

Macro & Markten & ESG update

Hoogtevrees blijft na
tijdelijke correctie

September 2024



Samenvatting

- **Economische ontwikkelingen:** de gepubliceerde macrocijfers zijn lager dan verwacht in zowel de VS, de eurozone als in China, maar van een recessie is vooralsnog geen sprake. Dit blijkt onder andere uit de positieve samengestelde PMIs. De inflatie daalt zowel in de VS als in de eurozone. Met een afzwakkende arbeidsmarkt en een sterker dan verwachte inflatiedaling, is nu ook voor de Fed eindelijk de weg vrij om de rente te verlagen. Voor zowel de ECB (12 september) als de Fed (18 september) lijkt een renteverlaging een gegeven.
- **Financiële markten:** begin augustus was sprake van een forse correctie op de aandelenmarkten, met name in Japan. Er was echter snel sprake van herstel, en uiteindelijk bereikten aandelen ontwikkelde markten zelfs een nieuwe 'all-time high'. Catastrofe obligaties boden het hoogste rendement, aandelen opkomende markten het laagste. De lange euro swaprente bleef per saldo ongewijzigd, al was onderliggend sprake van dalende inflatieswaps en stijgende reële rentes. Spreads daalden per saldo, in lijn met stijgende aandelenkoersen. Ons CMA-model geeft aan dat 'Alternatives' momenteel aantrekkelijk zijn.
- **ESG:** de doelstelling van het Akkoord van Parijs raakt steeds meer uit zicht, met Azië als grootste uitstoter. De prijs voor emissierechten was stabiel afgelopen maand. De capaciteit voor zonne-energie neemt toe, terwijl de prijs van zonnecellen fors daalt. Voor de meeste ESG-indices was sprake van een marginale outperformance van reguliere indices. De netto uitgifte van duurzame obligaties was aanzienlijk afgelopen maand. Tot slot is de premie voor Duitse 'groene' staatsobligaties historisch laag momenteel.

Investment Outlook 2025

Hoogtevrees



Bron: Columbia Threadneedle Investments, [Investment Outlook 2025 Hoogtevrees](https://www.columbiathreadneedle.nl/nl/inst/insights/investment-outlook-2025-hoogtevrees/) ([columbiathreadneedle.nl](https://www.columbiathreadneedle.nl))

- In augustus hebben wij onze ‘Investment Outlook 2025’ gepubliceerd. Deze jaarpublikatie bevat onze vooruitzichten voor de economie en financiële markten, inclusief verwachte rendementen.
- Op vele gebieden is sprake van records: aandelenkoersen en huizenprijzen hebben ‘all-time highs’ bereikt, spreads zijn historisch laag, en staatsschulden zijn historisch hoog. In een omgeving van hoge rentes en geopolitieke risico’s resulteert dat in ‘hoogtevrees’. Hopelijk kunnen wij volgend jaar schrijven dat deze vrees onterecht was.
- De publicatie is terug te vinden op onze website: <https://www.columbiathreadneedle.nl/nl/inst/insights/investment-outlook-2025-hoogtevrees/>

Economische ontwikkelingen

Macrocijfers lager dan verwacht



Economische ontwikkelingen

Macrocijfers lager dan verwacht

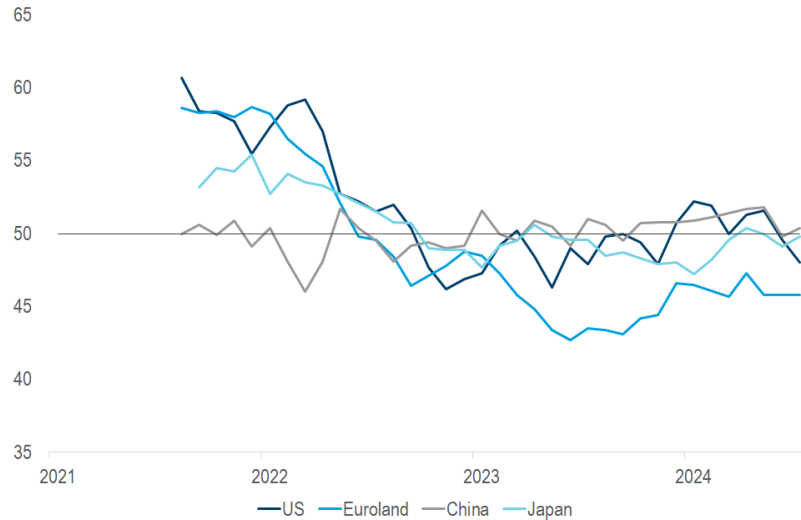
Citi “Economic Surprise” (CESI) indices



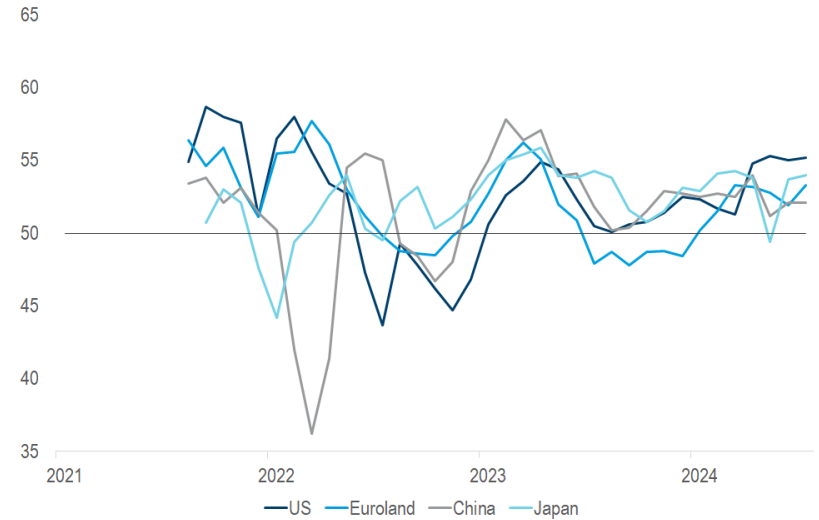
- Financiële markten schrokken begin augustus van zwakke arbeidsmarktcijfers uit de VS (minder banen dan verwacht en een gestegen werkloosheid van 4,1% tot 4,3% in juli). Dit bleek echter deels weergegrelateerd. Tevens waren de cijfers nadien goed (o.a. jobless claims, retail sales, new home sales).
- Gemiddeld zijn de gepubliceerde macrocijfers momenteel lager dan verwacht, zowel in de VS, de eurozone als in China. Toch is nog sprake van positief momentum. Zo zijn de samengestelde PMIs hoger dan 50 (hoofdzakelijk door de dienstensector). Voor 2024 gaat de consensus uit van een economische groei in de VS, de eurozone en in China van resp. 0,8%, 2,5% en 4,8%.
- Risico's zijn: een afzwakkende arbeidsmarkt in de VS, de maakindustrie in de eurozone, en in China de problemen in de vastgoedsector en laag consumentenvertrouwen.
- Voor een uitgebreide economische schets, verwijzen wij graag naar onze 'Investment Outlook 2025': <https://www.columbiathreadneedle.nl/nl/inst/insights/investment-outlook-2025-hoogtevrees/>

'Purchasing Manager Indices (PMIs)'

'Maakindustrie'



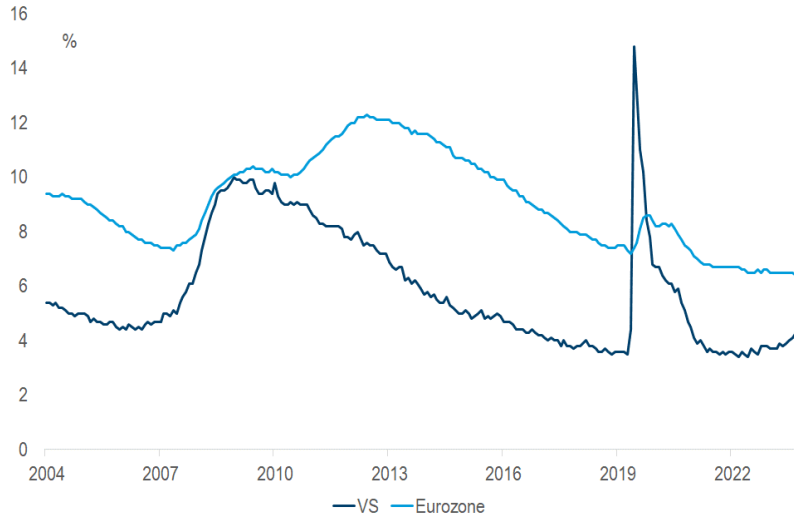
Dienstensector



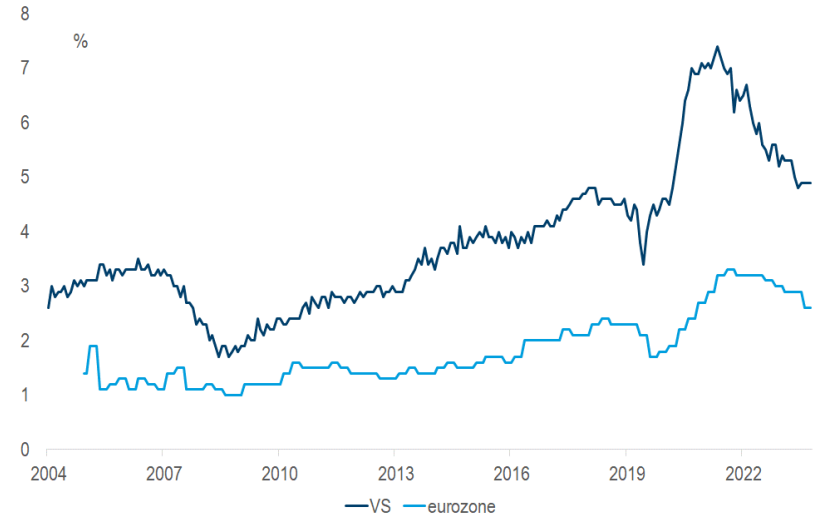
Arbeidsmarkt

Amerikaanse arbeidsmarkt zwakt af

Werkloosheid

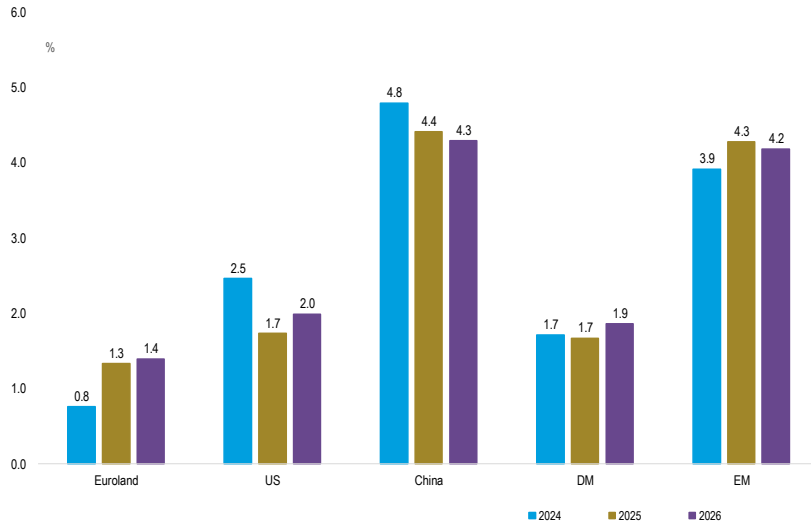


Vacatures



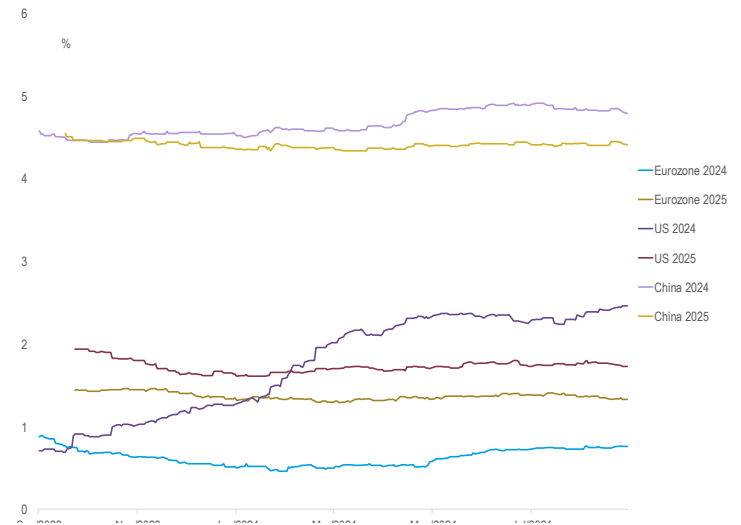
Bloomberg consensusverwachtingen BBP-groei

Groeiverwachtingen per kalenderjaar



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 September 2024

Groeiverwachtingen 2024 en 2025



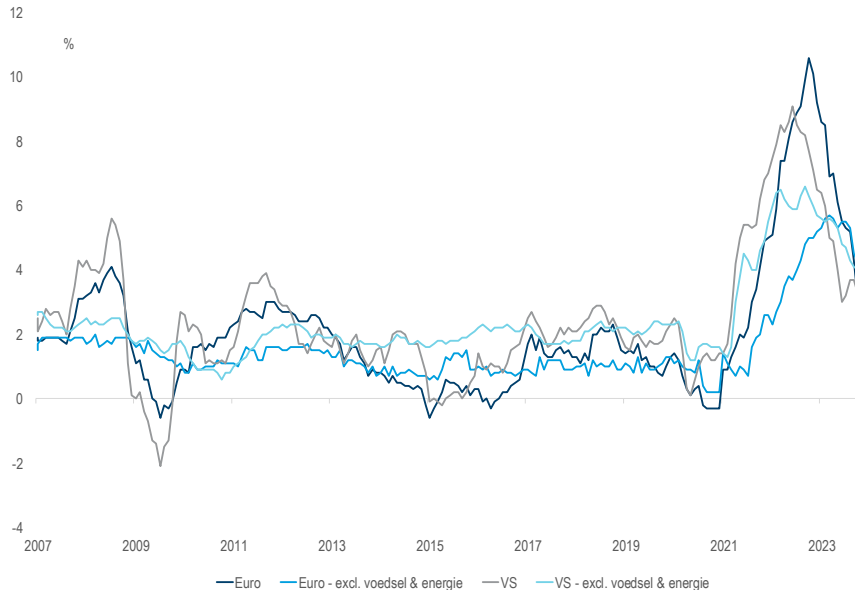
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 September 2024

Consensus groeiverwachting voor de VS verhoogd. Neerwaartse aanpassing groeiverwachting China 2024

Inflatieontwikkeling

Inflatie lager dan verwacht

Gerealiseerde inflatie in de VS en de eurozone

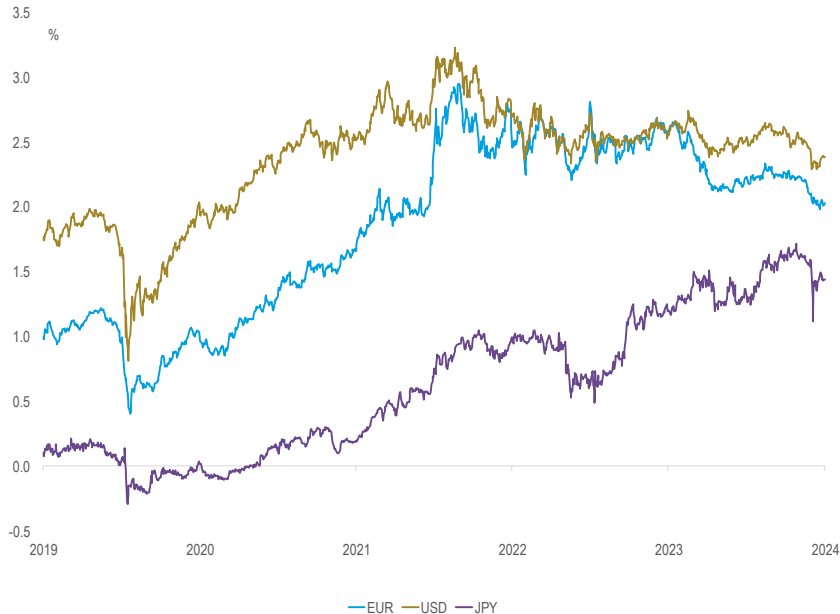


- In de VS was sprake van meevallend inflatienieuws afgelopen maand. De ‘headline’ inflatie bleek gedaald te zijn in juli van 3,0% tot 2,9% op jaarbasis (verwachting was 3,0%), en de kerninflatie nam af van 3,3% tot 3,2%. Ook de producentenprijzeninflatie lieten een sterker dan verwachte afname zien.
- In de eurozone liet de inflatie in augustus een daling zien op jaarbasis van 2,6% tot 2,2% (in lijn met de verwachting), en nam de kerninflatie iets af van 2,9% tot 2,8%.
- De inflatiedaling in de eurozone kan toegeschreven worden aan de maakindustrie. De dienstensector daarentegen laat nog relatief hoge inflatiecijfers zien.

Inflatieontwikkeling

Inflatieswaps gedaald

10-jaars inflatieswaps



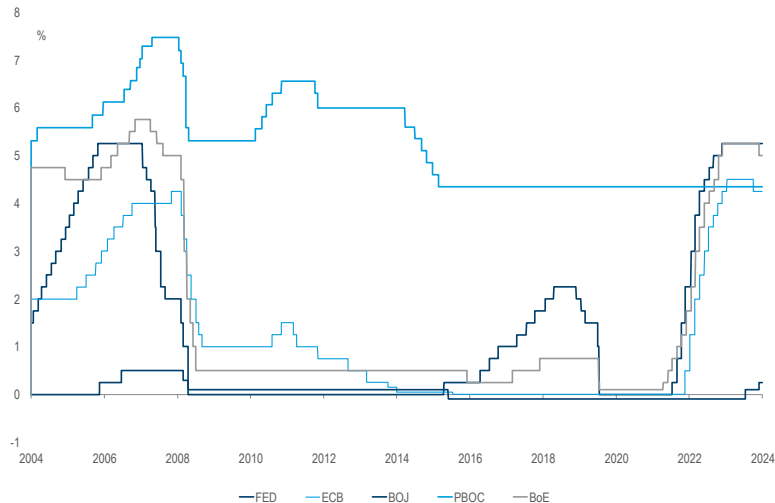
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 September 2024

- Evenals de gerealiseerde inflatie, zijn de inflatieverwachtingen ook gedaald afgelopen maand. Zo liet de 10-jaars euro inflatieswap een daling zien van 7 bps tot 2,03%. Tijdelijk daalde deze zelfs even onder de 2% (21 augustus 2024), een niveau niet gezien sinds februari 2022.
- Ook in de VS en in Japan lieten inflatieswaps een daling zien. In de VS neemt de inflatedruk vanuit de arbeidsmarkt af.
- De consensusvoorspelling van economen en analisten voor de inflatie in de eurozone gaat uit van 2,4% in 2024 gevolgd door 2,1% in 2025 en 2,0% in 2026.

Monetair beleid

Ook Fed geeft aan de rente te gaan verlagen

Centrale Bank tarieven



- Op 31 juli besloot de Bank of Japan de rente voor de tweede maal dit jaar te verhogen: van 0,1% tot 0,25%. Dat was mede de oorzaak van een forse tijdelijke correctie op de aandelenmarkten. Nadien gaf de BoJ aan de rente niet te verhogen zolang de volatiliteit aanhoudt.
- De Bank of England daarentegen, verlaagde rente voor het eerst op 1 augustus: met 25 bps tot 5%.
- De ECB kwam niet bijeen afgelopen maand. De consensus gaat uit van een tweede renteverlaging met 25 bps op 12 september. Op een 1-jaars horizon voorziet de markt een circa 1,4%-punt lagere rente dan het huidige tarief (4,25%).
- Lang was het thema ten aanzien van de Fed “higher for longer”. Met een afzwakkende arbeidsmarkt en een sterker dan verwachte inflatiedaling, is nu ook voor de Fed eindelijk de weg vrij om de rente te verlagen. Dat blijkt ook duidelijk uit de communicatie van de Fed. Op 18 september lijkt een renteverlaging dan ook een gegeven. Op een 1-jaars horizon voorziet de markt een circa 2%-punt lagere rente dan het huidige tarief (5,25%-5,50%).

Financiële markten

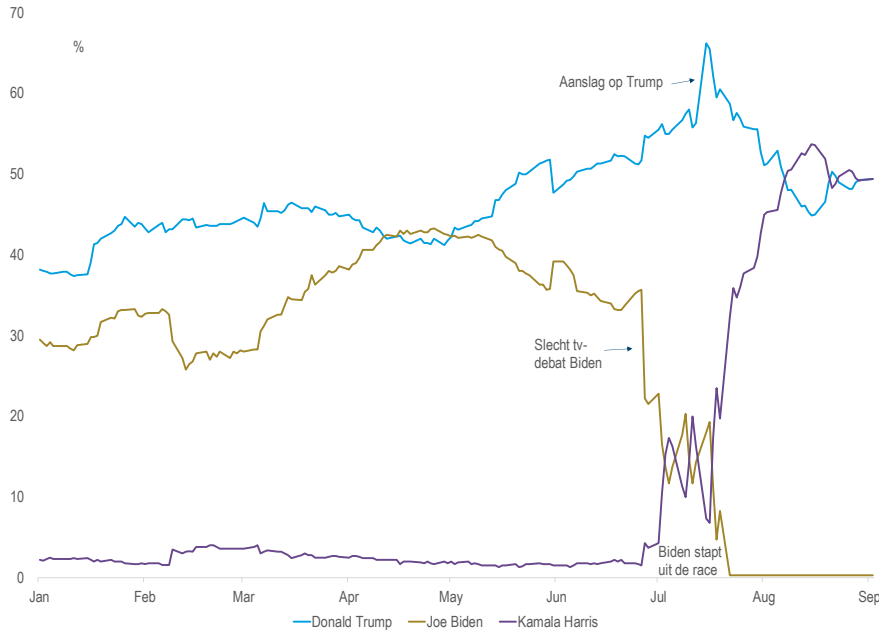
Wederom 'All-time highs' ondanks tijdelijke correctie



Amerikaanse presidentsverkiezingen

Nek-aan-nek race

Gemiddelde kans op basis van wedkantoren



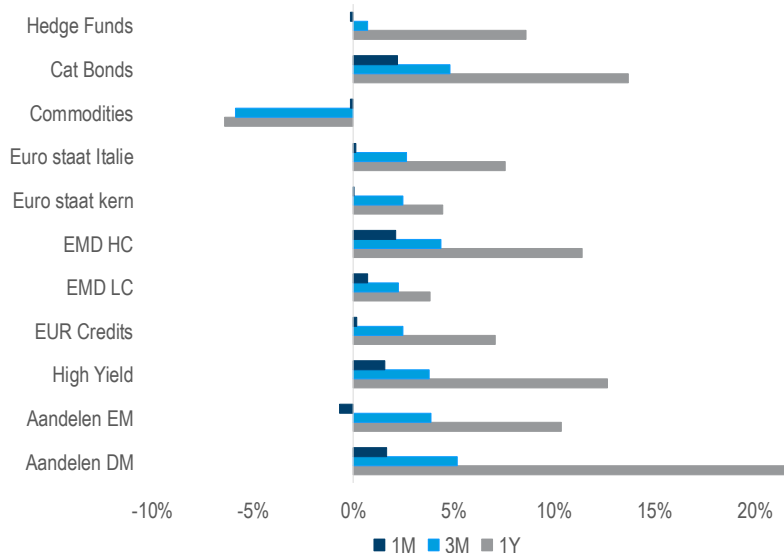
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, Real Clear Politics, 2 September 2024

- Op 5 november 2024 vinden de Amerikaanse presidentsverkiezingen plaats. Momenteel is -nadat Kamala Harris het stokje heeft overgenomen van Joe Biden- sprake van een nek-aan-nek race tussen Harris en Trump.
- De uitkomst is van groot belang voor zowel de VS zelf als voor de rest van de wereld. Mocht Kamala Harris winnen dan betekent dat op hoofdlijnen een voortzetting van het huidige beleid en dus minder onzekerheid en meer stabiliteit. Met een overwinning voor Trump zou de geopolitieke onzekerheid toenemen, gegeven zijn kritische opstelling ten aanzien van de NAVO, zijn hardere toon ten aanzien van China, alsook uitspraken dat Taiwan moet betalen voor de verdediging door Amerika. Een Trump overwinning zou ook het terugdraaien van klimaatbeleid tot gevolg hebben, deregulering, en lagere belastingen voor bedrijven.
- In beide gevallen zou de staatsschuld wel verder oplopen: bij de Democraten wegens onder andere grote uitgaven aan infrastructuur, en bij de Republikeinen wegens belastingverlagingen.

Performance beleggingscategorieën

Catastrofe obligaties de winnaar

Rendement in euro's (hedged, EM & EMD LC unhedged)

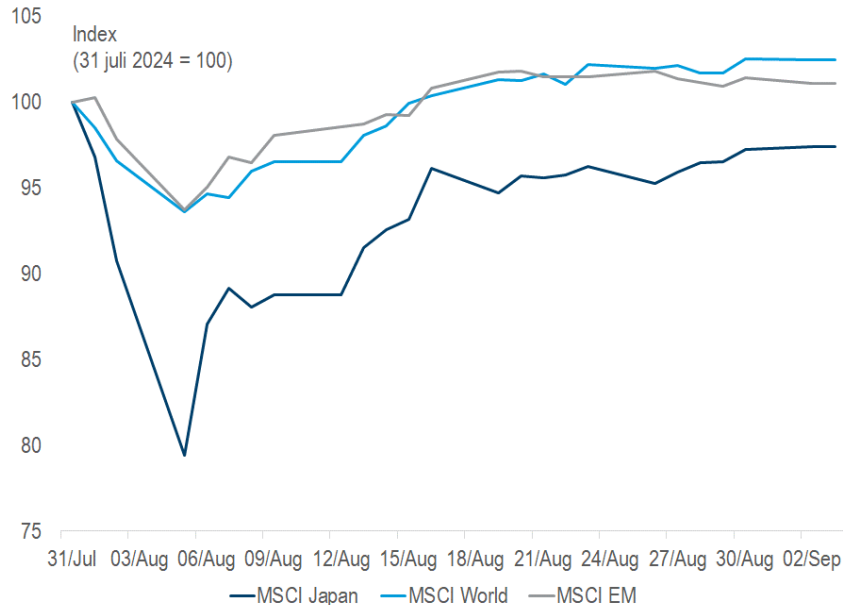


- Ondanks de forse correctie op de aandelenbeurzen begin augustus, wist menig beleggingscategorie toch een (licht) positief rendement te behalen afgelopen maand in euro's.
- Catastrofe obligaties noteerden het hoogste rendement op euro-hedged basis (+2,2%).
- Ook EMD HC, EMD LC, High Yield en aandelen DM rendeerden positief.
- Het rendement op staatsobligaties, bedrijfsobligaties en commodities was nihil.
- Aandelen opkomende markten noteerden een lichte min op euro-hedged basis.

Aandelenmarkten

Forse tijdelijke correctie, met name in Japan

MSCI aandelenindices (in lokale valuta)



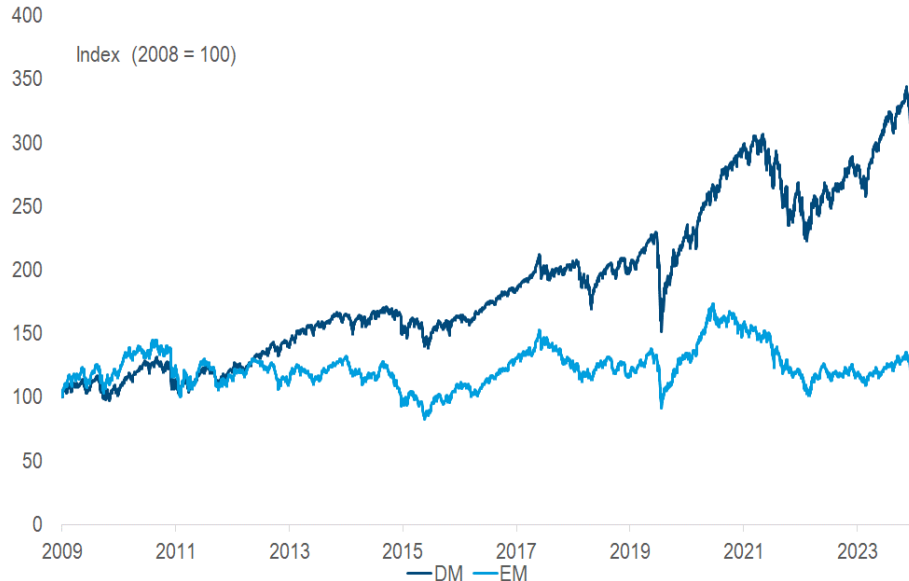
Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, MSCI, 2 september 2024

- De eerste handelsdagen van augustus gingen aandelenmarkten, met name in Japan, fors onderuit. Een 'trigger' vormde de renteverhoging door de Bank of Japan (BoJ) op 31 juli. Een hogere rente in combinatie met een appreciatie van de yen, zorgde voor het geforceerd afbouwen van Japanse 'carry trades'. Daarbij wordt geld in yen tegen een lage rente geleend en belegd in hoger renderende markten. Tussen 31 juli en 5 augustus daalde de MSCI Japan index maar liefst -20,5% (in lokale termen).
- Andere oorzaken waren tegenvallende arbeidsmarkt cijfers in de VS, en twijfels over de houdbaarheid van de hooggespannen groeiverwachtingen ten aanzien van AI. De MSCI World Index en de MSCI EM Index noteerden tijdelijk circa 6% lager.
- In de loop van augustus herstelden aandelenmarkten weer door onder andere enkele positieve macro economische cijfers, en de uitspraak van de BoJ de rente niet te zullen verhogen zolang de volatiliteit aanhoudt.

Aandelenmarkten

Nieuwe ATH ondanks tijdelijke correctie

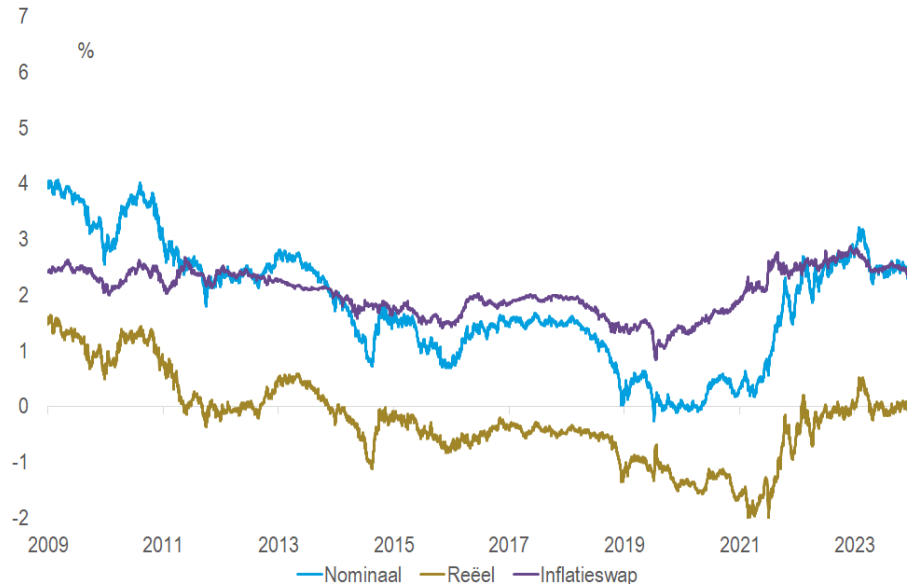
Aandelenkoersen (MSCI indices)



- Ondanks de tijdelijke correctie begin augustus, wisten aandelen ontwikkelde markten per saldo toch een positief rendement te generen sinds eind juli: +1,7% op euro-hedged basis. Sterker nog, de MSCI World Index bereikte op 30 augustus een nieuwe 'all-time high' (ATH).
- Het rendement van aandelen opkomende markten in dezelfde periode was circa -½% op euro-unhedged basis.
- Alle sectoren rendeerden positief. 'Financials' waren de best presterende sector, en 'Utilities' de minst presterende sector.

Renteontwikkeling Ongewijzigd per saldo

30-jaars euro swaprente



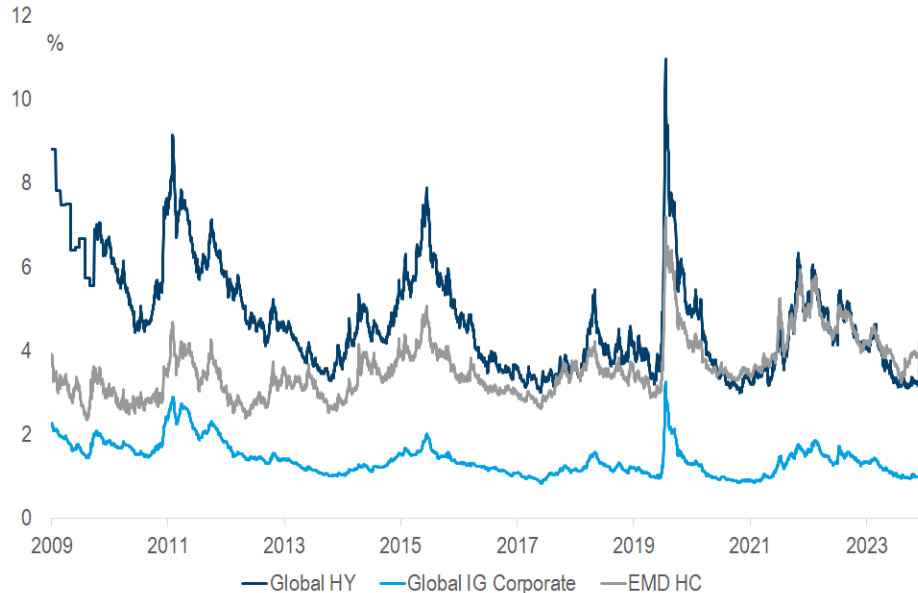
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 September 2024

- De 30-jaars euro swaprente is sinds begin augustus per saldo niet gewijzigd en noteert momenteel 2,38% (2 september). De rente daalde aanvankelijk als gevolg van een 'flight-to-quality' tijdens de aandelencorrectie, om vervolgens geleidelijk weer iets op te lopen.
- Onderliggend wijzigden de componenten wel. Zo is de 30-jaars reële swaprente component met 6 bps gestegen tot 0,05%, terwijl de 30-jaars euro inflatieswap component met 6 bps afnam tot 2,33%.
- De markten prijzen in dat de 30-jaars swaprente komende jaren weer iets zal dalen tot 2,23% over vijf jaar.

Spread producten

Lagere spreads

Spreads versus risicovrije rentes



- Spreads op risicovolle obligaties stegen tijdelijk begin augustus toen aandelenmarkten onderuit gingen. Uiteindelijk won het positieve sentiment afgelopen maand, en zijn spreads per saldo verder gedaald. De High Yield spread nam af met 9 bps tot 3,24%, en de spread op EMD HC met 12 bps tot 3,88%. De spread op Global IG Corporate bleef grofweg gelijk (1,02%).
- Zoals beschreven in de 'Investment Outlook 2025' zijn obligaties gekoppeld aan opkomende markten valuta (EMD LC) momenteel aantrekkelijk wat betreft de verhouding tussen verwacht rendement en risico, in vergelijking met spread producten gekoppeld aan ontwikkelde markten (Corporate, High Yield, EMD HC).

Capital Markets Assumptions

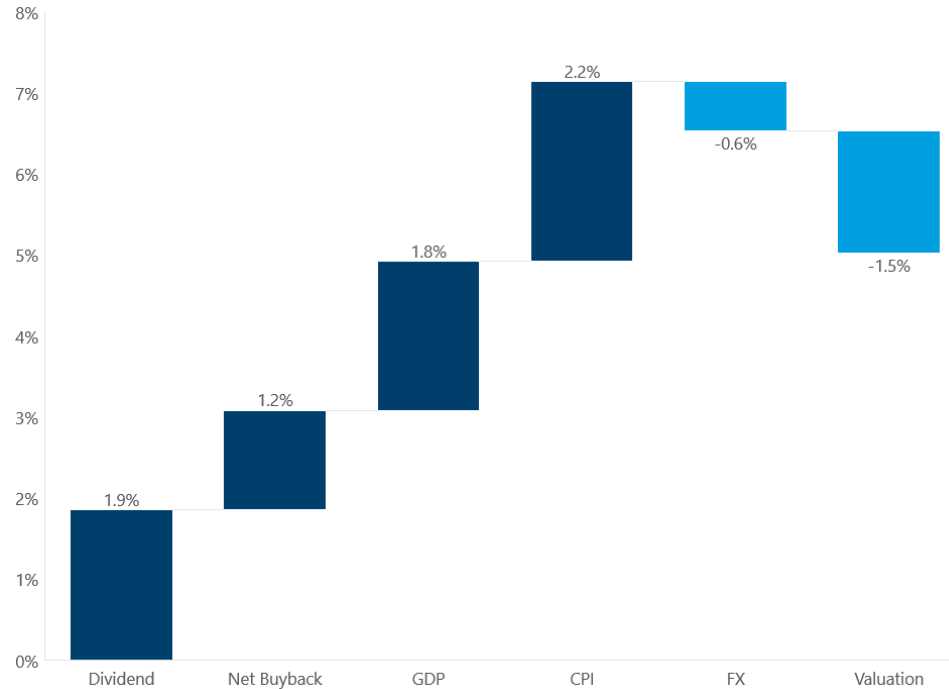


“Capital Market Assumptions (CMAs)”

	Asset classes	Return				Volatility		
		5 Year	10 Year	15 Year		5 Year	10 Year	15 Year
Listed Equity	Equities developed markets (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.7%		16.4%	14.0%	13.4%
Listed Equity	Equities emerging markets (EUR, unhedged)	6.2%	7.0%	7.3%		15.0%	14.2%	14.0%
Listed Equity	Equities small caps (EUR, hedged)	5.3%	5.8%	6.0%		21.7%	17.9%	17.4%
Listed Alternatives	Listed real estate (EUR, hedged)	5.0%	5.5%	5.7%		20.8%	16.9%	16.6%
Listed Alternatives	Commodities (EUR, hedged)	9.8%	9.0%	8.9%		16.0%	14.2%	14.6%
Listed Alternatives	Convertible bonds (EUR, hedged)	4.1%	4.6%	4.9%		13.1%	10.5%	10.0%
Listed Alternatives	Catastrophe bonds (EUR, hedged)	10.0%	9.5%	9.1%		5.2%	4.5%	4.2%
Non-listed Alternatives	Private Equity (EUR, hedged)	5.5%	6.0%	6.2%		18.7%	14.7%	14.1%
Non-listed Alternatives	Non-listed real estate (EUR)	4.0%	4.5%	4.7%		10.7%	8.4%	9.0%
Non-listed Alternatives	Infrastructure (EUR, hedged)	4.5%	4.9%	5.1%		14.2%	11.6%	11.3%
Non-listed Alternatives	Dutch Residential mortgages (EUR)	3.5%	3.7%	3.9%		4.2%	3.4%	3.2%
Non-listed Alternatives	Hedge Funds (EUR, hedged)	4.2%	4.5%	4.6%		5.6%	4.7%	4.6%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - HC (EUR, hedged)	6.2%	6.2%	6.2%		11.5%	9.0%	8.4%
Fixed Income	Emerging Markets Debt - LC (EUR, unhedged)	4.7%	5.3%	5.7%		7.7%	8.5%	8.6%
Fixed Income	High Yield (EUR, hedged)	4.2%	4.9%	5.3%		10.0%	7.9%	7.6%
Fixed Income	Investment grade Euro Corporates (EUR)	3.2%	3.4%	3.5%		6.3%	4.8%	4.5%
Fixed Income	Euro government bonds (EUR)	2.4%	3.0%	3.2%		6.6%	5.5%	5.2%
Fixed Income	Euro government bonds core (EUR)	2.4%	2.8%	2.9%		6.9%	5.8%	5.4%
Fixed Income	Euro government bonds core 10+ (EUR)	2.5%	2.9%	3.0%		13.9%	12.1%	11.3%
Fixed Income	Euro government bonds non-core (EUR)	2.9%	3.5%	3.7%		6.5%	5.9%	6.4%
Fixed Income	Inflation-linked Euro government bonds EUR)	1.9%	2.6%	2.8%		7.4%	6.0%	6.0%
Fixed Income	Deposit's (EUR)	2.4%	2.5%	2.6%		0.6%	0.4%	0.4%

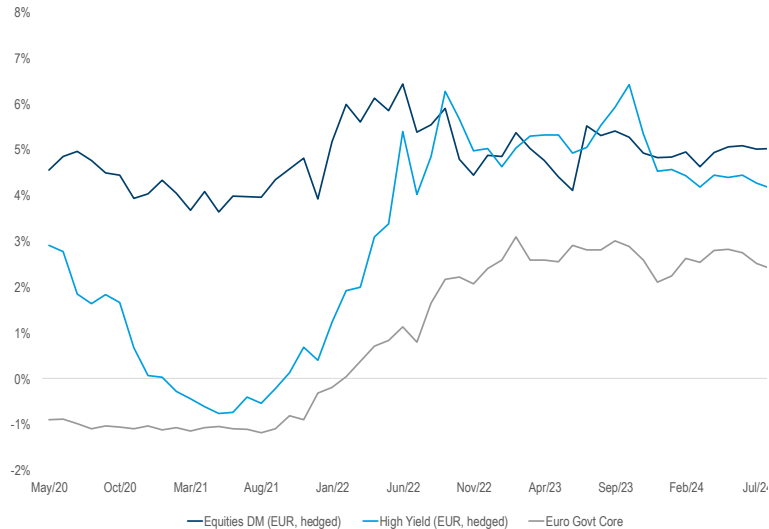
5-jaars verwacht rendement DM aandelen

De componenten

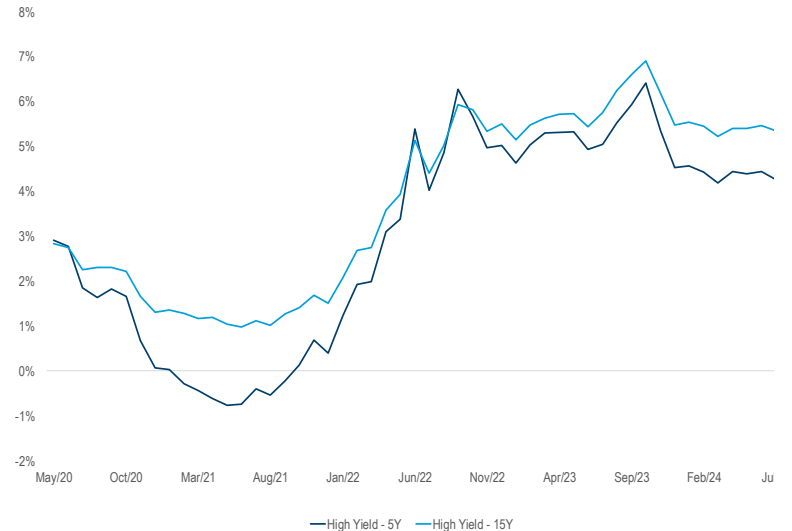


Historische ontwikkeling CMA's

5-jaars verwachte rendementen: enkele categorieën

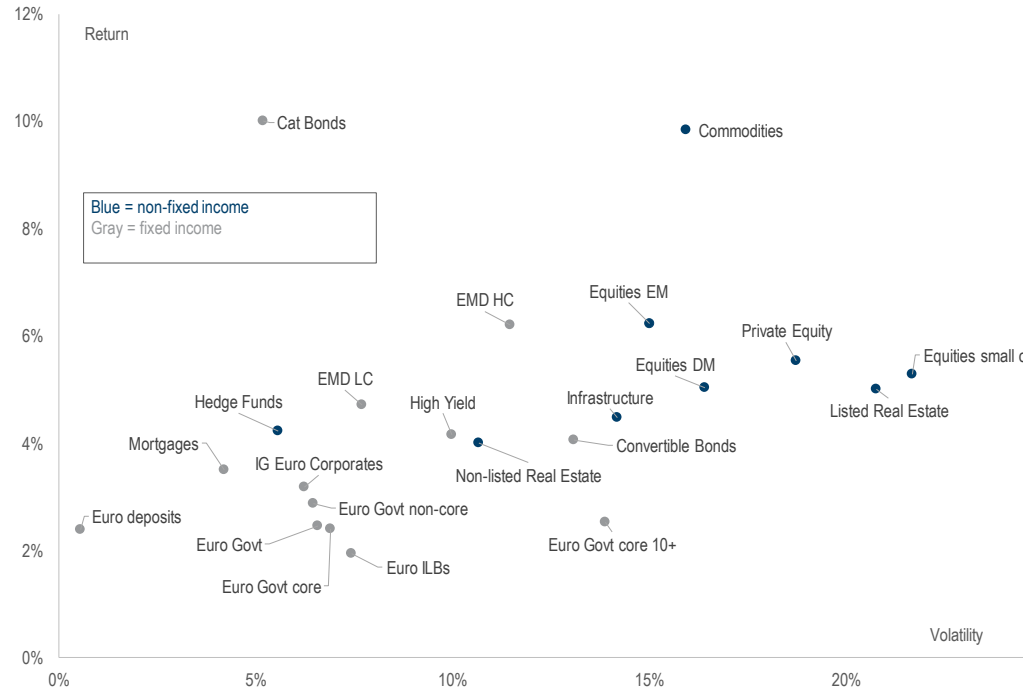


High Yield verwachte rendementen: verschillende horizons



5-jaars verwacht rendement en volatiliteit

Alternatives aantrekkelijk

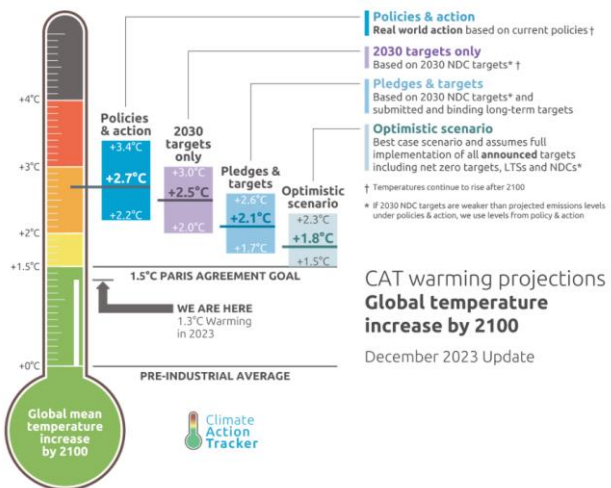


ESG klimaat



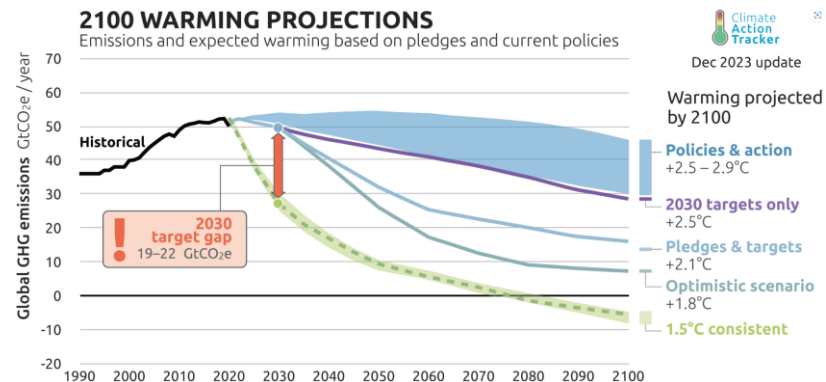
Klimaatontwikkeling o.b.v. 'Climate Action Tracker (CAT)'

CAT Thermometer



Bron: www.climateactiontracker.org, december 2023

Temperatuur projecties

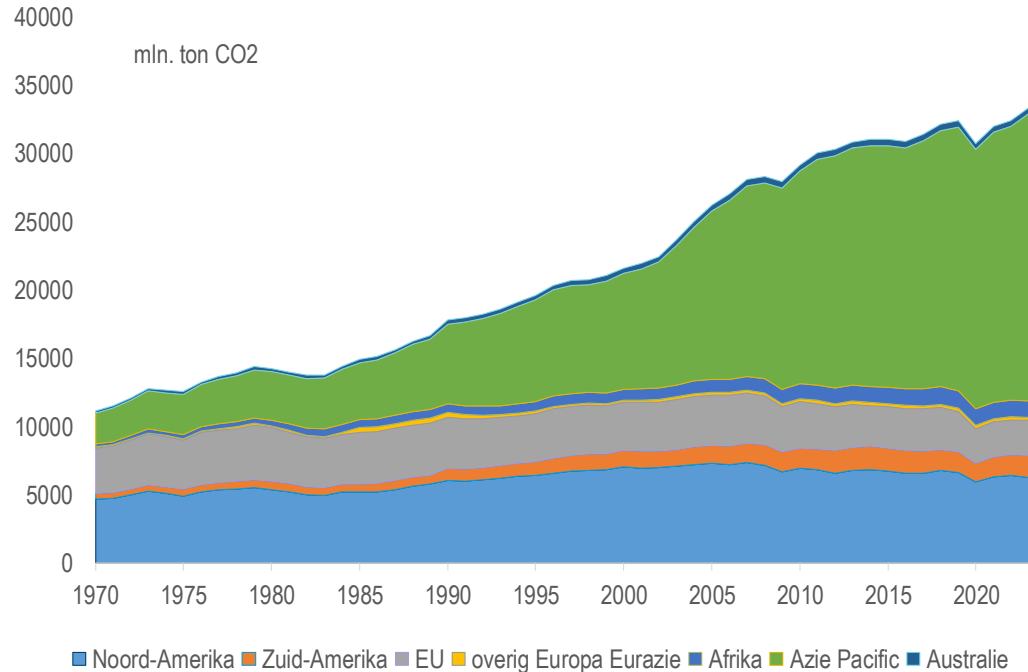


Bron: www.climateactiontracker.org, december 2023

De doelstelling van het Akkoord van Parijs raakt steeds meer uit zicht

Wereldwijde CO₂-emissies

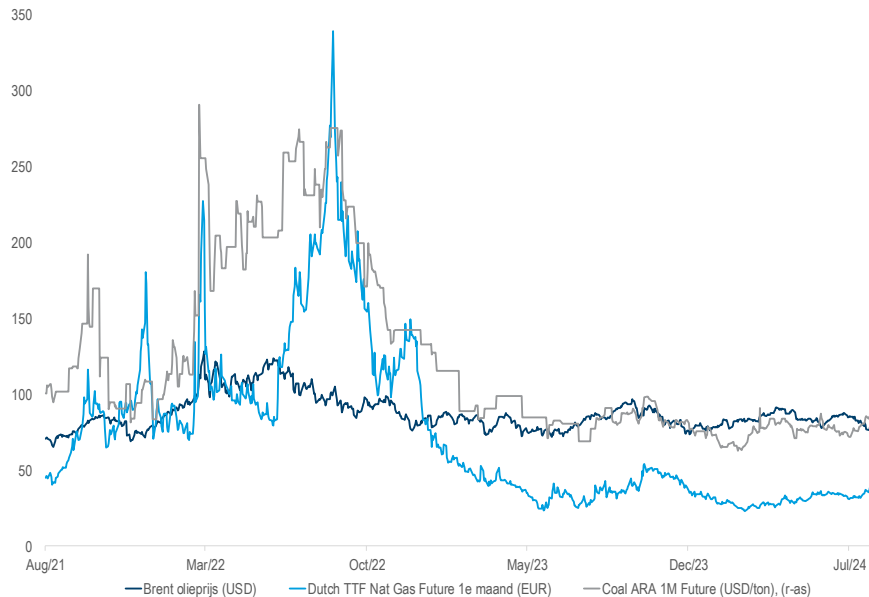
Azië de grootste uitstoter



Fossiele brandstoffen

Olie omlaag, gas omhoog

Prijzontwikkeling



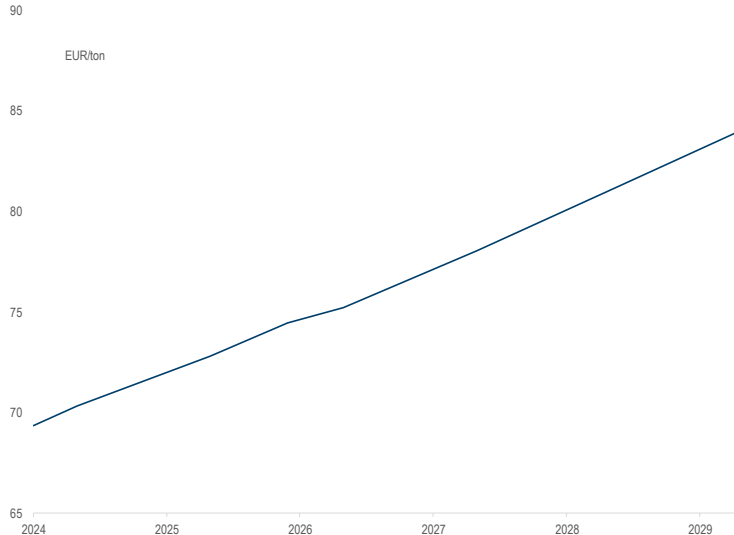
Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 September 2024

- Wegens gevechten in de Russische regio Koersk, en zorgen om de levering van Russisch gas aan Europa (Oostenrijk en Hongarije), steeg de gasprijs afgelopen maand; met 6% tot EUR 39.
- De Brent olieprijs daarentegen daalde iets, met circa 2 dollar tot USD 77.

CO₂-emissie prijs Europa

Emissieprijs stabiel

European Carbon Allowance EUA Futures curve



Bron: Columbia Threadneedle Investments, ICE, EUA, 2 September 2024

European Carbon Allowance EUA spotprijs



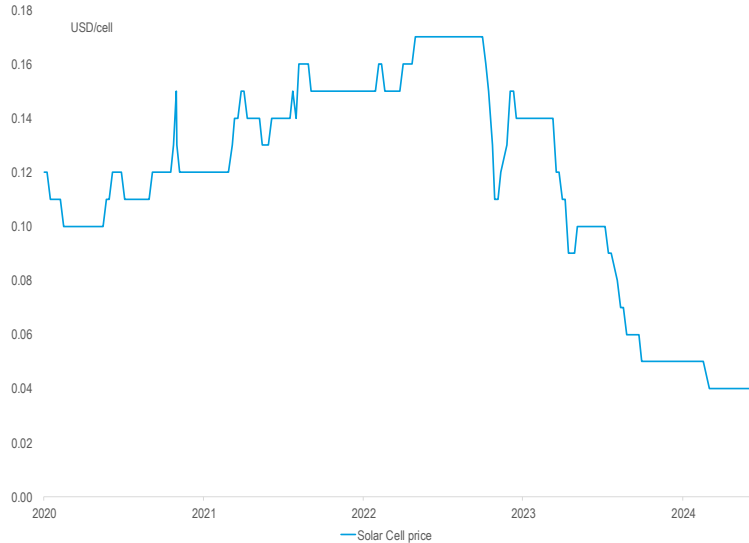
Bron: Columbia Threadneedle Investments, ICE, EUA, 2 September 2024

**De prijs voor verhandelbare CO₂e-emissie-rechten in Europa veranderde afgelopen maand niet (EUR 69 per ton CO₂-equivalent).
Futures prijzen een verdere stijging in voor de komende jaren**

Zonne-energie

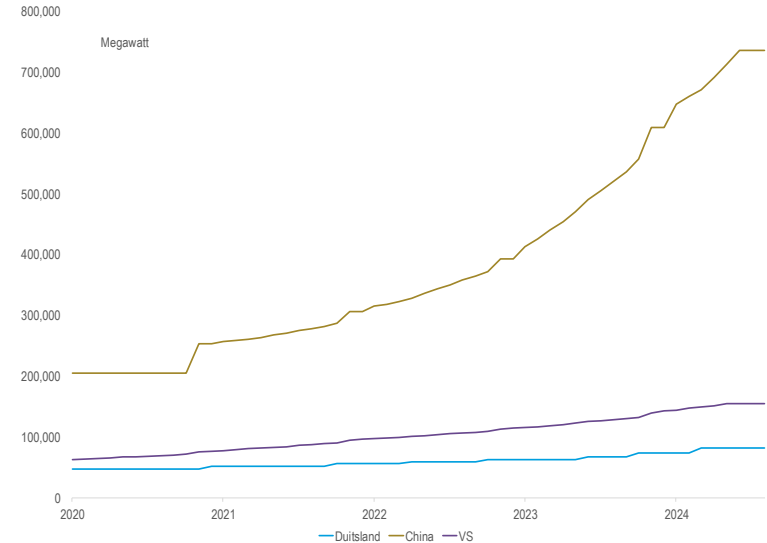
Capaciteit neemt toe en de prijs daalt

Prijs van een zonnecel



Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, PV Infolink, augustus 2024

Capaciteit zonne-energie



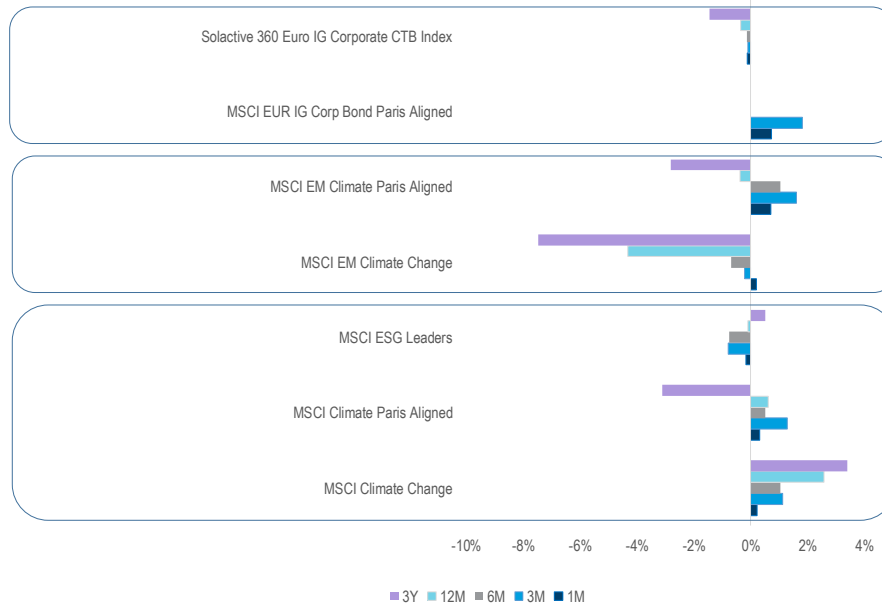
Bron: Columbia Threadneedle, Bloomberg, US EIA, Bundesnetzagentur, China NEA, augustus 2024

Ondanks de toegenomen vraag, zorgen overaanbod in China en technologische vooruitgang voor een forse prijsdaling van zonnecellen

Relatieve performance ESG-indices

Marginale outperformance

Relatief rendement t.o.v. reguliere indices

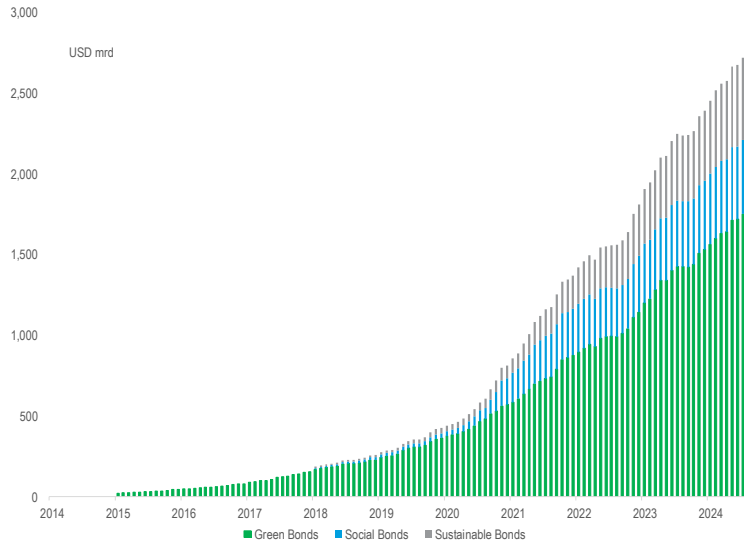


- De performance van ESG- en klimaatindices was in de meeste gevallen gelijk tot marginaal hoger dan dat van traditionele marktgewogen indices te verstaan.
- Dat gebeurde in een omgeving waarbij de Energy sector iets achterbleef bij de brede aandelenmarkt.

Duurzame obligatiemarkt

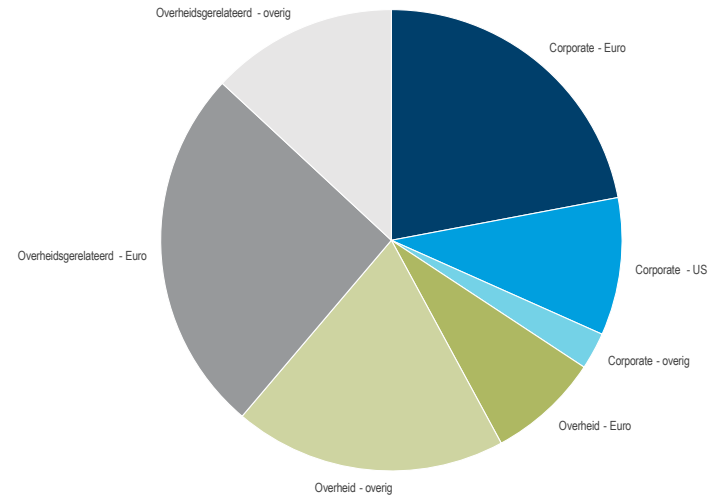
Veel uitgiftes afgelopen maand

Omvang uitstaande schuld wereldwijd



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg indices, augustus 2024

Samenstelling wereldwijde Green Bond markt

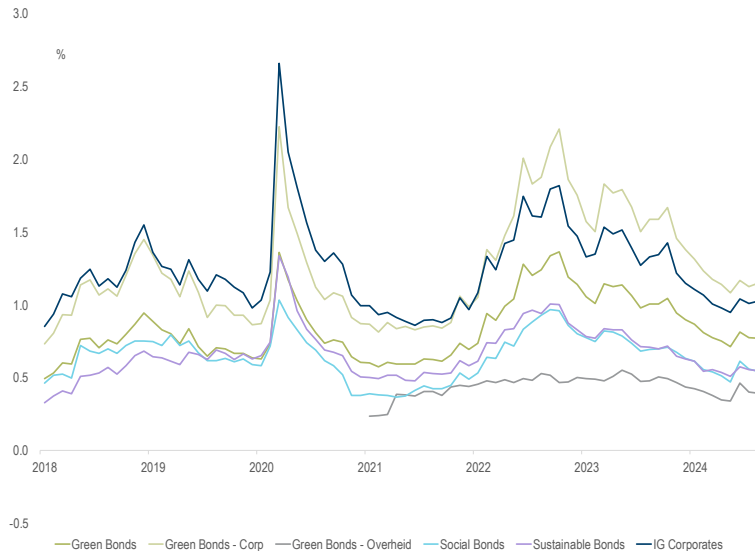


Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg indices, augustus 2024

In augustus werden veel duurzame obligaties uitgegeven. YTD 2024 is sprake van een netto groei van 17%

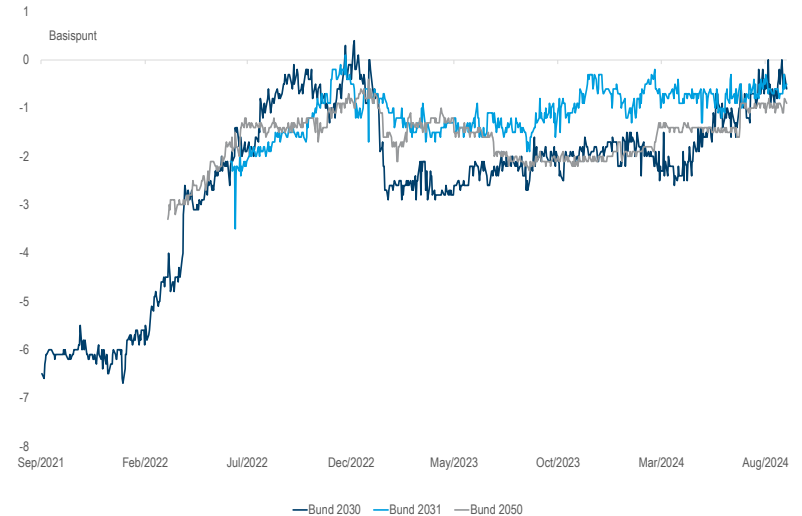
Spread ontwikkeling duurzame obligatiemarkt

Spreads (OAS) wereldwijde indices



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg indices, augustus 2024

Renteverschil: Green Bunds en reguliere Duitse staatsobligaties



Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg, 2 september 2024

De premie voor Duitse 'groene' staatsobligaties is historisch laag momenteel (circa ½ bps tot 1 bps)

Appendix



Jitzes Noorman Delegated CIO & Investment Strategist

Jitzes Noorman is als Delegated CIO in het fiduciaire team van Columbia Threadneedle Investments sinds 2011 verantwoordelijk voor de beleggingen van meerdere Nederlandse pensioenfondsen en tevens werkzaam als Investment Strategieer.

Eerder werkte Noorman bij MN Services als senior fondsbeheerder Special Investments en Hedge Funds. Daarvoor was hij monetair econoom, fixed income strategieer en credit structurer bij Rabobank International en was hij betrokken bij het FTK Pension Fund Advisory Team.

Hij is lid van de ALM Commissie van CFA Society Netherlands.

Jitzes Noorman is afgestudeerd Algemeen Econoom (cum laude) aan de Rijksuniversiteit van Groningen, en “Certified EFFAS Financial Analyst”.

Contact

Columbia Threadneedle Investments

Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam

Gerben Borkent

Sales Director Solutions

DL: +31 (0)20 582 3758; M: +31 (0)61 001 9328

Prosper van Zanten

Head of Institutional Business Benelux and Nordics

DL: +31 (0)20 262 4022; M: +31 (0)6 13 53 39 68

Gesprekken kunnen opgenomen worden

www.columbiathreadneedle.nl

Belangrijke informatie

BELANGRIJKE INFORMATIE. ALLEEN VOOR PROFESSIONELE BELEGGERS (niet te gebruiken voor of te overhandigen aan derden). Voor marketingdoeleinden.

Dit materiaal mag niet worden beschouwd als een aanbod, verzoek, advies of beleggingsaanbeveling. Dit document is geldig op de datum van publicatie en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Informatie uit externe bronnen wordt betrouwbaar geacht, maar de juistheid en volledigheid ervan kan niet worden gegarandeerd. De effectieve beleggingsparameters worden overeengekomen en uiteengezet in het prospectus of de formele overeenkomst voor vermogensbeheer.

In de EER: Threadneedle Management Luxembourg S.A., dat is ingeschreven in het Registre de Commerce et des Sociétés (Luxembourg) onder nummer B 110242 en/of Columbia Threadneedle Netherlands B.V., dat onder toezicht staat van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten (AFM) en ingeschreven is onder nummer 08068841.

In Zwitserland: Threadneedle Portfolio Services AG, een Zwitserse onderneming die niet onder toezicht staat, of door Columbia Threadneedle Management (Swiss) GmbH dat optreedt als vertegenwoordiging van Columbia Threadneedle Management Limited, waaraan vergunning is verleend door en dat onder toezicht staat van de Zwitserse Toezichthouder Financiële Markten (FINMA).

In het VK: Threadneedle Asset Management Limited (nr. 573204) en/of Columbia Threadneedle Management Limited (nr. 517895), beide ingeschreven in Engeland en Wales. Er is in het VK vergunning aan verleend door en ze staan daar onder toezicht van de Financial Conduct Authority.

In het Midden-Oosten: Deze e-mail en de bijbehorende bijlage(n) worden verspreid door Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, dat onder toezicht staat van de Dubai Financial Services Authority (DFSA). Voor distributeurs: Dit document is bedoeld om distributeurs informatie te verstrekken over producten en diensten van de Groep en mag niet verder worden verspreid. Voor institutionele cliënten: De informatie in dit document is niet bedoeld als financieel advies en is uitsluitend bestemd voor personen met voldoende kennis van beleggen die voldoen aan de criteria van de toezichthouder om te kunnen worden beschouwd als een Professional Client of als Market Counterparties. Andere personen mogen zich er niet op baseren.

© 2024 Columbia Threadneedle Investments is de wereldwijde merknaam van de groep Columbia en Threadneedle.