

OUTLOOK 2024

# Goldilocks: einde scène

# Inhoud

<b>BELEGGINGSVOORUITZICHTEN</b>	<b>3</b>
1. Inleiding	4
2. Drie scenario's	5
3. Vier factoren	7
4. Vooruitblik financiële markten	13
5. Samenvatting	18
<b>VOORUITZICHTEN DUURZAAM BELEGGEN</b>	<b>19</b>
1. Inleiding	20
2. De vijf meest impactvolle regelgevingen voor duurzaam beleggen	23
3. Hoe groeit de markt voor ESG-obligaties volgend jaar?	26
4. Wat kunnen we in 2024 verwachten tijdens aandeelhoudersvergaderingen?	28
5. Conclusie	30

Marketingmateriaal uitsluitend voor professionele beleggers, niet voor verdere distributie.

November 2023

# Beleggings- vooruitzichten

Een zachte landing is de overweldigende consensus geworden. Volgens dit narratief hebben Powell en Lagarde de unieke kans om inflatie te verslaan zonder de economie op te zadelen met stijgende werkloosheid. Wij kunnen zo'n uitkomst eigenlijk alleen maar bestempelen als een sprookje.

# 1. Inleiding: Gefopt door variabele vertragingen

Economen geloven heilig dat de economische realiteit deterministisch is en toch wijst risicoanalist Nassim Taleb erop dat toeval ons uiteindelijk allemaal voor de gek kan houden.

In 2022 voorspelden de meeste economen – waaronder wij – een recessie in de eurozone en de Verenigde Staten (VS) binnen de komende 12 maanden. De onvoorwaardelijke kans op een recessie in de VS leek torenhoog. Niet alleen waren er betrouwbare recessie-indicatoren, zoals de omgekeerde Amerikaanse yield curve, maar een studie uit april 2022 herinnerde ons ook aan het volgende: historisch gezien dient een recessie in de VS zich in 100% van de gevallen binnen een jaar aan als de inflatie boven de 5% en de werkloosheid onder de 5% ligt op kwartaalbasis.

De geschiedenis leert ons ook dat agressieve verkrapping van het monetaire beleid, zoals de Federal Reserve (Fed) begin 2022 deed, vaak leidt tot een sterke wisselwerking tussen lagere inflatie aan de ene kant en stijgende werkloosheid aan de andere. Een harde landing van de Amerikaanse economie was haast onvermijdelijk.

Toch is de Amerikaanse economie – tegen alle economische logica in – verrassend veerkrachtig gebleken in 2023, met een zeldzame combinatie van een historisch lage werkloosheid in VS in een desinflatoire omgeving en de steilste monetaire verkrappingscyclus in vier decennia. Deze “vlekkeloze desinflatie”, zoals Bernanke en Blanchard die noemden, is niet beperkt gebleven tot de VS.<sup>1</sup> Ook in de eurozone is sprake van zo'n vlekkeloze desinflatie, want de werkloosheid bereikte een historisch dieptepunt van 6,4% voor het landenblok met de gemeenschappelijke munt. De consumentenbestedingen bleken een stuk veerkrachtiger dan verwacht.

Een zachte landing is de overweldigende consensus geworden. Volgens dit narratief hebben Powell en Lagarde de unieke kans om de inflatie te verslaan zonder de economie op te zadelen met stijgende werkloosheid. De eigen prognoses van de Fed wijzen op een gemiddelde werkloosheid van 4,1% voor 2024 en een kerninflatie van 2,6%. Wij kunnen zo'n uitkomst eigenlijk alleen maar bestempelen als een sprookje.

<sup>1</sup> Blanchard, O. & Bernanke, B., What Caused the Us Pandemic-Era Inflation? (juni 2023). NBER working paper nr. w31417, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4497998>

## 2. Drie scenario's

### Basisscenario

Wij verwachten dat we in 2024 de zwanenzang gaan zien van de vlekkeloze desinflatie. Volgend jaar gaan de economieën van de G7 waarschijnlijk stagneren, doordat de hoge reële rente de reële activiteit aantast, de koopkracht van de consument uitput en de investeringsactiviteit van bedrijven beperkt. Toch blijft een klassieke recessie uit, doordat de balansen van bedrijven en huishoudens niet over de hele linie zwak zijn. China heeft te maken met een totaal ander macro-economisch regime om Japanificatie af te wenden, terwijl het zijn stapsgewijze stimuleringsbeleid voortzet. Het land slaagt erin diepgewortelde deflatie te vermijden, maar een aanhoudende neerwaartse trend in de verkoop en prijzen van huizen verhindert een duurzaam herstel van de binnenlandse consumptie.

De benedentrendmatige groei van de reële activiteit in de ontwikkelde economieën leidt aanvankelijk tot verdere desinflatie, maar uiteindelijk komt de kerninflatie niet consequent ruim onder de 3% te liggen. De steile Phillips-curve – de drijvende kracht achter het narratief van de vlekkeloze desinflatie in 2023 – vlakt weer af nu de inflatie op een lager niveau ligt. Het terugdringen van de inflatie van 3% naar 2% gaat dan ook gepaard met hogere werkloosheidskosten en zal dus veel lastiger blijken te zijn. Ook zullen de producentenprijzen, die de headline-inflatie in 2023 naar beneden leidden, in 2024 weer stijgen als gevolg van een bescheiden herstel in de wereldwijde productiecycclus, een toenemende buitenlandse vraag vanuit China en hogere energieprijzen. Bovendien slaat de decennialange desinflatatoire meewind van de globalisering om in een inflatoire tegenwind voor producenten, doordat de intensiteit van de wereldhandel afneemt. De toegenomen inspanningen van bedrijven om hun CO<sub>2</sub>-voetafdruk te internaliseren zetten ook een rem op de desinflatie.

Centrale bankiers in kleine open economieën die vooroplopen in de wereldwijde cyclus, zoals Klaas Knot uit Nederland, verwelkomen de overgang van vlekkeloze desinflatie naar een zeldzaam geval van 'stagflatie die samenvalt met volledige werkgelegenheid', zoals we zagen toen Nederland in het tweede kwartaal van 2023 formeel in een recessie belandde. Dit kan een voorbode zijn voor de rest van Europa begin 2024. Een vlekkeloze desinflatie kan aanvankelijk worden gevolgd door milde stagflatie in de G7-economieën, maar waarschijnlijk zal dit een zeer instabiel macro-economisch evenwicht blijken te zijn. Uiteindelijk leidt het negatieve effect van een reële rente die langer hoger blijft tot een minder prettige overgang naar 2025, waarbij de eerste barsten in de arbeidsmarkt uitscheuren tot een volledige breuk en de werkloosheid stijgt met 1-2% in plaats van de 0,3% die zowel de Fed als de Europese Centrale Bank (ECB) voorziet voor 2024.

*“ Wij verwachten dat we in 2024 de zwanenzang gaan zien van de vlekkeloze desinflatie*

### Alternatieve scenario's

In ons positieve scenario gaan we uit van een 'zachte landing met banen in overvloed' voor de G7-economieën. De vlekkeloze desinflatie houdt aan en wordt in toenemende mate gestimuleerd door het bewijs dat de arbeidskosten per eenheid product onder controle blijven dankzij de productiviteitswinst naarmate kunstmatige intelligentie (AI) breder wordt toegepast. De kerninflatie komt uit binnen de bandbreedte van 2-2,5%, waardoor centrale banken de rente kunnen verlagen. Bidens intensieve diplomatie met China maakt de weg vrij voor verzoening. De winstcijfers herstellen vanaf het eerste kwartaal van 2024, doordat de omzetgroei weer aantrekt en de pricing power terugkeert. De spreads en de multiples van aandelen laten een daling zien en de correlatie tussen obligaties en aandelen wordt weer negatief.

In ons negatieve scenario, 'stagflatie steekt', wordt de wereld geconfronteerd met nog een negatieve aanbodschock als gevolg van geopolitieke onrust, hoogstwaarschijnlijk door een escalatie van het Israëliësch-Palestijnse conflict. Hoewel de piek in de olieprijs van korte duur blijkt te zijn, duwt die de wereldeconomie wel in een echte recessie, met een inflatie die ver boven het beoogde niveau van centrale banken blijft. Dat zou die centrale banken belemmeren om de rente met de gebruikelijke 400 basispunten te verlagen tijdens een recessie. De winstcijfers dalen met 20%, de highyieldspreads rijzen de pan uit, en aandelen komen in een nieuwe bearmarkt terecht.

### 3. Vier factoren om rekening mee te houden

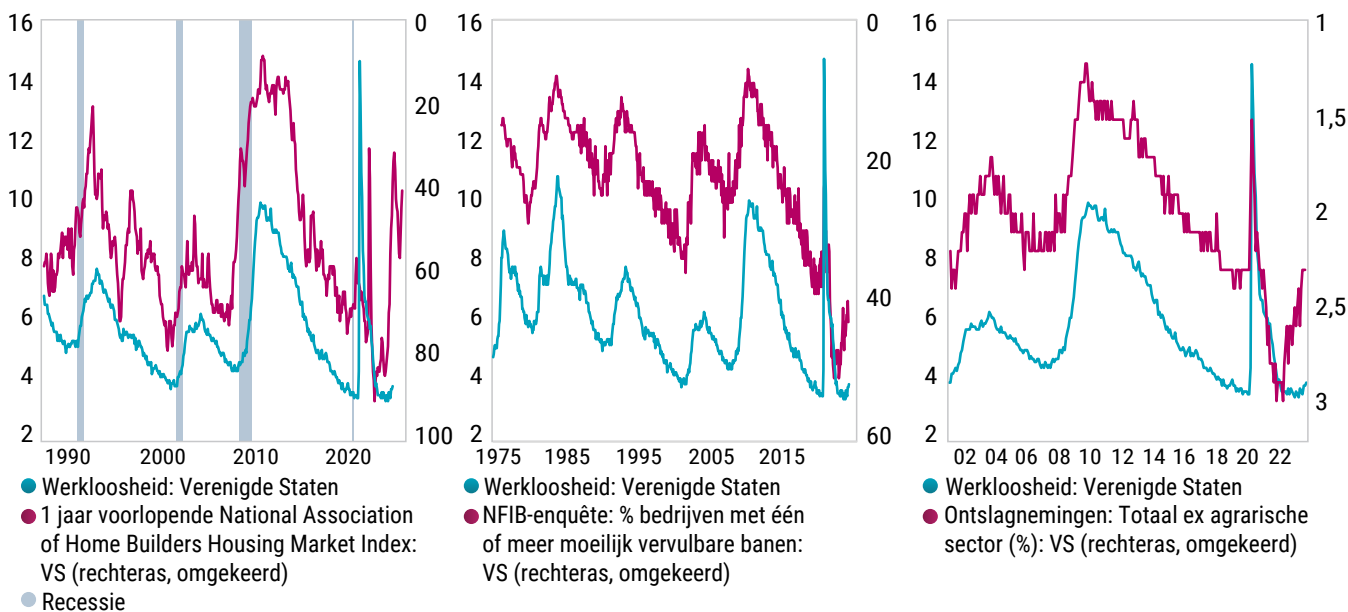
Als we dieper ingaan op ons basisscenario, denken we dat het narratief van de consensus over een zachte landing op losse schroeven komt te staan. Vier factoren die hebben bijgedragen aan de verrassend veerkrachtige wereldeconomie in 2023, zullen namelijk vervagen in de komende 6 tot 12 maanden.

#### 1. Verdere desinflatie valt samen met meer banenverlies

Centrale banken hebben het eenvoudige deel van het desinflatieproces voor elkaar gekregen, maar nu zijn ze toe aan het moeilijke deel. Als de aanvankelijke inflatie zo hoog is als in het afgelopen jaar, dan zijn de kosten van desinflatie in de vorm van banenverlies vrij laag. Dat komt doordat de Phillips-curve behoorlijk steil is bij hoge inflatie. Een hogere rente schraapt eerst overtollige vacatures die aanwezig zijn in een oververhitte economie zonder direct te snijden in daadwerkelijke banen. Bovendien blijkt uit de meest recente literatuur dat deglobalisering en digitalisering ook zorgen voor een steilere Phillips-curve. Maar als de inflatie eenmaal daalt naar een lager niveau, begint de Phillips-curve af te vlakken, wat betekent dat desinflatie naar verhouding meer banenverlies veroorzaakt dan de hoge inflatie.

Voor de VS laten onze berekeningen zien dat een daling van de inflatie met 25 basispunten doorgaans duidt op een stijging van de werkloosheid met 1% op jaarbasis. Maar in de voorbije 12 maanden heeft een daling van de inflatie met een vergelijkbare 25 basispunten geleid tot een stijging van de werkloosheid met minder dan 0,1%, doordat de Phillips-curve erg steil was. Daarom gaan de laatste loodjes voor centrale banken in de ontwikkelde markten – het terugbrengen van de inflatie van de huidige 4% naar 2% – waarschijnlijk gepaard met toenemend banenverlies naarmate de Phillips-curve normaliseert. In de eurozone zien we al een sterkere daling van het aantal vacatures in Duitsland en Spanje, terwijl drie voorlopende indicatoren voor de Amerikaanse arbeidsmarkt erop wijzen dat de

**Figuur 1: Drie voorlopende indicatoren met dezelfde boodschap: de Amerikaanse arbeidsmarkt gaat afkoelen**

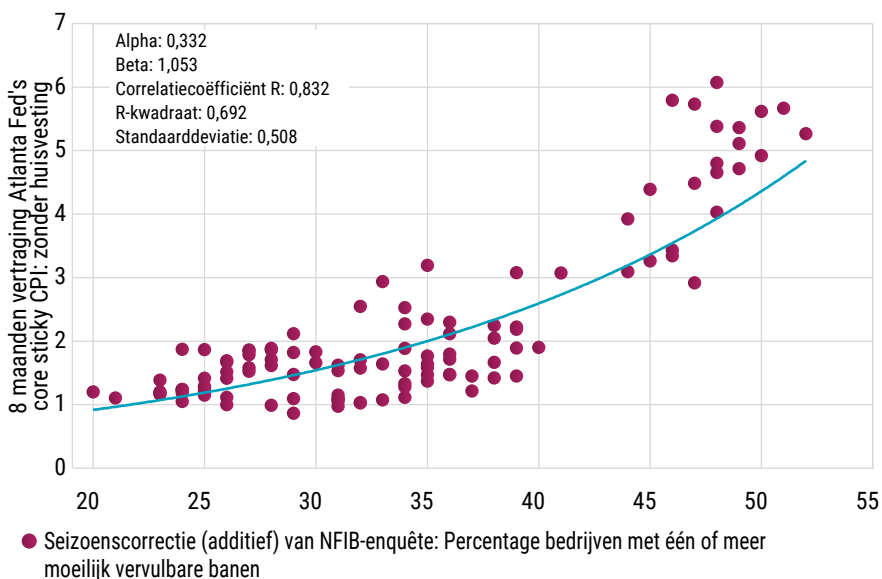


Bron: LSEG Datastream, Robeco.

werkloosheid in de VS in ons basisscenario heel goed op 5-6% kan uitkomen in 2024. Een afnemend aantal ontslagnemingen, een dalend sentiment op de huizenmarkt en een gerapporteerde versoepeling bij het vervullen van openstaande vacatures door werkgevers zijn allemaal signalen dat het tij op de Amerikaanse arbeidsmarkt op het punt staat te keren.

**Zal de arbeidsmarkt genoeg afkoelen? Centrale banken zijn mogelijk terughoudend als het gaat om het verlagen van de rente in een omgeving met een hardnekkige kerninflatie.** We verwachten dan ook dat ontwikkelde economieën stagneren in 2024, doordat de drijvende kracht van een verhitte arbeidsmarkt wegebt. Maar zelfs bij een stijging van de werkloosheid in lijn met waar de voorlopende indicatoren op dit moment op wijzen, blijft de kerninflatie in 2024 mogelijk rond de 3% hangen. De Fed zal niet tevreden zijn met het effect van deze stagflatie en terughoudend zijn om de rente te verlagen. Zo moet de voorlopende indicator van de NFIB 'één of meer moeilijk vervulbare banen' bijvoorbeeld nog verder dalen tot onder het niveau van 40% om de kerninflatie zonder huisvesting te zien dalen richting de 2%.

**Figuur 2: Er is veel verslapping op de arbeidsmarkt nodig om de kerninflatie (zonder huisvesting) in de VS terug te brengen naar 2%**



Bron: LSEG Datastream, Robeco.

## 2. Afnemende immuniteit voor hoge rente

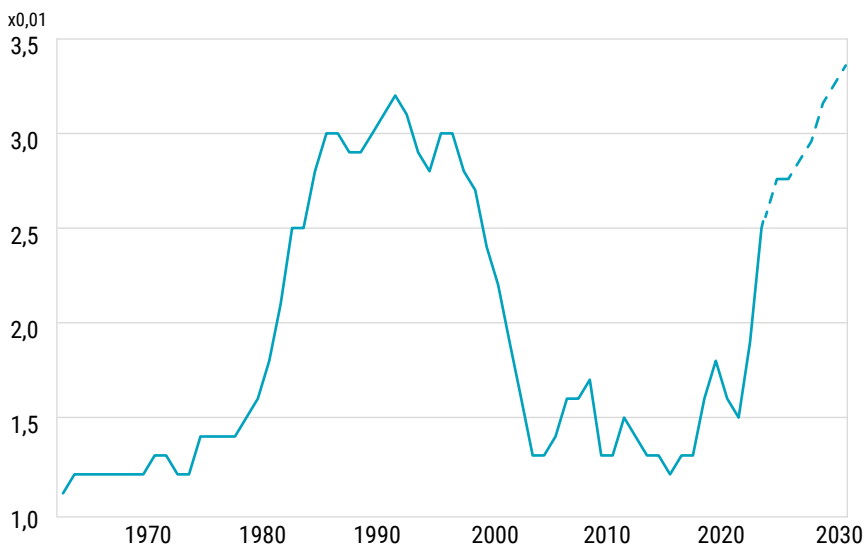
Landen, bedrijven en huishoudens konden zeer lage rentes vastzetten in het tijdperk van kwantitatieve verruiming en tijdens de nasleep van de pandemie, terwijl ze ook de looptijd van hun schuld hebben verlengd. Daardoor zijn ze immuun geworden voor een omgeving met een oplopende rente. Tijdens de schuldafbouw na de grote financiële crisis vond ook een verschuiving plaats naar financiering met een vaste rente. De kapitaalmarkten hebben de afgelopen jaren opmerkelijk goed gefunctioneerd, bedrijven en huishoudens geholpen en in overvloed goedkope financiering verstrekt, waardoor zelfs zombiebedrijven overeind bleven. In 2021 waren de betalingsachterstanden van huishoudens en bedrijven historisch laag, maar in 2022 werd een bodem bereikt toen de centrale banken begonnen aan hun verkrappingscyclus. De werkzame immuniteit tegen een hogere rente zal verder afnemen.



**Staatsobligaties: Nieuwe netto-uitgifte is niet goedkoop**

Voor staatsobligaties neemt de netto-uitgifte in 2024 waarschijnlijk sterk toe, en de nettokasbehoefte zou kunnen uitkomen op 15% van de marktomvang. Nu de rente op staatsobligaties zich op het hoogste punt in 15 jaar bevindt, kan deze uitgifte om verschillende redenen duur worden. Ten eerste neemt de bruto-uitgifte toe, deels door de verschuiving naar procyclische fiscale verruiming na de pandemie. Aanhoudende fiscale verruiming bij een reële bbp-groei die al boven de trend ligt, belemmert de noodzakelijke afkoeling van de economie om de Amerikaanse inflatie onder controle te krijgen. Zorgen over fiscale ontsporing hebben gedeeltelijk bijgedragen aan de recente versteiling van de Amerikaanse yield curve. Een verdere verlaging van de Amerikaanse creditrating – als gevolg van fiscale ontsporing of een sterker dan verwachte kerninflatie (2,6% voor de PCE-kerninflatie in 2025) – kan ervoor zorgen dat obligatiebeleggers nerveus blijven. Ten tweede zullen centrale banken die van plan zijn om hun balans verder te verkleinen tot 2024, ook het aanbod van staatsobligaties verhogen. Zo heroverweegt de ECB waarschijnlijk begin 2024 of ze de herbeleggingen in het kader van haar PEPP-programma voortzet. Ten derde vereisen hogere rentelasten op uitstaande schulden ook meer uitgiftes. Volgens schattingen van het CBO komen de nettorentelasten voor Amerikaanse Treasuries in 2024 uit op 2,7% van het nominale bbp, het hoogste niveau sinds 1998. Zolang de fiscale inspanningen in de VS in toenemende mate worden gericht op categorieën met een lage of zelfs negatieve fiscale multiplier (defensie-uitgaven behoren notoir tot die laatste categorie), heeft een procyclisch fiscaal beleid uiteindelijk een zelfvernietigend effect.

**Figuur 3: De erfenis van fiscale spijlucht**



● CBO Forecast-enquête: Prognose van de nettorentelasten als % van het nominale bbp: Verenigde Staten

Bron: LSEG Datastream, Robeco.

**Bedrijfsobligaties: Uitlopende spreads beginnen financiële risico's te weerspiegelen**

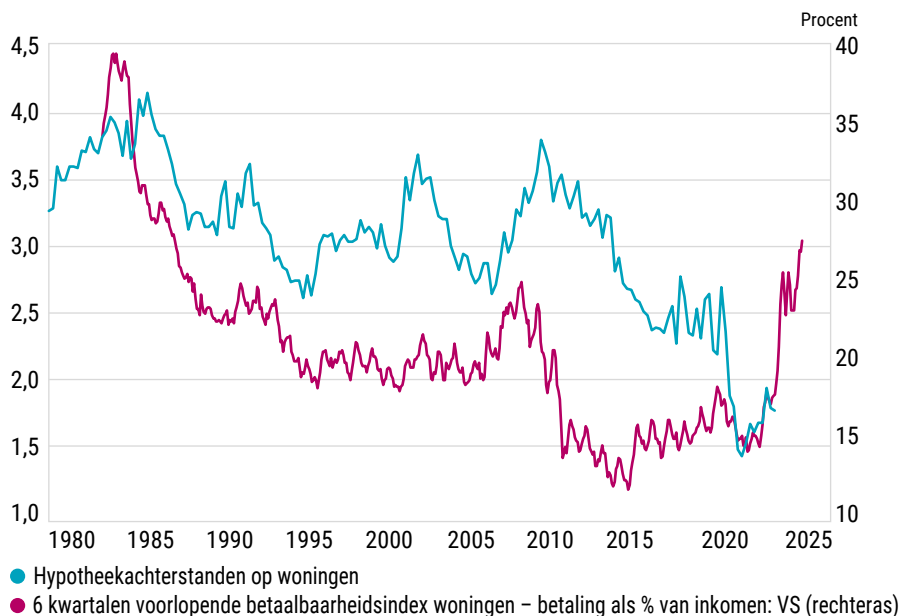
Wat bedrijfsobligaties betreft staan issuers van investmentgrade- en highyieldobligaties voor een maturity wall, een muur van aflopende obligaties, in 2025/2026. Ze zijn genoodzaakt om volgend jaar de markt op te gaan, omdat de datums voor herfinanciering naderen. Op dit moment verwacht de Bank voor Internationale Betalingen (BIS) een meer uitgesproken maturity wall voor investment grade in 2024 en waarschuwt ze dat "zelfs solide balansen de effecten van de hogere rente kunnen voelen". Verschillende indicatoren wijzen erop dat er iets borrelt en dat de verkrapping door centrale banken begint door te werken. Terwijl het aantal faillissementsaanvragen door Amerikaanse bedrijven sinds het derde kwartaal van 2022 met 29% is gestegen, worden in het Verenigd Koninkrijk (VK) de stijgende kapitaalkosten nu het vaakst genoemd als de belangrijkste reden om de kapitaaluitgaven te beperken. In Duitsland is het aantal insolventies sinds vorig jaar met 37% toegenomen. Op de highyieldmarkt is de aandacht verscherpt. De spreads liepen uit in september, maar liggen nog altijd onder het niveau dat past bij een milde recessie. Een verdere stijging van de spreads op bedrijfsobligaties tot in 2024 zou een afspiegeling zijn van een verzwakkende balanskwaliteit als gevolg van een verslechterende rentedekkingsgraad.

**Huishoudens: Bijna geen kredietruimte meer**

Een soortgelijk verschijnsel is waarneembaar voor huishoudens. De betalingsachterstanden voor hypotheekleningen zijn weliswaar gestegen vanaf het laagste punt ooit in 2021, maar zijn met 1,75% nog altijd gematigd. Maar als we kijken naar hypotheekbetalingen als percentage van het inkomen van Amerikaanse huishoudens, nemen de betalingsachterstanden waarschijnlijk toe – ook al kan de piek in hypotheekachterstanden zich ook heel goed pas in 2025 aandienen in plaats van in 2024. Een verdere verslechtering van de betaalbaarheid van huizen in de VS (nu op het slechtste punt sinds 1985, met 26% van het inkomen dat naar hypotheekbetalingen gaat) kan de vraag naar huizen afkoelen en het vermogens-effect van huizen aantasten.

Er wordt verdere uitputting van de Amerikaanse consument verwacht, doordat het spaaroverschot nu is opgebruikt. Daar staat wel een stijging van doorlopend consumentenkrediet tegenover. Deze compensatie komt echter steeds meer in het gedrang door de hoge rente op consumentenkrediet. De overwaarde lijkt een hoogtepunt te hebben bereikt, waardoor een rugwind voor de consumptieve bestedingen wegvalt. Als gevolg daarvan is het volume van de Amerikaanse detailhandelsverkopen de laatste tijd gestagneerd en verwachten we dat de consumptiegroei in de VS in 2024 vertraagt tot onder het trendmatige tempo met een groei van 1% op jaarbasis.

In de eurozone loopt de consumentencyclus voor op die in de VS, want daar laten de detailhandelsverkopen al een daling zien. Dit beperkt ook het extra neerwaartse risico van de consumentenvooruitzichten ten opzichte van de VS in 2024. Er valt enige stabilisatie te verwachten na een stijgende reële loongroei. Maar waarschijnlijk beperken de hogere energiekosten, de stijgende kosten voor het herfinancieren van hypotheekleningen en een lichte verslechtering van de baan zekerheid de bereidheid om de reële inkomensgroei uit te geven. Dit zou ervoor kunnen zorgen dat de recente opwaartse trend van de spaarquote in de eurozone intact blijft en dat de werkloosheid in die regio tegen 2025 met 0,5-1% toeneemt.

**Figuur 4: De betalingsachterstanden van Amerikaanse huishoudens gaan oplopen**

Bron: LSEG Datastream, Robeco.

### 3. Uitdagingen op (geo)politiek vlak in 2024

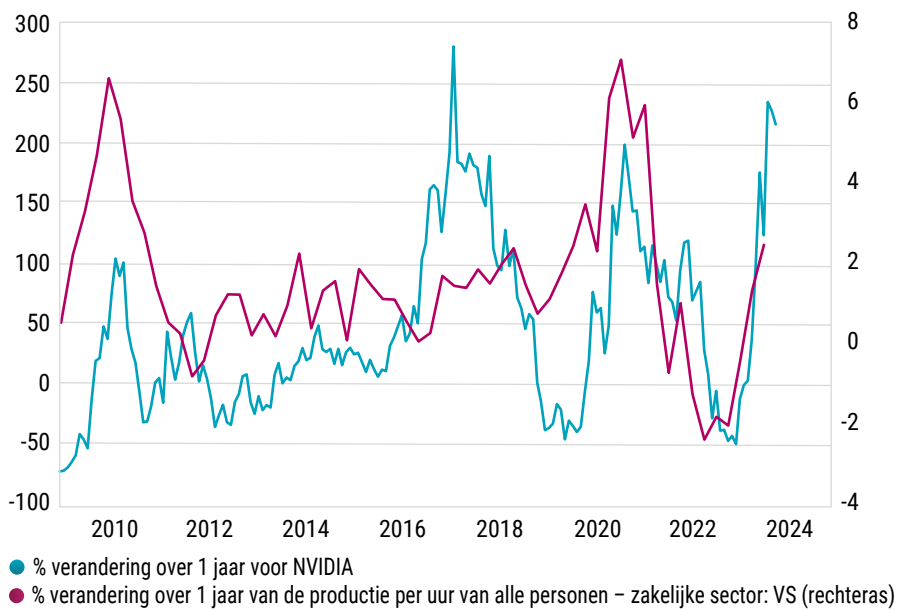
In 2024 vinden er belangrijke verkiezingen plaats binnen de G7, met de Amerikaanse presidentsverkiezingen op 5 november en de verkiezingen voor het Europees Parlement van 6 tot 9 juni. Beide verkiezingen kunnen tot de meest omstreden verkiezingen in de democratische geschiedenis gaan behoren, in navolging van de aanval op het Amerikaanse Capitool op 6 januari 2021, de opkomst van extreemrechtse Europese partijen, de oorlogen in Oekraïne en het Midden-Oosten, en de moeizame relatie tussen het Westen en China. Financiële markten vinden het moeilijk om de uitkomst van geopolitieke gebeurtenissen te voorspellen. In plaats daarvan zouden de markten zich echter moeten richten op de vraag of de risico's van mogelijke uitkomsten voldoende zijn ingeprijsd. Tot nu toe is er in onze ogen nog te weinig gereageerd op de potentiële economische risico's van een steeds verder versplinterende wereldorde. We verwachten dat de gestage toename van de onzekerheid over het wereldwijde economische beleid de komende tijd aanhoudt, wat ook hogere risicopremies in financiële beleggingen zou rechtvaardigen.

### 4. Maakt AI de hype waar?

Als data het nieuwe goud is, dan is generatieve AI de sleutel tot het verbeteren van de winning ervan. Het aandeel NVIDIA, een vooraanstaande chipfabrikant die in wezen de pikhouwelen en schoppen levert voor AI-motoren, is sinds het begin van het jaar bijna verdrievoudigd. Dit laat zien dat er een ware moderne goudkoorts heerst, die er mogelijk voor zorgt dat de gunstige desinflatie langer aanhoudt door de aanbodzijde van de wereldeconomie een welkome impuls te geven en de loonkosten per eenheid product te verlagen. Volgens de IBM Global AI Adoption Index was in 2022 wereldwijd slechts een op de vijf bedrijven niet van plan om AI te gebruiken. In de productiviteitscijfers van 2023 is echter nog geen positief effect van AI op de aanbodzijde zichtbaar. De productiviteitsgroei in de VS blijft gematigd met 1,4% (jaar-op-jaar) in het tweede kwartaal, onder het gemiddelde van 1,9% na de industriële revolutie. Om Robert Solow te parafraseren: we zien AI overal behalve in de productiviteitsstatistieken.

“ Als data het nieuwe goud is, dan is generatieve AI de sleutel tot het verbeteren van de winning ervan

**Figuur 5: Is de recente indrukwekkende performance van NVIDIA een voorteken voor versnellende productiviteit in de VS?**



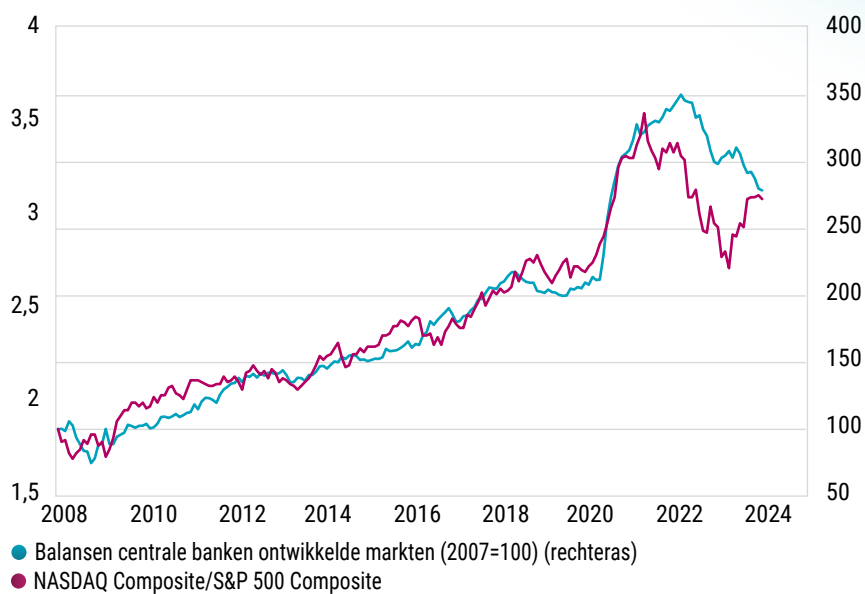
Bron: LSEG Datastream, Robeco.

In 2024 remmen hogere kapitaalkosten de vereiste kapitaaluitgaven voor met name kleinere bedrijven om hun technologische grenzen te verleggen steeds meer af. Zwakte in de cloudsegmenten van NVIDIA's klanten in het derde kwartaal kan erop wijzen dat de AI-hype aan het uitdoven is. De bredere investeringsplannen in de VS zijn gekelderd, wat erop wijst dat de bijdrage van investeringen in vaste activa aan het bbp waarschijnlijk afneemt in 2024. Daardoor zorgt een brede implementatie van AI vermoedelijk niet voor aanhoudende desinflatie. Toch loopt de productiviteit historisch gezien duidelijk achter op de cyclus met initiële investeringen. Sommige positieve technologische overloopeffecten van eerdere AI-gerelateerde investeringen kunnen doorwerken in de productiviteitsgroei van de G7 in 2024.

## 4. Vooruitblik financiële markten

De financiële omstandigheden zijn heel 2023 ruim gebleven, ondanks een aanzienlijke verkrapping van het monetaire beleid. Gemeten naar geldhoeveelheid M2 als deel van het bbp is de liquiditeit afgenomen, maar ligt die nog wel steeds boven het niveau van voor Covid. Daarnaast heeft de vlekkeloze desinflatie ook de performance van risicovolle beleggingen aanhoudend gestimuleerd, terwijl de winstgroei verrassend genoeg omhoog ging ten opzichte van de consensusverwachting.

**Figuur 6: Technologieaandelen negeren vooralsnog het dalende liquiditeitsoverschot**



Bron: LSEG Datastream, Robeco.

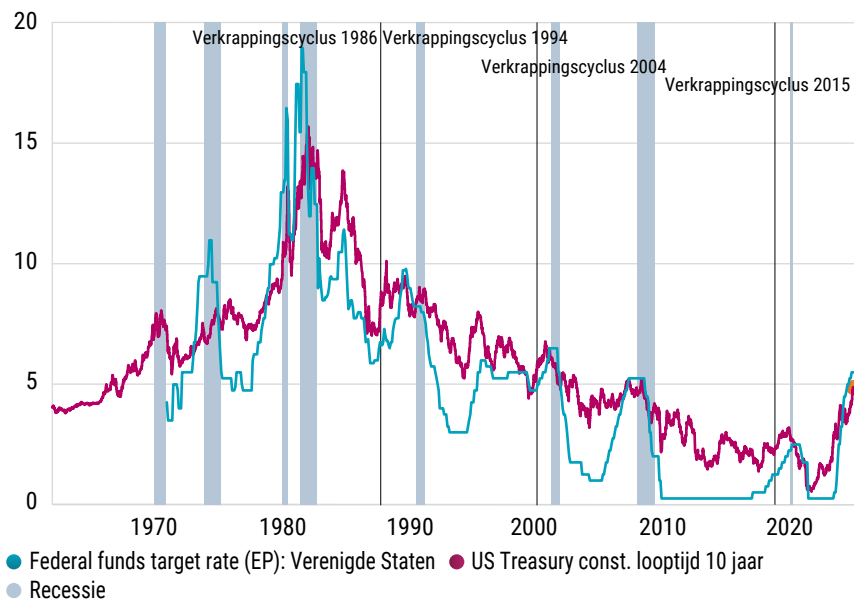
### Vooruitzichten voor obligaties en rentes: De verstelling is nog niet uitgeput

De centrale banken zijn buitengewoon agressief geweest. Zo komt de Fed normaal gesproken met een renteverlaging als het ISM-cijfer onder de 50 zakt, ook al ligt de inflatie nog boven het beoogde niveau (de uitzondering hierop was het Volcker-tijdperk in het begin van de jaren 80). Maar nu er in onze ogen een einde komt aan de vlekkeloze desinflatie, naderen we een fase in de monetaire beleidscyclus waarin de afweging tussen het nastreven van een bepaald inflatieniveau en het behouden van volledige werkgelegenheid steiler wordt. Centrale banken handhaven de rente op een plateau en benadrukken dat die langere tijd hoog blijft om te zien hoe de zaken tegen elkaar opwegen. Deze agressieve pauze houdt mogelijk nog langer aan dan op dit moment wordt ingeprijsd in de curve van Fed funds futures, maar toch kan de omschakeling abrupt zijn, waarbij de beleidsrente van de Fed eind 2024 waarschijnlijk onder de marktverwachting van 4,75% uitkomt.

Het was opnieuw een moeilijk jaar voor beleggers in wereldwijde obligaties, doordat de alom verwachte piek in de rente van staatsobligaties begin 2023 uitbleef. In plaats daarvan liep de Amerikaanse 10-jaarsrente op naar 5% door het opkomende narratief dat de rente langer hoger blijft en de vrees voor fiscale ontsporing in de VS. De piek in de rente ligt mogelijk nog voor ons nu centrale bankiers meer kijken naar de cijfers en ze de beleidsrente handhaven op een plateau. Daarmee laten ze het aan de obligatiemarkt over om uit te zoeken of verdere actie nodig is bij een gebrek aan duidelijke prognoses. Zelfs de

Japanse obligatiemarkt ontkomt niet aan deze dynamiek. De geschiedenis leert ons dat het piekniveau van de Amerikaanse 10-jaarsrente in de laatste cycli heel dicht in de buurt kwam van de piek in de beleidsrente, wat betekent dat de Amerikaanse 10-jaarsrente deze keer iets boven de 5% zou kunnen pieken. Zolang het Amerikaanse CPI-cijfer niet ruimschoots onder de 3% ligt, zijn langlopende Amerikaanse obligaties geen goede afdekking van aandelenrisico.

**Figuur 7: Piek in 10-jaars Treasuries waarschijnlijk, maar onder de piek van de Fed funds rate**



Bron: LSEG Datastream, Robeco.

Nu de Fed voorlopig in de wachtstand staat, kunnen verdere positieve macro-economische verrassingen voor de Amerikaanse economie zorgen voor extra bear steepening, mogelijk aangewakkerd door zorgen over het netto-aanbod in 2024 met fiscale ontsporing die ook een hogere termijnpremie vereist. Uit onze analyse komt naar voren dat de curve doorgaans steiler wordt voor het begin van een recessie: in de laatste vier cycli was het verschil tussen de rente op 10-jaars en 2-jaars Amerikaanse Treasuries aan het begin van de NBER-recessie gemiddeld genomen 60 basispunten.

	<b>2-10-jaarscurve bij begin recessie (in %)</b>	<b>2-10-jaarscurve bij eerste verlaging door Fed (in %)</b>
Jul. 1990	0,4	0,4
Mrt. 2001	0,7	0,5
Dec. 2007	1,0	0,6
Feb. 2020	0,2	0,0
Gemiddeld	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>

Als de geschiedenis zich herhaalt, zou de curve tot 2024 nog eens kunnen versteilen, al is het onwaarschijnlijk dat dit volledig bestempeld kan worden als bear steepening (hoofdzakelijk gedreven door het lange eind van de curve), vooral als we een Amerikaanse groeivertraging naderen. Naarmate de scheuren in de Amerikaanse arbeidsmarkt duidelijker worden in het tweede halfjaar van 2024, zou de bear steepening door de grotere kans op een renteverlaging door de Fed kunnen overgaan in bull steepening, waarbij vooral de 2-jaarsrente daalt. Doorgaans laat de rente op Amerikaanse 10-jaars Treasuries in de eerste 12 maanden na de piek in de Fed-rente een daling van 60 basispunten zien. Waar het lange eind van de Amerikaanse en Britse curve aantrekkelijk gewaardeerd lijkt voor een long durationpositie, wijzen onze waarderingmodellen erop dat 10-jaars Bunds nog niet goedkoop zijn.

*“ Er zou een goed instapmoment voor high yield kunnen ontstaan in 2024, doordat deze beleggingscategorie relatief gezien al aantrekkelijk gewaardeerd is ten opzichte van aandelen*

Voor risicovolle obligaties (investment grade en high yield) zien we dat de spreads beginnen uit te lopen, maar wel vanaf een hoog waarderingniveau. Ons marktwaardemodel voor high yield suggereert dat de huidige markt rond de 560 basispunten zou moeten handelen in plaats van onder de 500 basispunten. Zelfs bij een milde recessie liggen de highyieldsreads doorgaans rond de 700-800 basispunten. Een spreadstijging van 200-300 basispunten in 2024 voor wereldwijde highyieldobligaties zou dan ook niet in strijd zijn met de markt, want daarmee wordt erkend dat het herfinancieringsrisico toeneemt en dat de rentedekking verslechtert door tegenvallende winsten (zie het gedeelte over aandelen). Bedrijven met een bovengemiddelde cashpositie zijn echter relatief goed beschermd. Er zou een goed instapmoment voor high yield kunnen ontstaan in 2024, doordat deze beleggingscategorie relatief gezien al aantrekkelijk gewaardeerd is ten opzichte van aandelen. Bovendien doen highyieldobligaties het doorgaans beter dan aandelen over een horizon van 12 maanden zodra de spreads boven de 700 basispunten uitkomen.

#### **Vooruitzichten voor de aandelenmarkten: Tegenwind voor de winsten**

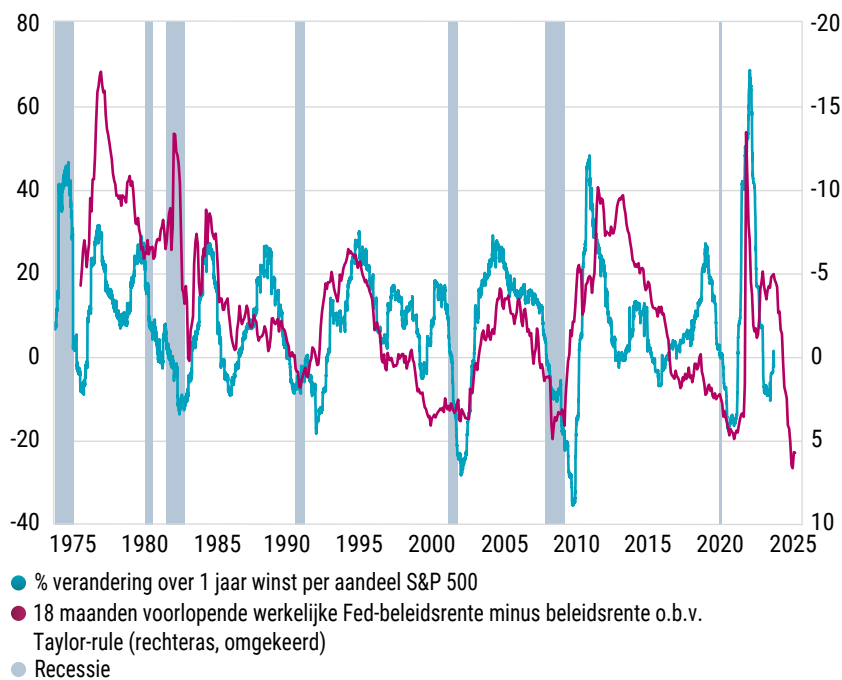
Wij denken dat de consensus in de aandelenmarkt correct is door een daling van de multiples te verwachten voor 2024, met het oog op een verwachte verdere afname van het liquiditeitsoverschot, turbulente geopolitieke ontwikkelingen die hogere risicopremies vereisen, en het negatieve effect van een reële rente die langer hoog blijft. Maar in onze ogen overschat de markt de winstgroei. Tijdens een economische vertraging zien we meestal een daling van zowel de multiples als de winst. De huidige consensus voor de winst per aandeel in 2024 voor de MSCI ACWI Index van 11,4% is moeilijk te rijmen met onze verwachting dat de G7-economieën in 2024 grotendeels stagneren. Zodra de beleidsrente in de G7-economieën een piek heeft bereikt, daalt de winst per aandeel van de MSCI ACWI doorgaans met 2% in de daaropvolgende zes maanden en met bijna 10% in het volgende jaar.

Winst per aandeel MSCI AC World na piek in beleidsrente G7

	6 maanden	12 maanden
Feb. 1995	-5,3%	-16,2%
Dec. 2000	-3,2%	-21,3%
Aug. 2007	3,7%	2,2%
Dec. 2018	-1,7%	-4,0%
Gemiddeld	-1,6%	-9,8%

Onze maatstaf voor verkrapping door de Fed (werkelijke beleidsrente minus Taylor-rule-schatting) wijst ook op verdere verzwakking van de algemene winsten, voordat een duurzaam herstel ingezet kan worden.

Figuur 8: Mate van Fed-verkrapping wijst op risico voor neerwaartse consensus over winst per aandeel in 2024



*“Het grootste opwaartse risico voor ons basisscenario is het potentieel voor een sterke stijging van de multiples in de brede aandelenmarkt*

Samengevat zijn de risico’s voor de consensusverwachting voor de winst in 2024 in onze ogen neerwaarts gericht. Een uitzondering hierop is Europa, waar de consensusverwachting voor de groei van de winst per aandeel te laag lijkt met 3%, zelfs

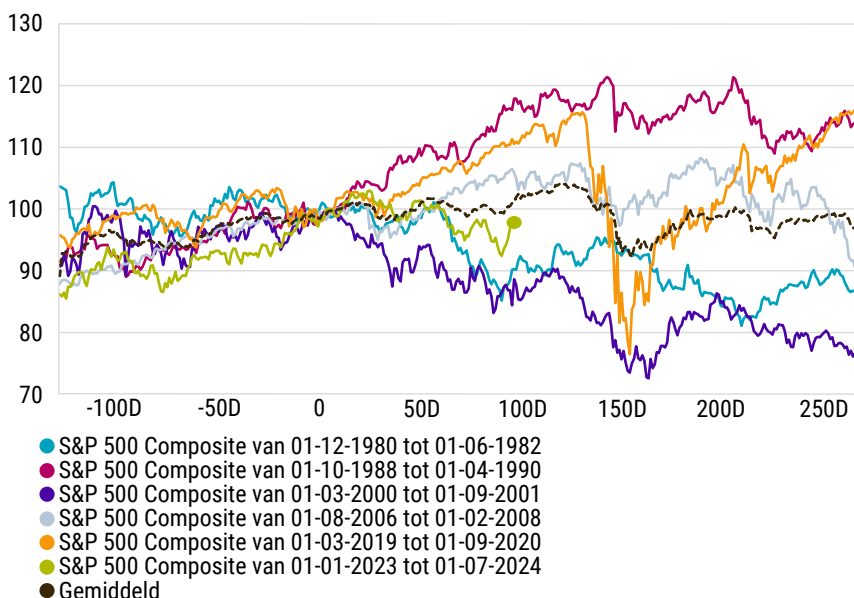


als we slechts een traag herstel zien na een milde recessie in de eurozone eind 2023/ begin 2024. De terugkoop van aandelen door Europese bedrijven met veel cash zorgt voor een bodem. De Japanse aandelenmarkt is niet duur op basis van de verwachte koers-winstverhouding. De relatieve performance van Japan ten opzichte van de MSCI AC World Index bleef achter bij de verzwakkende Japanse yen, wat wijst op een toekomstige waardeinstijging van de yen. Als de wisselkoers tussen de Amerikaanse dollar en de yen boven de 130 blijft, kan dat een rugwind zijn voor Japanse exporteurs.

De korting van aandelen uit opkomende markten ten opzichte van die uit ontwikkelde markten ligt boven het historische gemiddelde (35% korting op de koers-winstverhouding). Wij zien een goed instapmoment voor de opkomende markten nu de Amerikaanse dollar piekt en de recente golf stimuleringsmaatregelen in China zijn vruchten begint af te werpen, wat opkomende markten in bredere zin een impuls geeft. De verwachte winstgroei van 15% voor de komende 12 maanden blijft echter een zeer hoge horde met het oog op de recessie in de G7 in 2024. Zonder een sterk herstel van de wereldwijde productiesector is het moeilijk om een brede, duurzame rally in opkomende markten te bewerkstelligen.

De Amerikaanse aandelenmarkt is duur, met een multiple van 30,8 op basis van de Shiller CAPE, en laat een jaar na de piek in de inversie van de 2-10-jaarscurve gemiddeld genomen een daling zien, wat onze negatieve verwachting voor zowel de winst per aandeel als de multiples voor de komende 6-12 maanden ondersteunt. Het grootste opwaartse risico voor ons basisscenario is het potentieel voor een sterke stijging van de multiples in de brede aandelenmarkt. Dit potentieel wordt veroorzaakt door een scherpe daling van de reële rente als gevolg van een renteverlaging door de Fed, die is doorgevoerd omdat de inflatie tijdens een zachte landing is gedaald richting het beoogde niveau.

**Figuur 9: S&P 500 na de piek in de inversie van de 2-10-jaarscurve: wordt het script van het Volcker-tijdperk gevolgd?**



Bron: LSEG Datastream.

### Vooruitzichten voor de valutamarkten: Piekende dollar, sterkere yen

In onze ogen is de Amerikaanse dollar duur, met een premie van 18% ten opzichte van de relatieve koopkrachtpariteit. Ook als we kijken naar het verschil in 2-jaarsrente ten opzichte van de euro, zou het valutapaar euro/dollar tussen de 1,15-1,20 moeten handelen. We verwachten een piek in de rally van de dollar als de Fed dichterbij de verlagingsfase van de cyclus komt en daarmee voorloopt op de ECB. Een ander interessant paar om in de gaten te houden in 2024 is dollar/yen, omdat de korting van de yen op de relatieve koopkrachtpariteit van 34% nu zelfs het laagterecord van 1982 heeft overschreden. Katalysatoren voor een rally van de yen zouden van buitenaf kunnen komen, als de Fed begint met het verlagen van de beleidsrente, of als gevolg van instroom in veilige havens tegen de achtergrond van geopolitieke onrust. Een interne katalysator is de waarschijnlijke beëindiging van het langdurige negatieverentebeleid door de Bank of Japan in 2024.

## 5. Samenvatting

### WEGWIJZERS 2024

	Checklist	Nu	Verwachting over 12 maanden
In 2023 waren de winsten veerkrachtig en hebben de aandelenkoersen de zwaartekracht van de hogere rente getrotseerd, maar er zitten herwaarderingen aan te komen doordat de koersen reageren op verlagingen van de winst per aandeel.	Waarderingen		
De bedrijfswinsten hebben verrast met tekenen van margeherstel. Maar het volledige effect van de hoge rente is nog niet zichtbaar. De consensus over de wereldwijde winstverwachtingen voor 2024 is veel te optimistisch.	Winsten		
De fiscale impuls neemt waarschijnlijk af in 2024, al blijft die netto nog wel verruimend in het belangrijke verkiezingsjaar voor de VS en het Europees Parlement.	Fiscaal beleid		
De beleidsrente blijft langer hoger, omdat het moeilijk blijkt om de kerninflatie terug te brengen naar 2-2,5%.	Monetair beleid		
Er ligt verdere (bear) steeping van de yield curve in het verschiet, wat een recessie-signaal is. Herwaardering van het recessierisico en de turbulente geopolitiek zorgen waarschijnlijk voor een piek in de rente op langlopende obligaties in 2024. Het korte eind van de curve heeft betere kaarten in 2024.	Hellingshoek yield curve ↑		
De spreads lopen waarschijnlijk uit door herwaardering van het recessierisico in 2024/2025 en de krappe financiële omstandigheden. Eind 2024 ontstaat er mogelijk een goed instapmoment voor high yield, maar investment grade is aantrekkelijker gewaardeerd dan high yield, ook al kan die in eerste instantie last blijven houden van tegenwind van de duration.	Spreads ↑		
De Amerikaanse dollar is duur door afwijking ten opzichte van de relatieve koopkrachtpariteit. Gezien de renteversillen ten opzichte van de euro zou die moeten handelen rond 1,15-1,20. De dollar blijft echter de enige Amerikaanse 'veilige haven', doordat fiscale ontsporing een negatief effect heeft op obligaties via herstel van de termijnpremie. De yen stijgt waarschijnlijk in waarde ten opzichte van de dollar.	Amerikaanse dollar ↓		
Een milde recessie zorgt waarschijnlijk voor een daling van de olieprijs, maar er blijft een aanzienlijk opwaarts risico bestaan door de geopolitieke volatiliteit.	Olie- en energieprijzen ↓		
De financiële omstandigheden blijven verkrappen in 2024, waardoor er dingen kunnen breken (leveraged loans, vastgoed).	Financiële omstandigheden		
De huizenmarkten koelen waarschijnlijk af als gevolg van de verslechterende betaalbaarheid van huizen en betalingsachterstanden.	Huizenmarkt		
De werkloosheid in de VS en de eurozone stijgt tegen het einde van 2024 met 1-2% als de opofferingsratio door het krappe monetaire beleid toeneemt.	Arbeidsmarkt		

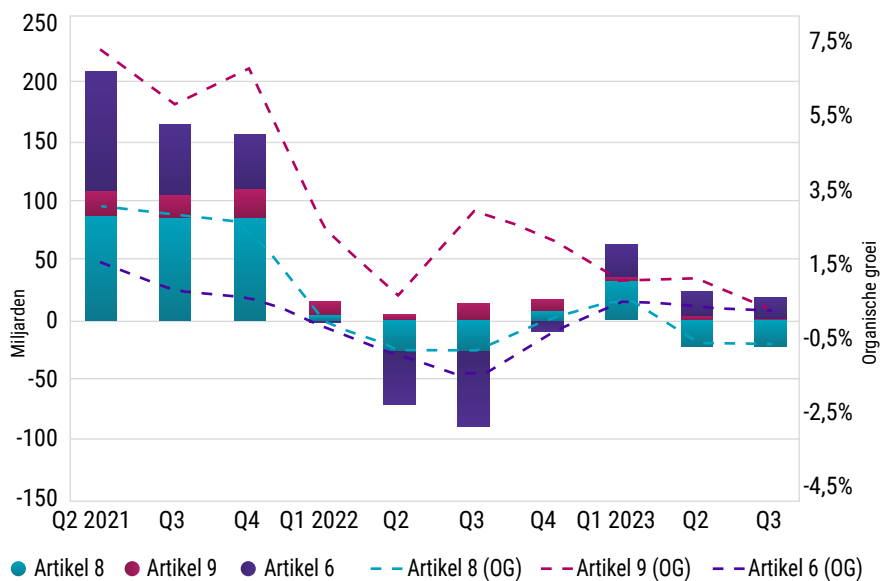
# Vooruitzichten duurzaam beleggen

In 2023 had duurzaam beleggen te kampen met flink wat tegenwind, maar voor de lange termijn zien we dat duurzaamheid nog steeds stevig verankerd is in nieuwe regelgeving, obligatie-uitgiftes en aandeelhoudersvergaderingen.

# 1. Inleiding: Enige tegenwind, maar ondersteuning op lange termijn vanuit regelgeving

Duurzaam beleggen werd in 2023 geconfronteerd met de nodige tegenwind. Ten eerste was er in de VS politiek gedreven weerstand tegen ESG, wat een forse impact had op bedrijven en beleggers. Ten tweede kregen duurzame fondsen, die over het algemeen minder beleggen in fossiele brandstoffen en meer in duurzame energiebedrijven, na vele jaren van goede performance te maken met een lager rendement. De hoge olie- en gasprijzen waren positief voor producenten van fossiele brandstoffen, terwijl de hogere rente een rem zette op projecten voor hernieuwbare energie, in een toch al zeer concurrerende sector. De zwakkere performance was terug te zien in de instroom in fondsen, die voor het eerst sinds lange tijd achterbleef bij traditionele beleggingen (Figuur 1).

**Figuur 1: Instroom per kwartaal voor Artikel 8 en 9 (duurzaam) versus Artikel 6 (niet-duurzaam)**



Bron: Morningstar Direct. Cijfers per september 2023. Gebaseerd op SFDR-gegevens uit het prospectus van 97,6% van de fondsen die in de EU te koop zijn, met uitzondering van geldmarktfondsen en feederfondsen.

## Verliest de anti-ESG-beweging terrein?

We zien dat de meeste financiële instellingen, ondanks de krantenkoppen en het anti-ESG-geluid, veel werk blijven verzetten op het gebied van duurzaamheid en meer specifiek het klimaat. In de VS is er echter sprake van greenhushing, waarbij ESG-strategieën de term 'ESG' vervangen door bijvoorbeeld 'klimaat' of 'decarbonisatie' om politieke druk te vermijden, zonder dat ze iets aan de strategie veranderen. Monetaire stimuleringsmaatregelen zoals de Inflation Reduction Act (IRA) en overheidssubsidies leveren naast een positieve impact op het klimaat ook duidelijke economische voordelen op, en dat geldt ook voor veel rode staten. Ondertussen werkt de Amerikaanse SEC aan richtlijnen voor bedrijven om te rapporteren over klimaatrisico's.

Of de anti-ESG-beweging minder uitgesproken is na de verkiezingen hangt mede af van de uitslag. Blijft dezelfde regering aan de macht, dan zouden de belastingvoordelen een mechanisme voor verandering moeten blijven. Bij een andere uitslag verwachten we echter niet dat lopende projecten worden stopgezet of teruggedraaid. Ook voor invoering van de IRA werd er al enorm veel geïnvesteerd in hernieuwbare energie, iets wat aanhield ondanks een Republikeinse regering. Hetzelfde zal nu waarschijnlijk het geval zijn. De mondigheid van de anti-beweging is moeilijk te voorspellen, maar we verwachten dat die in ieder geval sterk blijft op het gebied van sociale kwesties.

## “ *Nieuwe generaties blijven van financiële instellingen verwachten dat ze hun invloed aanwenden om duurzame ontwikkeling te bevorderen* ”

Wat verwachten we van de instroom in duurzame fondsen en van hun performance? Met het oog op het aanzienlijke staartrisiko dat de olieprijs ondanks een afzwakkende groei langer hoog blijft in 2024, is het mogelijk dat we het omslagpunt in de performance van duurzame fondsen nog niet in 2024 gaan zien. Dit kan betekenen dat de instroom (nog) niet terugkeert naar een eerder niveau. Ondertussen zijn er nog altijd goede duurzame beleggingskansen te vinden. Volgens het Internationaal Energieagentschap wordt er in 2023 ongeveer 500 gigawatt aan hernieuwbare opwekkingscapaciteit toegevoegd en wordt er alleen al aan nieuwe zonne-energie-installaties zeker USD 1 miljard dollar per dag uitgegeven. De sectoren windenergie en zonne-energie zijn allebei zeer concurrerend en lijken op dit moment minder aantrekkelijk, maar toch is er aantrekkelijker exposure te vinden in de toeleveringsketen van de betreffende bedrijven. Denk bijvoorbeeld aan software voor apparatuur in elektriciteitsnetten, waar de vraag de verwachtingen zou moeten overtreffen en de toetredingsdrempels veel hoger zijn.

Op lange termijn wordt duurzame ontwikkeling nog altijd stevig ondersteund door verschillende belangrijke trends:

- **Regelgevende vereisten:** Zowel in de VS als wereldwijd dringt de regelgeving nog steeds aan op meer in plaats van minder duurzame oplossingen. We verwachten dat er binnen afzienbare tijd ook regelgeving volgt om te voldoen aan het Kunming-Montreal Global Biodiversity Framework (GBF). De schadelijke gevolgen van klimaatverandering worden steeds concreter, op de voet gevolgd door het verlies aan biodiversiteit.<sup>2</sup>
- **Vereisten van klanten:** De vraag van eindklanten naar duurzame beleggingen blijft hoog, en de uitgifte van groene beleggingseffecten, zoals groene obligaties, speelt in op die trend.
- **Maatschappelijke vereisten:** Nieuwe generaties blijven van financiële instellingen verwachten dat ze hun invloed aanwenden om duurzame ontwikkeling te bevorderen, bijvoorbeeld door in dialoog te gaan met bedrijven en tijdens aandeelhoudersvergaderingen vóór klimaatmaatregelen te stemmen.

<sup>2</sup> Uit onze Global Climate Survey 2023 blijkt dat klimaatverandering en biodiversiteit allebei hoog op de agenda staan bij beleggers.

## 2. De vijf meest impactvolle regelgevingen voor duurzaam beleggen

De regelgeving op het gebied van duurzaamheid is de afgelopen jaren fors toegenomen. Het gaat daarbij niet alleen om regelgeving voor beleggers en bedrijven, zoals de Europese SFDR,<sup>3</sup> de CSRD<sup>4</sup> en de Climate Disclosure Regulation<sup>5</sup> van de Amerikaanse SEC, maar ook om sectorspecifieke regelgeving die bedoeld is om het gedrag van bedrijven te veranderen en verandering in de reële economie te stimuleren.

Een overzicht van duurzaamheidsgerelateerde regelgeving brengt meer dan 40 verschillende wetten in verschillende stadia van ontwikkeling en over uiteenlopende sociale en milieuthema's aan het licht. Deze omvatten CO<sub>2</sub>-uitstoot, ontbossing, rechten van werknemers, privacy van de consument, gezondheidszorg en financiële kennis, die worden aangepakt via diverse mechanismen, zoals informatievervalsing, belastingen, handelsregelingen en gedragsnormen.

Vooraf in Europa zien we veel van dit soort regelgeving, maar ook de VS komt met de nodige duurzaamheidsgerelateerde regelgeving (vaak op staats- in plaats van federaal niveau), evenals landen in Azië en Latijns-Amerika. Bovendien reikt de impact van de regelgeving in Europa en de VS vaak verder dan de wetgevende grenzen, via multinationals en wereldwijde toeleveringsketens.

Robeco's duurzaamheidsanalisten voor de verschillende sectoren hebben een aantal van de belangrijkste en meeste opmerkelijke duurzaamheidsgerelateerde regelgeving geïdentificeerd. Doorgaans zijn de duurzaamheidsdoelen afgestemd op wenselijke economische resultaten op de lange termijn. Op korte termijn worden bedrijven echter vaak geconfronteerd met hogere kapitaaluitgaven en/of operationele kosten.

### 2021

- China: Wet bescherming persoonsgegevens
- Herziening Japanse corporate-governancecode

### 2022

- IRA
- VS: Uyghur Forced Labor Prevention Act

### 2023

- Japanse ETS
- VS: Cybersecurity Healthcare-wetgeving
- Japan: beleid voor Groene Transformatie
- Japan: verhoogde informatievervalsing over menselijk kapitaal voor bedrijven

### 2024

- CSRD
- VS: SEC Climate Disclosure Rule
- EU: Circular Battery Legislation
- EU: Wet beveiliging netwerk- en informatiesystemen
- VS: National Drinking Water Regulation
- EU: Verordening digitale markten

### 2025

- Hongkong: Climate Disclosure
- Ontbossingswet
- China: Plastic Producer Responsibility Scheme
- EU: Building Energy Efficiency Directive Amendment IV

### 2026

- EU: CBAM
- CSDDD
- IRA Drug Pricing Discounts

### 2030

- EU: Circular Textile Vision

### 2035

- EU: de facto verbod op nieuwe auto's met verbrandingsmotor

### Onduidelijke tijdlijn

- EU: Verordening inzake ecologisch ontwerp voor duurzame producten
- EU: Richtlijn inzake groene claims
- VS: Green Guides Update
- EU: Wet inzake kritieke mineralen
- EU: Afvalrichtlijn
- AI-regelgeving

<sup>3</sup> Sustainable Finance Disclosure Regulation, ter bevordering van transparantie voor beleggers door partijen op de financiële markten.

<sup>4</sup> Corporate Sustainability Reporting Directive, die grote en beursgenoteerde bedrijven verplicht te rapporteren over de maatschappelijke en milieurisico's waarmee ze worden geconfronteerd en over de impact van hun activiteiten op mens en milieu. Deze richtlijn vervangt de vorige Non-financial Reporting Directive.

<sup>5</sup> De Climate Disclosure Rule van de SEC, waarin nieuwe regels worden voorgesteld voor informatievervalsing over klimaatgerelateerde financiële risico's in SEC-aanvragen. Publieke bedrijven worden verplicht om hun klimaatrisicobeheer en uitstoot van broeikasgassen te vermelden in hun registratieverklaringen en jaarverslagen.

1

De Amerikaanse IRA van 2022 blijft de financieel meest materiële regelgeving voor de energiesector. Zo kreeg CO<sub>2</sub>-afvang, -gebruik en -opslag (CCUS) een grote impuls door financiële prikkels. En met meerdere waarschuwingen voor onomkeerbare klimaatschade in 2023 is het waarschijnlijk dat de investeringen in CCUS-projecten in 2024 verder toenemen.

Exploratie-, productie- en raffinagebedrijven bevinden zich in een goede positie om deze kans te grijpen, aangezien zij over de kennis, schaalvoordelen en middelen beschikken. Duurzame vliegtuigbrandstoffen zijn nu een veelbesproken onderwerp. Op dit moment is minder dan 1% van de vliegtuigbrandstof biologisch, maar het potentieel is veel groter doordat de luchtvaartindustrie de uitstoot voor 2030 met 65% moet verminderen.<sup>6</sup> Andere regeringen volgen waarschijnlijk dit voorbeeld door de ontwikkeling van duurzame vliegtuigbrandstof te stimuleren.

De IRA heeft ook gevolgen voor de Amerikaanse gezondheidszorg, want het streven om medicijnen betaalbaarder te maken tempert natuurlijk de pricing power van farmaceutische bedrijven. De gevolgen hiervan worden pas gevoeld als de exclusiviteit van patenten op medicijnen begint af te lopen. In 2024 komen bedrijven meer te weten over de prijsverlagingen die in 2026 van kracht worden. De IRA heeft nu al invloed op de innovatiestrategie van biofarmaceutische bedrijven die hun pijplijn opnieuw beoordelen om prioriteit te geven aan grotere en snellere successen met het oog op de nieuwe richtlijnen voor prijsontwikkeling.

2

De EU-verordening voor ontbossingsvrije toeleveringsketens wordt eind 2024 van kracht voor grote bedrijven en zal een forse impact hebben op de toeleveringsketen van consumentenbedrijven, waardoor de inflatie de komende een tot twee jaar mogelijk toeneemt. Voedselproducenten, verkopers van basisproducten en restauranthouders moeten hun productgerichte due diligence voor grondstoffen (hout, palmolie, vee, soja, cacao, koffie) uitbreiden om aan te tonen dat ze ontbossingsvrij zijn.

Grondstoffen moeten traceerbaar zijn tot op individueel perceelniveau via satellietbewaking, of bedrijven moeten aantonen dat ze geen ontbossingswetten van leverende landen of mensenrechtenwetgeving volgens VN-recht schenden. Bedrijven met een geavanceerde traceerbaarheid van de toeleveringsketen, of bedrijven die al met duurzamere leveranciers werken, zijn waarschijnlijk in het voordeel, terwijl merken met sterke pricing power (een deel van) de kosten kunnen doorberekenen aan de consument.

Andere bedrijven zullen alternatieve toeleveringsketens moeten ontwikkelen, wat tijdrovend en duur kan zijn. Aangezien duurzaam ingekochte materialen al duur zijn, zou dit de kosten van voedsel en andere consumptiegoederen kunnen opdrijven. Na 2024 breidt de EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDD) de vereisten uit naar mensenrechten en andere milieukwesties.

<sup>6</sup> IATA: <https://www.iata.org/en/pressroom/pressroom-archive/2021-releases/2021-10-04-03/>



3

In de vastgoedsector staat versie 4 van de Richtlijn Energieprestatie Gebouwen (EPBD) voor de deur, met een voorstel dat naar verwachting in 2025 van kracht wordt. Op de agenda staan strengere criteria voor zowel nieuwe als oude gebouwen, de invoering van eisen voor uitstootvrije gebouwen, berekeningen van het aardopwarmingsvermogen over de hele levenscyclus, en minimumnormen voor energieprestaties. Vastgoedbeleggers moeten in 2024 snel handelen om hun portefeuilles te herzien en waar nodig te verbeteren om waardeverminderingen van activa te voorkomen.

4

Langetermijnbeleggers moeten rekening houden met hulpbrongerelateerde regelgeving die van kracht wordt, al is het niet heel waarschijnlijk dat die in de komende 12 maanden al zijn weerslag gaat hebben. Zo zal de EU-wet inzake kritieke grondstoffen een impact hebben op meerdere sectoren. Het streven is om te zorgen voor een veilige en duurzame aanvoer van kritieke metalen en materialen in Europa, recycling te bevorderen en te helpen de Europese klimaatdoelstellingen te realiseren.

Metaalproducenten die zich al inzetten voor recycling zijn goed gepositioneerd voor de transitie en andere bedrijven moeten ruim voor de implementatiedatum van 2030 volgen als ze concurrerend willen blijven. Voor industrieën die afhankelijk zijn van de aanvoer van kritieke metalen, zoals technologische hardware en halfgeleiders, komen de kosten op middellange termijn waarschijnlijk onder druk te staan als de lokale leveringscapaciteit niet snel genoeg kan worden opgebouwd om aan de vraag te voldoen.

5

Het Carbon Border Adjustment Mechanism van de EU – de eerste CO<sub>2</sub>-grensheffing ter wereld – trad in oktober 2023 in werking. Op dit moment moeten sectoren met een hoge uitstoot (cement, kunstmest, ijzer en staal, aluminium, waterstof en elektriciteit) de hoeveelheid CO<sub>2</sub>-uitstoot aangeven van producten die zijn geïmporteerd naar de EU. Hoewel er pas in 2026 een CO<sub>2</sub>-heffing wordt berekend, wanneer alle sectoren worden meegerekend, zullen bedrijven (en hun beleggers) de komende twee jaar al wel proberen om de financiële gevolgen voor hun bedrijf te kwantificeren. Recyclers en producenten van kritieke materialen bevinden zich in een goede positie, terwijl bedrijven met een hoge CO<sub>2</sub>-uitstoot hogere kosten kunnen verwachten.

Deze vijf belangrijke regelgevingen zijn slechts het topje van de ijsberg met alle complexe veranderingen in de regelgeving op het gebied van duurzaamheid die het gedrag en de activiteiten van bedrijven veranderen in 2024. Regelgeving is vaak jaren in ontwikkeling, maar beleggers moeten zich al bewust zijn van de gevolgen van nieuwe regelgeving lang voordat die van kracht wordt.

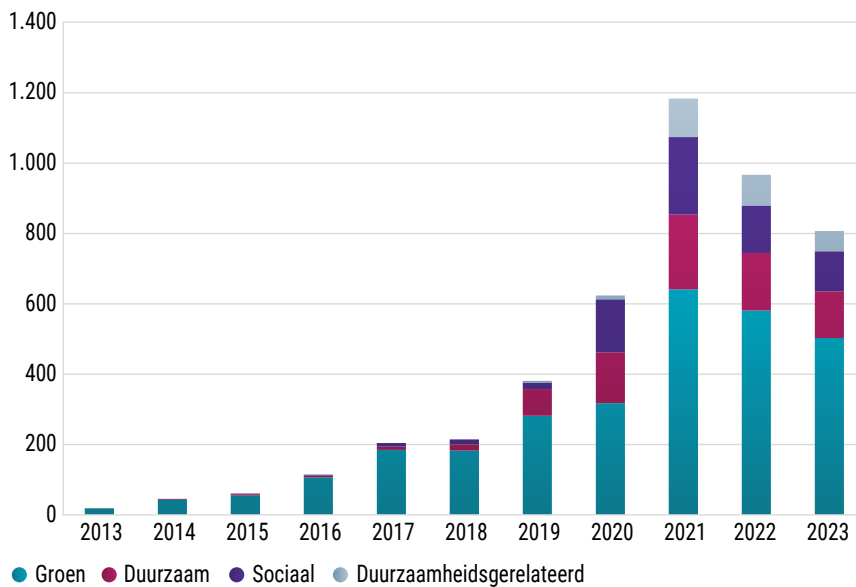
Veel van deze ontwikkelingen op het gebied van regelgeving dwingen bedrijven om de kosten te dragen die ze voorheen konden doorberekenen aan de maatschappij. En veranderende bedrijfsmodellen moeten rekening houden met kapitaal om te investeren in duurzame oplossingen, iets wat de groeiende ESG-markt mogelijk maakt.

### 3. Hoe groeit de markt voor ESG-obligaties volgend jaar?

De uitgifte van ESG-obligaties, ook wel GSS+-obligaties genoemd,<sup>7</sup> zal volgend jaar toenemen, maar of die een recordniveau bereikt zoals in 2021 hangt af van vraag en aanbod. Aan de aanbodzijde zullen entiteiten, nu het erop lijkt dat de rente in 2024 gaat dalen, meer bereid zijn om hun duurzaamheidsplannen te financieren tegen lagere kosten, wat positief kan zijn voor de groei van de markt voor ESG-obligaties. Tegelijkertijd kan de aanhoudende anti-ESG-beweging in de VS leiden tot een tragere groei in uitgiftes, maar we verwachten dat het hoge potentieel in de regio Azië-Pacific en andere opkomende landen dit compenseert en dat de uitgifte in Europa sterk blijft.

Aan de vraagzijde zorgen ontwikkelingen in de regelgeving, zoals de EU-standaard voor groene obligaties (aangenomen in oktober 2023 en naar verwachting eind 2024 van kracht) en het grote aantal taxonomieën die opduiken in opkomende landen (zoals Brazilië en Mexico), naar verwachting voor meer transparantie en belangstelling van beleggers. Bovendien is een verdwijnende greenium (het verschil in financieringskosten tussen ESG- en niet-ESG-obligaties) een belangrijk signaal van een volwassen wordende markt, die beleggers stimuleert om actiever deel te nemen. Dit sluit aan bij de toenemende vraag naar impactstrategieën en de wens om duurzaamheidstoezeggingen te tonen.

**Figuur 2: Uitgifte van ESG-obligaties per type (in miljarden USD)**



Bron: Bloomberg NEF. Informatie per september 2023 (cijfers 2023 year-to-date). Uitsluitend bedoeld ter illustratie. De data geven niet de performance weer van een specifieke beleggingsstrategie van Robeco.

<sup>7</sup> Obligaties met het label groen, sociaal, duurzaam en duurzaamheidsgerelateerd staan gezamenlijk bekend als thematische obligaties, GSS, GSS+, ESG of duurzame obligaties (Wereldbank, 2022).

We verwachten dat de groei in uitgiften niet gelijk verloopt in de verschillende segmenten, waarbij groene obligaties naar verwachting het meest dynamisch blijven. Bovendien verwachten we meer diversificatie in de categorieën van de opbrengst van groene obligaties. De strijd tegen de klimaatverandering blijft de meest dominante categorie, maar we zien ook dat een groot deel van de opbrengst wordt toegewezen aan projecten op het gebied van biodiversiteit of de oceaaneconomie ('blauwe obligaties'), een trend die in onze ogen zal aanhouden. De recente richtlijnen voor blauwe obligaties, opgesteld door een groep van zowel de ICMA als de VN, zullen de kwaliteit en de uitgifte van deze instrumenten verder ondersteunen.

We verwachten ook een stijging in de verkoop van sociale en duurzaamheidsobligaties, zij het in een lager tempo, gedreven door interesse van respectievelijk issuers in de regio Azië-Pacific (Zuid-Korea, Japan) en supranationale instellingen. Tot slot kunnen duurzaamheidsgerelateerde obligaties nog verder herstellen dan in 2023, doordat waarschijnlijk meer issuers de aanbevelingen van ESMA en ICMA implementeren. Dit verbetert de structuur van deze obligaties en geeft beleggers meer vertrouwen.

## 4. Wat kunnen we in 2024 verwachten tijdens aandeelhoudersvergaderingen?

Nu duurzaamheid een steeds belangrijker onderwerp wordt, maken aandeelhouders steeds meer actief gebruik van hun aandeelhoudersrechten. Niet alleen is de betrokkenheid toegenomen, maar aandeelhouders veranderen ook hun toon als het gaat om de onderwerpen die ze aan de orde willen stellen. Aandeelhoudersvoorstellen zijn over het algemeen een betrouwbare indicatie van wat institutionele beleggers bezighoudt.

Klimaatverandering heeft de afgelopen jaren veel aandacht getrokken en zal dat ook blijven doen. Voorstellen over gelijke kansen, diversiteitsbeleid, financiering en prijsstellersbeleid voor vaccins weerspiegelen echter dringende maatschappelijke kwesties. Hoewel er tot nu toe nog maar weinig voorstellen zijn ingediend, wijzen de eerste tekenen erop dat klimaatkwesties in 2024 een belangrijk aandachtspunt blijven. Belastingtransparantie en kunstmatige intelligentie – onderwerpen die al geruime tijd deel uitmaken van Robeco's engagementprogramma – hebben onlangs de interesse gewekt van meerdere beleggers en we verwachten dat er nog meer voorstellen over deze onderwerpen worden ingediend.

### Terug naar redelijkheid?

Discussies onder aandeelhouders worden steeds meer een afspiegeling van bredere maatschappelijke zorgen, waardoor deze discussies nu ook meer gepolariseerd en gepolitiseerd zijn. Dit heeft geleid tot een zogeheten anti-ESG-beweging die zich afzet tegen het idee dat de beleggingswereld ruimte moet maken voor ESG. Zo zijn er verschillende aandeelhoudersvoorstellen ingediend tegen CEO's die te 'woke' waren geworden en werden gezien als iemand die op zoek was naar een breder perspectief dan alleen het nastreven van winst.

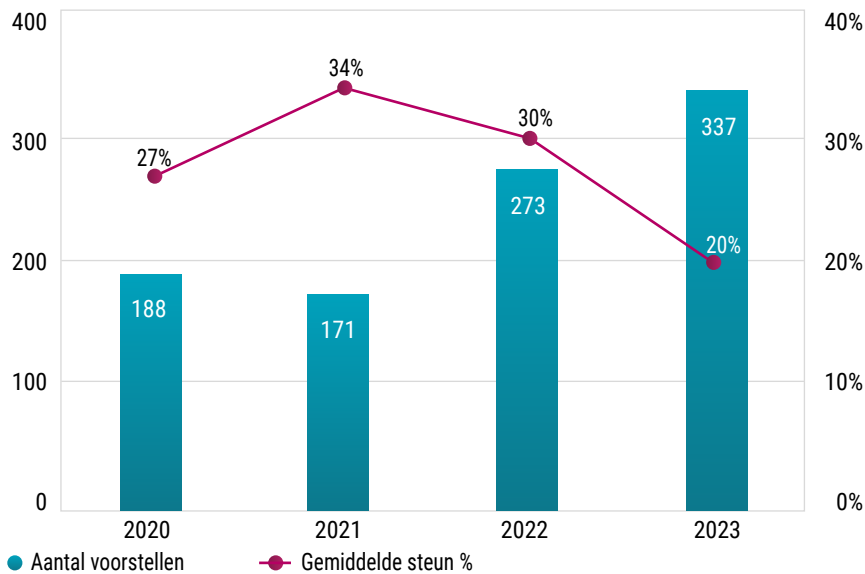
Aan de andere kant zijn verschillende ESG-bewuste aandeelhouders gefrustreerd over de trage voortgang op het gebied van onderwerpen als klimaatverandering en de Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDG's), waardoor ze vaak hun engagement escaleren en zich bij het stemmen harder opstellen. Hoe dan ook, het lijkt erop dat de opwaartse trend voor steun aan E&S-voorstellen de afgelopen twee jaar is afgenomen (zie Figuur 3), waarbij het publieke debat vooral was gericht op de uiteinden van het spectrum en er te weinig nadruk werd gelegd op praktische voortgang. Om het narratief te verschuiven moet het gesprek zich niet richten op onenigheid, maar op haalbare resultaten op de middellange termijn en op planning voor de langere termijn. Onze verwachting voor het komende jaar is dat de toon rond aandeelhoudersvergaderingen in de aanloop naar een aantal belangrijke verkiezingen in 2024 meer gericht zal zijn op escalatie, voordat er sprake is van de terugkeer naar een constructieve dialoog.

**SRD 2.0**

De implementatie van de gewijzigde Richtlijn Aandeelhoudersrechten (SRD) verplicht bedrijven in de EU om vanaf 2020 elke vier jaar goedkeuring van de aandeelhouders te vragen voor hun beloningsbeleid. Bedrijven die voortdurend in dialoog zijn met hun aandeelhouders over beloningsplannen, wisten over het algemeen onaangename verrassingen te voorkomen.

De bedrijven die de ontevredenheid van de markt hadden genegeerd en niet de nodige goedkeuring hadden gekregen, werden echter gedwongen tot meer discussies tussen beloningscommissies en aandeelhouders als gevolg van ontoereikende beloningsvoorstellen. Aangezien bedrijven om de vier jaar goedkeuring voor hun beleid moeten vragen aan de aandeelhouders, gaan we in 2024 waarschijnlijk meer discussie zien. Dit biedt een kans om verder aan te dringen op beloningsstructuren die het management op één lijn brengen met de wensen van beleggers, vanuit zowel financieel als duurzaamheidsperspectief.

**Figuur 3: Milieugerelateerde en maatschappelijke aandeelhoudersvoorstellen: Volume en gemiddelde steun**



Bron: Morningstar-database voor stemmen bij volmacht. Cijfers per 28 augustus 2023. NB: De grafiek toont data over Amerikaanse bedrijven voor volmachtjaren die eindigen op 30 juni.

## 5. Conclusie: navigeren door verandering

In 2023 had duurzaam beleggen te kampen met flink wat tegenwind (en we kunnen niet garanderen dat die in 2024 gaat liggen), maar voor de lange termijn zien we dat duurzaamheid nog steeds stevig verankerd is in nieuwe regelgeving, obligatie-uitgiftes en aandeelhoudersvergaderingen. De vijf belangrijkste ESG-regelgevingen die aan bod kwamen in dit hoofdstuk, zijn slechts het topje van de ijsberg met alle complexe veranderingen in de regelgeving op het gebied van duurzaamheid die het gedrag van bedrijven veranderen in 2024 en een blijvende impact hebben op de manier waarop bedrijven werken. Beleggers opgelet! ESG- en duurzaamheidsobligaties blijven aan belangstelling winnen. Het verdwijnen van de greenium, het kostenvoordeel van ESG-obligaties ten opzichte van niet-ESG-obligaties, laat zien dat de markt volwassen wordt en kan ervoor zorgen dat de deelname van beleggers toeneemt.

Tot slot blijven voor- en tegenstanders tijdens aandeelhoudersvergaderingen van bedrijven ESG-kwesties aankaarten via aandeelhoudersvoorstellen. Het publieke debat concentreert zich vooral op de uiteinden van het spectrum, maar daardoor wordt er in onze ogen niet genoeg nadruk gelegd op de praktische voortgang. Het gesprek zou productiever moeten zijn en meer gericht op haalbare resultaten en plannen voor de toekomst. Onze verwachting is echter dat de toon rond aandeelhoudersvergaderingen in 2024 blijft neigen naar escalatie, met het oog op enkele belangrijke verkiezingen volgend jaar, voordat die weer verschuift naar een constructieve dialoog.

# Belangrijke informatie

Deze informatie betreft uitsluitend algemene informatie over Robeco Holding B.V. en/of verbonden en aangesloten entiteiten en dochterondernemingen ("Robeco") en de benadering, strategieën en producten van Robeco. Dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers, in de zin van beleggers die gekwalificeerd zijn als professionele klanten, die hebben verzocht behandeld te worden als professionele klanten of gerechtigd zijn dergelijke informatie te ontvangen volgens van toepassing zijnde wetgeving. Tenzij anders aangegeven zijn de gegevens en informatie afkomstig van Robeco en zijn deze naar beste weten van Robeco op het moment van publicatie accuraat en bieden ze geen enkele garantie. Elke mening die wordt gegeven, is uitsluitend die van Robeco en is geen feitelijke verklaring. De meningen kunnen veranderen en zijn op geen enkele wijze bedoeld als beleggingsadvies. Dit document is uitsluitend bedoeld om een overzicht te geven van de benadering en strategieën van Robeco. Het is geen vervanging voor een prospectus of ander juridisch document betreffende een specifiek financieel instrument. De opgenomen gegevens, informatie en meningen vormen op geen enkele manier een aanbod, uitnodiging of aanbeveling om te beleggen of te desinvesteren of een verzoek om financiële instrumenten te kopen, verkopen of erop in te schrijven en dienen niet als financieel, juridisch, fiscaal of beleggingsonderzoeksadvies of als een uitnodiging en zijn niet voor andere doeleinden te gebruiken. Alle rechten op de informatie in dit document zijn en blijven voorbehouden aan Robeco. Dit materiaal mag niet worden gekopieerd of gebruikt voor openbare doeleinden. Niets uit dit document mag worden gereproduceerd of openbaar worden gemaakt in welke vorm of op welke wijze dan ook, zonder Robeco's voorafgaande schriftelijke toestemming.

© Q1/2023 Robeco

De beleggingsvooruitzichten voor 2024 zijn opgesteld door **Peter van der Welle** (Multi-Asset Strategist) en **Colin Graham** (hoofd Sustainable Multi-Asset Strategies) van Robeco's Multi-Asset-team. De vooruitzichten voor duurzaam beleggen zijn opgesteld door **Masja Zandbergen** (hoofd Sustainability Integration), **Michiel van Esch** (hoofd Voting), **Rachel Whittaker** (hoofd Sustainable Investing Research), **Gino Betata** (analist/onderzoeker vastrentende waarden) en **Malene Christensen** (analist/onderzoeker vastrentende waarden).

[Ga voor meer informatie naar de website van Robeco](#)