

# Asset allocatie... werkt het nog wel?

**Als je het risico wilt verminderen in een portefeuille dan wordt het percentage in aandelen afgebouwd en dat van obligaties verhoogd. Het is bij de meeste adviseurs zo gemeengoed dat we er bijna niet meer over nadenken of deze vlieger nog steeds opgaat. Maar, klopt dit nog steeds? Wordt het risico ook daadwerkelijk minder? Bij het Kifid vond ik enkele uitspraken die stof tot nadenken geven als het gaat om de indeling van de portefeuille; in het bijzonder de plaats van obligaties in een portefeuille. Het is belangrijk dat de klant vooraf een verwachting heeft van het risico en rendement als hij gaat beleggen. Wordt er een schijnzekerheid opgezocht met obligaties? Zijn obligaties de 'veilige haven' van de portefeuille?**



## Basisgedachte

Bij een defensief beleggersrisicoprofiel past een andere verdeling van het geïnvesteerde kapitaal ('asset-allocatie') dan bij een offensief beleggersrisicoprofiel. Om het simpel te houden, heb ik het in dit artikel over slechts twee beleggingscategorieën: aandelen (lees: beleggingen met aanzienlijk risico) en obligaties (lees: beleggingen met een naar verwachting beperkter risico). Als ik 'asset allocation performance' in Google intik dan vind ik diverse artikelen waarin staat dat de keuze voor de assetmix voor 90% het uiteindelijke rendement van de portefeuille bepaalt. Dus de assetmix is in dat opzicht belangrijk. Daarnaast is de assetmix zo'n beetje de enige variabele om van een zeer defensief beleggersrisicoprofiel naar een zeer offensief beleggersrisicoprofiel te gaan.

Om het te verwachten rendement van een effectenportefeuille te bepalen worden veelal de navolgende (verplichte) rendementen en cijfers gebruikt:<sup>1</sup>

Tabel 1

Beleggingscategorie	Verwacht rendement	Volatilititeit	Volatilititeit incl. valutarisico
1. Deposito	3,7%	0,6%	10,4%
2. Obligatie	4,2%	4,4%	11,3%
3. Vastgoed	6,7%	11,8%	15,7%
4. Mixfonds	6,2%	12,9%	16,6%
5. Aandelen	8,3%	25,5%	27,5%
6. Emerging	8,3%	30,5%	32,2%

Zoals gezegd beperk ik me in dit artikel alleen tot de beleggingscategorie obligaties en aandelen.

## Hoe hoger het percentage belegd in aandelen is, hoe hoger het uiteindelijke rendement wordt

De formule<sup>2</sup> om het rendement te berekenen is:

$$\text{Verwacht rendement} = \sum_{t=1}^n G_t * R_t$$

In de formule is  $G_t$  het percentage van de beleggingscategorie,  $n$  het aantal beleggingscategorieën (in dit artikel 2) en  $R_t$  het te verwachten rendement van de beleggingscategorie. Als we, als voorbeeld, een neutrale portefeuille nemen met 50% van de portefeuille belegd in obligaties en 50% belegd in aandelen dan heeft deze een te verwachten van  $50\% * 4,2\% + 50\% * 8,3\% = 6,25\%$ .

Dat het uiteindelijke rendement voor 90% door de assetmix wordt bepaald is voor een groot deel eigenlijk direct uit bovenstaande formule te halen. Immers hoe hoger het percentage belegd in aandelen (met een te verwachten rendement van 8,3%) is, hoe hoger het uiteindelijke rendement wordt. Dat de assetmix niet 100% bepalend is voor het uiteindelijke rendement wordt veelal aan het moment van instappen toegeschreven. Echter, dit is het te verwachten rendement. Hoe zit het met het risico?

### Risico

Over risico heb ikzelf een andere (bredere) definitie, dan veelal wordt gehanteerd in de financiële wereld. Daaraan heb ik in het vorige artikel al de nodige aandacht gegeven en dat zal ik voor nu laten wat het is. De AFM geeft in haar leidraden handvatten om het risico te berekenen van een effectenportefeuille. Het gegeven handvat is de standaarddeviatie van de beleggingsportefeuille als risicomastaf. Om de standaarddeviatie (volatiliteit of beweeglijkheid) van een portefeuille met twee beleggingscategorieën te berekenen ge-

ven zij de navolgende formule:<sup>3</sup>

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} = \sqrt{\omega_A^2 * \sigma_A^2 + \omega_O^2 * \sigma_O^2 + 2 * \omega_A * \omega_O * \sigma_A * \sigma_O * P_{AO}}$$

Hier is  $\sigma_p$  de standaarddeviatie (volatiliteit) van de gehele portefeuille.  $\sigma_A$  en  $\sigma_O$  is de standaarddeviatie (volatiliteit) van de beleggingscategorie zoals getoond in tabel 1. In deze formule is  $\omega_A$  het gewicht van beleggingscategorie A (Aandelen), en  $\omega_O$  het gewicht van beleggingscategorie O (obligaties) en nu komt een belangrijke component:  $P_{AO}$  is de *correlatie*coëfficiënt tussen de rendementen op beleggingscategorie aandelen en obligaties. Precies dat laatste is een belangrijk gegeven om de vraag van dit artikel te beantwoorden: "Asset allocatie... werkt het nog wel?"

### Als de ene omhoog gaat, gaat de ander omlaag...

"...Over het algemeen doen obligaties het goed, als de aandelen zakken...". Deze 'beurswijsheid' wordt nogal eens aangehaald als we het hebben over obligaties in een portefeuille. Hiermee wordt gesuggereerd dat obligaties als een soort vangnet kunnen

#### Correlatie

Correlatie is de statistische samenhang tussen twee zaken. De sterkte van deze samenhang wordt uitgedrukt in een correlatiecoëfficiënt. De waarde daarvan kan variëren tussen -1 en +1.

Daarbij betekent 0: geen lineaire samenhang; +1: een perfecte positieve lineaire samenhang en -1: een perfecte negatieve lineaire samenhang.



fungeren in een effectenportefeuille waarin ook aandelen zitten. Sterker nog, mocht bovenstaande bewering kloppen, dan kun je met de juiste mix van aandelen en obligaties ervoor zorgen dat de negatieve koersbewegingen van aandelen kunnen worden gedempt door een deel in obligaties te beleggen. Nog mooier zou het zijn als je zou kunnen 'voorspellen' wanneer de aandelen mogelijk naar beneden gaan. Immers, als je een daling van aandelen verwacht, dan verkoop je de aandelen en koop je obligaties en pak je daar je koerswinst en vice versa. Makkelijk toch?!

Maar klopt deze bewering wel? Zijn aandelen en obligaties in enige mate negatief gecorreleerd? Uit de formule van het risico wordt, net als bij het te verwachten rendement, een aanzienlijk deel van het risico bepaald door de procentuele belegging in een beleggingscategorie. De andere belangrijke component is de correlatie tussen de beleggingscategorieën.

### **Correlatie**

We hebben het zojuist gehad over de correlatie tussen de verschillende beleggingscategorieën. Maar welke waarde voor de correlatie dient ge-

bruikt te worden? De AFM heeft in de Leidraad *Informatie over risicoprofielen* (2010) een overzicht gegeven van te gebruiken correlatiewaarden. Sindsdien wordt jaarlijks een update verzorgd van deze waarde door de VBA.<sup>4</sup>

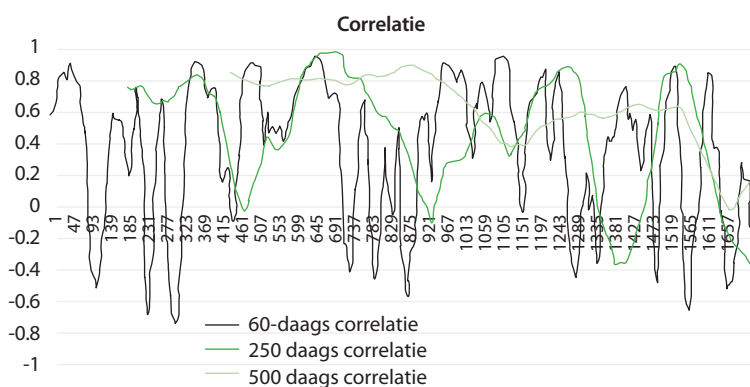
In deze update<sup>5</sup> worden meerdere beleggingscategorieën benoemd in plaats van de twee (aandelen en obligaties) die ik in dit artikel gebruik. Er wordt een verdere uitsplitsing gemaakt binnen elke beleggingscategorie. Met deze gegevens in het achterhoofd ga ik nu zelf de correlatie berekenen van de twee beleggingscategorieën die ik heb benoemd in dit artikel.

Ik gebruik daarbij de historische gegevens van de MSCI World als maatstaf (benchmark) voor de beleggingscategorie aandelen en de Bloomberg Barclays Euro Corporate Bond Index voor de beleggingscategorie obligaties.

Deze twee indexen komen overeen met twee benoemde beleggingscategorieën in de VBA-update zijnde de beleggingscategorie: Aandelen ontwikkelde landen en Investment Grade bedrijfsobligaties Euro. De correlatie in de VBA-update 2017 is 0,20. Welke waarden heb ik?



Om te kunnen beoordelen of obligaties daadwerkelijk de veilige haven zijn in de portefeuille, op die momenten dat de aandelen neerwaarts gaan, bereken ik de correlatie over een periode van 60, 250 en 500 handelsdagen. Hoe langer ik de periode neem om de correlatie te berekenen hoe minder de relevantie op die momenten dat het ertoe doet; namelijk het moment dat de aandelen neerwaarts gaan. Op die momenten wil je een namelijk negatieve correlatie hebben; aandelen omlaag en obligaties omhoog. Met de historische koersgegevens van beider index (periode vanaf 5 oktober 2011) is de 60-, 250- en 500-daags correlatie als volgt.



Wat deze grafiek duidelijk laat zien is dat de correlatie tussen aandelen en obligaties op een periode van 60 dagen nogal eens kan veranderen. Voor die korte periode zie ik momenten dat aandelen en obligaties inderdaad contrair aan elkaar bewegen (een waarde onder de 0) maar dat ze veelal dezelfde beweging maken in een andere periode. Voor de langere periode van 250 dagen of 500 dagen is de correlatie positief en kan gesteld worden dat aandelen en obligaties elkaar veelal volgen in de dezelfde richting. Deze waarden geven een heel ander beeld dan correlatiewaarden zoals de VBA die geeft om te gebruiken. Die komen op waarden die ik niet direct kan herleiden en (ik verwacht) over een te lange periode zijn berekend. Dat is een mogelijkheid, maar geeft een waarde die niet echt relevant is.

Nu lijkt deze constatering misschien niet zo belangrijk. Maar het zal je (uiteraard) maar net gebeuren dat in een periode waarbij de correlatie richting de 1 gaat, de aandelen een flinke duikeling maken. Als je dan het risico hebt berekend met een correlatie waarde van 0,2 in plaats van met 0,8 dan is dit nogal een verschil, kan ik u ver-



## *Je moet goed nadenken met welk doel je obligaties in de portefeuille gaat opnemen!*

klappen. De obligaties gaan dan net zo gezellig mee naar beneden. Weliswaar zal die beweging minder heftig zijn en het verlies minder groot, maar bescherming bieden ze dan eigenlijk ook niet, of zeg maar gerust, ze bieden een schijnzekerheid! Puur vanuit die optiek bezien moet je goed nadenken met welk doel je obligaties in de portefeuille gaat opnemen! Ik denk dat je dit misschien wel niet moet doen in sommige gevallen. Dat is een gedurfde uitspraak. Later meer over deze bewering.

### **Gevoel en gewoon boerenverstand**

Eigenlijk schrik ik helemaal niet van de grafiek aangaande de beweeglijkheid van de correlatie. Velen zullen zich de ellende van 2008 nog wel herinneren. De aandelenbeleggingen, gespreid of niet, gingen grosso modo 50% naar beneden. Een neutrale portefeuille met daarin 50% aandelen en 50% obligaties ging puur op de aandelen 25% onderuit. Maar wat deden de koersen van de obligaties? Gingen die omhoog, zijwaarts of omlaag? Mijn gevoel zegt omlaag ... en inderdaad ook de obligaties gingen mee omlaag. Ja, geen 50% zoals de aandelen, maar afhankelijk van de obligaties die als 'veilige haven' waren aangekocht gingen die 0% tot zelfs 90% onderuit.

Een extreem voorbeeld is de ING perpetual. Die langlopende obligaties gingen destijds bijna 90% onderuit en de ingewikkelde CDO- en ABS-obligaties gemiddeld 70%. Maar ook de Rabobank Ledencertificaten (AAA-rating) deden met -25% geen goed aan de waarde van de portefeuille als-

mede obligaties in de opkomende landen. Het was eigenlijk voor een groot deel van de 'defensief' beleggende klanten één doffe ellende. Bij het Kifid liggen uitspraken van casussen in het verlengde van bovenstaande die de consument gelijk geven en (deels) schadeloosstellen bij het verlies op dergelijke obligatiebeleggingen in combinatie met het verkeerd schetsen van het risico naar de klant.

Ik durf, puur op gevoel en boerenverstand, te stellen dat in tijden van flinke neerwaartse koersbewegingen van aandelen ook de obligaties omlaaggaan... en harder dan we denken. Mijn redenering werkt als volgt: Als de rente laag is, is het rendement op obligaties ook laag. Om dan toch rendement te maken op obligaties worden er (helaas) door veel adviseurs en vermogensbeheerders dan obligaties gekocht met een lange looptijd (langer dan vijf jaar) en slechtere debiteurenkwaliteit (lager dan A-rating). Als er dan iets gebeurt en de aandelen gaan hard naar beneden (zoals bijvoorbeeld in 2001 en 2008) dan slaat de paniek toe bij beleggers en worden ook de slechtere obligaties verkocht. Waarom? Ook daar is er de toenemende angst dat de partijen/bedrijven waar het geld aan is uitgeleend de gelden niet terug kunnen betalen. Met dat in het achterhoofd wil je dan een hogere rente (lees: vergoeding voor het uitlenen en risico) hebben op zo'n 'slechte' obligatie, zeker als de looptijd lang(er) is. En ja, die mindere obligaties zitten op die momenten net in je portefeuille en boem, daar gaan ze.

De 'veilige haven' die men op die momenten opzoekt is gewoon geld op de rekening zetten of staatsobligaties aanschaffen van veilige landen. Het is niet anders, toen, nu, en ik verwacht dat dit ook in de toekomst zo zal blijven gaan.

Dit gezegd hebbende kun je eigenlijk ook de grafiek met correlatie 'verklaren'. Aandelen en obli-



gaties gaan in tegenstelling tot de bekende bewering juist hand in hand omhoog en omlaag in plaats van tegen elkaar in tijden van flinke neerwaartse aandelenkoersen en onrust op de financiële markt.

### Wat dan?

Als obligaties niet (meer) het risico reduceren van de portefeuille en hoogstens een neerwaartse en opwaartse beweging dempen. Wat moet je dan? Met andere woorden, wat als de assetallocatie niet meer werkt zoals deze grosso modo door de financiële wereld wordt toegepast. Ik heb een, wellicht kort door de bocht, oplossing die effectief en makkelijk is, maar wel een verandering van denken en adviseren vraagt.

Iemand die weinig risico wil en kan accepteren zou kunnen kiezen voor:

1. aandelen in combinatie met liquide middelen;
2. obligaties (met een klein percentage aandelen).

Als voorbeeld neem ik een klant met een defensief risicoprofiel en tien jaar beleggingshorizon. Meestal wordt een portefeuille-invulling genomen met 30% aandelen en 70% obligaties. Mijn voorstel zou zijn 40% aandelen en 60% liquide middelen of anders wellicht 80% obligaties die goed gespreid zijn over looptijd en debiteurenkwaliteit en daarnaast 20% aandelen. Mijn voorkeur zou variant 1 zijn. Waarom? De discussie waarom aandelen bewegen en ook van tijd tot tijd flink kunnen bewegen hoeft je niet aan te gaan. Dat is namelijk bekend. Daarnaast hoeft je over liquide middelen helemaal weinig te vertellen en toe te lichten.

Waarom zou een klant met liquide middelen moeten gaan beleggen? Dan kan hij dat bedrag toch ook gewoon op zijn spaarrekening laten staan? Klopt, maar laat hij het ook echt staan! En als je toch de liquide middelen wil beleggen, dan kun je ook altijd voor een geldmarktfonds kiezen.

Dat is een belegging die qua karaktereigenschappen veel weg heeft van liquide middelen, maar het blijft een belegging.

### Conclusie en samengevat

Obligaties automatisch indelen en beschouwen als veilige haven binnen een effectenportefeuille is niet correct. Daarmee doe je je ogen dicht voor de werkelijke risico's (lees: koersbewegingen) die zich kunnen voordoen bij obligatiebeleggingen. Bij aandelen weet iedereen, dus ook je klant, dat hij risico loopt en daarbij bewegingen dient te accepteren. Als de klant in de veronderstelling is dat dit teniet wordt gedaan door de obligaties wordt het gesprek op de verkeerde manier interessant. In het ergste geval mag je bij de Kifid je verhaal nog een keer doen. Kijk derhalve kritisch naar het risico wat de klant wil aangaan en kijk of hij echt begrijpt hoe en wanneer obligaties (flinke) bewegingen kunnen laten zien. Beoordeel of je op basis daarvan obligaties wilt opnemen in de portefeuille. Kies dan voor obligaties die een (zeer) korte looptijd hebben en een zeer goede debiteurenkwaliteit, het liefst staatsobligaties met ten minste een AA-rating.

Ik beantwoord meer dan graag vragen die u heeft naar aanleiding van dit artikel.

1. Tabel 0 van de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.
2. Bijlage 5, sub 2 van de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.
3. Leidraad AFM: Informatie over risicoprofielen/Aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen. Bijlage 1.
4. VBA is CFA Society VBA Netherlands, ontstaan op 1 januari 2018 uit de fusie tussen CFA Society Netherlands en VBA beleggingsprofessionals.
5. VBA Risicostandaarden Beleggingen.



**Lodewijk van Meel**  
Directeur Post Vermogens-  
beheer