

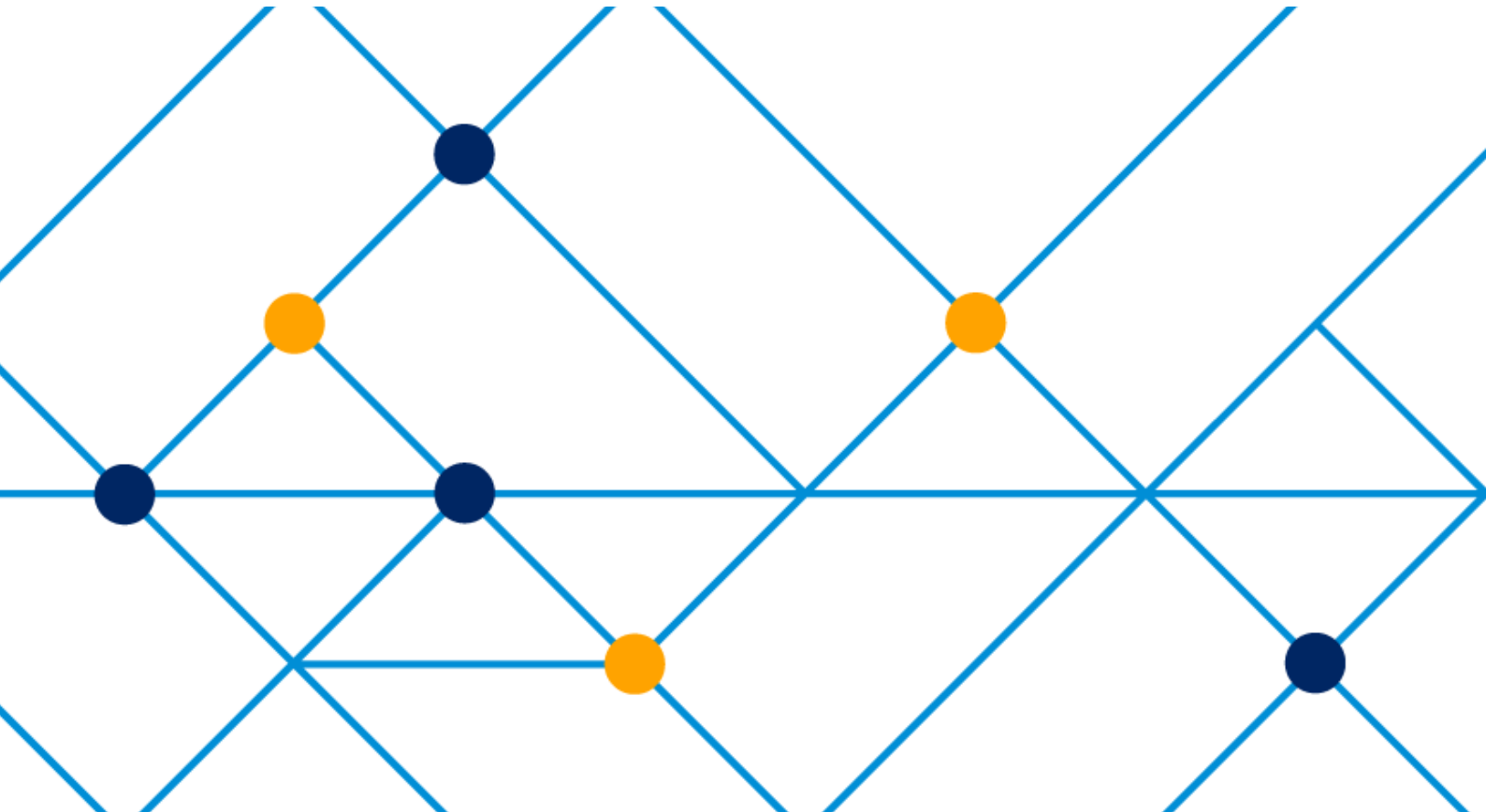


CFA Society
Netherlands

vba

RISICOSTANDAARDEN BELEGGINGEN 2018

CFA SOCIETY VBA NETHERLANDS



Het rapport CFA Society VBA Netherlands Risicostandaarden Beleggingen 2018 bevat de aanbevelingen van CFA Society VBA Netherlands met betrekking tot de te hanteren risicoparameters, standaarddeviaties en correlaties. Deze zijn van belang bij het maken van een kwantitatieve risicoanalyse van beleggingscategorieën en beleggingsportefeuilles. Het betreft een gedeeltelijke actualisatie van het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2017.

De actualisatie betreft met name de statistieken zelf. De historische analyse is nu doorgetrokken tot en met 2017. Voor de beschrijving van de beleggingscategorieën verwijzen wij naar het rapport van 2016. In dat rapport staat in bijlage 2 een beschrijving van de beleggingscategorieën en wordt ingegaan op de kwalitatieve risico's.

We gaan eerst in op het doel en het gebruik van het rapport, daarna op de uitgangspunten en vervolgens komen wij tot de parameters voor standaarddeviaties en correlaties. In de bijlage is een overzicht van de gebruikte benchmarks opgenomen.

DOEL EN GEBRUIK

Met dit rapport willen wij als CFA Society VBA Netherlands bijdragen aan een 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 beleggingsprofessionals risicoparameters. In de praktijk is sindsdien gebleken dat de aanbevelingen van CFA Society VBA Netherlands met name gebruikt worden binnen de beleggingsadviesing¹ aan particuliere cliënten. Wij richten onze aanbevelingen in het rapport 2018 dan ook met name 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, naast zijn 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 2018 geeft een inschatting van de beweeglijkheid van verschillende beleggingscategorieën over een lange horizon. Wij gaan er daarbij vanuit dat de toekomstige beweeglijkheid gelijk is aan de historische beweeglijkheid, wanneer deze over een lange periode gemeten wordt, waarbij wel dient te worden opgemerkt dat de volatiliteit sinds 2010 sterk is gedaald.

De risicoparameters in dit rapport kunnen gebruikt worden als een 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 rendement geen goede inschatting gemaakt kan worden van de kans op het behalen van de doelstelling van de cliënt. Doordat verschillende beleggingsovertuigingen en visies op wereldwijde (financieel-economische) ontwikkelingen mogelijk zijn en de beleggingsinstrumenten kunnen verschillen, kunnen de inschattingen van toekomstig rendement uiteenlopen. Als CFA Society VBA Netherlands abstraheren wij bewust in dit rapport van het geven van verwachtingen voor toekomstige rendementen.

¹ Hierbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen advies- en beheer.

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 houden wij geen rekening met de mate waarin de risicoparameters eventueel afhankelijk zijn van de economische situatie op het moment dat het beleggingsadvies gegeven wordt of 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 gedefinieerd dienen daarnaast onderscheidend te zijn naar risicokarakteristieken; wanneer (sub)categorieën beperkt onderscheidend zijn, hebben we deze samengevoegd.
- Wij gaan uit van brede, goed gespreide en algemeen geaccepteerde marktindices. Indien het specifieke risico als gevolg van selectie domineert, hebben wij geabstraheerd van de betreffende beleggingscategorie. Dit betreft bijvoorbeeld private vastgoed beleggingen en 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 bij het berekenen van de haalbaarheid van de lange termijn doelstellingen van de cliënt. Indien een cliënt het vermogen niet voor een langere periode weg kan zetten, is beleggen niet of minder geschikt.
- Vanwege de beschikbaarheid van verschillende historische reeksen voor alle beleggingscategorieën gezamenlijk hebben we als startdatum 1999 genomen. Voor een aantal reeksen is een kortere periode gebruikt (zie bijlage). Voor sommige reeksen kan er desgewenst een langere historische periode worden gebruikt. Bij een langere historie kunnen risicoparameters afwijken en een hogere risico-indicatie geven. Uit analyse over een langere periode blijkt dat de volatiliteit voor een deel van de beleggingscategorieën hoger uitkomt dan de in dit rapport getoonde data. Voor vastrentende waarden en liquiditeiten geldt dat in het verleden de rentestanden veel hoger waren. De volatiliteit van rentes is vaak hoger als het niveau ook hoger is, de zogenoemde rente-afhankelijke volatiliteit. Bij de huidige rentestand is de kans op een stijgende rente groter en daardoor zou de volatiliteit hoger uit kunnen komen dan nu aangegeven op basis van de laatste 19 jaar. Bovendien is de duration van de meeste obligatie-indices gestegen doordat bedrijven en overheden langerlopende leningen hebben uitgezet hetgeen tot extra risico kan leiden. Voor aandelenreeksen zijn de verschillen beperkt.
- 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.
- 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.
- 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 maandelijks 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 vergeleken wordt met de duration van de gehanteerde benchmark. Bij een hogere duration is de volatiliteit hoger.
- 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.
- Bij het samenstellen van portefeuilles is het belangrijk voor de inschatting van het risico om zowel naar de volatiliteit als 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.

In bijlage 1 zijn de gehanteerde referentie indices opgenomen.

Omdat vanuit de standaarddeviaties van en correlaties tussen de verschillende beleggingscategorieën alleen

een eerste indruk verkregen kan worden omtrent het kwantitatieve risicoprofiel, verwijzen wij naar bijlage 2 van het in 2016 verschenen rapport VBA

Risicostandaarden Beleggingen 2016 voor een meer kwalitatieve beschrijving van de onderscheiden beleggingscategorieën en risico's.

https://www.cfasociety.org/netherlands_nl/Documents/VBA_Risicostandaarden_Beleggingen_2016.pdf

BELEGGINGSCATEGORIEËN

Op grond van de genoemde uitgangspunten onderscheiden wij 13 verschillende (sub)beleggingscategorieën. Er zijn geen wijzigingen in beleggingscategorieën ten opzichte van het rapport VBA Risicostandaarden Beleggingen 2017.

Beleggingscategorie Standaarddeviatie

Beleggingscategorie	Standaarddeviatie
Liquiditeiten	0-1%
Staatsleningen	
• Staatsleningen euro AAA-AA	3-5%
• Staatsleningen EMU	3-5%
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	10-14%
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	7-11%
Bedrijfsobligaties (credits)	
• Investment grade bedrijfsobligaties euro	3-5%
• Investment grade bedrijfsobligaties niet-euro	6-8%
• Hoogrentende bedrijfsobligaties (wereldwijd)	9-13%
Aandelen	
• Aandelen ontwikkelde markten	12-17%
• Aandelen opkomende markten	18-23%
Beursgenoteerd vastgoed	16-21%
Alternatieve beleggingen	
• Hedge funds	7-12%
• Grondstoffen	20-25%

Vergeleken met het rapport Risicostandaarden Beleggingen 2017 zijn alle bandbreedtes ongewijzigd, omdat de berekende volatiliteiten over de periode 1999-2017 binnen de bandbreedtes van het rapport 2017 vallen. Over het algemeen is de volatiliteit licht gedaald.

CORRELATIEMATRIX

Uitkomsten 2018

	Liquiditeiten	Staat AAA-AA	Staat EMU	EMD hard currency	EMD soft currency	Euro IG credit	Global IG credit	Global High Yield	DM equity	EM equity	Listed OG	Hedge-fondsen	Grondstoffen
Liquiditeiten	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0
Staat AAA-AA		1,0	1,0	0,2	0,2	0,6	0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2
Staat EMU			1,0	0,2	0,2	0,6	0,4	0,0	-0,2	-0,2	0,2	0,0	-0,2
EMD hard currency				1,0	0,8	0,2	0,8	0,8	0,6	0,4	0,4	0,8	0,2
EMD soft currency					1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,2
Euro IG credit						1,0	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,0	0,0
Global IG credit							1,0	0,6	0,4	0,2	0,4	0,8	0,2
Global High Yield								1,0	0,6	0,6	0,6	0,8	0,2
DM equity									1,0	0,8	0,8	0,6	0,2
EM equity										1,0	0,6	0,4	0,4
Listed OG											1,0	0,4	0,2
Hedge-fondsen												1,0	0,4
Grondstoffen													1,0


Enkele correlatiecijfers zijn aangepast ten opzichte van de standaarden 2017. Dit betreft slechts kleine veranderingen die vergroot worden doordat de afronding anders uitvalt.

BIJLAGE 1

GEHANTEERDE REFERENTIE INDICES

Beleggingscategorie	Referentie indices	Datahorizon
Liquiditeiten	1-maands Eonia	jan 1999 - dec 2017
Staatsleningen		
• Staatsleningen AAA-AA	Bank of America Merrill Lynch AAA-AA Euro government index	jan 1999 - dec 2017
• Staatsleningen EMU	Bank of America Merrill Lynch AAA-AA Euro government index	jan 1999 - dec 2017
• Staatsleningen opkomende markten (harde valuta)	JP Morgan EMBI Global Diversified unhedged in EUR	jan 1999 - dec 2017
• Staatsleningen opkomende markten (lokale valuta)	JP Morgan GBI-EM Global Diversified composite unhedged in EUR	jan 2003 - dec 2017
Bedrijfsobligaties (credits)		
• Euro IG credit	Bank of America Merrill Lynch Euro Corporate index	jan 1999 - dec 2017
• Global IG credit	Bank of America Merrill Lynch Global Corporate index	jan 1999 - dec 2017
• Global High Yield	Bank of America Merrill Lynch Global High Yield Constrained index	jan 1999 - dec 2017
Aandelen		
• Aandelen ontwikkelde markten	MSCI World Developed Markets Index	jan 1999 - dec 2017
• Aandelen opkomende markten	MSCI Emerging Markets Index	jan 2001 - dec 2017
Beursgenoteerd vastgoed	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index	mrt 2005 - dec 2017
Alternatieve beleggingen		
• Hedge funds	HFRX Global Hedge Fund Index	jan 1999 - dec 2017
• Grondstoffen	S&P GSCI Total Return CME	jan 1999 - dec 2017

vormgeving en realisatie:

 az grafisch serviceburo bv, Den Haag. www.az-gsb.nl



vba

Gustav Mahlerplein 109-111
1082 MS Amsterdam
telefoon: 020 - 618 2812
e-mail: info@cfavba.nl
www.cfavba.nl