

Is klimaat het nieuwe landenrisico bij wereldwijd beleggen?



Wereldwijd beleggen is gemeengoed onder Nederlandse institutionele beleggers. De meeste pensioenfondsen en verzekeraars kiezen voor hun beleggingen in aandelen en andere beleggingscategorieën voor breed gespreide wereldwijde benchmarks. En terecht, want diversificatie loont. Harry Markowitz toonde in de jaren '50 al aan dat door spreiding in de portefeuille, bij een gelijk risico, een hoger rendement behaald kan worden.

Beleggers kunnen de afgelopen jaren inderdaad tevreden terugkijken op hun beleggingen buiten Europa. 2022 was wellicht niet het beste jaar voor regionale spreiding, maar in de vijf voorafgaande jaren was het rendement op wereldwijde beleggingen steevast hoger dan dat op Europese beleggingen. Daarnaast heeft de regionale spreiding de volatiliteit van de rendementen gereduceerd.

Toch is wereldwijde spreiding niet in alle gevallen de beste keuze. Het naïef volgen van wereldwijde benchmarks die zijn gebaseerd op marktkapitalisatie, kan tot gevolg hebben dat beleggers risico's van bepaalde landen uit het oog verliezen en achter de feiten aanlopen. In het ergste geval ziet de gehele financiële markt deze risico's over het hoofd en wordt er geen risicopremie meer gevraagd voor deze landenrisico's.

Een goed voorbeeld hiervan is de Eurocrisis in 2008, die begon met de ineenstorting van het bankensysteem in IJsland en zich vervolgens verspreidde naar Portugal, Italië, Griekenland en Spanje. Het was op dat moment algemeen bekend dat de financiële situatie in deze "PIIGs-landen" minder goed was dan die in de overige landen van de Eurozone, maar beleggers hadden dit risico nauwelijks ingeprijsd. Met het volgen van standaard obligatiebenchmarks voor de Eurozone, hadden beleggers automatisch een flinke exposure naar deze landen. Zij kregen dan ook zware verliezen te verwerken gedurende de Eurocrisis. Inmiddels zijn beleggers zich meer bewust van dit

specifieke landenrisico en weerspiegelen landenspreads het risico dat hier wordt gelopen.

Maar voor andere landenrisico's lijken beleggers nog steeds immuun. Specifiek lijkt dit het geval te zijn voor macro-economische klimaatrisico's gerelateerd aan de energietransitie. Op microniveau bestaat veel aandacht voor transitierisico's. Beleggers screenen bedrijven op hun CO₂-uitstoot en de mate waarin ze klaar zijn voor de overgang naar een "Net Zero economie". Via klimaatbenchmarks of actieve selectie worden op deze manier bedrijven met een te groot klimaatrisico vermeden, of aangemoedigd om hun klimaatambities te verhogen. Maar klimaattransitierisico's op een hoger macro-economisch niveau worden vaak beperkt in kaart gebracht, laat staan verwerkt in het beleggingsbeleid. En dat terwijl deze risico's potentieel een forse impact kunnen hebben op het portefeuillerendement.

Neem als voorbeeld landen als Canada en Brazilië. Zij staan in de top 10 van olieproducerende landen. Hun economie wordt potentieel zwaar geraakt door de klimaattransitie. Dat heeft niet alleen gevolgen voor de olieproducerende bedrijven, maar voor de gehele economie in die landen. Met het uitsluiten van de fossiele sector in deze landen is het risico dus nog niet gemitigeerd. Dat geldt zeker voor landen als Brazilië, waar de aandelenbeurs in relatief grote mate de eigen economie weerspiegelt.

Overigens is deze conclusie blijkbaar al wel doorgedrongen bij OPTrust, één van de grootste Canadese pensioenfondsen. In een rapport¹ uit 2018 concludeerden zij al, mede gebaseerd op analyses van externe adviseurs, dat de energietransitie een zichtbaar negatieve impact zal hebben op de Canadese economische groei en beleggingsrendementen. Canada wordt hierbij volgens OPTrust veel harder geraakt dan de VS en Europa, vanwege de afhankelijkheid van de export van fossiele brandstoffen.

Nederlandse institutionele beleggers lijken hier vooralsnog niet mee bezig te zijn. Zij volgen hun wereldwijd gespreide benchmarks en beleggen hiermee circa 3,5% van de aandelen *developed markets* in Canada en bijna 6% van de aandelen *emerging markets* in Brazilië. En als dit een bewuste keuze is, gebaseerd op een inschatting van macro-economische energietransitierisico's, dan is dit geen enkel probleem. Maar het lijkt er meer op dat de beleggers zich ofwel niet bewust zijn van dit klimaatrisico op landenniveau, ofwel dat het niet in het beleggingsproces past. Deze naïeve vorm van diversificatie, waarbij geen rekening wordt gehouden met specifieke landenrisico's, kan beleggers in de toekomst wel eens duur komen te staan.

Loranne van Lieshout (commissie risicomanagement)

Noot

- <https://www.optrust.com/documents/Investments/Climate-savvy-OFS-OPTrust-report.pdf>