

Kempen Outlook 2021

De coronacrisis zet het staartrisicomodel in de spotlight

Als je een model ontwikkelt voor extreme risico's - zoals Kempen deed in 2019 - verwacht je niet dat het zo snel werkelijkheid wordt. De Covid-19-pandemie veranderde alles in hoog tempo. Aan Fiduciair Manager Frank van der Ploeg vragen we wat de coronacrisis ons leert en hoe het staartrisicomodel helpt om risico's te beheersen in 2021.

Wat zijn volgens jou de geleerde lessen van 2020?

'Eigenlijk was dit afgelopen jaar een lesje in nederigheid. Al enige tijd voor het coronavirus in China opdook, was Kempen bezig met de ontwikkeling van het staartrisicomodel. Dit maakt het mogelijk om in je risicobeheer rekening te houden met extreme, onvoorstelbaar geachte scenario's die misschien eens in de tien tot vijftien of misschien wel vijftig jaar voorkomen. Wij vonden al langer dat daar te weinig aandacht voor was in de beleggingswereld.

Het bizarre is natuurlijk dat de coronacrisis het nut van het model vrijwel direct aantoonde. In maart leek het alsof de hemel naar beneden kwam vallen! Alles gebeurde tegelijk: de oliemarkt klapte in elkaar, de coronapandemie barstte in volle hevigheid los en er ontstond grote paniek. En alles bleef maar dalen, dat hadden we sinds 2009 niet meer meegemaakt. Nu staan we weer met beide benen op de grond, maar dit jaar bevestigde dat de aandacht van beleggers vooral uitgaat naar rendement en veel minder naar de risico's. Ik verwacht dat er in de hele beleggingswereld meer aandacht komt voor staartrisico's en de manieren om daar rekening mee te houden. Dit jaar was echt een *wake-up call*.'

Hoe zouden beleggers moeten kijken naar extreme scenario's?

'Niemand had rekening gehouden met het extreme scenario van dit jaar, dat is de les die 2020 heeft opgeleverd. Het is een vergissing om te denken dat je weet wat er volgende keer wel of niet kan gebeuren. Een daling als dit voorjaar kan gewoon weer optreden. Om het concreet te maken: iedereen heeft het de laatste tijd over de opgelopen waarderingen in de Amerikaanse technologiesector. Maar is er daardoor sprake van een zeepbel, die ieder moment uit elkaar kan klappen? Ik denk zelf van niet, maar dat is nu juist precies waar het model zijn waarde bewijst: het houdt rekening met het onvoorstelbare. Of kijk naar de oliesector. Die is al enorm onderuit gegaan, waardoor niemand verwacht dat die nog meer klappen krijgt. Terwijl dat in theorie toch een mogelijk scenario is.

De klimaatverandering is weer een ander risico, waar de huidige Amerikaanse regering overigens niet in gelooft. Maar wat betekent die klimaatverandering bijvoorbeeld voor de kans op watersnoodrampen in het



Amerikaanse zuidelijke kustgebied, voor steden als Miami? En wat betekent zo'n ramp en eventuele beleidswijzigingen daarna dan weer voor je beleggingen? Niemand die het weet. En uiteindelijk maakt het ook niet uit wat de oorzaak is van een crash; het gaat om de gevolgen. Als we de oorzaken van een crash op voorhand kennen, is er natuurlijk ook geen sprake meer van risico.'

Waarom is risico voor beleggers vaak een ondergeschoven kindje?

'Risico blijft toch een abstract, ongreepbaar begrip. Dat geldt al helemaal voor rampscenario's. De kans daarop wordt zo klein geacht, dat veel beleggers er vrij makkelijk aan voorbij gaan. De gedachte is dat je nu eenmaal toch risico's moet nemen.'

Wat je te allen tijde wil voorkomen is dat gebeurtenissen je overvallen waardoor je op een zeer slecht moment verkoopt, of gedwongen moet verkopen. De meeste professionele beleggers hebben dat overigens ook niet gedaan tijdens de coronacrisis. Misschien omdat ze niet anders konden, of omdat ze sterk geloven in een herstel. Ik hoop dat beleggers dat geloof bij een nieuwe tegenslag ook nog steeds hebben.'

Zegt het staartrisicomodel ook iets over extreme oplevingen, zoals we die in 2020 ook hebben gezien?

'Traditionele modellen onderschatten de kansen op extreme uitslagen op heel korte termijn, maar op lange termijn overschatten ze die juist. Terwijl dat precies is wat er dit jaar gebeurde: de enorme dreun in maart werd gevolgd door een sterke opleving in april. Die snelle oplevingen zie je vaker in de geschiedenis en ze leren ons dat de gevolgen van een crash na ongeveer een jaar vaak weer zijn uitgevlakt.'

Het staartrisicomodel gaat ervan uit dat uitslagen alle kanten op kunnen gaan, ook omhoog. Het zegt niet letterlijk iets over rebounds, dat zou al te mooi zijn. Maar het maakt wel duidelijk dat de uiteindelijke ellende van grote klappen vaak meevalt. Er zijn niet alleen extreme uitslagen naar beneden, maar ook omhoog, daar komt het op neer.'

Wat is de waarde van het model in relatie tot het nieuwe pensioencontract?

'Pensioenfondsen hebben een lange beleggingshorizon. Het gekke is dat ze in het huidige stelsel jaarlijks worden afgerekend op hun dekkingsgraad, de korte termijn dus. Daarom is een scherp oog voor extreme scenario's ook zo belangrijk, vinden wij. In het aanstaande, meer individueel gerichte nieuwe pensioenstelsel, zal dat alleen maar belangrijker worden. In plaats van beleggers met een horizon van vijftig jaar, worden pensioenfondsen straks beleggers met een horizon van soms een paar jaar en soms zelfs een paar dagen. Dat betekent nogal wat.'

Er komen meer momenten waarop de portefeuilles van deelnemers aangepast worden, bijvoorbeeld omdat ze naar een andere leeftijdsgroep gaan. Als je dat precies moet doen op een moment waarop een staartrisico zich in alle hevigheid voordoet en je bijvoorbeeld twintig procent inlevert, dan is de schade voor individuen enorm. We gaan onze klanten daarom actiever wijzen op het model.'

Hoe kan het model helpen om in 2021 risico's te beheren?

'Het staartriscocomodel richt zich op het totale marktrisiko. Dat kan je maar in zeer beperkte mate managen. Je kunt het bewust aanvaarden of vermijden, maar echt in de hand heb je het niet. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld het liquiditeitsrisico, waar beleggers zich goed tegen kunnen wapenen. In die zin is het staartriscocomodel zeker geen wondermiddel. Maar het kan wel helpen om bepaalde portefeuillekeuzes te maken.

Stel, een pensioenfonds wil een kans van minder dan één procent dat ze in 2021 moeten korten. Dan komt het model goed van pas. Het is puur gebaseerd op historische gegevens en het uitgangspunt dat de geschiedenis iets zegt over de toekomst. Er zit verder geen subjectiviteit in. Dat maakt het tot een goed instrument om rekening te houden met extremen. Naast risicobeheer is natuurlijk ook bepalend hoeveel rendement je wilt halen als fonds.

Misschien is de conclusie wel dat je portefeuille al optimaal is afgestemd op het risico en rendement dat je nastreeft, en dat verdere beperking van risico's rendement zal moeten kosten. Dat is dan misschien onbevredigend, maar het staartriscocomodel is er om je die boodschap te melden.'

Hoe zou jij de toegevoegde waarde van het model samenvatten?

'Het kan een positieve rol spelen voor beleggers. Op korte termijn zijn de gevolgen van extreme gebeurtenissen altijd erger dan je denkt, maar het model maakt ook duidelijk dat de zon op langere termijn altijd weer tevoorschijn komt, ook na de meest extreme stormen. Dat kan een stuk angst wegnemen en voor meer rust zorgen als de stress weer de kop op steekt. Je weet namelijk beter waar je aan begint. Het zorgt daarmee voor rationele beslissingen, waar je op lange termijn van kunt profiteren.

Als het model laat zien dat je in een extreem scenario een te groot deel van je portefeuille verspeelt, dan moet en kan je op tijd bijstellen. Natuurlijk zal je de gevolgen van een storm altijd voelen, maar het gaat erom dat je die overleeft om er uiteindelijk sterker uit te komen. Het is net als met onze Nederlandse dijken, een metafoer die we vaker gebruiken als we het hebben over ons model: een dijk die voor 99,9% goed is kan misschien 999 dagen het water buiten houden, maar als hij op de 1000e dag doorbreekt ga je uiteindelijk toch kopje onder. Een heel klein risico blijft een risico.'

Disclaimer

De standpunten in dit document kunnen op elk moment worden gewijzigd zonder voorafgaande kennisgeving. Kempen Capital Management N.V. (KCM) is niet verplicht om de inhoud van dit document bij te werken. Als vermogensbeheerder kan KCM beleggingen hebben, in het algemeen ten behoeve van derden, in financiële instrumenten die in dit document worden genoemd en het kan het op elk moment besluiten om over te gaan tot koop- of verkooptransacties van deze financiële instrumenten.

De informatie in dit artikel dient uitsluitend ter informatie. Dat betekent dat het geen beleggingsadvies bevat, geen beleggingsaanbeveling, geen onderzoek of een uitnodiging om financiële instrumenten te kopen of verkopen en het dient ook niet als zodanig te worden geïnterpreteerd. Dit document is gebaseerd op informatie die wij als betrouwbaar beschouwen, maar we stellen niet dat die accuraat of volledig is en dat er als zodanig op moet worden vertrouwd.

De standpunten in dit artikel zijn onze huidige standpunten vanaf de datum die in dit document wordt weergegeven. Dit document is onafhankelijk van het bedrijf geproduceerd en de hierin opgenomen standpunten zijn volledig die van KCM.

KCM heeft een licentie als beheerder van verschillende UCITS en AIF's om beleggingsdiensten te verlenen en staat onder toezicht van de Nederlandse Autoriteit Financiële Markten.