

Counterpoint Weekly 12–18 april 2021

Carolina Moura-Alves

Group Head of Asset Allocation

Patrik Ryff

Strategic Asset Allocation Strategist, Group Chief Investment Office

Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist, Group Chief Investment Office

Liu Zihan

Portfolio manager, Quantitative Strategies

Bill Street

Group Chief Investment Officer

Kapitaalrisico

In het vierde deel uit de reeks waarin we onze benadering van de strategische asset-allocatie (SAA) uiteenzetten, gaan we nader in op wat onze kapitaalmarktaannames ons vertellen over het goedmaken van verliezen wanneer de zaken niet gaan zoals gepland en waarom het verleden een nuttig, maar niet perfect richtsnoer voor de toekomst is.

Wat u moet weten

- We verwachten dat het rendement van onze efficiënte SAA's in de komende 10 jaar lager zal zijn dan in het voorbije decennium. De volatiliteit van onze SAA's – onze belangrijkste maatstaf voor portefeuillerisico – zou over het algemeen gelijk of zelfs hoger moeten zijn. Dit heeft zijn weerslag op andere risicofactoren: het risico op kapitaalverlies en hoelang het duurt om eventuele verliezen weer goed te maken.
- Lager verwacht rendement betekent dat de kans op verlies groter is wanneer u vandaag belegt vergeleken met in het verleden, en het zou langer kunnen duren om eventuele verliezen weer goed te maken. Dit is geen kenmerk van hoe we onze SAA's samenstellen, maar het resultaat van de omstandigheden die wij voor het rendement verwachten op basis van onze kapitaalmarktaannames.
- Maar dat is nog niet alles. In dit nieuwe beleggingsklimaat betekent dit ook dat portefeuilles die voorheen als zeer "veilig" werden beschouwd, langere herstelperiodes kunnen hebben dan de meer 'offensieve'. Cliënten die in onze meest behoudende SAA's belegd zijn, kunnen voor een uitruil komen te staan tussen de hoogte van de waarde schommelingen die voor hen aanvaardbaar zijn, en hoelang ze bereid zijn te wachten om hun verliezen weer goed te maken indien de zaken niet verlopen zoals gepland.

Kapitaalrisico – de alom aanwezige kleine lettertjes in teksten met beleggingsadvies zijn maar al te bekend. Maar ze zijn belangrijk om bij stil te staan en het risico op kapitaalverlies is in dit klimaat van lagere verwachte rendementen toegenomen. De kans dat beleggers een deel van hun belegde geld verliezen is groter dan in het verleden. En wanneer de zaken niet gaan zoals gepland, kan het langer duren om deze verliezen goed te maken. Dit is geen kenmerk van hoe we onze optimale strategische asset-allocatie vormgeven, maar het resultaat van onze verwachting voor het rendement en de volatiliteit van dit rendement; dit zijn de nieuwe beleggingsomstandigheden.

Maar dit is nog niet hele verhaal. Omdat de vooruitzichten voor de obligatierente bijzonder slecht zijn, hebben vastrentende beleggingen, die vanwege hun lagere volatiliteit gewoonlijk als "veiliger" worden beschouwd, nu meer tijd nodig om verliezen goed te maken dan de iets "risicovollere" portefeuilles. Voor sommige van onze meest behoudende SAA's (de portefeuilles met de grootste allocatie aan vastrentende waarden), kunnen cliënten voor een uitruil komen te staan tussen twee verschillende risico's: hoeveel de waarde van hun belegging in de loop der tijd fluctueert en hoelang het kan duren om eventuele verliezen goed te maken.

Wanneer lager rendement hoger risico betekent

Onze kapitaalmarktaannames (Capital Market Assumptions, CMA's) zijn onze beste schatting van het verwachte rendement en risico (de volatiliteit van het rendement) voor de lange termijn (> 10 jaar) voor elke beleggingscategorie in ons universum. Ze zijn per definitie toekomstgericht en we maken gebruik van zowel factor specifieke als beleggingscategorie-specifieke modellen om ze te genereren. Het rendement dat we in onze CMA's verwachten, is beduidend lager dan in het afgelopen decennium (figuur 1). Dit is het gevolg van de structureel lagere obligatierente ten opzichte van de voorbije decennia, en niet van de manier waarop we onze SAA's opstellen. Dit heeft niet alleen consequenties voor de manier waarop we efficiënte portefeuilles structureren (zie ook *Counterpoint Weekly* 8–14 maart 2021, 'Optimale portefeuilles in een wereld van lage rente') maar ook voor het risico op kapitaalverlies en de duur van de herstelperiode na dalingen.

Wanneer we stilstaan bij wat een wereld van lage rendementen betekent voor de risico's die onze cliënten lopen, doen we dat bij voorkeur op basis van toekomstscenario's.

Figuur 1: Een ander soort rendement

De kapitaalmarktaannames van Quintet voor SAA's in EUR en het historisch rendement (in EUR)

Aandelenallocatie	0%	10%	25%	45%	65%	75%	85%	92,5%
CMA (Komende 10 jaar)								
Rendement (%)	1,2	1,6	2,2	3,0	3,8	4,2	4,6	4,8
Volatiliteit (%)	5,5	5,8	6,8	8,4	10,4	11,5	12,6	13,0
Sharpe-ratio	0,14	0,20	0,26	0,30	0,32	0,33	0,33	0,33
Value at risk (%)	-7,1	-8,2	-11,6	-16,5	-21,6	-24,0	-26,5	-28,0
Verwacht tekort (%)	-9,9	-11,6	-15,3	-20,3	-25,9	-28,6	-31,4	-33,1
Historisch sinds januari 2005								
Rendement (%)	5,3	5,6	6,2	7,0	7,7	8,0	8,4	8,5
Volatiliteit (%)	5,0	5,3	6,1	7,5	9,3	10,3	11,3	12,0
Tekort (%)	-5,1	-7,3	-11,9	-17,0	-22,5	-25,0	-27,6	-29,2

Bron: Bloomberg, Quintet

Wanneer we stilstaan bij wat een wereld van laag rendement betekent voor de risico's die onze cliënten lopen, doen we dit bij voorkeur op basis van toekomstscenario's. Hoewel we weten wat er in het verleden is gebeurd, is de toekomst onzekerder. Daarom simuleren we verschillende mogelijke scenario's voor de toekomst van onze strategische asset-allocaties op basis van een instrument met de naam Monte Carlo simulaties, naar een populaire casinobestemming in Monaco (zie het kader 'de Monte Carlo methode: simulatie van de toekomst'). Uit onze analyse blijkt dat de waarschijnlijkheid van kapitaalverlies groter is dan in het verleden, en dat de periode om deze verliezen na een daling weer goed te maken langer duurt dan in het verleden.

De Monte Carlo methode: de toekomst simuleren

Hoewel we weten wat er in het verleden is gebeurd, is de toekomst inherent onzeker. Bij zoveel onzekerheid kan het beter zijn om over een uitgebreide verzameling mogelijke uitkomsten na te denken, in plaats van een specifieke prognose te maken. De Monte Carlo methode is een instrument dat hier bij uitstek geschikt voor is. Het is een (stochastisch) model dat wordt gebruikt om de mate van waarschijnlijkheid van verschillende toekomstige uitkomsten te voorspellen.

Hoe simuleren we verschillende mogelijke uitkomsten voor onze strategische asset-allocaties?

De waarde van een portefeuille in de volgende maand is gelijk aan de waarde van deze maand plus het rendement dat in de daaropvolgende maand wordt gegenereerd. We weten nog niet wat het rendement in de volgende maand zal zijn, maar op basis van onze kapitaalmarktaannames hebben we een verwachting over het rendement en de volatiliteit. De Monte Carlo simulatie gaat uit van het verwachte rendement en volatiliteit van de portefeuille als beginpunt en voegt elk jaar een schok toe. De schok is afhankelijk van de verwachte volatiliteit van de portefeuille en van een willekeurige variabele (waarbij we van een normaalverdeling uitgaan). De waarde van de portefeuille wordt aan de hand van de volgende formule vastgesteld:

$$S_t = S_0 e^{(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2)t + \sigma B_t}$$

B staat voor de portefeuille waarvan, μ is het verwachte rendement, σ de verwachte volatiliteit en *B* is een standaard Brownse beweging

Aan de hand van deze formule kunnen we een mogelijke toekomstige ontwikkeling voor de portefeuille genereren door over een periode van 10 jaar de waarde in elke maand te berekenen. Door dit proces 1000 keer te herhalen, krijgen we een uitgebreide verzameling van mogelijke

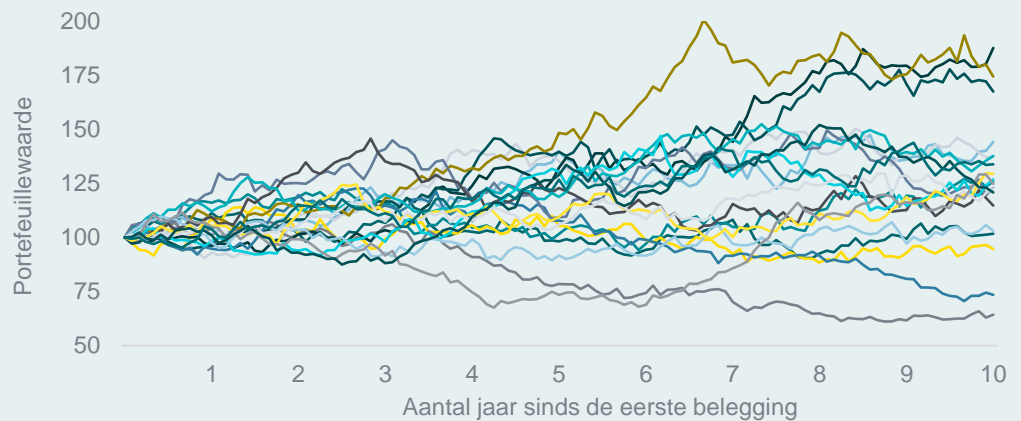
Lagere volatiliteit betekent niet noodzakelijkerwijs lager risico. In ieder geval geen lage risico op kapitaalverlies

Een cliënt die is belegd in onze EUR 45% aandelen SAA, zou redelijkerwijs kunnen hebben verwacht dat na drie jaar de kans op verlies van een deel van zijn belegde kapitaal vrij dicht in de buurt van nul komt. Dit is veranderd

toekomstige ontwikkelingen van de portefeuille. Figuur 2 is een weergave van een deel steekproef van onze 1.000 simulaties.

De Monte Carlo methode: de toekomst simuleren (vervolg)

Figuur 2: Monte Carlo simulatie voor EUR 45% aandelen strategische asset-allocatie (SAA)



Bron: Quintet

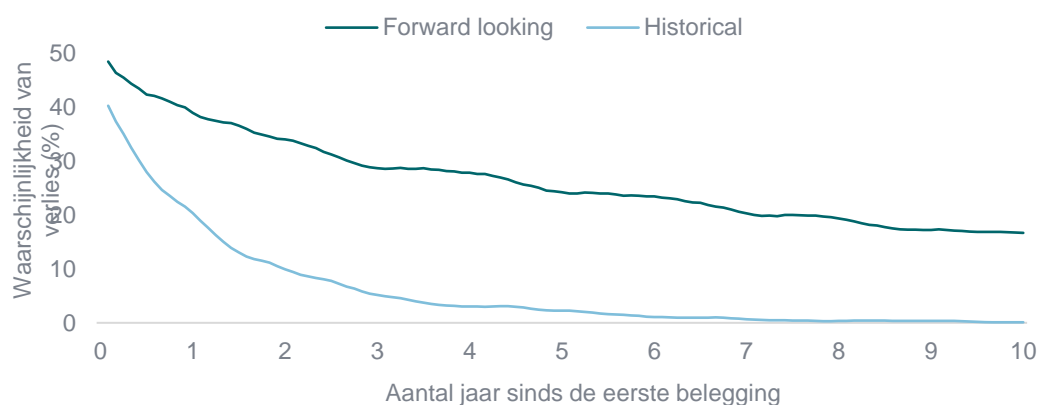
Hoe berekenen we de waarschijnlijkheid van kapitaalverlies op basis van de Monte Carlo simulaties?

Deze 1.000 simulaties leveren een distributie op van mogelijke uitkomsten voor de portefeuille op elk moment in de toekomst. Van hieruit is het een eenvoudige oefening om de waarschijnlijkheid van verlies te berekenen door te tellen hoeveel van de willekeurig gegenereerde ontwikkelingen onder de beginwaarde van de portefeuille liggen.

Figuur 3 is een weergave van het resultaat voor een van onze SAA-profielen. We berekenen de waarschijnlijkheid dat zich een verlies voordoet voor onze referentie EUR 45% aandelen SAA en zetten dit af tegen de verstreken tijd sinds de belegging is gedaan voor twee verschillende simulaties: één op basis van onze aanname van het toekomstig rendement en de toekomstige volatiliteit en één op basis van het historisch rendement en de historische volatiliteit sinds 2005, zoals weergegeven in figuur 1. Het contrast is groot. Een cliënt die is belegd in onze EUR 45% aandelen SAA, zou redelijkerwijs kunnen hebben verwacht dat na drie jaar de kans op verlies van een deel van zijn belegde kapitaal vrij dicht in de buurt van nul komt. In de toekomst heeft dezelfde cliënt een kans van bijna één op drie dat hij na drie jaar een deel van zijn belegde geld kan verliezen.

Figuur 3: Een ander soort risico

Het gesimuleerde risico van portefeuilleverlies voor EUR 45% aandelen (gelijke verdeling, %)



Bron: Quintet

Wanneer risico niet gelijk staat aan risico

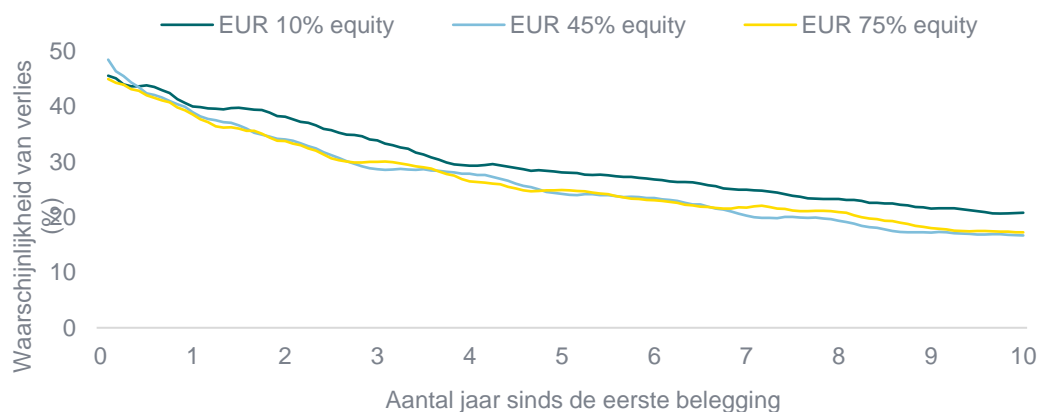
Maar dat is nog niet alles. Onze simulaties benadrukken een ander kenmerk dat voortvloeit uit de nieuwe omstandigheden waarmee beleggers rekening moeten houden. Lagere volatiliteit betekent niet noodzakelijkerwijs lager risico. In ieder geval geen lager risico op kapitaalverlies. Het risico op kapitaalverlies zal nu waarschijnlijk groter zijn voor portefeuilles met een groot deel vastrentende waarden, die van oudsher als "veiliger" worden beschouwd, omdat ze over het algemeen minder volatiel zijn en kleinere correcties ondervinden.

Dit klinkt wellicht contra intuïtief. Dit kan worden toegeschreven aan de lagere volatiliteit, de kleinere correcties en een lager risico op kapitaalverlies, die in het verleden hand in hand gingen. Een belegger met een portefeuille vastrentende waarden met een relatief lage volatiliteit herstelde over het algemeen sneller van dalingen dan iemand met een meer volatiele aandelenportefeuille. Maar de ultra lage rente maakt het moeilijk om verliezen snel terug te verdienen. Laten we staatsobligaties uit de eurozone als voorbeeld nemen. Een obligatiebelegger heeft sinds begin dit jaar een verlies geleden van 2,5% op zijn positie in staatsobligaties uit de eurozone. In 2013, toen deze staatsrente 2% of meer bedroeg, zou het een jaar of korter hebben geduurd voordat het rendement dit verlies zou hebben goedge maakt. Nu is deze rente ongeveer nul of zelfs licht negatief. Hierdoor is het onmogelijk om door middel van renteopbrengsten het verlies binnen afzienbare tijd goed te maken.

Figuur 4 verduidelijkt dit. We berekenen nogmaals de waarschijnlijkheid van kapitaalverlies en zetten dit af tegen de tijd die is verstreken sinds de oorspronkelijke belegging is gedaan. Dit keer geven we alleen de toekomstgerichte simulaties voor drie verschillende portefeuilles weer: onze EUR 10% aandelen SAA, onze referentie EUR 45% aandelen SAA en onze EUR 75% aandelen SAA.

Figuur 4: Een ander soort uitruil

Het gesimuleerde risico van portefeuillevlies voor verschillende SAA- profielen (gelijke verdeling, %)



Bron: Quintet

Hier komt een verrassend feit naar voren. Voor onze meest behoudende SAA's kan er sprake zijn van een inherente uitruil tussen verschillende risico's. Hoeveel de portefeuille fluctueert en de hoogte van het verlies enerzijds, en anderzijds hoe waarschijnlijk het is dat er verlies optreedt en hoelang het kan duren om dit verlies terug te verdienen.

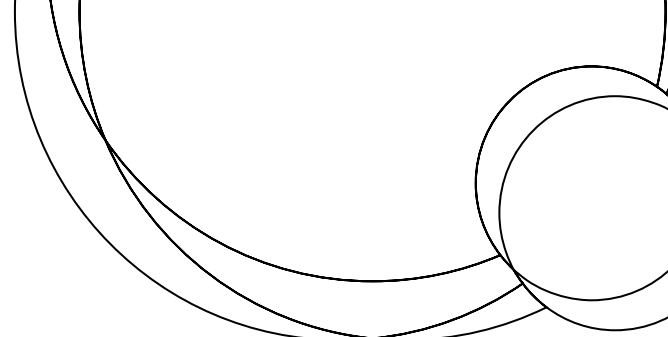
Wanneer de toekomst niet op het verleden lijkt

Uit de analyse blijkt ook nog iets anders. Het verleden verschaft vaak een richtsnoer voor de toekomst, maar deze is niet perfect. Het is de moeite waard om de ontwikkelingen nauwlettend te volgen wanneer door veranderingen op de financiële markten vertrouwde concepten niet langer van toepassing zijn. Dit wil niet zeggen dat we niet van het verleden kunnen leren door van vroegere patronen gebruik te maken. Integendeel, in veel gevallen doen we dit. Maar om onze cliënten het best mogelijke advies te kunnen bieden, moeten we onze eigen denkbeelden zorgvuldig tegen het licht houden en bestaande opvattingen regelmatig ter discussie stellen. Dat doen we dan ook.

Portefeuilles die we vanwege hun lagere volatiliteit over het algemeen als "veiliger" beschouwen, kunnen er nu langer over doen dan meer "offensieve" portefeuilles om verliezen te compenseren.

Conclusie

In eerdere *Counterpoints* zijn we nader ingegaan op de manier waarop we optimale SAA's samenstellen voor het huidige klimaat van lage rente. In deze uitgave zijn we nader ingegaan op een ander aspect van dit klimaat van lage rente. Het is misschien geen verrassing dat een lager verwacht rendement betekent dat de kans op verlies groter is wanneer u vandaag belegt vergeleken met in het verleden, en het zou langer kunnen duren om eventuele verliezen weer goed te maken. Het is echter verrassender dat portefeuilles die we vanwege hun lagere volatiliteit over het algemeen als "veiliger" beschouwen, er nu langer over kunnen doen dan meer "offensieve" portefeuilles om verliezen te compenseren.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (12 april 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.