

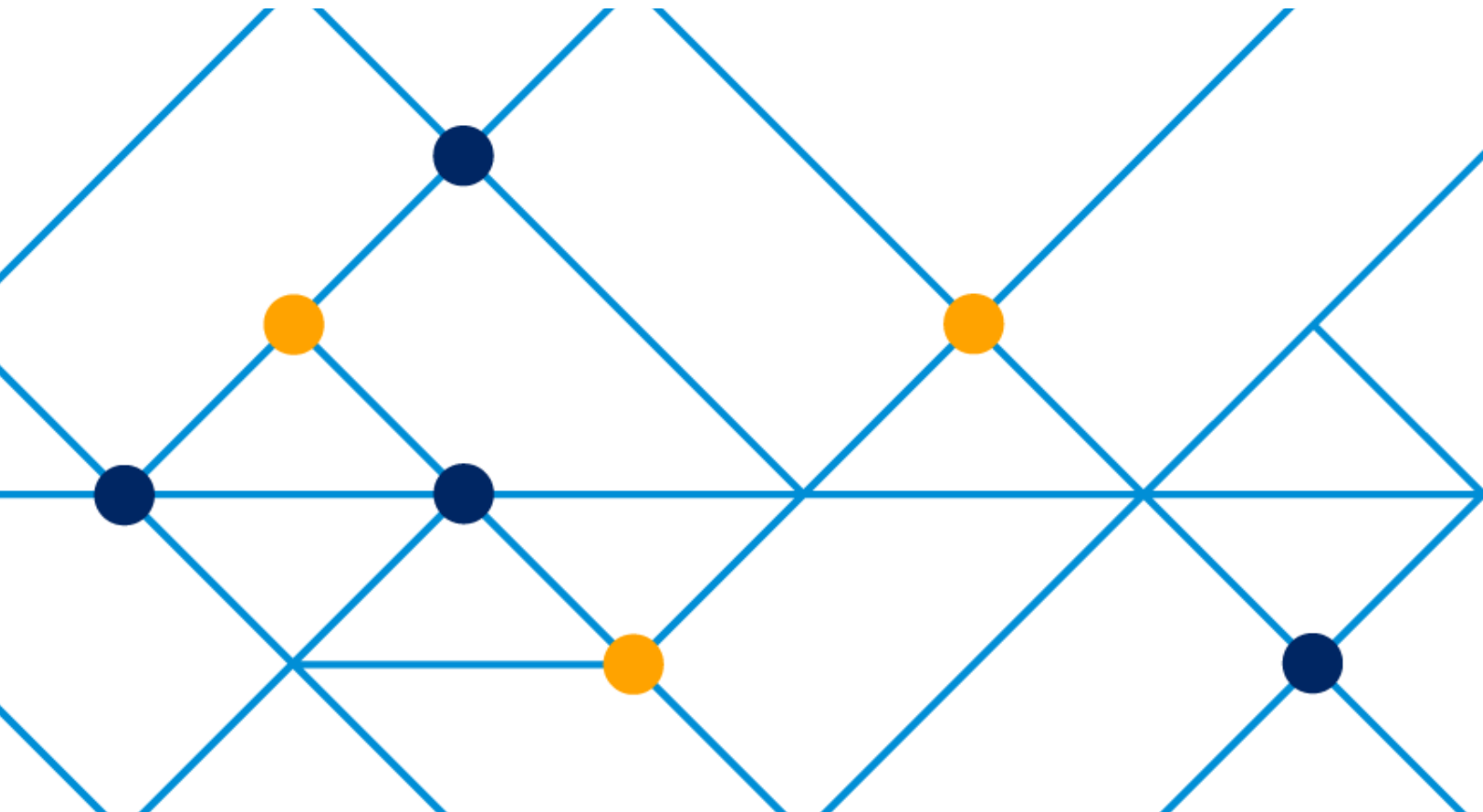


CFA Society
Netherlands

vba

RISICOSTANDAARDEN BELEGGINGEN 2022

CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS



DOEL EN GEBRUIK

Met dit rapport willen wij als CFA Society VBA Netherlands bijdragen aan de zorgvuldige selectie van beleggingscategorieën en constructie van beleggingsportefeuilles en daarmee aan de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening in Nederland. De aanbevelingen zijn gericht aan de beleggingssector zelf, voor degenen die in de dagelijkse praktijk bezig zijn met het selecteren van beleggingscategorieën dan wel construeren van portefeuilles. In 2010 lanceerde de toenmalige VBA een publicatie over risicostandaarden. In de praktijk is sindsdien gebleken dat deze aanbevelingen met name gebruikt worden binnen de beleggingsadvisering¹ aan particuliere cliënten. Wij richten ons met deze aanbevelingen dan ook vooral tot degenen die werkzaam zijn binnen het particulier vermogensadvies of – beheer. Wij hebben op basis van relevantie en toepasbaarheid een selectie gemaakt van beleggingscategorieën waarvoor wij te hanteren risicoparameters hebben weergegeven. Het overzicht van de genoemde beleggingscategorieën is echter geen checklist in de zin dat alle genoemde categorieën opgenomen zouden moeten worden of dat niet-genoemde beleggingen ongeschikt zouden zijn. De parameters kunnen ondersteunen bij het zelf samenstellen van portefeuilles met diverse beleggingscategorieën.

De financiële doelstelling van een cliënt staat centraal bij het samenstellen van een portefeuille, waarbij rekening moet worden gehouden met zijn of haar financiële positie en risicobereidheid. Het doel van de portefeuilleconstructie is om de kans zo groot mogelijk te maken dat deze doelstelling behaald wordt. Het gebruik van veronderstellingen over risico zijn hiervoor essentieel. Het rapport CFA Society VBA Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2022 geeft een inschatting van de volatiliteit van verschillende beleggingscategorieën over een lange horizon. De data zoals in dit rapport zijn weergegeven zijn dan ook bedoeld voor een langere horizon en niet voor beleggers met een korte beleggingshorizon.

Wij gaan er daarbij vanuit dat de toekomstige beweeglijkheid gelijk is aan de historische, wanneer deze over een lange periode gemeten wordt. Over een lange periode bezien leveren de data de laatste jaren weinig wijzigingen op in onze waarnemingen. Bij onverwachte gebeurtenissen kunnen de volatiliteit en correlatie naar verwachting echter snel toenemen.

De risicoparameters in dit rapport kunnen gebruikt worden als startpunt voor het maken van een inschatting van het risico van beleggen op de lange termijn. Wij willen benadrukken dat zonder veronderstellingen ten aanzien van het verwachte rendement geen goede inschatting gemaakt kan worden van de kans op het behalen van de doelstelling van de cliënt. Beleggers kunnen een verschillende visie hebben op wereldwijde ontwikkelingen van de economie en financiële markten. Daarnaast kunnen ook de risico's op gebieden als geopolitiek, klimaat en duurzaamheid uiteenlopend worden beoordeeld. Als gevolg van deze verschillende beleggingsovertuigingen kunnen de inschattingen van toekomstig rendement uiteenlopen. Als CFA Society VBA Netherlands zien wij in dit rapport daarom bewust af van het geven van verwachtingen voor toekomstige rendementen.

¹ Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen advies en beheer

UITGANGSPUNTEN

Bij het in kaart brengen van de risicoparameters van de diverse beleggingscategorieën hebben wij de volgende uitgangspunten gehanteerd:

- Om te komen tot een inschatting van de risicoparameters maken wij gebruik van historische data. Wij onthouden ons van voorspellingen omtrent toekomstige financieel-economische ontwikkelingen en scenario's. Ook nemen wij de economische situatie en/of ontwikkelingen op financiële markten op het moment dat het beleggingsadvies gegeven wordt niet in aanmerking, ook al zou die bepalend kunnen zijn voor de ontwikkeling van de beleggingscategorieën. Verder houden we geen rekening met 'mean-reversion' of juist 'mean-aversion' effecten.
- 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 beleggingscategorieën die worden onderscheiden dienen daarnaast onderscheidend te zijn naar risicokarakteristieken.
- Dit jaar zijn de reeksen voor obligaties uitgebreid met staatsobligaties wereldwijd en Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties. Inflatiegerelateerde obligaties kunnen enige bescherming van de reële waarde bieden bij een oplopende inflatie, een ontwikkeling die we sinds medio 2021 doormaken. Wereldwijde staatsleningen zijn toegevoegd omdat zij veelal een iets hogere rente bieden dan de euroleningen. Bij aandelen is het aantal beleggingscategorieën uitgebreid met small caps wereldwijd. Small caps kunnen anders reageren bij economische cycli en rentebewegingen dan large caps.
- Wij gaan uit van brede, goed gespreide en algemeen geaccepteerde marktindices. Indien het specifieke risico als gevolg van een selectie-effect domineert, hebben wij geabstraheerd van de betreffende beleggingscategorie. Dit betreft bijvoorbeeld private equity.
- Wij gaan uit van een lange termijn horizon (minimaal 10 jaar) van beleggers. Om die reden worden risicoparameters 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. Wanneer een cliënt het vermogen niet voor een langere periode weg kan zetten, is beleggen niet of minder geschikt.
- 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. Uit analyse blijkt dat de volatiliteit over een langere periode voor een deel van de beleggingscategorieën hoger uitkomt dan de in dit rapport getoonde data. Voor vastrentende waarden en liquiditeiten waren de rentestanden in het verleden veel hoger. De volatiliteit van rentes is vaak hoger als het niveau hoger is, de zogenoemde rente-afhankelijke volatiliteit. Bij lage rentestanden zoals die in 2021 is de kans op een stijgende rente groter, waardoor de volatiliteit hoger kan uitkomen dan nu aangegeven op basis van de laatste 23 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.
- 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.
- In deze publicatie is de correlatie berekend op basis van maandelijkse rendementen. In tijden van stress op de markten geldt dat hoe negatiever het rendement wordt, 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'. Zo is de correlatie tussen aandelen en staatsobligaties uit de eurozone over de afgelopen 23 jaar negatief. Bij een regime shift zou deze positief kunnen worden, zoals we in de periode 1970-1990 zagen.

- 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 heeft. Het resultaat is dat de standaarddeviatie en de correlatie met andere beleggingscategorieën worden gedrukt.
- In geval van vastrentende beleggingscategorieën is het 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.
- In de praktijk kan het beleid met betrekking tot de afdekking van valutarisico’s verschillen. Wij gaan uit van euro rendementen waarbij het valutarisico niet is afgedekt. Uitzondering zijn de 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 voor deze staatsleningen te prefereren. Een valutahedge vermindert dit risico immers.
- 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 veel minder risicovol zijn in een portefeuillecontext 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.
- Het exact vaststellen van toekomstige beweeglijkheid of correlatie is niet mogelijk. Om uiting te geven aan deze onzekerheid hanteren wij bandbreedtes in plaats van puntschattingen.

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.

BELEGGINGSCATEGORIEËN

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 17 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Vergeleken met het rapport CFA Society VBA Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2021 zijn de bandbreedtes in standaarddeviatie ongewijzigd. Er zijn drie categorieën toegevoegd: Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties, wereldwijde staatsleningen eurohedged en small caps ontwikkelde markten.

Beleggingscategorie	Standaarddeviatie ²
Liquiditeiten	0-1%
Staatsleningen	
• Staatsleningen euro AAA-AA	3-5%
• Staatsleningen EMU	3-5%
• Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties	5-8%
• Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)	3-7%
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	10-14%
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	8-12%
Bedrijfsobligaties (credits)	
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3-5%
• Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd	6-8%
• Hoogrentende bedrijfsobligaties wereldwijd	9-13%
Aandelen	
• Aandelen ontwikkelde markten	12-17%
• Aandelen opkomende markten	18-23%
• Aandelen small caps ontwikkelde markten	15-20%
Beursgenoteerd vastgoed	16-21%
Alternatieve beleggingen	
• Hedge funds	7-12%
• Grondstoffen	20-25%
• Goud	15-20%

De volatiliteit van Euro-inflatiegerelateerde obligaties was over de afgelopen 23 jaar licht hoger dan die van nominale staatsleningen uit de eurozone. De wereldwijde staatsleningen kennen een iets lagere volatiliteit dan de Euro-obligaties, waarbij wel aangemerkt moet worden dat de bijna 40 jaar aanhoudende bull markt voor obligaties en het monetaire beleid de trend heeft beïnvloed.

De wereldwijde small cap index voor aandelen levert een volatiliteit op die tussen die van de ontwikkelde en opkomende markten ligt.

² Standaarddeviatie op jaarbasis op basis van maanddata. Bron: Bloomberg.

CORRELATIEMATRIX

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

De correlatiedata zijn onveranderd ten opzichte van vorig jaar en er zijn drie nieuw geselecteerde beleggingscategorieën toegevoegd. Euro-inflatiegerelateerde obligaties hebben in tegenstelling tot euroleningen een licht positieve correlatie met aandelen. Wereldwijde staatsobligaties kunnen andere diversificatievoordelen opleveren ten opzichte van staatsobligaties uit de eurozone. Zij zijn bijvoorbeeld negatief gecorreleerd met hoogrentende bedrijfsobligaties en hedge funds.

BIJLAGE 1

Alle indices zijn in euro of omgerekend naar euro.

Beleggingscategorie	Referentie-indices	Datahorizon
Liquiditeiten	1-maands Eonia	jan 1999 – dec 2021
Staatsleningen		
<ul style="list-style-type: none"> • Staatsleningen euro AAA-AA • Staatsleningen EMU • Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties • Staatsleningen wereldwijd (eurohedged) • Staatsleningen opkomende markten (harde valuta) • Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta) 	ICE BofA AAA-AA Euro government Index ICE BofA Euro government Index Bloomberg Euro Govt Inflation-Linked Bond All Maturities Total Return Index FTSE World Government Bond Index-Developed Markets JP Morgan EMBI Global Composite Unhedged in EUR JP Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Unhedged in EUR	jan 1999 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021 jan 2000 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021 jan 2003 – dec 2021
Bedrijfsobligaties (credits)		
<ul style="list-style-type: none"> • Investment grade bedrijfsobligaties euro • Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd • Hoogrentende bedrijfsobligaties wereldwijd 	ICE BofA Euro Corporate Index ICE BofA Global Corporate Index ICE BofA Global High Yield Index	jan 1999 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021
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 2021 jan 2001 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021
Beursgenoteerd vastgoed	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index Net Total Return	mrt 2005 – dec 2021
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 2021 jan 1999 – dec 2021 jan 1999 – dec 2021