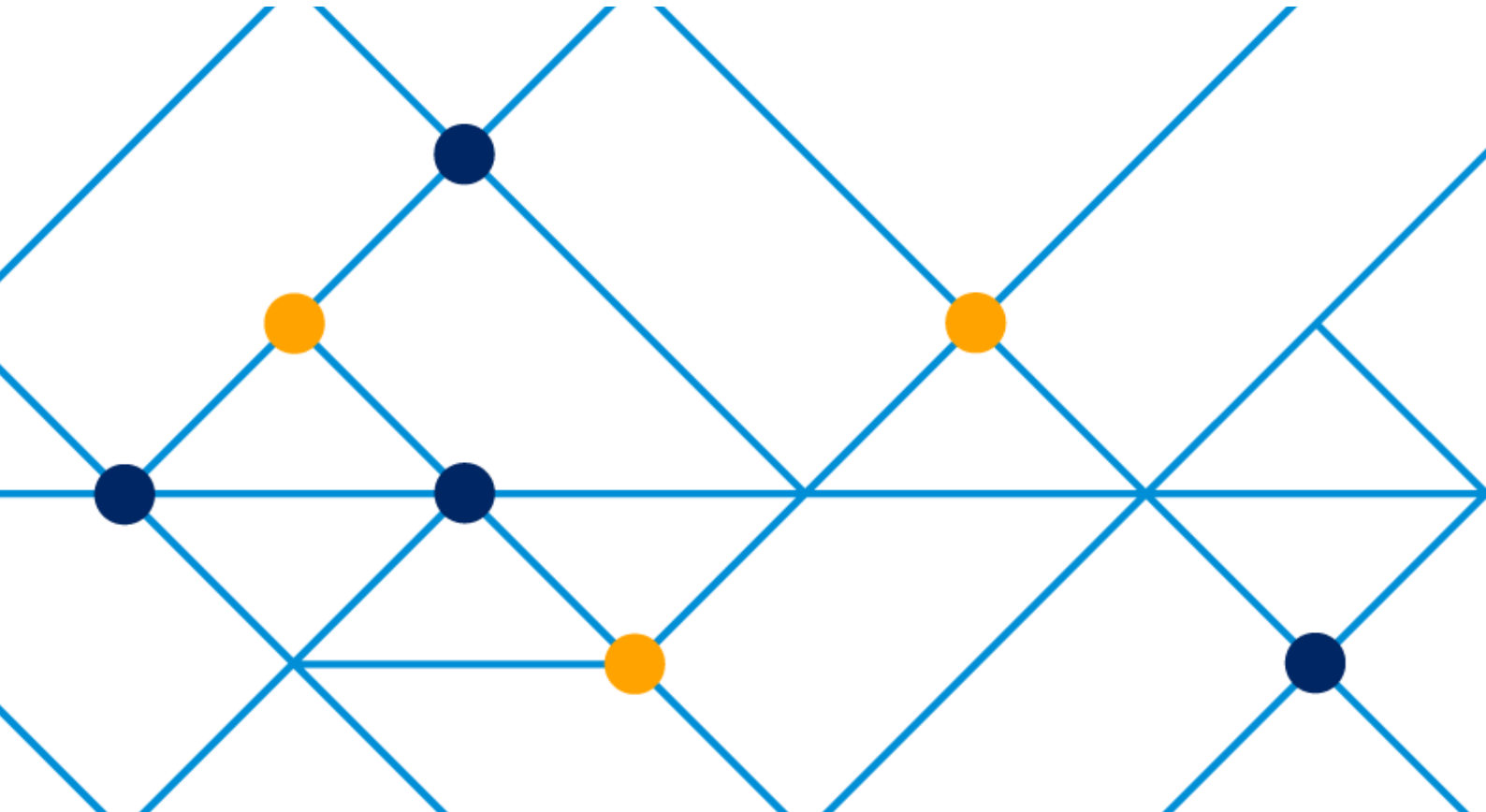




CFA Society  
Netherlands

# RISICOSTANDAARDEN BELEGGINGEN 2024

CFA SOCIETY NETHERLANDS



## DOEL EN GEBRUIK

Sinds 2010 publiceert de VBA en nu 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 en daarmee aan de kwaliteit van de beleggingsdienstverlening in Nederland. 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 construeren van portefeuilles. Deze aanbevelingen blijken met name gebruikt te worden binnen de beleggingsadviesing<sup>1</sup> 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 de risicoparameters zijn 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 ondersteunen bij het samenstellen van portefeuilles met diverse beleggingscategorieën.

Het gebruik van de data in dit rapport vereist een zorgvuldige afweging. De financiële doelstelling van een cliënt staat centraal bij het samenstellen van een portefeuille evenals diens 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 Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2024 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 het construeren van portefeuilles met 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 grote schommelingen mogelijk. In de afgelopen twintig jaar deed zich vier maal een bear market<sup>2</sup> 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 bullmarkt 'opeens' risicovol. Vorig jaar bleef de positieve correlatie tussen aandelen en obligaties hoog. De afgelopen jaren is in de toelichting van dit rapport steeds gewezen op de mogelijkheid van eventuele 'regime shifts'. Belangrijk is dan ook om kennis te nemen van de aannames en kanttekeningen die hierna bij de uitgangspunten worden genoemd.

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.

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 gehanteerde indices en de data van dit rapport geven bij gebruik hiervan dus geen stempel van goedkeuring.

<sup>1</sup> Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen advies en beheer

<sup>2</sup> Van een bear market is sprake indien de beurskoersen meer dan 20% zijn gedaald ten opzichte van een eerder hoogste niveau

## UITGANGSPUNTEN

Bij het in kaart brengen van de risicoparameters 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.
- Daarnaast moeten de geselecteerde beleggingscategorieën onderscheidend zijn naar risicokarakteristieken.
- 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.
- Om te komen tot een inschatting van de risicoparameters is gebruik gemaakt van historische data. 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. 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. Dit laatste houdt in dat de volatiliteit van rentes vaak hoger is wanneer het renteniveau hoger is. Nu de rente weer is opgelopen 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.
- Dit jaar zijn geen wijzigingen doorgevoerd in de opgenomen beleggingscategorieën. Wel hebben we voor drie categorieën noodgedwongen nieuwe indices moeten introduceren. Dit betreft de categorieën liquiditeiten, staatsleningen opkomende markten in harde valuta en staatsleningen opkomende markten in lokale valuta. De achtergronden en gevolgen belichten we later in dit rapport.
- 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.
- 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.
- 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 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 de afgelopen anderhalf jaar was 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.

## **NIEUWE REEKSEN VOOR LIQUIDITEITEN EN STAATSLENINGEN OPKOMENDE MARKTEN**

- Liquiditeiten:

Voor liquiditeiten gebruikten wij in het rapport Risicostandaarden 2023 nog een index gebaseerd op de Eonia-rente.

Deze rente is door de ECB in 2022 definitief stopgezet en vervangen door €STR, de Euro Short-Term Rate.

€STR is gebaseerd op feitelijke transacties en is volumegewogen. Het volume is een stuk hoger dan voor Eonia.

Omdat de rendementsreeks van €STR pas per 2019 operationeel is, is tot 2019 de Eonia reeks genomen en daarna €STR.

De invloed op de risicostandaarden is marginaal.

- Staatsleningen opkomende markten:

Voor staatsleningen opkomende markten zijn de reeksen die we de voorgaande jaren hebben gebruikt niet meer vrij beschikbaar en zijn wij overgestapt naar andere reeksen. De correlatie tussen de oude en nieuwe reeksen is hoog.

Wel is de volatiliteit van de nieuwe reeksen lager dan die van de eerder gebruikte indices. Dit komt door een andere samenstelling van de nieuwe reeksen en andere kwaliteits- en durationkenmerken.

## STANDAARDDEVIATIES

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 17 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Vergelijken met het rapport CFA Society Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2023 zijn drie bandbreedtes voor de standaarddeviatie gewijzigd, te weten de staatsleningen opkomende markten (harde valuta), staatsleningen opkomende markten (lokale valuta) en aandelen opkomende markten.

Beleggingscategorie	Standaarddeviatie*
<b>Liquiditeiten</b>	0-1%
<b>Staatsleningen</b>	
• Staatsleningen euro AAA-AA	3-6%
• Staatsleningen EMU	3-6%
• Euro-inflatiegerelateerde staatsobligaties	5-8%
• Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)	3-7%
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	8-12%
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	6-10%
<b>Bedrijfsobligaties (credits)</b>	
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3-6%
• Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd	6-8%
• Hoogrentende bedrijfsobligaties wereldwijd	9-13%
<b>Aandelen</b>	
• Aandelen ontwikkelde markten	12-17%
• Aandelen opkomende markten	17-22%
• Aandelen Small Caps ontwikkelde markten	15-20%
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	16-21%
<b>Alternatieve beleggingen</b>	
• Hedge funds	7-12%
• Grondstoffen	20-25%
• Goud	15-20%

\* Standaarddeviatie op jaarbasis op basis van maanddata. Bron gebruikte data: Bloomberg

De bandbreedtes voor zowel staatsleningen als aandelen opkomende markten zijn verlaagd. De volatiliteit voor deze categorieën dalen al meerdere jaren en de berekende volatiliteit zat in de voorgaande jaren al dicht bij de onderkant van de bandbreedte. Voor staatsleningen in harde valuta gaat deze van 10-14% naar 8-12% en voor staatsleningen in lokale valuta van 8-12% naar 6-10%. Voor aandelen opkomende markten lag de volatiliteit aan het begin van dit decennium ruim boven de 20%, maar de laatste jaren noteert de categorie daar onder. Voor aandelen opkomende markten passen we de bandbreedte daarom licht aan van 18-23% naar 17-22%. Voor alle andere beleggingscategorieën zijn de veranderingen in volatiliteit marginaal en is de bandbreedte ongewijzigd.

## CORRELATIES

Over het geheel genomen komen de correlaties in 2023 wat hoger uit, maar de meeste verschillen in de tabel betreffen slechts afrondingsverschillen. Voor obligaties opkomende markten in lokale valuta liggen de correlaties met staatsleningen AAA-AA en staatsleningen wereldwijd iets hoger. Dit is puur het gevolg van de marktbevingen en niet van het gebruik van een andere index. De correlaties tussen staatsleningen euro AAA/AA en wereldwijde staatsleningen eurohedged en die tussen aandelen ontwikkelde markten en small caps wereldwijd liggen net boven de 0,9. Deze zijn in de tabel afgerond naar 0,8, 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	Hoogrentende bedrijfsobligaties	Aandelen ontwikkelde markten	Aandelen opkomende markten	Aandelen Small Caps ontwikkelde markten	Beursgenoteerd vastgoed	Hedge funds	Grondstoffen	Goud
Liquiditeiten	1	0,2	0,2	0	0,2	0	0	0	0	0	-0,2	0	0	-0,2	0	0	0
Staatsleningen euro AAA-AA		1	1	0,8	0,8	0,4	0,4	0,8	0,4	0,2	0	0	0	0,2	0	-0,2	0,2
Staatsleningen EMU			1	0,8	0,8	0,2	0,4	0,8	0,4	0	0	0	0	0,2	0	-0,2	0,2
Euro-inflatiegerelateerde obligaties				1	0,6	0,4	0,4	0,8	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0	0	0
Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)					1	0,2	0,4	0,6	0,4	0	-0,2	0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,2
Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)						1	0,8	0,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,2	0,2
Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)							1	0,4	0,6	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,4	0,2	0,4
Investment grade bedrijfsobligaties euro								1	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0	0	0
Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd									1	0,8	0,4	0,2	0,4	0,4	0,8	0	0,2
Hoogrentende bedrijfsobligaties										1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,2	0,2
Aandelen ontwikkelde markten											1	0,8	0,8	0,8	0,6	0,4	0
Aandelen opkomende markten												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	0,2	0
Hedge funds															1	0,4	0,2
Grondstoffen																1	0,2
Goud																	1

## BIJLAGE REFERENTIE-INDICES

Alle indices zijn in euro of omgerekend naar euro.

Beleggingscategorie	Referentie-indices	Datahorizon
<b>Liquiditeiten</b>	1-maands Eonia (jan 1999-dec. 2019), €STR (jan. 2020-dec 2023)	jan 1999 – dec 2023
<b>Staatsleningen</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Staatsleningen euro AAA-AA</li> <li>• Staatsleningen EMU</li> <li>• Euro-inflatiegerelateerde obligaties</li> </ul>	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 2023 jan 1999 – dec 2023 jan 2000 – dec 2023
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Staatsleningen wereldwijd (eurohedged)</li> <li>• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)</li> <li>• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)</li> </ul>	FTSE World Government Bond Index-Developed Markets Bloomberg EM Hard Currency Aggregate Total Return Index Unhedged EUR Bloomberg Emerging Markets Local Currency Government TR Index unhedged EUR	jan 1999 – dec 2023 jan 2002 – dec 2023 jan 2009 – dec 2023
<b>Bedrijfsobligaties (credits)</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investment grade bedrijfsobligaties euro</li> <li>• Investment grade bedrijfsobligaties wereldwijd</li> <li>• Hoogrentende bedrijfsobligaties</li> </ul>	ICE BofA Euro Corporate Index ICE BofA Global Corporate Index ICE BofA Global High Yield Index	jan 1999 – dec 2023 jan 1999 – dec 2023 jan 1999 – dec 2023
<b>Aandelen</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aandelen ontwikkelde markten</li> <li>• Aandelen opkomende markten</li> <li>• Aandelen Small Caps ontwikkelde markten</li> </ul>	MSCI World Net Total Return Index MSCI Emerging Markets Net Total Return Index MSCI World Small Cap Net Total Return	jan 1999 – dec 2023 jan 2001 – dec 2023 jan 1999 – dec 2023
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index Net Total Return	mrt 2005 – dec 2023
<b>Alternatieve beleggingen</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hedge funds</li> <li>• Grondstoffen</li> <li>• Goud</li> </ul>	HFRX Global Hedge Fund Index S&P GSCI Total Return CME Bloomberg Gold Subindex Total Return	jan 1999 – dec 2023 jan 1999 – dec 2023 jan 1999 – dec 2023