



Counterpoint Weekly 8–14 maart 2021

Optimale portefeuilles in een wereld van lage rente

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

Daniele Antonucci

Chief Economist & Macro Strategist

Bill Street

Group Chief Investment Officer

In dit derde deel van een reeks waarin we nader ingaan op onze strategische asset-allocation, bespreken we onze verwachtingen omtrent de ontwikkeling van de rente op staatsobligaties in de eurozone en de rol daarvan bij de optimalisering van de risico-rendementsverhouding in goed gespreide portefeuilles.

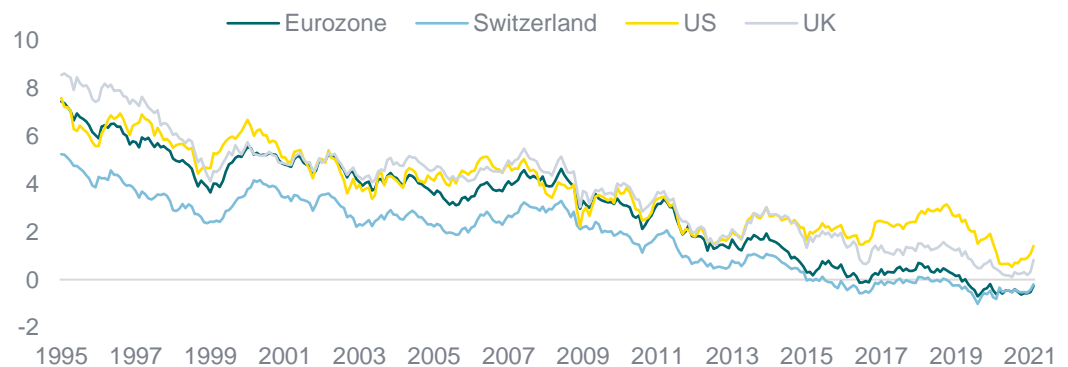
Wat u moet weten

- We verwachten dat de rente op tienjaarsobligaties uit de eurozone de komende 10 jaar gemiddeld slechts 0,8% zal bedragen en dat het verwachte totaalrendement van deze beleggingscategorie mogelijk dicht bij nul zal liggen.
- De redenen voor deze lage renteprognoses zijn de lagere verwachte beleidsrente van de centrale bank dan in voorgaande cycli en een lagere termijnpremie dan in het verleden. Deze ontwikkelingen worden aangestuurd door een structureel lagere potentiële groei en productiviteit en door matige demografisch vooruitzichten.
- Ondanks de lage rendementsverwachtingen spelen staatsobligaties uit de eurozone een belangrijke rol in onze optimale strategische asset-allocation (SAA), omdat ze als spreidingsmiddel fungeren. Gezien het klimaat van lage rente hebben we ze aangevuld met andere diversifiërende beleggingen als goud om de risico-rendementskenmerken van de portefeuilles te optimaliseren.

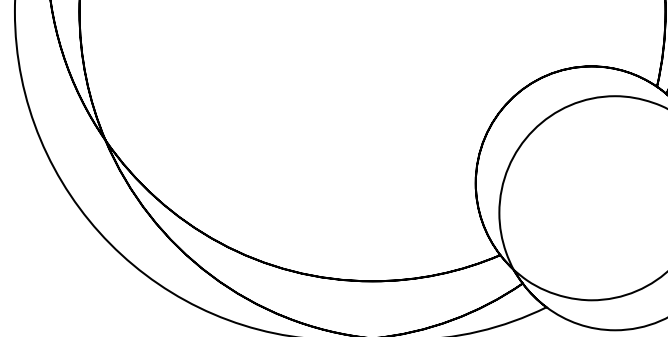
Eind vorig jaar bereikte de staatsobligatierente in de eurozone historische dieptepunten en is daarna structureel laag gebleven (figuur 1). Voor onze strategische asset-allocation (SAA) zijn de rendementsvooruitzichten voor de beleggingscategorie ook matig. In de kapitaalmarktaannames die de basis vormen voor onze SAA's, gaan we ervan uit dat de obligatierente in de regio de komende 10 jaar gemiddeld slechts 0,8% zal bedragen. We verwachten dat de rentecurve vrij vlak zal blijven en schatten dat het totaalrendement gedurende dezelfde tijdsperiode nauwelijks boven nul zal liggen, nog onder onze verwachtingen voor contanten. Ook verwachten we een totaalrendement van nul voor staatsobligaties in Zwitserse frank en, hoewel onze rendementsverwachtingen voor US Treasuries en UK Gilts iets beter zijn, verwachten we dat het rendement op staatsobligaties in al onze referentievaluta's lager zal zijn dan dat van contanten.

Figuur 1: Staatsobligatierente blijft structureel zeer laag

Rente op 10-jaarsstaatsobligaties (in lokale valuta's, %)



Bron: Bloomberg, Quintet

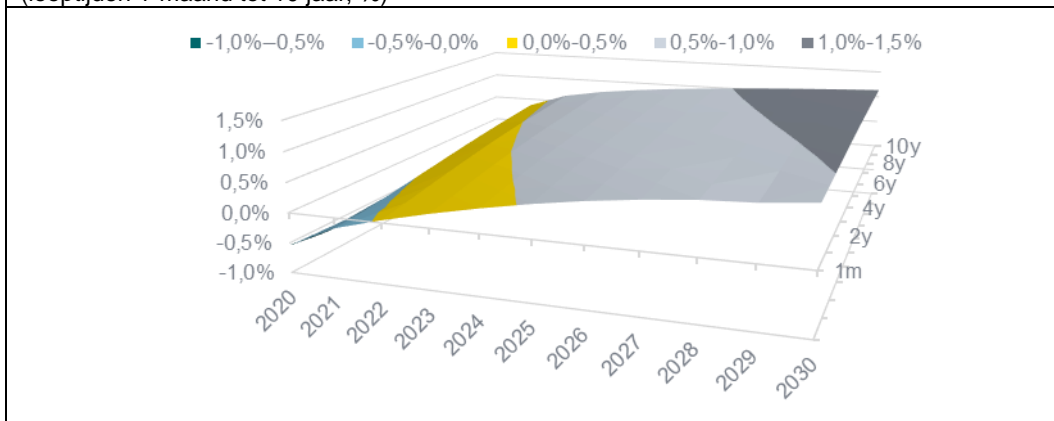


Hoe komt dit?

Ten gevolge van een structureel lagere vraag en een hoog besparingsoverschot is in elke rentecyclus de beleidsrente door de centrale banken verder verlaagd. Dit is met name het geval in de eurozone, waar de potentiële groei lager is dan in de VS en de opkomende economieën, de productiviteit chronisch zwak is en de demografische dynamiek een uitdaging vormt. Daarnaast is de termijnpremie – de extra rente die beleggers verwachten als compensatie voor leningen met een langere looptijd – afgenomen. Deze was in de jaren '70, '80 en '90 systematisch positief, omdat beleggers in nominale obligaties voor het inflatierisico gecompenseerd wilden worden. Vanaf de jaren '90 werd inflatie door de meeste beleggers als een lager risico ingeschat, waardoor de risicopremie die ze verlangden is gedaald. Ten slotte werd na de kredietcrisis deflatie onder veel beleggers in het westen voor het eerst een punt van zorg, waardoor de termijnpremie negatief werd.

Het is onwaarschijnlijk dat deze trends binnenkort structureel zullen omslaan. Onze verwachtingen voor het rendement op staatsobligaties in de eurozone, waarin de informatie is verwerkt uit de huidige (spot) rentecurve, weerspiegelen dit (figuur 2).

Figuur 2: We verwachten een gemiddelde obligatierente in de eurozone van onder de 1%
Rendementsbereik voor de obligatierente in de eurozone in onze kapitaalmarktaannames
(looptijden 1-maand tot 10 jaar, %)



Bron: Bloomberg, Quintet

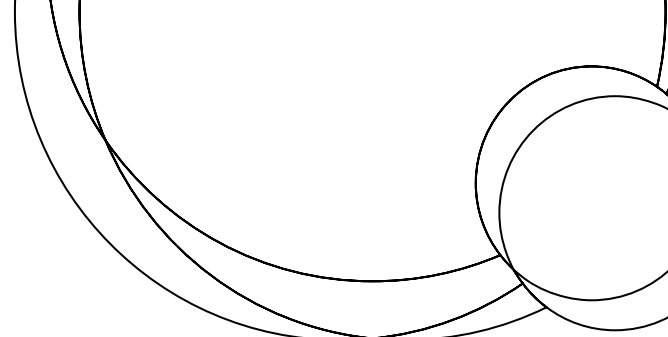
Hoe onze verwachtingen over de obligatierente voor onze SAA's tot stand komen

Onze kapitaalmarktaannames maken een inschatting van het verwachte rendement en risico voor de lange termijn (> 10 jaar) voor elke beleggingscategorie in ons universum door middel van een mix van factor- en beleggingscategorie-specifieke modellen.

Wanneer we een inschatting maken van het verwachte rendement op staatsobligaties, beginnen we met het opstellen van onze prognose voor elke regionale rentecurve (USD, EUR, enz.). Nadat we deze rentecurves hebben opgesteld, voeren we een wiskundige berekening uit om het rendement te simuleren dat zou worden gerealiseerd door het doorrollen van een obligatie met een bepaalde looptijd, op basis van het geschatte rendement.

Om voor een bepaalde valuta (bijvoorbeeld de EUR) de geschatte rentecurve af te leiden, volgen we de volgende stappen:

1. We nemen de spotrente (nul) op staatsobligaties van 1 maand tot 20+ jaar.
2. We maken een schatting van de termijnpremie. Er zijn verschillende benaderingen om de termijnpremie te schatten, die allemaal hun voor- en nadelen hebben. Wij passen een mix toe van methodes die algemeen worden toegepast door wetenschappers en beleggers.
3. We stellen een hypothese op voor de toekomstige ontwikkeling van de termijnpremie.
4. Op basis van de huidige markt-spotprijs, onze schatting van de risicopremies en onze hypothese over de ontwikkeling van de termijnpremie genereren we een complete rentecurve van 1-maand tot 10-jaar, vanaf vandaag tot het eind van onze beleggingshorizon (10 jaar later).
5. Met de rentecurve als uitgangspunt, simuleren we het rendement dat via een obligatiestrategie met een vaste looptijd zou worden opgebouwd door het maandelijks rendement van de strategie te berekenen. Deze berekening wordt voor elke maand herhaald om het cumulatieve rendement van de prognoseperiode te berekenen.



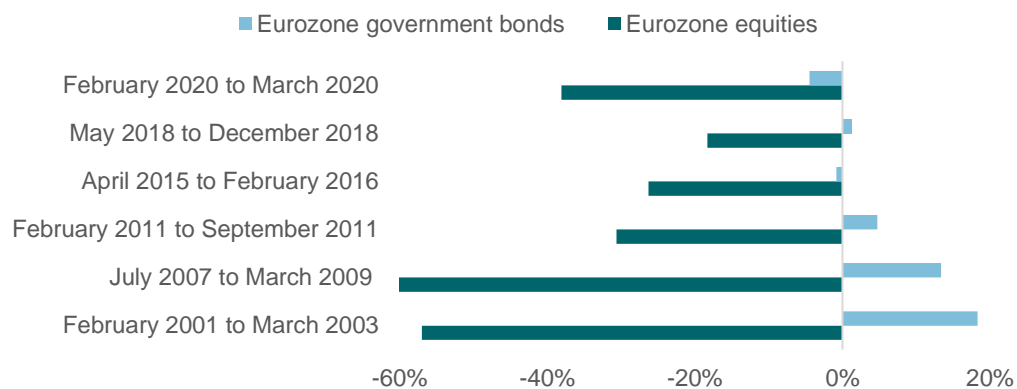
Zijn staatsobligaties nog steeds de moeite waard?

Lage of zelfs negatieve rentes vormen een grote uitdaging voor het asset-allocationproces. De afgelopen decennia hebben staatsobligaties en andere kwalitatief hoogwaardige vastrentende waarden een gestage stroom relatief stabiel inkomen gegenereerd, terwijl obligatiebeleggers van daarnaast van koersstijgingen profiteerden. Op portefeuilleniveau vormden staatsobligaties gedurende periodes van marktonrust ook een tegenwicht. Maar nu de rente rond de nul ligt of zelfs negatief is, is de ruimte voor een verdere stijging van de obligatiekoersen beperkter. Naar aanleiding hiervan hebben beleggers meer risico moeten accepteren om het door hen gewenste of vereiste rendement te behalen.

In onze SAA's richten we onze volledige aandacht op het behalen van het best mogelijke verwachte rendement voor elk risicoprofiel, en het robuuste optimaliseringsproces dat hiervoor de basis vormt, omvat nog steeds een aanzienlijke allocatie aan staatsobligaties. De reden hiervoor is dat, ondanks de lage rentes en de matige vooruitzichten voor het totaalrendement, het nog steeds spreidingsvoordelen biedt. Vanwege de doorgaans negatieve correlatie met meer risicovolle beleggingen in tijden van marktonrust, worden portefeuilles hierdoor bestendiger. In het verleden vormden kwalitatief hoogwaardige staatsobligaties een veilige haven voor beleggers wanneer er bij risicovolle beleggingen sprake was van een verkoopgolf. We verwachten dat dit in de toekomst ook zo zal zijn (figuur 3). Momenteel beleggen we voor 14% in staatsobligaties in onze referentie EUR SAA, waarvan 10% in staatsobligaties uit de eurozone.

Figuur 3: In periodes van marktonrust vormen staatsobligaties een tegenwicht

Rendementen van obligaties en aandelen uit de eurozone gedurende periodes van aanzienlijke marktonrust (%)

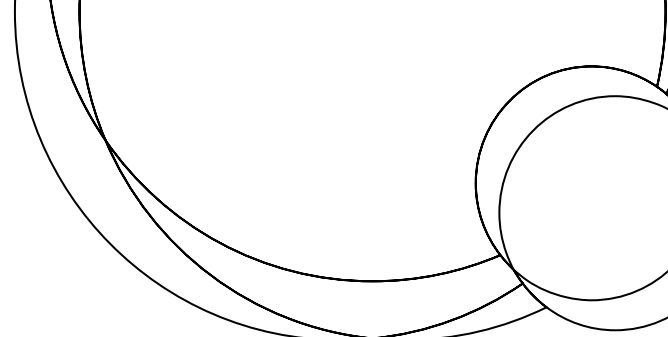


Bron: Bloomberg, Quintet

Verdere diversificatie dan staatsobligaties betaalt zich terug

Hoewel staatsobligaties voor onze SAA's nog steeds een waardevol spreidingsmiddel zijn, is het mogelijk dat ze in een toekomstige economische neergang minder bescherming bieden. Om dit te compenseren hebben we in ons streven naar optimale portefeuilles onze reeks diversifiërende beleggingen uitgebreid. We hebben ons vastrentende universum uitgebreid en hebben nu, behalve kwalitatief hoogwaardige obligaties, ook bedrijfsobligaties opgenomen en we hebben het gewicht van staatsobligaties in onze SAA's verlaagd ten opzichte van hun marktkapitalisatie. We hebben onze redeneringen hierover in een eerdere publicatie uiteengezet (Counterpoint Weekly 7–13 december 2020, "Uitbreiding van het kredietuniversum"). We spreiden onze allocatie aan staatsobligaties over geografische regio's en hebben in alle vier valuta's inflatiegeïndexeerde Amerikaanse staatsobligaties opgenomen. Ook hebben we goud toegevoegd aan ons SAA-universum.

Op de lange termijn heeft goud over het algemeen een relatief lage correlatie met zowel aandelen en obligaties. De economische factoren die de goudprijs beïnvloeden kunnen verschillen van de aanjagers van andere beleggingen. Goud biedt weliswaar geen couponbetalingen, maar het is evenmin aan kredietrisico blootgesteld. Het is nauw gecorreleerd met inflatie en met de reële (voor

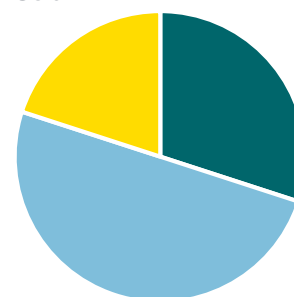
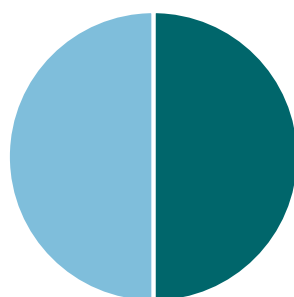


inflatie gecorrigeerde) rente. Deze kenmerken maken een allocatie aan goud aantrekkelijk, in een wereld waarin we verwachten dat de rente laag blijft en waar het rendement op staatsobligaties laag is, ondanks een relatief lage Sharpe-ratio voor de beleggingscategorie op zich (figuur 4).

Figuur 4: In een wereld van lage rente neemt het voordeel van aanvullende diversifiërende beleggingen toe

Risico- en rendementskenmerken van stijlportefeuilles, historisch en verwacht

- Eurozone government bonds
- Eurozone equities
- Eurozone government bonds
- Eurozone equities
- Gold



Sinds 2011	
Totaalrendement per jaar	5,5%
Volatiliteit	8,4%
Sharpe-ratio	0,67
Komende 10 jaar	
Totaalrendement per jaar	2,9%
Volatiliteit	8,0%
Sharpe-ratio	0,31

Sinds 2011	
Totaalrendement per jaar	5,4%
Volatiliteit	8,5%
Sharpe-ratio	0,66
Komende 10 jaar	
Totaalrendement per jaar	3,0%
Volatiliteit	7,9%
Sharpe-ratio	0,33

Bron: Bloomberg, Quintet

Conclusie

We definiëren onze SAA's vanuit een centrale doelstelling — het vinden van de allocaties met het hoogste verwachte rendement bij een bepaald risiconiveau. Staatsobligaties, met inbegrip van die uit de eurozone, blijven hun functie als spreidingsmiddel behouden en spelen een belangrijke rol bij de samenstelling van de meest efficiënte portefeuilles vanuit het oogpunt van risicogewogen rendement. In het huidige klimaat van lage rente breiden we onze reeks diversifiërende beleggingen uit om onze cliënten een beter rendement te bieden.

Covid-19 watch

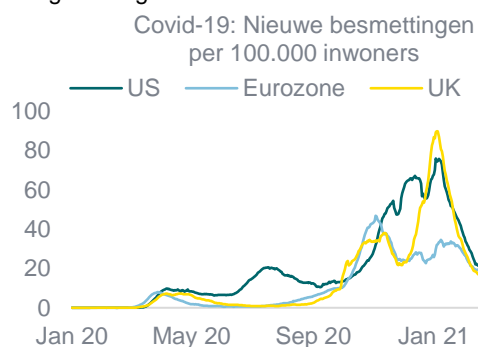
Het aantal besmettingen wereldwijd bedraagt nu meer dan 115 miljoen, maar het aantal nieuwe besmettingen bleef in de VS en in Europa op hetzelfde niveau. Het VK en Duitsland hebben uit verschillende stappen bestaande heropeningsplannen bekendgemaakt.

Wereldwijd bedraagt het aantal Covid-19-besmettingen meer dan 115 miljoen en het aantal sterfgevallen meer dan 2,5 miljoen. Zowel in Europa als in de VS blijft het aantal nieuwe besmettingen al meer dan een week op hetzelfde niveau van 20 per 100.000 inwoners. Beide regio's bevinden zich op hetzelfde punt als zes maanden geleden. Maar onlangs meldde het VK echter een verdere afname van het aantal nieuwe besmettingen, met een zevendaags gemiddelde van 12 per 100.000 inwoners, zelfs lager dan in oktober. Deze trend werd ondersteund door de toenemende vaccinatiebereidheid in het VK, waar meer dan 30% van de bevolking nu minimaal één keer is ingeënt. Het VK heeft reeds 20 miljoen vaccins gedistribueerd, waardoor het een van de landen is waar de vaccinatiecampagne het meest is gevorderd. Ook in de VS is vooruitgang geboekt; 15,5% van de bevolking is minimaal één keer ingeënt en er zijn reeds 80,5 miljoen doses gedistribueerd. In de EU verloopt dit echter langzamer. Hier is tot nog toe slechts 5% ingeënt en het vaccinatietempo zal waarschijnlijk pas over een paar weken versnellen. Het doel is om halverwege de zomer 50% van de Europese bevolking te hebben ingeënt, terwijl president Biden dit niveau voor alle Amerikaanse volwassenen eind mei wil bereiken.

Maar het aantal nieuwe besmettingen blijft een probleem, niet alleen in de VS. Terwijl op het Iberisch schiereiland het aantal nieuwe besmettingen afneemt, stijgt het EU-gemiddelde nog steeds. Dit kan hoofdzakelijk worden toegeschreven aan de drie grootste landen, Frankrijk, Duitsland en Italië, en aan Tsjechië (waar momenteel sprake is van 110 nieuwe besmettingen per 100.000 inwoners). Verdere verspreiding van Covid-19 wordt ook door verschillende virusmutaties aangewakkerd. De Britse variant verspreidt zich snel op vasteland van Europa en ook het VK heeft met andere nieuwe mutaties te kampen, waaronder de Braziliaanse variant, die tweemaal zo besmettelijk lijkt als de conventionele variant.

Figuur 5: Verspreiding virus stagneert in de VS en Europa, maar blijft verder afnemen in het VK

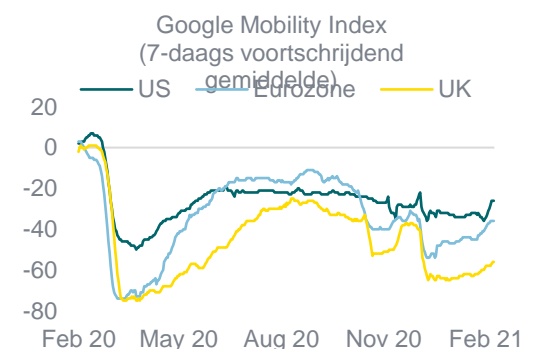
VS en EU hebben moeite nieuwe besmettingen terug te dringen



Bron: Our World in Data; Quintet; data eurozone gebaseerd op Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland, België en Portugal

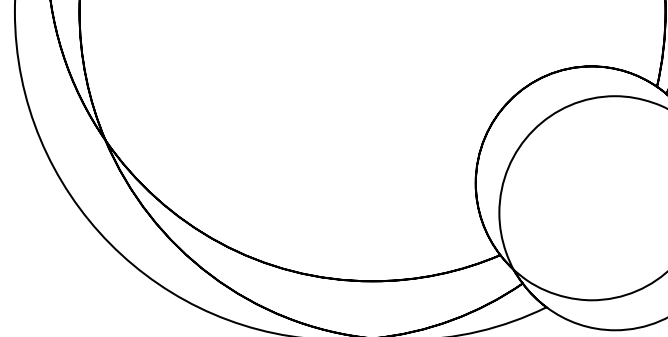
Figuur 6: In alle regio's neemt de mobiliteit weer toe, met name in de VS en de eurozone

VK nog steeds op laagste mobiliteitsniveau

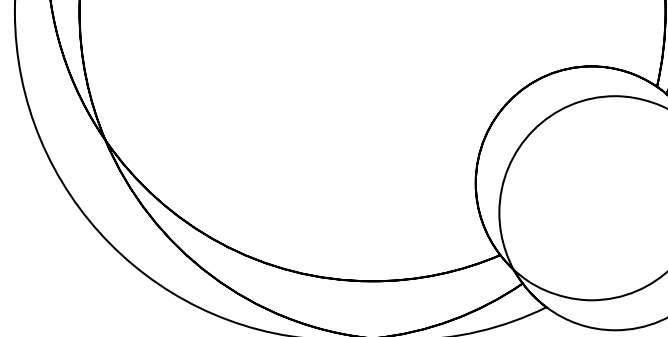


Bron: Google Covid-19 Mobility Index, Quintet

Het aantal nieuwe besmettingen houdt rechtstreeks verband met de activiteit van de bevolking: uit de Mobility Index van Google blijkt rond de jaarwisseling een scherpe daling in alle drie de regio's, die hand in hand gaat met het toenemende aantal nieuwe besmettingen en de strenge lockdowns. Nog maar een maand geleden bevond de mobiliteit zich op het een na laagste niveau sinds het begin van de pandemie. Vooral het VK bevindt zich nog op dit niveau, terwijl ondanks de aanhoudende lockdowns de activiteit in de VS en Europa weer toeneemt, wat een verklaring vormt



voor de stijging van het aantal nieuwe besmettingen. Vanwege dit duidelijke verband zijn de meeste landen terughoudend om de lockdownmaatregelen te versoepelen. Zowel het VK en Duitsland hebben besloten om op basis van heropeningsplannen geleidelijk terug te keren naar normaal, terwijl de maatregelen in Frankrijk en Italië verder worden aangescherpt. Terwijl de Europese landen in uiteenlopende mate vooruitgang boeken, overwegen verschillende Amerikaanse staten om sneller te versoepelen. Zo hebben Pennsylvania en Texas onlangs reis- en bezettingsbeperkingen opgeheven.



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 (8 maart 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard 1 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. 2020. Alle rechten voorbehouden.