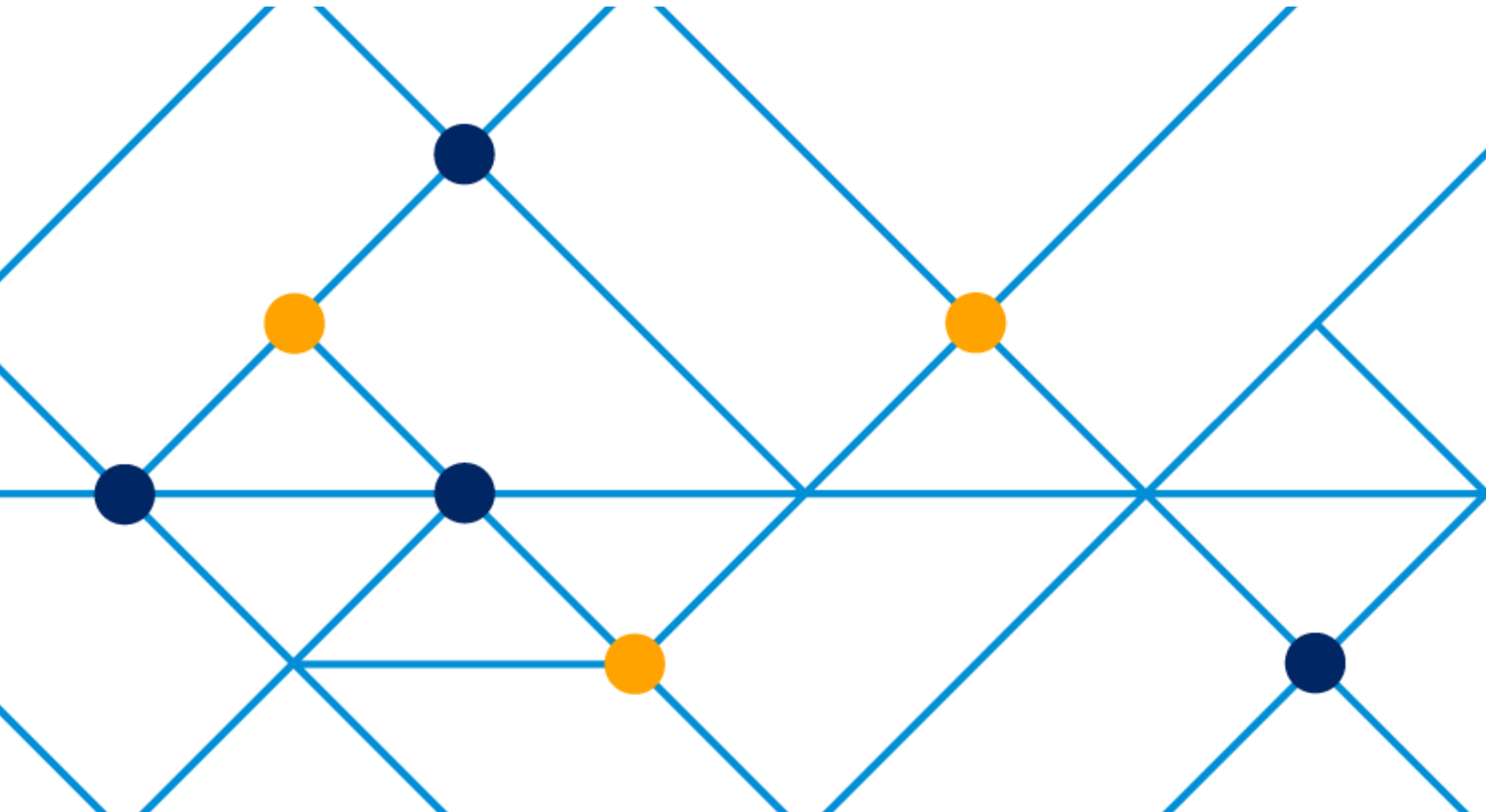




CFA Society
Netherlands

RISICOSTANDAARDEN BELEGGINGEN 2025

CFA SOCIETY NETHERLANDS



DOEL EN GEBRUIK

Sinds 2010 publiceert CFA Society Netherlands het rapport *Risicostandaarden Beleggingen*. Met dit rapport wil CFA Society Netherlands bijdragen aan de zorgvuldige selectie van beleggingscategorieën en de constructie van beleggingsportefeuilles. De risicostandaarden en toelichting hierop zijn gericht aan de beleggingssector zelf, voor degenen die in de dagelijkse praktijk bezig zijn met het selecteren van beleggingscategorieën dan wel samenstellen van portefeuilles. De risicostandaarden blijken met name gebruikt te worden binnen de beleggingsadvisering¹ aan particuliere cliënten. Dit rapport is dan ook vooral bedoeld voor degenen die werkzaam zijn binnen het particulier vermogensadvies of -beheer.

Op basis van relevantie en toepasbaarheid is een selectie gemaakt van beleggingscategorieën waarvoor een aantal risicoparameters is weergegeven. Het overzicht van de genoemde beleggingscategorieën is geen checklist in de zin dat alle genoemde categorieën opgenomen zouden moeten worden of dat niet-genoemde beleggingen ongeschikt zouden zijn. De parameters kunnen helpen bij het samenstellen van portefeuilles met meerdere beleggingscategorieën. Daarbij staat de financiële doelstelling van een cliënt centraal evenals diens financiële positie en risicobereidheid. Het doel van de portefeuilleconstructie is om de kans zo groot mogelijk te maken om deze doelstelling te realiseren. Het gebruik van veronderstellingen over risico zijn hiervoor essentieel.

Het rapport CFA Society Netherlands *Risicostandaarden Beleggingen 2025* geeft een inschatting van de volatiliteit van verschillende beleggingscategorieën en hun correlaties over een lange horizon. De data zoals in dit rapport zijn weergegeven zijn dan ook bedoeld voor het samenstellen van portefeuilles voor een langere beleggingshorizon en niet gericht op de korte termijn. De risicoparameters kunnen gebruikt worden als startpunt voor het maken van een inschatting van het risico van beleggen op de lange termijn, maar geven zonder nadere analyse alleen een indicatie. Tussentijds zijn immers grote schommelingen mogelijk. Zo deed zich in de afgelopen twintig jaar viermaal een bear market² in aandelen voor. In 2022 leverden zowel aandelen als obligaties een negatief rendement op, stegen de correlaties tussen aandelen en obligaties en bleken risicomijdende beleggingen na een veertig jaar durende bull markt³ 'opeens' risicovol. Sinds 2022 is de correlatie tussen aandelen en obligaties positief. Zulke 'regime shifts' zijn altijd mogelijk, zodat het belangrijk is om kennis te nemen van de aannames en kanttekeningen die bij de uitgangspunten worden genoemd. De uitkomsten van dit rapport dienen slechts als handvat voor een portefeuilleconstructie en een eigen zorgvuldige analyse blijft noodzakelijk. De werkelijke invulling van een portefeuille kan door allerlei factoren en inschattingen afwijken van de hier gehanteerde indices en het gebruik van deze data geven geen stempel van goedkeuring.

Wij benadrukken dat historische data geen voorspellend vermogen hebben of dat een stijging van de volatiliteit zou betekenen dat het risico van beleggen in de toekomst is toegenomen. Om een goede inschatting te kunnen maken of een cliënt diens doelstelling kan behalen, dient de belegger veronderstellingen te doen ten aanzien van het verwachte rendement. Dit verwachte rendement is mede afhankelijk van de beleggingsvisie over de wereldwijde ontwikkelingen van de economie, geopolitiek en financiële markten en van de inschatting van de effecten van klimaatschade en de manier waarop duurzaamheid in het beleggingsproces wordt meegenomen. Deze beleggingsovertuigingen van vermogensbeheerders verschillen in de praktijk sterk waardoor de inschattingen van toekomstig rendement uiteen kunnen lopen. De werkgroep *Risicostandaarden* van CFA Society Netherlands ziet in dit rapport daarom bewust af van het geven van verwachtingen voor toekomstige rendementen.

1 Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen advies en beheer.

2 Van een bear market is sprake indien de beurskoersen meer dan 20% zijn gedaald ten opzichte van een recente piek.

3 Van een bull market is sprake indien de beurskoersen meer dan 20% zijn gestegen ten opzichte van een recent dal.

UITGANGSPUNTEN

Bij het in kaart brengen van de risicostandaarden van de diverse beleggingscategorieën gelden de volgende uitgangspunten:

- De beleggingscategorieën die worden onderscheiden dienen een representatieve afspiegeling te zijn van de categorieën die in de praktijk in beleggingsportefeuilles van particuliere beleggers voorkomen.
- De gehanteerde marktindices zijn breed, goed gespreid en algemeen geaccepteerd. Indien het specifieke risico als gevolg van een selectie-effect domineert, is de betreffende beleggingscategorie niet meegenomen in de analyse. Dit betreft bijvoorbeeld private equity.
- Daarnaast moeten de geselecteerde beleggingscategorieën onderscheidend zijn naar risicokarakteristieken. Voor staatsleningen eurozone AAA-AA en staatsleningen EMU maken we een uitzondering. Weliswaar zijn de risico- en correlatieverschillen tussen deze twee categorieën marginaal, maar de samenstelling van de indices wijk wél sterk af, zodat vermogensbeheerders een voorkeur kunnen hebben voor één van de twee⁴.
- Om te komen tot een inschatting van de risicostandaarden is gebruik gemaakt van historische data. Wij gaan uit van een lange termijn horizon van minimaal 10 jaar van beleggers. Wanneer een cliënt het vermogen niet voor een langere periode weg kan zetten, is beleggen niet of minder geschikt. Om die reden worden risicostandaarden afgeleid van een langere historische periode. Een langere termijn is relevant omdat dan rekening wordt gehouden met meerdere economische en monetaire cycli. Hoe meer economische data beschikbaar zijn, des te beter de risico's kunnen worden ingeschat.
- Er is gekozen voor een startdatum van 1999 omdat vanaf dat moment voor vrijwel alle beleggingscategorieën historische data beschikbaar zijn. Voor een aantal reeksen is een kortere periode gebruikt (zie bijlage), terwijl voor sommige reeksen desgewenst een langere historische periode kan worden gebruikt. Bij een langere historie kunnen risicoparameters afwijken en een hogere risico-indicatie geven. Met name voor vastrentende waarden en liquiditeiten blijkt uit analyse dat de volatiliteit over een langere historische periode hoger uitkomt dan de in dit rapport getoonde data. Dit komt door hogere rentestanden over een langere periode in het verleden en de zogenoemde rente-afhankelijke volatiliteit, wat inhoudt dat de volatiliteit van rentes vaak hoger is wanneer het renteniveau hoger is. Nu de rente boven eerdere diepterecords staat, bestaat de kans dat de volatiliteit van deze categorieën hoger blijft dan het gemiddelde over de laatste 25 jaar. Bovendien is de duration van de obligatie-indices de laatste jaren door de lagere rentestanden gestegen, doordat bedrijven en overheden leningen uitgaven met een langere looptijd. Deze langere duration leidt tot extra renterisico.
- In geval van vastrentende beleggingscategorieën is het daarom van belang dat de duration van de beleggingsportefeuille vergelijkbaar is met de duration van de gehanteerde benchmark. Indien de duration van de portefeuille hoger is, zal de volatiliteit hoger uitkomen.
- Dit jaar zijn de opgenomen beleggingscategorieën ongewijzigd. Wel hebben we duurzame indices voor aandelen en obligaties geanalyseerd. De beschikbare historie voor duurzame indices is minder lang dan voor reguliere indices. Daarom hebben we de duurzame varianten voor de MSCI World, de MSCI opkomende markten en de Bloomberg EuroAgg vergeleken met de reguliere varianten over de (kortere) periode waarin deze beiden beschikbaar zijn. De volatiliteit van de duurzame aandelenindices⁵ weken nauwelijks af van die van de reguliere indices. De MSCI World is de meest gespreide index en heeft een wat lagere volatiliteit dan die van de iets minder gespreide duurzame indices. Ook voor obligaties zijn de verschillen in volatiliteit beperkt, maar is de volatiliteit van de duurzame indices⁶ over het algemeen iets lager.
- Wij onthouden ons van voorspellingen omtrent toekomstige financieel-economische ontwikkelingen en scenario's. Beleggers zullen de economische situatie en/of ontwikkelingen op financiële markten op het moment dat het beleggingsadvies gegeven wordt in het advies moeten meewegen. Deze kunnen bepalend zijn voor de uitgangspunten en ontwikkeling van de beleggingscategorieën. Verder wordt in dit rapport geen rekening gehouden met 'mean-reversion' of juist 'mean-aversion' effecten.

4 De AAA-AA benchmark heeft begin 2025 een kleiner aantal obligaties, een iets langere looptijd en een lager renteniveau dan staatsleningen EMU.

5 De duurzame aandelenindices die geanalyseerd zijn, zijn MSCI ESG Universal, MSCI ESG Leaders, MSCI Paris Aligned PAB en MSCI SRI indices. Inmiddels heeft MSCI de benaming van een paar duurzame indices aangepast.

6 Onder andere de Euro Agg Sustainability, Euro Agg ESG weight, EuroAgg SRI en FTSE ESG Select EMU.

- De standaarddeviatie is een vereenvoudigde maatstaf voor risico. Risico laat zich niet eenvoudig vatten in een enkelvoudig getal. Zo zijn er risico's die zich niet makkelijk laten kwantificeren, zoals het illiquiditeitsrisico. Daarnaast zal de standaarddeviatie veelal een onderschatting geven van het feitelijke risico ten tijde van stress in de financiële markten. Dit jaar hebben we twee extra risicostandaarden opgenomen: de drawdown en het aantal jaren tot volledig herstel van de terugval sinds de eerdere piek. Deze twee indicatoren geven een beeld van het historische neerwaartse risico. De drawdown is de waardedaling tussen de eerdere piek van een belegging tot het dal. Over de historie sinds 1999 blijkt dat de verliezen voor beleggingscategorieën met een hoog risico groot kunnen zijn. Zo daalden grondstoffen 82% ten opzichte van een eerdere piek, leverden aandelen 56% aan waarde in en vastgoed 66%. Voor obligaties was de terugval met ruim 20% weliswaar beperkter maar nog altijd aanzienlijk. Vastgoed herstelde zich sneller. De tijd die het vergde om het verlies te boven te komen, bedroeg voor aandelen ontwikkelde markten bijna 14 jaar en voor vastgoed ruim 6 jaar. Opvallend is dat aandelen opkomende markten en small caps de klap na 7 en 5 jaar al te boven zijn en de large caps uit de ontwikkelde markten pas na bijna 14 jaar. De koersen van grondstoffen en obligaties waren eind 2024 na respectievelijk 17 jaar en ruim 4 jaar nog niet hersteld tot hun eerdere piekniveaus.
- De correlatie is berekend op basis van maandelijkse rendementen. In tijden van stress op de markten geldt dat hoe negatiever de rendementen van beleggingscategorieën worden, des te hoger de correlatie uitkomt. Dat kan ervoor zorgen dat een combinatie van beleggingscategorieën tijdens een crisis minder bescherming biedt dan gedacht. De correlatieberekening houdt ook geen rekening met 'regime shifts'. Een belegger kan daardoor bijvoorbeeld niet zomaar uitgaan van een negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties, waar tussen 1999-2021 grotendeels sprake van was. In de periode 1970-1990 en sinds medio 2022 is deze correlatie positief. Andere economische ontwikkelingen en veranderende rente- en monetaire omstandigheden kunnen de correlaties sterk beïnvloeden.

Correlatie aandelen en obligaties sterk toegenomen



Correlatie tussen MSCI World en staatsleningen wereldwijd eurohedged (FTSE World Government Bond Index developed markets),

Bron: Bloomberg

- Bij het samenstellen van portefeuilles is het voor de inschatting van het risico belangrijk om zowel naar de volatiliteit als naar de correlatie te kijken. Een beleggingscategorie met een relatief hoge volatiliteit kan door correlatie-effecten in een portefeuillecontext veel minder risicovol zijn dan alleen het volatiliteitscijfer doet vermoeden. Daardoor kunnen beleggingscategorieën met een hoge volatiliteit toch een waardevolle bijdrage leveren, ook in portefeuilles met een laag risicoprofiel.
- Bij illiquide beleggingen, zoals verschillende hedge fund strategieën, is de waarde soms minder objectief vast te stellen. Het kan voorkomen dat hedge funds uitschieters in rendementen naar boven en naar beneden uitsmeren over de tijd. Verder is het aantal hedge funds dat in een index wordt meegenomen vaak beperkt ten opzichte van het universum en fluctueert de samenstelling sterk door 'survivorship bias'. De waarde en volatiliteit worden ook beïnvloed doordat de index vaak slechts een maandelijkse notering of nog minder frequent heeft.

- Daarnaast kan het beleid met betrekking tot (de mate van) afdekking van valutarisico's verschillen. In dit rapport zijn euro rendementen geanalyseerd waarbij het valutarisico niet is afgedekt. Uitzondering zijn de investment grade staatsobligaties wereldwijd, waar voor een variant met hedging is gekozen. Staatsleningen uit de ontwikkelde markten vormen immers veelal het risicomijdende deel van een portefeuille omdat het kredietrisico in het algemeen laag wordt ingeschat. Om te voorkomen dat valutaschommelingen alsnog voor een hoger neerwaarts risico of voor meer volatiliteit zorgen, is de keuze voor een gehedgde positie en index voor deze staatsleningen te prefereren. Een valutahedge vermindert dit risico immers.
- Het vaststellen van toekomstige beweeglijkheid of correlatie is niet mogelijk. Om uiting te geven aan deze onzekerheid zijn bandbreedtes weergegeven in plaats van puntschattingen. De bandbreedtes zijn indicatief; beleggers dienen zelf te beoordelen of deze aansluiten bij de eigen implementatie.
- Omdat de standaarddeviaties en correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën alleen een eerste indruk geven over het kwantitatieve risicoprofiel, is kennis van de onderliggende ontwikkelingen, afhankelijkheden, marktomvang en risico's van de onderscheiden beleggingscategorieën noodzakelijk.

In bijlage 1 zijn de gehanteerde referentie-indices opgenomen.

STANDAARDDEVIATIES

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 17 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Vergeleken met het rapport CFA Society Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2024 zijn alle bandbreedtes voor de standaarddeviatie ongewijzigd gebleven. De drawdown data zijn afgerond op hele procenten en jaren.

Beleggingscategorie	Standaard deviatie*	Draw-down	Drawdown in jaren
Liquiditeiten	0-1%	-3%	9
Staatsleningen			
• Staatsleningen euro AAA-AA	3-6%	-23%	5**
• Staatsleningen EMU	3-6%	-21%	4**
• Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties	5-8%	-12%	3**
• Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)	3-7%	-20%	4**
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	8-12%	-16%	5
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	6-10%	-12%	1
Bedrijfsobligaties (credits)			
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3-6%	-17%	3**
• Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd	6-8%	-13%	4
• Hoogrentende bedrijfsobligaties wereldwijd	9-13%	-31%	2
Aandelen			
• Aandelen ontwikkelde markten	12-17%	-56%	14
• Aandelen opkomende markten	17-22%	-56%	7
• Aandelen Small Caps ontwikkelde markten	15-20%	-54%	5
Beursgenoteerd vastgoed	16-21%	-66%	6
Alternatieve beleggingen			
• Hedge funds ***	7-12%	-33%	13
• Grondstoffen	20-25%	-82%	17**
• Goud	15-20%	-37%	8

Bron gebruikte data: Bloomberg

* Standaarddeviatie op jaarbasis op basis van maanddata.

** Eind 2024 nog niet hersteld van de eerdere drawdown.

*** De standaarddeviatie voor hedge funds kan in de praktijk hoger zijn dan nu uit de data blijkt. De lagere liquiditeit, het mogelijk spreiden van de rendementen over meerdere maanden en de hoge 'survivorship' bias drukken de volatiliteit kunstmatig.

CORRELATIES

De correlaties zijn in 2024 nauwelijks veranderd. Door afronding komen de correlaties voor staatsleningen opkomende markten met andere staatsleningen wat hoger uit en die tussen aandelen ontwikkelde markten met small caps wat lager. De correlaties worden in principe op 0,2 afgerond, maar bij een correlatie van boven de 0,9 ronden we af naar 0,9, omdat in de praktijk een correlatie van 1 niet vaak langdurig optreedt.

CORRELATIEMATRIX

	Liquiditeiten	Staatsleningen euro AAA-AA	Staatsleningen EMU	Euro-inflatiegerelateerde obligaties	Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)	Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	Investment grade bedrijfsobligaties euro	Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd	Investment grade bedrijfsobligaties	Hoogrentende bedrijfsobligaties	Aandelen ontwikkelde markten	Aandelen opkomende markten	Aandelen Small Caps ontwikkelde markten	Beursgenoteerd vastgoed	Hedge funds	Grondstoffen	Goud
Liquiditeiten	1	0,2	0	0	0,2	0	0	0	0	0	0	-0,2	0	0	0	0	0	0
Staatsleningen euro AAA-AA	1	0,2	0,9	0,8	0,9	0,4	0,4	0,8	0,6	0,2	0,2	0	0	0	0,2	0	-0,2	0,2
Staatsleningen EMU	0,9	0,9	1	0,8	0,8	0,4	0,4	0,8	0,4	0	0	0	0	0	0,2	0	-0,2	0,2
Euro-inflatiegerelateerde obligaties	0,8	0,8	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,8	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0	0	0	0
Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)	0,2	0,2	0,9	0,8	1	0,4	0,4	0,6	0,4	0	0	0	0	0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,2
Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	0	0	0,4	0,4	0,4	1	0,6	0,6	0,8	0,8	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,2	0,4
Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	0	0	0,4	0,4	0,4	0,6	1	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0,4	0,2	0,4
Investment grade bedrijfsobligaties euro	0	0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0	0	0
Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd	0	0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	1	0,8	0,4	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	0	0,2
Hoogrentende bedrijfsobligaties	0	0	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1	0,8	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	0	0,2
Aandelen ontwikkelde markten	-0,2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,2	0,2
Aandelen opkomende markten	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,6	1	0,8	0,8	0,6	0,6	0,4	0
Aandelen Small Caps ontwikkelde markten	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,6	0,8	1	0,8	0,6	0,4	0,4	0,2
Beursgenoteerd vastgoed	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,8	0,6	0,4	0
Hedge funds	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,4	0,4	0,2	0
Grondstoffen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,4	0,2	0,2
Goud	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0,2	1

BIJLAGE REFERENTIE-INDICES

Alle indices zijn in euro of omgerekend naar euro.

Beleggingscategorie	Referentie-indices	Datahorizon
Liquiditeiten	1-maands Eonia (jan 1999-dec. 2019), €STR (jan. 2020-dec 2024)	jan 1999 – dec 2024
Staatsleningen		
<ul style="list-style-type: none"> • Staatsleningen euro AAA-AA • Staatsleningen EMU • Euro-inflatiegerelateerde obligaties 	ICE BofA AAA-AA Euro government Index ICE BofA Euro government Index Bloomberg Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities Total Return Index	jan 1999 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024 jan 2000 – dec 2024
<ul style="list-style-type: none"> • Staatsleningen wereldwijd (eurohedged) • Staatsleningen opkomende markten (harde valuta) • Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta) 	FTSE World Government Bond Index-Developed Markets Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Sovereign TR Bloomberg Emerging Markets Local Currency Government TR Index unhedged EUR	jan 1999 – dec 2024 jan 2002 – dec 2024 jan 2009 – dec 2024
Bedrijfsobligaties (credits)		
<ul style="list-style-type: none"> • Investment grade bedrijfsobligaties euro • Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd • Hoogrentende bedrijfsobligaties 	ICE BofA Euro Corporate Index ICE BofA Global Corporate Index ICE BofA Global High Yield Index	jan 1999 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024
Aandelen		
<ul style="list-style-type: none"> • Aandelen ontwikkelde markten • Aandelen opkomende markten • Aandelen Small Caps ontwikkelde markten 	MSCI World Net Total Return Index MSCI Emerging Markets Net Total Return Index MSCI World Small Cap Net Total Return	jan 1999 – dec 2024 jan 2001 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024
Beursgenoteerd vastgoed	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index Net Total Return	mrt 2005 – dec 2024
Alternatieve beleggingen		
<ul style="list-style-type: none"> • Hedge funds • Grondstoffen • Goud 	HFRX Global Hedge Fund Index S&P GSCI Total Return CME Bloomberg Gold Subindex Total Return	jan 1999 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024 jan 1999 – dec 2024