



Counterpoint Weekly 8–14 november 2021

Er is in een jaar veel veranderd

Patrik Ryff
Strategic Asset
Allocation Strategist

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist

Carolina Moura-Alves
Group Head of
Assetallocatie

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

In dit laatste artikel over onze strategische asset-allocatie (SAA) gaan we nader in op onze geactualiseerde risico- en rendementsverwachtingen voor de komende 10 jaar. Wat was de aanleiding voor de wijziging van onze kapitaalmarktannames (capital market assumptions, CMA's) en wat is de weerslag ervan op onze beleggingsportefeuilles?

Wat u moet weten

- Als onderdeel van ons SAA-proces updaten we eenmaal per jaar onze verwachtingen voor het langetermijnrisico en het rendement. De verschuiving naar een lagere rentecurve van eurozone-staatsobligaties sinds de eerste CMA's van vorig jaar wordt niet gecompenseerd door hogere risicopremies en dit drukt onze rendementsverwachtingen ten opzichte van vorig jaar, met name voor in EUR luidende beleggingscategorieën.
- Na een uitzonderlijk jaar voor de beurzen verwachten we dat het rendement van 10-jaarsobligaties op onze SAA's laag zal blijven, en lager dan we vorig jaar hadden geraamd. We verwachten ook dat de gemiddelde volatiliteit gedurende dezelfde periode iets lager zal zijn dan in de prognoses van vorig jaar.
- Vanuit het perspectief van risicogewogen rendement blijven onze portefeuilles aantrekkelijk in vergelijking met het aanhouden van contanten. Het in vergelijking met vorig jaar lagere verwachte rendement waar we nu van uitgaan, gaat niet gepaard met een lagere sharpe-ratio.

Onze goed gediversifieerde SAA's, die met duurzaamheid in gedachten zijn opgesteld, zijn ontworpen om op de lange termijn een optimaal evenwicht tussen het verwachte rendement en risico te bieden. Een hoofdpijler bij de constructie van deze portefeuilles zijn onze CMA's. Dit zijn ramingen voor een periode van 10 jaar van toekomstige risico's, rendement en correlaties voor alle beleggingscategorieën in ons SAA-universum. Als onderdeel van ons proces updaten we jaarlijks onze CMA's.

Uit de CMA-update van dit jaar blijkt dat het toekomstige verwachte rendement lager zal blijven dan het de afgelopen decennia is geweest. Het is zelfs lager dan we een jaar geleden hadden voorspeld. Voor in euro luidende beleggingscategorieën is de belangrijkste reden de neerwaartse verandering in de rentecurve van eurozone-staatsobligaties, hoewel uit onze modellen blijkt dat er in bepaalde beleggingscategorieën ook enige aanvullende verkrapping van de risicopremies zou kunnen plaatsvinden. Voor de CMA's in sommige van onze andere basisvaluta's is het verhaal iets anders. Voor GBP en USD zijn de veranderingen in het verwachte rendement genuanceerder.

Beleggingscategorieën met een lager rendement betekenen een lager portefeuillerendement. We verwachten nu dat een goed gebalanceerde EUR SAA met een aandelen-allocatie van 45% de komende 10 jaar een gemiddelde groei van 2,3% per jaar zal genereren. De verwachte volatiliteit voor deze portefeuille is 8%, wat ook iets lager is dan onze prognoses van een jaar geleden. Het is belangrijk op te merken dat het risicogewogen rendement van onze SAA's ten opzichte van contanten aantrekkelijk blijft. De sharpe-ratio is vrijwel gelijk aan het niveau waar we vorig jaar van uitgingen. Anders gezegd komt het erop neer dat onze kern-SAA-beleggingsstrategieën een beter potentieel rendement blijven bieden dan het aanhouden van contanten.

Een robuust proces als basis

Prognoses opstellen voor de financiële markten is lastig, maar bij een langere tijdshorizon wordt dit betrouwbaarder. Sinds het begin van deze eeuw fluctueerde het wereldwijde aandelenrendement in een bepaald jaar binnen een bandbreedte van -42% tot +35%. Maar over een tijdshorizon van 10 jaar gemeten bedroeg het jaarlijks rendement gemiddeld tussen de 0% en 9%. Daarom hebben we voor onze prognoses gekozen voor een periode van 10 jaar.

Lagere volatiliteit betekent een rustiger traject voor beleggingsportefeuilles

Bij het opstellen van onze CMA's benaderen we dit vanuit een groot aantal verschillende invalshoeken en maken we gebruik van hun combinatie van modellen, waardoor onze prognoses zo betrouwbaar mogelijk worden. Meer specifiek, wanneer we een inschatting maken van het verwachte rendement, verbeteren we beleggingscategorie-specifieke modellen met een multi-asset factormodel.

Afzonderlijke markten hebben allemaal hun eigen bijzonderheden en dat vraagt om specifieke modellen. Tegelijkertijd kunnen we het proces verfijnen en voor consistentie zorgen tussen onze afzonderlijke prognoses door binnen ons beleggingsuniversum de belangrijkste aanjagers van rendements te identificeren. Door op deze manier verschillende modellen te combineren worden de prognoses nauwkeuriger.

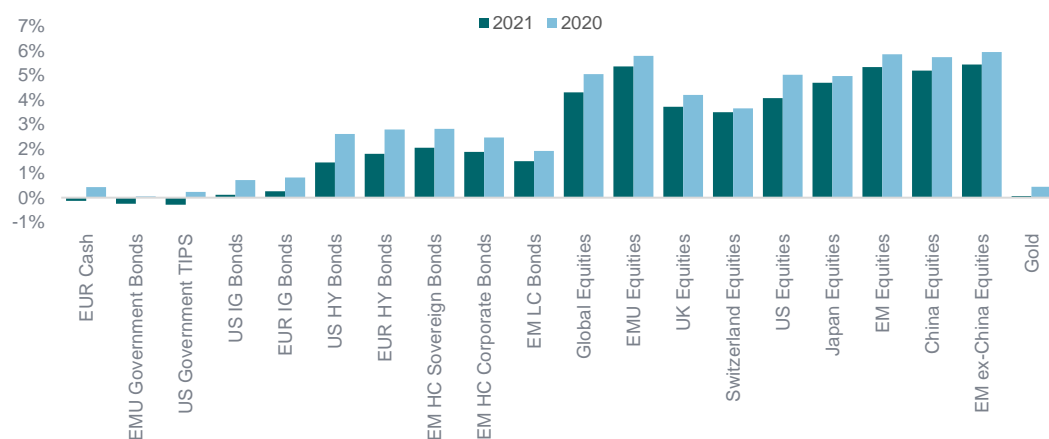
Een nieuwe reeks CMA's om op voort te bouwen

We updaten onze CMA's één keer per jaar. Hierbij maken we gebruik van empirisch onderzoek, markt impliciete rendementen, enquêtes en het oordeel van deskundigen. Marktprestaties uit het verleden kunnen nuttig zijn, maar zijn een onvolledig richtsnoer voor toekomstig rendement, met name wanneer ze worden aangepast om rekening te houden met structurele verschuivingen, zoals duurzaamheidsverwijzingen.

Wat zijn dus onze nieuwe CMA's en hoe zijn ze veranderd sinds we ze vorig jaar hebben ingevoerd? Onze aannames voor het verwachte rendement voor beleggers met EUR als basisvaluta zijn lager dan we hadden verwacht (figuur 1). Voor de komende 10 jaar verwachten we voor alle beleggingscategorieën een gemiddeld totaalrendement per jaar dat 50–60 basispunten lager ligt dan een jaar geleden, met de grootste veranderingen in bepaalde, meer risicovolle beleggingscategorieën zoals highyield-obligaties en bepaalde aandelenregio's. Voor eurozone-aandelen bijvoorbeeld verwachten we een potentieel rendement van 5,3%, terwijl in euro luidende investmentgrade-obligaties 0,1% per jaar zouden moeten genereren.

Figuur 1: Neerwaarts bijgestelde verwachtingen

Verwacht jaarlijks rendement over een periode van 10 jaar (in EUR, %)



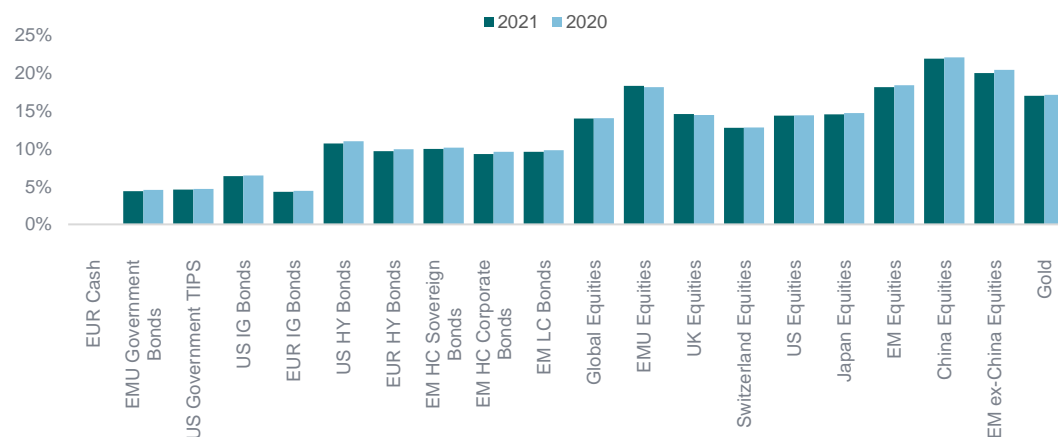
Bron: Quintet

Onze verwachting is ook dat de meeste markten die door ons SAA-universum worden bestreken de komende 10 jaar minder volatiel zullen zijn dan we een jaar geleden verwachtten (figuur 2). Lagere volatiliteit betekent een rustiger traject voor beleggingsportefeuilles. Maar de veranderingen zijn slechts marginaal, gemiddeld 13 basispunten voor ons hele beleggingsuniversum.

Nadat we onze CMA's hebben geüpdatet, is de volgende belangrijke stap het vinden van de optimale portefeuilleallocatie voor de lange termijn

Figuur 2: Iets minder volatiel

Verwachte jaarlijkse volatiliteit over een periode van 10 jaar (in EUR, %)



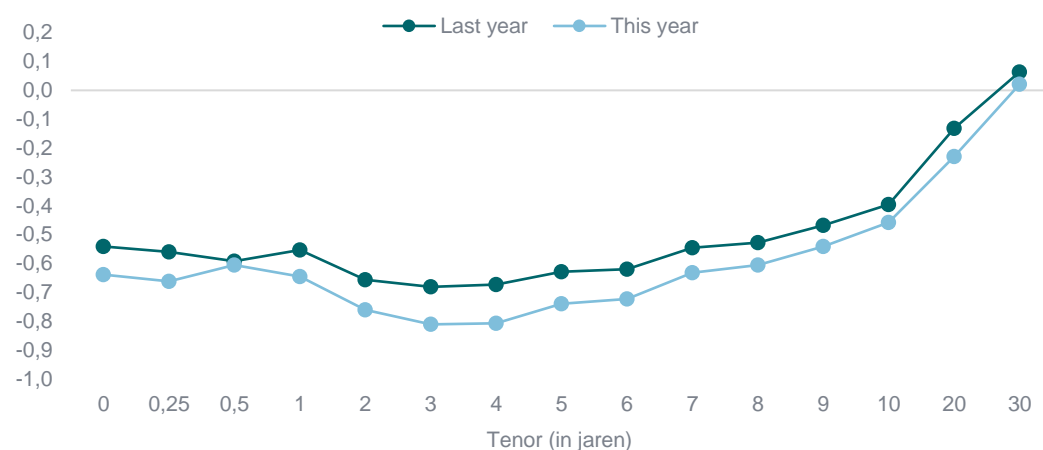
Bron: Quintet

De verklaring voor deze veranderingen

De belangrijkste reden waarom volgens ons het verwachte toekomstig rendement lager zal zijn is het huidige renteklimaat. We berekenen ons totaalrendement voor elke beleggingscategorie op basis van twee componenten. Eerst het rendement van de relevante risicovrije rente, zoals contanten of staatsobligaties. Vervolgens het meerrendement dat beleggers kunnen verdienen boven de risicovrije rente door het aanhouden van de activaklasse.

Sinds we vorig jaar onze CMA's hebben geïntroduceerd, is de rentecurve voor staatsobligaties uit de eurozone gedaald (figuur 3). We verwachten dat het rendement op contanten in EUR en op staatsobligaties voor de meeste looptijden de komende 10 jaar negatief zal zijn. Door de lagere risicovrije rente daalt de algemene rendementsverwachting voor elke beleggingscategorie, tenzij dit volgens onze prognose door een hogere risicopremie zou worden gecompenseerd. Uit onze modellen blijkt dat binnen de verschillende beleggingscategorieën die door ons SAA-universum worden bestreken, er weliswaar veranderingen zijn in de risicopremies, maar niet voldoende om het lagere rendement te compenseren, of ze zijn aan het verkrappen waardoor het verwachte rendement verder afneemt.

Figuur 3: Zelfs nog lager
Duitse obligatierente (in %)



Bron: Thomson Reuters, Quintet

Een reeks portefeuilles om op te vertrouwen

Nadat we onze CMA's hebben geüpdatet, is de volgende belangrijke stap het vinden van de optimale portefeuilleallocatie voor de lange termijn. We hebben ze ontwikkeld om voor elk risicoprofiel het beste risicogewogen rendement te bieden. Hoewel het afgelopen jaar voor alle beleggingscategorieën onze CMA's fors zijn veranderd, geldt dit niet voor de relatieve aantrekkelijkheid tussen beleggingscategorieën. De portefeuillewegingen zijn in onze SAA's onveranderd gebleven. Dat betekent dat we de hoeveelheid die we aan elke beleggingscategorie binnen ons universum alloceren niet hebben gewijzigd.

Wat onze nieuwe CMA's betreft, zien we geen zwaarwegende reden om binnen onze regionale aandelenallocatie van de marktkapitalisatiewegingen af te wijken. Binnen onze optimaliseringsproces hebben we de minimale omvang voor alle allocaties op 2% gesteld. Zwitserse aandelen hebben bijvoorbeeld een iets grotere weging in onze SAA's dan de marktomvang. De grootste positie binnen onze regionale aandelenallocatie blijven Amerikaanse aandelen.

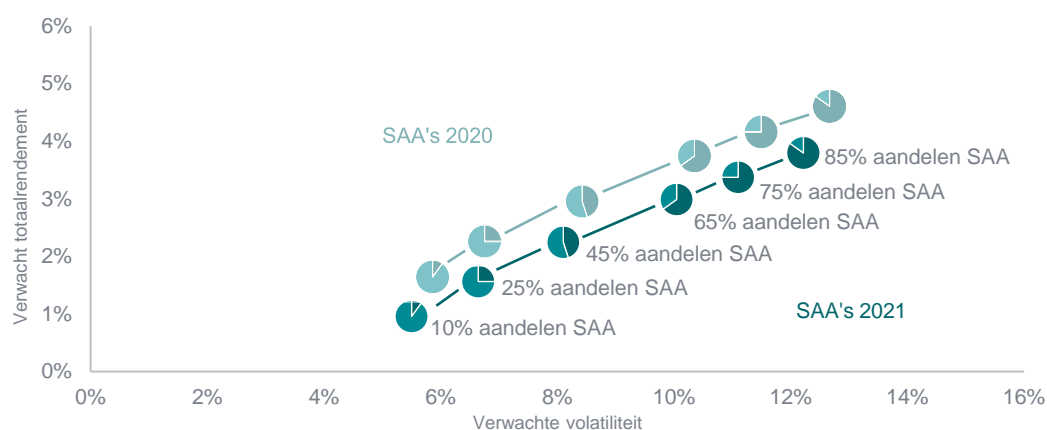
Binnen onze obligatieallocatie hebben we in onze SAA's een overweging van wereldwijde bedrijfsobligaties ten opzichte van de weging op basis van de marktkapitalisaties. Staatsobligaties blijven in onze portefeuilles een belangrijke rol vervullen als diversifiërende beleggingen. Maar aangezien het verwachte rendement negatief is, blijft in onze zoektocht naar het beste risicogewogen rendement de verschuiving van staatsobligaties naar meer risicovolle, maar beter renderende obligaties, gerechtvaardigd.

Wat betekenen deze wijzigingen voor de portefeuilles? Het rendement dat we voor onze EUR SAA's de komende 10 jaar binnen alle risicoprofielen verwachten is lager dan we vorig jaar hadden voorzien en ook lager dan in het afgelopen decennium (figuur 4). We verwachten nu een goed gebalanceerde EUR SAA met een aandelen-allocatie van 45% om in de komende 10 jaar tot een gemiddelde groei van 2,3% per jaar te komen. De verwachte volatiliteit van deze portefeuille is 8,1%. Dit is ook iets lager dan we een jaar geleden verwachten.

Binnen al onze SAA-risicoprofielen zijn de sharpe-ratio's alleen voor de meer risicovolle strategieën iets lager

Figuur 4: Lager rendement voor alle risicoprofielen

Verwacht risico en rendement van enkele EUR SAA-profielen (in EUR, %)



Bron: Quintet

Het lager verwachte rendement gaat niet gepaard met een forse wijziging van de sharpe-ratio, die het risicogewogen rendement van een portefeuille ten opzichte van de risicovrije rente meet. Binnen al onze SAA-risicoprofielen zijn de sharpe-ratio's alleen voor de meer risicovolle strategieën lager. Dit betekent dat het verwachte meerrendement ten opzichte van contanten van onze portefeuilles ten opzichte van een jaar geleden vrijwel ongewijzigd is. Anders gezegd, wanneer we kiezen tussen beleggen in een van onze kern-SAA-oplossingen of het aanhouden van contanten, zijn de voordelen nog steeds hetzelfde als een jaar geleden (figuur 5).

Figuur 5: Een afweging van risico en rendement

CMA's voor SAA's in EUR en het historisch rendement (in EUR, %)

Equity allocation	0%	10%	25%	45%	65%	75%	85%	92.5%
CMA (next 10 years)								
Return	0.6%	1.0%	1.6%	2.3%	3.0%	3.4%	3.8%	4.0%
Volatility	5.4%	5.7%	6.6%	8.1%	10.1%	11.1%	12.2%	12.9%
Sharpe Ratio	0.14	0.20	0.26	0.30	0.32	0.32	0.32	0.32
Expected Shortfall	-15.4%	-15.5%	-17.6%	-22.2%	-28.0%	-30.8%	-33.8%	-35.7%
Historic since Jan 2005								
Return	5.1%	5.6%	6.3%	7.4%	8.4%	8.8%	9.3%	9.5%
Volatility	5.0%	5.2%	6.0%	7.4%	9.3%	10.2%	11.3%	12.0%
Shortfall	-4.9%	-6.8%	-11.0%	-16.0%	-21.5%	-24.0%	-26.5%	-28.2%

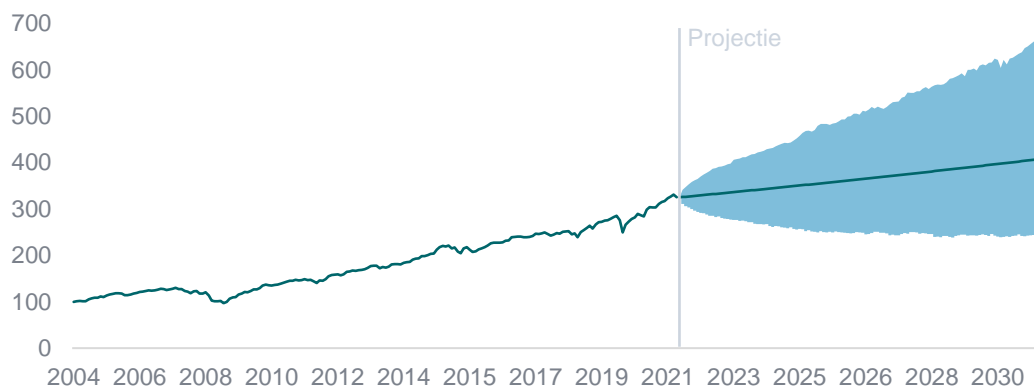
Bron: Bloomberg, Quintet

Wat er is veranderd is dat na een uitzonderlijk jaar voor de financiële markten het verwachte rendement voor ongeacht welk jaar lager is. Dit is niet het gevolg van de manier waarop we portefeuilles samenstellen, maar van de lage rentes en de hoge waarderingen (figuur 6).

De risicopremies voor deze beleggingscategorieën zijn verkapt

Figuur 6: Een ander pad voor de toekomst

Het historische en verwachte rendement en een betrouwbaarheidsinterval van 95% voor EUR 45% aandelen SAA's (in EUR, %)



Bron: Bloomberg, Quintet

In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicatie voor toekomstig rendement.

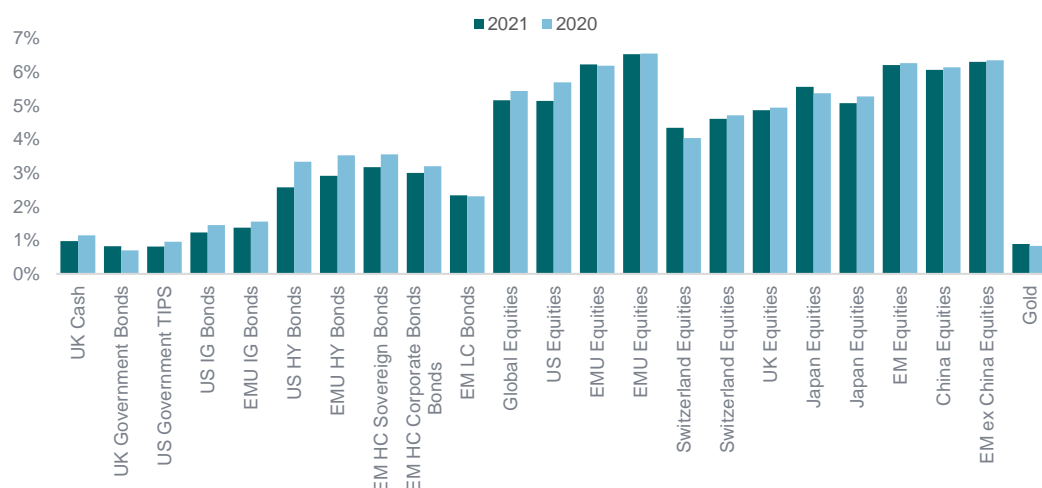
Een reeks potentiële valuta's om in te beleggen

Niet alle beleggers hebben de EUR als basisvaluta en we stellen ook prognoses op voor het verwachte risico-rendement voor de beleggingscategorieën GBP, USD en CHF binnen ons universum. Voor onze cliënten met GBP als basisvaluta zijn de wijzigingen in onze CMA's iets genuanceerder. Onze rendementsverwachtingen voor meer risicovolle obligaties en Amerikaanse aandelen zijn lager dan we een jaar geleden verwachtten. De risicopremies voor deze beleggingscategorieën zijn verkapt. Maar de wijzigingen ten opzichte van vorig jaar zijn kleiner dan voor beleggers met EUR als basisvaluta en sommige beleggingscategorieën hebben een groter rendementspotentieel dan we vorig jaar voorspelden.

We verwachten bijvoorbeeld dat VK-aandelen de komende 10 jaar een gemiddeld rendement van 4,9% bieden en VK-staatsobligaties zouden jaarlijks een rendement van 0,8% moeten bieden (figuur 7). Voor beleggers met USD als basisvaluta zijn de zaken iets genuanceerder, terwijl de wijzigingen in onze CMA's in CHF overeenkomen met die voor EUR.

Figuur 7: Een genuanceerder beeld

Verwacht jaarlijkse rendement over een periode van 10 jaar (in GBP, %)



Bron: Quintet

Wanneer we de nieuwe CMA's op portefeuilleniveau toepassen, zien we dat onze GBP SAA met een aandelenallocatie van 65% de komende 10 jaar een gemiddeld jaarlijkse rendement van 4% zou moeten genereren. Dit is circa 30 basispunten lager dan we een jaar geleden verwachtten. De volatiliteit die een belegger voor een dergelijke portefeuille moet accepteren is 10,2%, wat ook 30b basispunten lager is dan een jaar geleden (figuur 8).

Figuur 8: Risico en rendement

CMA's voor GBP SAA's en in het verleden behaalde rendement (in GBP, %)

Equity allocation	10%	25%	45%	65%	85%	92.5%
CMA (next 10 years)						
Return	2.0%	2.5%	3.3%	4.0%	4.6%	5.0%
Volatility	5.8%	6.7%	8.2%	10.2%	11.7%	13.0%
Sharpe Ratio	0.17	0.23	0.28	0.30	0.31	0.31
Expected Shortfall	-14.9%	-17.5%	-21.3%	-26.4%	-30.6%	-34.1%
Historic since Jan 2005						
Return	6.3%	7.2%	8.4%	9.0%	9.8%	10.2%
Volatility	5.3%	6.2%	7.5%	9.3%	10.7%	11.9%
Shortfall	-3.0%	-5.3%	-9.8%	-15.9%	-19.4%	-22.8%

Bron: Quintet

Welke lessen kunnen we hieruit trekken?

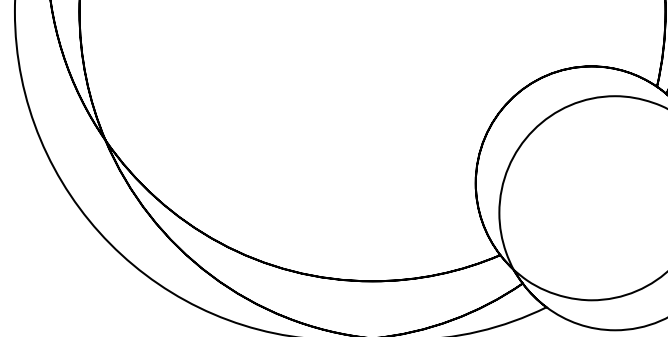
Om het portefeuillerisico op adequate wijze te beheren, zou de SAA voor de lange termijn de belangrijkste aanjager van het risico en rendement moeten zijn. Een hoofdpijler van onze zorgvuldig samengestelde langetermijnportefeuilles zijn onze CMA's.

De CMA-update van dit jaar wijst uit dat het toekomstige verwachte rendement vergeleken met de afgelopen decennia lager zal blijven, en voor in EUR luidende activa zijn ze lager dan onze prognoses van vorig jaar. De belangrijkste reden is de neerwaartse verandering van de rentecurve van eurozone-staatsobligaties, hoewel uit onze modellen blijkt dat er in bepaalde beleggingscategorieën enige aanvullende verkrapping van de risicopremies zou kunnen plaatsvinden. Voor de CMA's in sommige van onze andere basisvaluta's is het verhaal iets anders. Voor GBP en USD zijn de veranderingen in het verwachte rendement genuanceerder.

Een hoofdpijler van onze zorgvuldig samengestelde langetermijnportefeuilles zijn onze CMA's

Beleggingscategorieën met een lager rendement betekenen een lager portefeuillerendement. We verwachten nu dat een goed gebalanceerde EUR SAA met een aandelen-allocaatie van 45% de komende 10 jaar een gemiddelde groei van 2,3% per jaar zal genereren. De verwachte volatiliteit voor deze portefeuille is 8%, wat ook iets lager is dan we een jaar geleden verwachtten. Op een risicogewogen basis blijven onze SAA's echter aantrekkelijk in vergelijking met het aanhouden van contanten. De sharpe-ratio's zijn vrijwel identiek aan de ramingen van vorig jaar.

Lager rendement wordt niet veroorzaakt door hoe we onze portefeuilles samenstellen, maar is het gevolg van het klimaat van lage rente en hoge waarderingen. De belangrijkste beslissing is om belegd te blijven en een goed gedefinieerde en goed uitgevoerde beleggingsstrategie te volgen.



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 november 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.