

HET EINDE VAN DE GEBALANCEERDE PORTEFEUILLE

Door Lodewijk van der Kroft

Donderdag 27 augustus 2020 zou weleens de geschiedenisboeken in kunnen gaan als de dag waarop Jeremy Powell, de voorzitter van de Federal Reserve, de traditionele effectenportefeuille heeft begraven.

Op die dag maakte Powell bekend dat de Fed voortaan een 'average inflation target' zou aanhouden en niet langer zou streven naar een inflatiedoel van exact 2%. Dit betekent dat de centrale bank voortaan bereid is de inflatie hoger te laten oplopen dan voorheen alvorens over te gaan tot renteverhogingen.

De huidige economische omgeving staat daarmee in schril contrast met 40 jaar geleden, toen Powells voorganger Paul Volcker controversiële renteverhogingen doorvoerde om de inflatie onder controle te krijgen. Volcker zag zich genooddaakt de korte rente op te hogen tot 20% in juni 1981, waarop de Amerikaanse economie in een zware recessie terechtkwam. Maar sinds die tijd is de Amerikaanse rente op 10-jarige obligaties gedaald van 15,84% naar 0,69%. De rente op een vergelijkbare lening van de Duitse staat daalde over deze periode van 12% naar -0,56%.

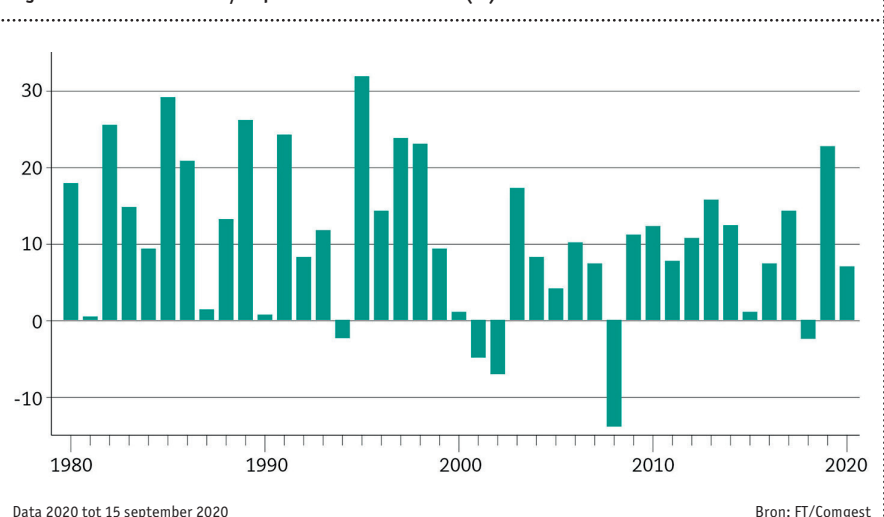
De enorme rentedaling was de afgelopen decennia een belangrijke rugwind voor veel langetermijnbeleggers, zoals pensioenfondsen en vermogensfondsen, die vaak een combinatie van zakelijke waarden en vastrentende waarden aanhouden. Deze zogeheten 60/40-portefeuille heeft het over de hele periode bijna elk jaar zeer goed gedaan (zie Figuur 1). Daarbij droeg de allocatie in 'veilige' obligaties niet alleen bij aan de beperking van de volatiliteit van de portefeuille en het genereren van directe inkomsten, maar leverde het ook een grote bijdrage aan de waardegroei van zo'n gebalanceerde portefeuille.

Op het huidige renteniveau zijn obligaties niet meer de kurk waarop een langetermijnbelegger kan drijven. Dit leidt ertoe dat beleggers meer risico moeten gaan nemen dan in het verleden om vergelijkbare beleggingsresultaten te verkrijgen. Veel beleggers zoeken die extra risico's door beperkt liquide beleggingen zoals private equity, onroerend goed en alternatieve obligaties op te nemen. Zeker als het gaat om niet-beursgenoteerde beleggingen, die niet op dagbasis worden gewaardeerd, leidt dit tot een lagere volatiliteit van de portefeuille, een kunstmatige eigenschap waar onterecht veel waarde aan wordt toegekend. Het gebrek aan liquiditeit van veel van deze alternatieven brengt daarnaast grote gevaren met zich mee in perioden van stress op kapitaalmarkten.

Beleggers zouden er ook voor kunnen kiezen hun allocatie in aandelen op te hogen. Aandelen zijn immers liquide en bovendien een veilige belegging als de inflatie onverhoopt toch hard oploopt. Maar een belangrijk nadeel van aandelen is dat zij grote tussentijdse uitslagen naar beneden kennen ('drawdowns'). Over de afgelopen vijftien jaar was de grootste daling van de top naar de bodem in de MSCI-wereldindex in een behoorlijk aantal jaren meer dan 20%. Een dergelijke terugval is voor veel beleggers met een gebalanceerd risicoprofiel veel te groot.

Om dit neerwaartse risico op een veilige manier te dempen, kan een belegger overwegen de verhoging van de positie in aandelen af te dekken met een dynamische hedgepositie. Binnen onze organisatie

Figuur 1: Jaarrendement 60/40 portefeuille 1980 – 2020 (%)

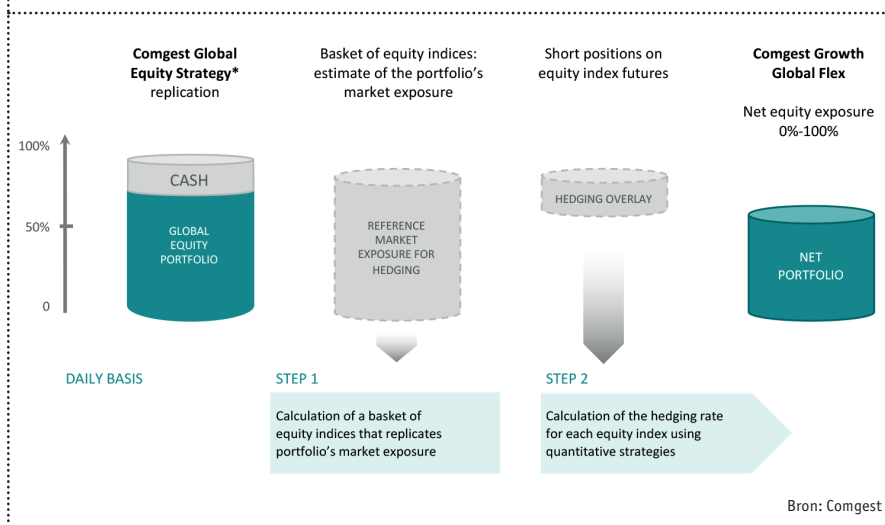


hebben we daar de afgelopen jaren ervaring mee opgedaan en we beheren nu alweer drie jaar een wereldwijde aandelenportefeuille, waarbij we op basis van een kwantitatief model de belangrijkste regionale aandelenindices en de valuta's van een aantal ontwikkelde landen kunnen afdekken. De afdekking voor zowel de aandelenindices als de valuta's varieert tussen 0% en 100%. Deze Global Flex-strategie streeft ernaar de terugval te beperken tot maximaal 15% en de jaarlijkse volatiliteit onder de 8% te houden. Qua rendementsprofiel streeft deze strategie ernaar om op de lange termijn gemiddeld meer dan 60% van het indexresultaat¹ te behalen in positieve maanden en minder dan 40% van het indexresultaat in negatieve maanden (upside en downside capture). De resultaten zijn zeer bemoedigend. Door de extreme koersbewegingen eerder dit jaar zijn de geannualiseerde volatiliteit over de afgelopen drie jaar met 9,22 en een maximale 'drawdown' van 15,35% voorsnog hoger dan onze doelstelling, maar het geannualiseerde rendement is met 8,44% ook aanzienlijk hoger dan verwacht².

Om onze doelen qua risico en rendement te bereiken, berust de strategie op drie bronnen van rendement:

- **Wereldwijde aandelenportefeuille:** We houden een 'long'-positie aan in een portefeuille van 30 tot 40 bedrijven van hoge kwaliteit. Deze bedrijven kenmerken zich door een stabiele omzet- en winstgroei over een lange termijn. Over de afgelopen bijna 30 jaar heeft deze portefeuille een alpha behaald van meer dan 300 basispunten op jaarbasis³. Bovendien is deze portefeuille minder volatiel gebleken in perioden waarin beurzen dalen.
- **Equity en tail risk hedging:** Om de marktexposure (beta) terug te dringen wordt gebruikgemaakt van een kwantitatief model dat aan de hand van diverse parameters signalen afgeeft om de beta af te bouwen of te herstellen. Het kwantitatieve model is goed in staat om trendmatige ontwikkelingen tijdig te signaleren, maar zal niet op tijd reageren bij

Figuur 2: Schematische weergave van de aandelenafdekking



plotselinge koerscorrecties. Daarvoor dient de 'tail risk' hedging. Omdat dit een kostbare risicoafdekking is, kan dit slechts beperkt worden ingezet.

- **Valuta-afdekking:** Voor eurobeleggers is het aanhouden van bezittingen in andere valuta's een risico dat vooral tot uitdrukking komt in de mate waarin valutakoersen schommelen. Om deze volatiliteit te verminderen, kunnen de vreemde valuta's in portefeuille (deels) worden afgedekt. De kostprijs van valuta-afdekking bestaat uit het verschil in rente tussen de valuta's die afgedekt moet worden en de rente op de euro. De regionale aandelenweging bepaalt welke valuta's er worden afgedekt, waarbij afdekking alleen plaatsvindt in de valuta's van de ontwikkelde landen, omdat de rentevergoeding op deze landen vaak meer in lijn is met de rente op eurotegoeden en hierdoor minder kostbaar.

CONCLUSIE

Over de afgelopen decennia hebben langetermijnbeleggers een zeer aantrekkelijk rendement kunnen behalen op zowel de aandelenallocatie als op de 'veilige' obligatieallocatie. Op het huidige renteniveau is dat niet meer mogelijk. Helaas is er geen goed alternatief voor obligaties. Er zijn wel alternatieven voor obligaties, maar die hebben stuk voor stuk belangrijke

nadelen, niet in de laatste plaats vanwege hun gebrekkige liquiditeit. Het ophogen van de aandelenallocatie in combinatie met een hedging-strategie kan een manier zijn om het asymmetrische rendementsprofiel van de klassieke 60/40-portefeuille te benaderen. »

- 1 MSCI All Countries World index NTR EUR.
- 2 Comgest Growth Global Flex (IE00BZ0X9Q28) per 30/09/2020.
- 3 Comgest Monde C (FR0000284689) behaalt sinds oprichting op 27/06/91 en 30/09/20: een geannualiseerd rendement van 9,8% versus 6,49% voor de MSCI AC World - Net Return.

- De traditionele 60/40-portefeuille is ter ziele.
- Er is geen goed alternatief voor veilige obligaties.
- Veel oplossingen gaan ten koste van de liquiditeit van de portefeuille.
- Ophoging van aandelen-allocatie met een hedging-strategie biedt belangrijke voordelen.

Dit artikel is geschreven door Lodewijk van der Kroft, Partner bij Comgest.