELL ASSET MANAGEMENT COMPANY
NAAR PGGM



Foto: Archief PGGM

Proficiat met uw nieuwe baan. Hoe bevalt uw nieuwe functie?

'Heel goed! Ik maak deel uit van een geweldig team, we mogen werken voor een aantal grote en belangrijke klanten (in de eerste plaats natuurlijk Pensioenfonds Zorg en Welzijn – PFZW) en de beleggingsvraagstukken blijven onverminderd uitdagend. Bovendien is PGGM niet alleen een professionele maar ook een hele menselijke organisatie. Daar voel ik me goed bij thuis.'

U werkte hiervoor bij Shell Asset Management Company. Wat was uw functie daar?

'In die functie was ik als hoofd strategie verantwoordelijk voor de advisering aan de diverse Shell fondsen over het beleggingsbeleid, van ALM tot en met strategische en tactische asset allocatie en herbalancering. Daarnaast hield ik me bezig met het ontwikkelen en coördineren van alle ESG-activiteiten binnen de diverse beleggingscategorieën.'

Verder heeft u gewerkt bij Northern Trust Asset Management als hoofd Equity Strategy. Welke kennis heeft u daar opgedaan?

'De kennis die ik in deze rol heb opgedaan, is tweërlei. Enerzijds was en is NTAM heel actief in factorbeleggen, dus daar heb ik inhoudelijk veel over geleerd, met name binnen aandelen. Anderzijds was ik hoofd van een team van aandelenstrategen die op verschillende plekken zaten (San Francisco, Chicago – waar ik zelf werkte –, Londen en Hong Kong). Daardoor heb ik een hoop nuttige ervaring opgedaan met het managen van (deels virtuele) teams. De aandelenstrategen vervulden een rol tussen portfolio management en klanten. Het is boeiend om te proberen die twee, soms verschillende, belangen bij elkaar te brengen.'

U was CIO bij Pensioenfonds Vervoer. Kunt u aangeven in hoeverre werken voor een asset manager verschilt van werken voor een pensioenfonds?

'Au fond zijn de verschillen niet zo groot als wel wordt beweerd. Bij beide ben je uiteindelijk bezig met het zorgvuldig beheren van geld dat niet van jezelf is. Ik heb in mijn carrière wel grote cultuurverschillen ervaren tussen organisaties, maar dat had er niet zozeer mee te maken of het een asset manager of een pensioenfonds was.'

Op welk vlak kunt u de expertise die u heeft opgedaan, gebruiken in uw nieuwe functie?

'In mijn huidige functie komt een heleboel samen van wat ik eerder bij andere organisaties heb geleerd. Zo heb ik bijvoorbeeld ruim acht jaar op het bestuursbureau van Vervoer gewerkt. Die ervaring kan ik nu goed gebruiken in de samenwerking met het bestuursbureau van PFZW. Maar vanzelfsprekend heb ik in mijn nieuwe rol ook veel profijt van de inhoudelijke expertise die ik in de afgelopen 20 jaar heb opgedaan.'

Wat verwacht u bij PGGM te bewerkstelligen?

'Als hoofd fiduciair advies ben ik onder meer verantwoordelijk voor de advisering aan PFZW omtrent de uitvoering van het beleggingsbeleid. Op dat gebied hoop ik met het team tot een meer holistische aanpak te kunnen komen. Nu is de fiduciaire functie nog vaak per beleggingscategorie of mandaat ingevuld, terwijl het er uiteindelijk om gaat de totale portefeuille zo optimaal mogelijk in te richten.'

Hoe staat het met uw persoonlijke ambities?

'Toen mij die vraag in 2007 door IPE werd gesteld heb ik geantwoord dat mijn voornaamste persoonlijke ambitie is om een goede vader te zijn voor onze twee zoons. Daar is de afgelopen 12 jaar niets aan veranderd (ze zijn natuurlijk wel een stuk groter geworden in die tijd!).'

» BEN KRAMER

is gestart als Chief Client Officer bij Anthos Fund & Asset Management. Kramer werkte hiervoor onder andere bij Kempen, BMO GAM en Lombard Odier.

» EDWIN MARS

is door Invesco aangesteld als Retail Head ETF Sales voor de Benelux. Mars komt over van State Street Global Advisors. Daarvoor werkte hij bij Bank of America, ING Bank en Petercam.

» SAN LIE

is bij ASN Beleggingsfondsen Beheer, de asset management-poot van ASN bank, begonnen als Hoofd Portfoliomanagement. Lie werkte eerder onder andere voor Morningstar en ABN AMRO.

» MARCO BROUWERS

is bij CNV aan de slag gegaan als Beleidsadviseur Pensioenen. Eerder bekleedde hij bestuurlijke functies bij Zwitserleven, Cordares en APG.

» SJOERD HOOGEVEEN

is door Schroders aangesteld als Sales Director Institutional. Hoogeveen is afkomstig van M&G, waar hij medeverantwoordelijk was voor de institutionele markt als Associate Director Institutional Business Development Benelux.

» JUSTIN KEW

is door Carmignac benoemd tot Sustainability Manager. Kew komt van Fidelity International, waar hij senior ESG-analist was en ook beleggingsprocessen voor cliënten samenstelde. Daarvoor werkt hij bij J.P. Morgan Asset Management.

» MARK DEN HOLLANDER

is door Robeco aangesteld als Chief Financial & Risk Officer (CFRO), als lid van Robeco's Executive Committee en als Statutory Director. Eerder bekleedde hij verschillende functies bij NN Investment Partners en ABN AMRO Asset Management.

» PIM HOYNG

is bij Private Bank Oyens & Van Eeghen begonnen als Financieel & Estate Planner. Hij komt over van InsingerGilissen Bankiers, waar hij ruim 11 jaar heeft gewerkt.

» JENNY OVERMAN EN RUBEN LEEMEIJER

hebben zich bij het team van Privium Fund Management gevoegd als respectievelijk Investment Analyst en Associate Risk Manager. Overman was eerder werkzaam bij ABN AMRO, Triodos en ING en Leemeijer bij ABN AMRO, KAS BANK en Infram.

» MARC VIJVER

heeft afscheid genomen als directeur van Index People om zich te vestigen als zelfstandig adviseur voor professionele beleggers. Vijver zal vanuit zijn adviesbedrijf Pangea Ultima B.V. onafhankelijke adviesdiensten gaan verlenen. Wel zal hij als strategisch adviseur actief blijven voor Index People.

» JEROEN THIJSSSEN

volgt Marc Vijver op als directeur van Index People, waar hij sinds 2014 werkzaam is als Senior Vermogensbeheerder. Hij is samen met Vijver medeoprichter en sinds de start van de onderneming in 2007 als Directeur verantwoordelijk voor de interne bedrijfsvoering en compliance.

» RUBEN VAN DER AA

is aangesteld als traineebestuurder bij PME. In deze positie zal hij in twee jaar worden klaargestoomd voor een functie als pensioenfondsbestuurder. Van der Aa zal zich met name richten op pensioenbeleid en communicatie. Van der Aa was sinds 2015 werkzaam bij de Rabobank, onder andere als Productmanager Vermogensopbouw.

» JAAP KUIN

treedt per 1 november in dienst bij het Vastgoed Research Team van Kempen Securities als Deputy Head of Real Estate. Hij maakt de overstap vanuit een rol binnen het vastgoedteam van ING, waar hij de afgelopen elf jaar in verschillende rollen heeft gewerkt. Zowel bij ING, RBS als Lehman Brothers bouwde hij ervaring op als aandelenanalist in de vastgoedsector.

» PIETER RUNNEBOOM

treedt per 1 december in dienst bij het Vastgoed Research Team van Kempen Securities als Deputy Head of Real Estate. Hij maakt de overstap vanuit het vastgoedteam van ING. Voorheen is hij werkzaam geweest bij Profound Asset Management, Amvest en Ymere.

» PETER KOPPERS

is benoemd tot Fund Manager Retail van het Achmea Dutch Retail Property Fund (ADRF) bij Syntrus Achmea Real Estate & Finance. Koppers werkt sinds 2012 bij Syntrus Achmea, de laatste jaren als Portfolio Manager.

» ULRIK FUGMANN EN EDWARD LEES

zijn aangetreden als Senior Portfolio Managers bij BNP Paribas. Fugmann en Lees werkten al eerder samen bij de oprichting van vermogensbeheerder North Shore Partners in 2012, dat later is opgegaan in Duet Group. Voor de oprichting van North Shore waren beiden werkzaam bij Goldman Sachs.

» SANNE ROG

is aangesteld als traineebestuurder bij PME. Zij zal in twee jaar worden klaargestoomd voor een functie als pensioenfondsbestuurder. Rog krijgt audit, risk en compliance als aandachtsgebied.

» WOUTER VAN DER JAGT

is door Invesco aangesteld als Institutional Marketingmanager voor de regio Benelux/Nordics. Van der Jagt komt over van Fidelity. Eerder was hij werkzaam bij Deutsche Asset Management.

» GERALD CARTIGNY (FOTO)

Directeur Vermogensbeheer in de Executive Committee van MN, verlaat de pensioenuitvoerder van de metaal-, techniek- en maritieme sector na zeven jaar. Hij start op 1 oktober bij Goldman Sachs Asset Management in de rol van Managing Director, Hoofd Benelux.



Foto: Archief MN

Gerald Cartigny

FINANCIAL INVESTIGATOR

INVITATION

Seminar Climate Change & Energy Transition in a Disruptive World

October 31, 2019 from 8.15am - 5.30pm

Rosarium, Amsterdam

- Are climate change and energy transition so substantial and material that they will significantly change investment policies?
- How does climate change and energy transition affect your asset allocation? How do you translate climate change and energy transition into appointing and monitoring your external managers? What are the main obstacles for investments in climate change and energy transition?
- How can we bridge the gap between environmental science and investments?

These and other questions will be discussed during our **Seminar on Climate Change & Energy Transition in a Disruptive World** in Amsterdam on **October 31, 2019 from 8.15am until 5.30pm**, followed by a networking reception. Top speakers will share their views with you via various breakout sessions that can be chosen from.

Martin Mlynár, CEO, Corestone Investment Managers, will be chairing this event.

Key note speakers will include amongst others:

Todd Bridges Ph.D., ESG Research and Strategy Development, Vice President on the Global Equity Beta Solutions Team, State Street Global Advisors

Linda Broekhuizen, CIO, FMO

Gerald Cartigny, Former CIO, MN

Sagarika Chatterjee, Director of Climate, UN PRI

Martin Ewald, Managing Director, Allianz Global Investors

Stephen Freedman, Senior Product Specialist Thematic Equities Team, Pictet Asset Management

Thomas Heidstra, Director Investments, Univest Company

Olaf van den Heuvel, CIO, Aegon Asset Management

Onno Hoff, Director Fundmanagement, Syntus Achmea Real Estate & Finance

Liza Jansen, Investment Strategist, PGGM

Mark Lewis, Head of Climate Change Investment Research, BNP Paribas Asset Management

Michael Lewis, Head of ESG Thematic Research, DWS

Sebastian Masselink Ph.D., Impact Investment Manager, ACTIAM

Matthew Michael, Product Director Emerging Market Debt and Commodities, Schroders

Rishma Moennasing, Lead Funds & Sustainability, Rabobank Group

Gerard Moerman Ph.D., Chief Investment Solutions Officer, Aegon Asset Management

Erik Norland, Executive Director and Senior Economist, CME Group

Manfred Schepers, Member Investment Committee, European Fund for Strategic Investments, EIB, Founder ILX Fund, Different Supervisory Boards

Heiko Schupp, Global Head of Infrastructure Investments, Columbia Threadneedle Investments

Matthew Smith, Head of Sustainable Investments, Storebrand Asset Management

Oskar Tijjs, Senior Investment Analyst Sustainable & Impact Equities, NN Investment Partners

Vincent Triesschijn, Director Sustainable Investing, ABN AMRO Bank

Kees Verbaas, CIO, Altis Investment Management

Harald Walkate, Head of Corporate Social Responsibility and Responsible Investment, Natixis Investment Managers

Peter Westaway Ph.D., Chief Economist and Head of Investment Strategy Group, Europe, Vanguard

Registration

Registration is only open to buy side representatives from Pension Funds, Investment Committee Members, Fiduciary Managers, Family Offices, Investment Consultants and Fund Selectors or Investment Advisors that work for Banks, Insurance Companies and independent Asset Managers.

For the programme and registration go to: www.financialinvestigator.nl/31-october-2019/



Seminar sponsors:

actiam

AEGON
Asset Management

Allianz 
Global Investors

BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT


BNY MELLON
INVESTMENT MANAGEMENT

 **CME Group**

 **COLUMBIA**
THREADNEEDLE
INVESTMENTS

 **DWS**

FMO
Entrepreneurial
Development
Bank

 **NATIXIS**
INVESTMENT MANAGERS

 **NN investment**
partners

 **PICTET**
1805 Asset Management

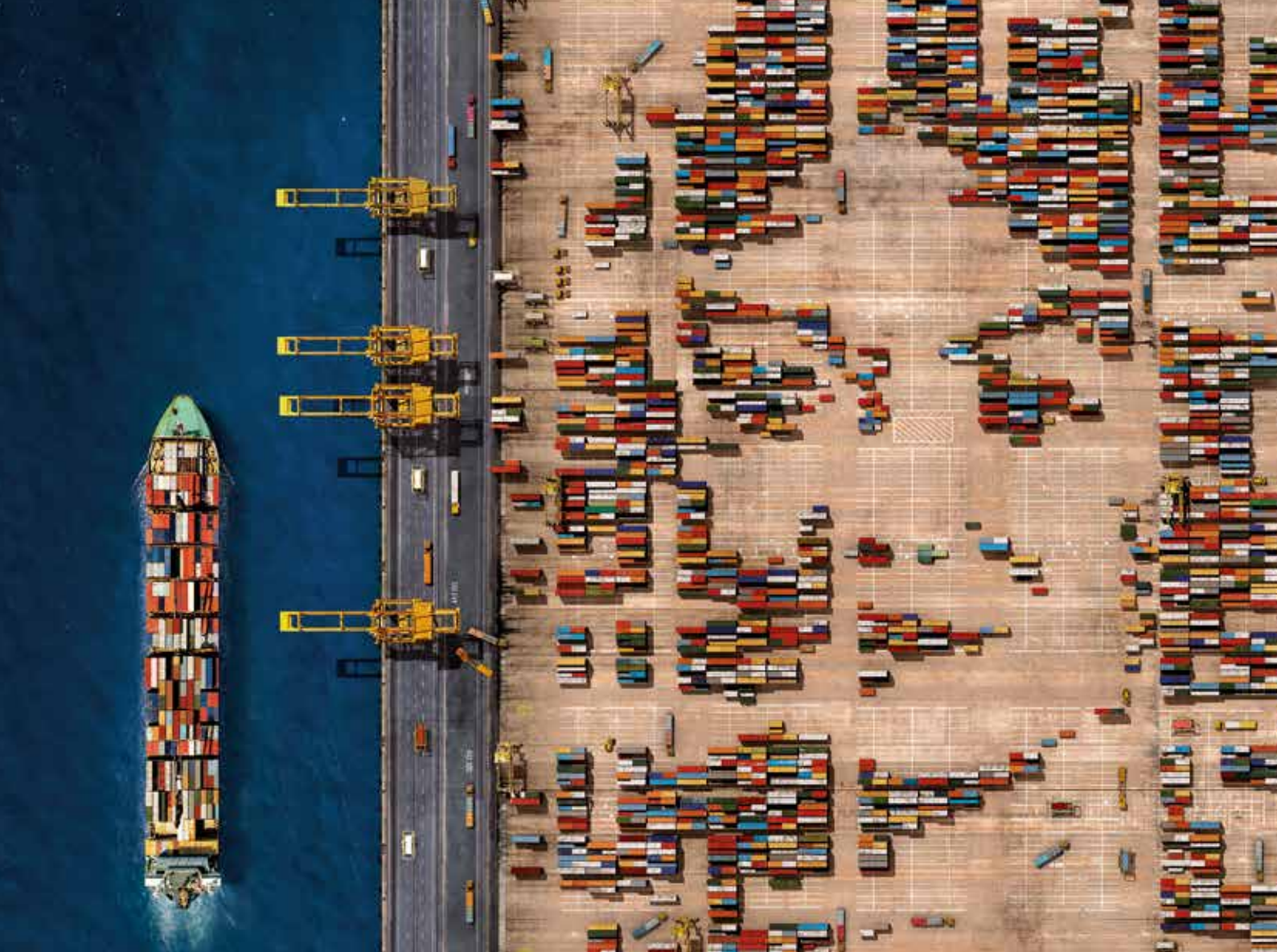
Schroders

STATE STREET GLOBAL
ADVISORS

 **storebrand**

syntus | achmea
real estate & finance

 **Vanguard**[®]



ALTERNATIVES MULTI-ASSET KWANTITATIEVE BELEGGINGEN AANDELEN VASTRENTENDE WAARDEN VASTGOED PRIVATE MARKETS

Emerging Market Debt. Finding opportunity by looking closer.

Het universum van schuldpapier van opkomende markten is zeer divers en kan aantrekkelijke rendementen en uitgebreide diversificatie bieden. Maar de omvang en complexiteit van deze markten brengen ook uitdagingen met zich mee. Fundamenteel onderzoek, ervaring en een actieve beleggingsbenadering zijn daarbij essentieel. Door onze lokale aanwezigheid, lange beleggingservaring en actieve ESG aanpak, streven wij ernaar om voor beleggers de beste kansen in kaart brengen.

www.aberdeenstandard.nl/emd

Kapitaalrisico

Aberdeen Standard
Investments

Aberdeen Standard Investments is een merk van de beleggingsactiviteiten van Aberdeen Asset Management en Standard Life Investments. Aberdeen Asset Managers Limited, ingeschreven in Scotland (SC108419) op 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1XL. Standard Life Investments Limited, ingeschreven in Schotland (SC123321) op 1 George Street, Edinburgh EH2 2LL. Beide bedrijven zijn toegelaten en gereguleerd in het Verenigd Koninkrijk door de Financial Conduct Authority.