

De voordelen van tail risk-hedging

Een verzekering tegen de kans op grote verliezen.
Met twee aanvullende voordelen, naast de verliesbescherming.

The Power of the Tail

Soms gebeuren er onverwachts vreselijke dingen die een enorme impact hebben op de samenleving, de economie en de financiële markten. Een van die gebeurtenissen was '9/11', de aanslagen op de Twin Towers, waarbij bijna 3000 mensen om het leven kwamen. De beurs op Wall Street bleef een week gesloten en de Dow Jones opende op de eerstvolgende handelsdag 7,1% lager. Aan het einde van de eerste week stond de Dow op 14% verlies¹. De markt had de aanslag niet zien aankomen, had het risico niet ingeprijsd en wist ook niet hoe dit wel te doen.

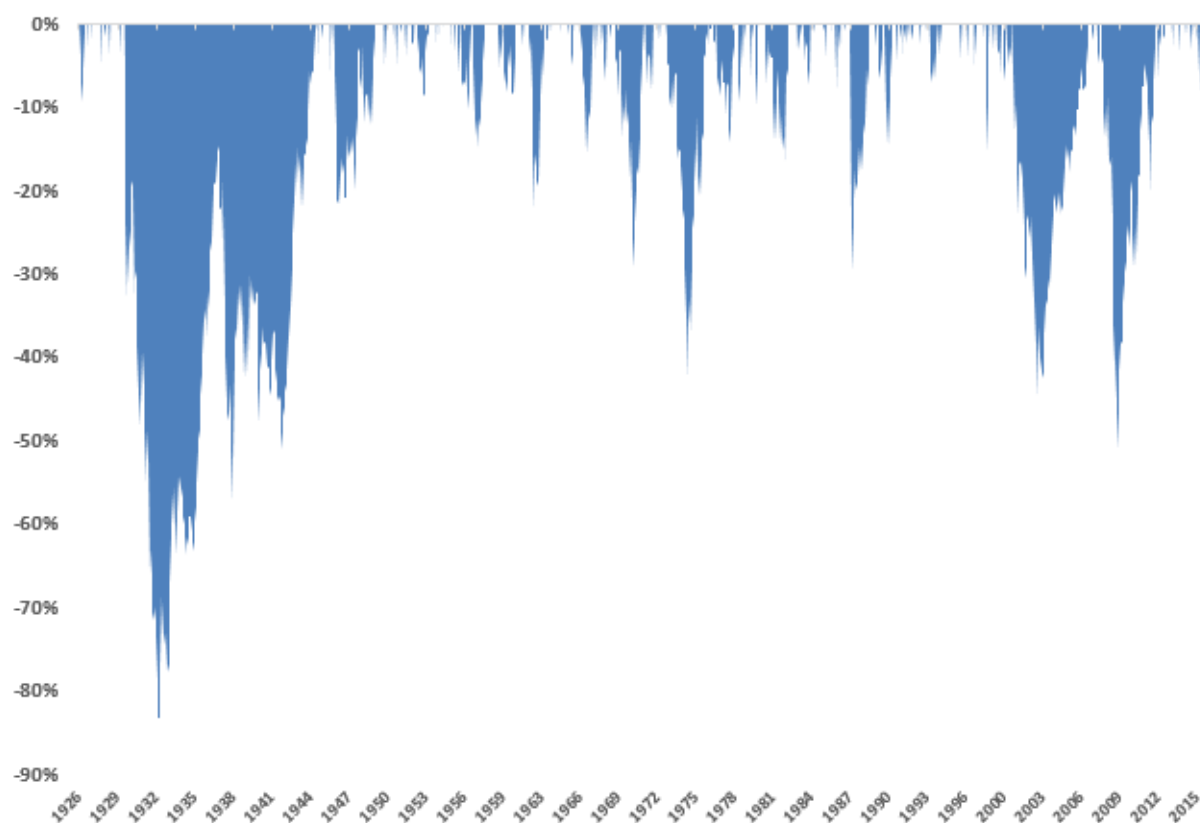
Het waren niet alleen beleggers die moeite hadden om met de nieuwe terreurdreiging om te gaan. Na 9/11 raakten nog eens duizenden mensen gewond, deels fataal, als indirect gevolg van de aanslag. We horen of lezen er zelden over, maar veel mensen werden te bang om te vliegen en stapten in hun auto's voor verre reizen. Dit leidde tot extra dodelijke verkeersslachtoffers omdat autorijden statistisch gezien zo'n 106 keer dodelijker is dan vliegen². Kijkend naar de wereldwijde gedragsverandering na 9/11 zijn er meer mensen omgekomen door de irrationele reacties erna, dan door de dodelijke aanslag zelf.

De mens kan in het algemeen slecht omgaan met risico's. Hoe de homo sapiens risico's inschat, is door de evolutie ontwikkeld om met de dreiging van slangen, leeuwen en beren om te gaan – niet met financiële risico's. Nu gebeuren financiële rampen gelukkig niet vaak, maar stevige correcties op de beurs wel. Gemiddeld bijna een kwart van de tijd zit de beurs in een bear market, waarbij de beurs minimaal 20% is gedaald vanaf de top.

¹ <https://www.investopedia.com/financial-edge/0911/how-september-11-affected-the-u.s.-stock-market.aspx>

² Volgens het Amerikaanse National Safety Council

S&P 500 Historical Drawdowns: 1927-2016



De aanslag op de Twin Towers is een schoolvoorbeeld van wat in de beleggingswereld een 'black swan' (zwarte zwaan) wordt genoemd: een onvoorspelbare, grootschalige gebeurtenis met ernstige gevolgen, die achteraf wordt gerationaliseerd. Dit concept werd opnieuw uitgewerkt door Nassim Taleb, een beurshandelaar die denker werd en die het inductieprobleem van filosoof David Hume ("Ik zie alleen zwarte raven, dus alle raven zijn zwart") toepaste op onze moderne wereld. Taleb's boek *Black Swans* kwam heel toepasselijk in 2007 uit, vlak voor de grote financiële crisis van 2008. Het werd daardoor meteen een bestseller. Taleb schetst een wereld vol risico's. Naast zwarte zwanen ('unknown unknowns') zijn er ook grijze zwanen ('known unknowns') oftewel bekende risico's. De Covid 19-pandemie is een voorbeeld van die laatste categorie. Dat er af en toe pandemieën ontstaan, is een normaal verschijnsel als je naar de lange geschiedenis kijkt.

Omdat de wereld steeds meer met elkaar verbonden raakt, worden in beginsel middelgrote beurscrashes direct diepe wereldwijde crashes. Statistisch gezien is de kans op een grote crash tegenwoordig groter dan de kans op een middelgrote crash. In de financiële wereld wordt dit verschijnsel aangeduid met de term 'fat tails' (dikke staarten) omdat de grafische weergave van het risico op een crash (kanspercentage, afgezet tegen de impact ervan) een vorm heeft met aan de rand een oplopende lijn vanwege de kleine kans op een diepe daling. Vandaar de term 'dikke staart'.

Bovendien wordt de wereld steeds riskanter. Door de samenloop van een veranderend geopolitiek landschap, exponentieel versnellende innovatie (denk aan AI), klimaatrisico's enzovoort, wordt de wereld niet minder risicovol, maar meer risicovol. Daar hoeven we niemand van te overtuigen. Kortom, de wereld was altijd al onvoorspelbaar en riskant maar wordt dat steeds meer. Elke belegger zou zich hiervan bewust moeten zijn.

Diversificatie versus 'hedging the tail'

Beleggen brengt risico's met zich mee. Vraag het uw bankier of beleggingsadviseur en de belangrijkste oplossing die u zult horen, is 'diversificatie'. Het idee is dat als je simpelweg niet al je eieren in één mandje legt, alles wel opgelost is. Het probleem is dat we net hebben gezien dat medium crashes minder waarschijnlijk zijn. Als het misgaat, gaat het vaak meteen flink mis. De verwevenheid van de economieën en de financiële markten heeft het optreden van een lokale crash praktisch onmogelijk gemaakt, kijk maar naar de centrale banken die al bij een kleine marktschommeling handelend optreden en in de markt stappen. Natuurlijk, sommige aandelen gaan bij correcties minder omlaag dan andere, maar ze kunnen zich niet aan de neerwaartse trend onttrekken.

Naast deze onderlinge verwevenheid is het bewijs van diversificatie problematisch. Stel dat u wilt diversifiëren vanwege het inflatierisico. Het algemene antwoord is: goud kopen. Als we echter kijken naar het algemene trackrecord van goud als inflatiedekking, presteert het edelmetaal helemaal niet zo goed³. Het idee dat goud een inflatiehedge is, stamt uit de jaren 1970 waarin zowel de inflatie als de goudprijs omhoogschoten. Een veel betere inflatiehedge is de aandelenmarkt in het algemeen. Diversificatie naar edelmetalen als afdekking van inflatierisico's blijft een aanname.

De standaard-diversificatie tegen crashrisico's is: obligaties ten opzichte van aandelen. Het argument is dat wanneer de aandelenmarkt daalt, de rente ook daalt en dus de obligatiekoersen stijgen, waardoor de totale verliezen worden beperkt. Dat is de waarheid van de afgelopen veertig jaar, maar hoe zit het daarvoor? Hier loopt de argumentatie spaak. De afgelopen veertig jaar zat de rente in een dalende langetermijntrend en mocht die trend omkeren, en dit is zeker mogelijk, zouden de aandelen- en obligatiekoersen gemakkelijk gelijktijdig kunnen dalen.

Maar hoe is het probleem dan op te lossen? Door te doen wat mensen al duizenden jaren doen: je verzekeren. Wanneer je het risico loopt dat je huis afbrandt en dit je financieel zou ruïneren, sluit je een verzekering af. Dus waarom zou je niet hetzelfde doen met risico's van de aandelenmarkt? In de loop van

³ <https://www.forbes.com/advisor/investing/gold-inflation-hedge/>

duizenden jaren zijn de financiële markten geëvolueerd en bieden ze instrumenten om risico's voor het bedrijfsleven te dempen of af te dekken door middel van termijncontracten en opties. We kunnen anno nu gebruik maken van opties om grote koersverliezen te verzekeren tegen een relatief kleine premie. Net als bij een andere verzekeringen geldt: hoe meer risico je wilt verzekeren, hoe hoger de premie. Gelukkig voor ons hoeven we alleen de grote crashes te verzekeren, aangezien middelgrote crashes minder waarschijnlijk zijn, zoals we zagen. Het verlies bij kleine correcties kunnen we ons veroorloven, de grote crashes verzekeren we via 'far-out-of-the-money' putopties. We weten niet wanneer een markt crasht – dat weet niemand – maar we weten wel *dat* de markt zo nu en dan crasht. Hiertegen sluiten we een verzekering af voor gemiddeld 3% kosten op de lange termijn.

De voordelen van verzekeren tegen marktcrashes

Het directe voordeel is duidelijk. Als de markt crasht, komt de verzekering tot uitkering. De twee belangrijkste beleggingsregels van de grootste moderne belegger, Warren Buffett, zijn: "Regel 1: verlies geen geld. Regel 2: vergeet regel 1 niet!"

Regel 1: verlies geen geld.

Regel 2: vergeet regel 1 niet!

Wanneer u 50% van uw portefeuillewaarde verliest, heeft u 100% rendement nodig om terug te komen op het oude niveau. Dit is alom bekend in de financiële wereld en een van onze belangrijkste principes. Wat minder bekend is, is dat dit betekent dat verzekeringen veel voordeliger zijn dan je denkt. Stelt u zich het volgende scenario voor:

U investeert €100.000 in de markt met een verwacht rendement van 13%. De markt heeft een kans van 10% om met 20% te dalen. De kosten voor het verzekeren van deze daling bedragen 3%. Zou u de verzekering nemen? Voor de wiskundig geïnteresseerden onder ons: we kunnen de verwachte uitkomst van de verzekering als volgt berekenen: $(90\% \times -3000) + (10\% \times 17.000) = -1000$. Met andere woorden, de verzekering kost gemiddeld 1000, geen goede keuze lijkt het. Voor de minder wiskundig aangelegde belegger, zie de grafiek hieronder om een idee te krijgen.

Als we beleggen in dit voorbeeld, krijgen we 1 van de 10 opties of de verzekerde uitkomst.

Mogelijkheden	Resultaat
1: 20% daling	€ 80.000
2: 13% rendement	€ 113.000
3: 13% rendement	€ 113.000
4: 13% rendement	€ 113.000
5: 13% rendement	€ 113.000
6: 13% rendement	€ 113.000
7: 13% rendement	€ 113.000
8: 13% rendement	€ 113.000
9: 13% rendement	€ 113.000
10: 13% rendement	€ 113.000
Verzekerde optie	€ 110.000

Gezien deze resultaten kiezen de meeste mensen intuïtief voor de onverzekerde investering. Dit blijkt ook uit de kosten van verlies versus de kosten van verzekeringen.

Totaal verlies	€ - 20.000,00	(1x -20%)
Totaal verzekering	€ - 30.000,00	(10x -3%)

Dit is echter de verkeerde keuze. Bij beleggen neem je niet één beslissing, je neemt er meerdere. Eén uitkomst beïnvloedt uw toekomstige opties. Als er een risico van 10% op verlies is, is het over 10 jaar eigenlijk vrij waarschijnlijk dat het verlies een keer langskomt, zoals ook blijkt uit het gemiddelde rendement van beide opties.

	Gemiddeld rendement:
Zonder verzekering	9,7%
Met verzekering	10,0%

Hoewel het argument nog sterker is als we dieper in de wiskunde duiken⁴, hopen we dat we het duidelijk hebben kunnen maken. De slimme manier om te investeren is het afdekken van de staart van de risicografiek (tail risk). In deze strategie neemt u wat potentiële jaarlijkse winst om ervoor te zorgen dat u beschermd bent tegen een grote crash af en toe. Dit verhoogt het gemiddelde rendement op de lange termijn.

⁴ Voor meer informatie: Onderzoek *De paradox van Sint-Petersburg* (aanbevolen: boek *Safe Haven: Investing for Financial Storms* van Mark Spitznagel, de investeringspartner van Nassim Taleb)

De twee extra voordelen

Naast de hierboven gegeven logische argumenten voor het afdekken van het staartrisico's zijn er nog twee voordelen verbonden aan het afdekken van het staartrisico, die vaak worden vergeten in de beleggingssector.

Voordeel 1: meer risico nemen

Aangezien u verzekerd bent tegen de grote crashes, bent u vrij om meer risico te nemen met uw vermogen. U hoeft de diversificatie van activaklassen niet voortdurend eerste prioriteit te geven en bent vrij om de best renderende beleggingen te vinden in elke branche of activaklasse. Dit komt duidelijk naar voren bij de analyse van de standaard assetallocatie (diversificatie) die veel in de bankwereld wordt toegepast, die van 60% aandelen en 40% obligaties (de 60/40-portefeuille). Deze portefeuille heeft echter het kenmerk dat iets minder dan de helft van de portefeuille wordt belegd in een instrument dat niet veel oplevert als er geen crash is. De afgelopen 10 jaar was dit verlies heel duidelijk: de S&P 500-index leverde gemiddeld een jaarlijks totaalrendement van 15,6% op tegenover Amerikaanse 10-jaars staatsobligaties slechts 3,85%. We hoeven de cijfers niet verder uit te rekenen om te zien dat een crash-verzekeringspremie van maximaal 3% gemakkelijk zou hebben geleid tot hogere rendementen (en kleinere/geen verliezen tijdens de crashes, aangezien een allocatie van 40% naar staatsobligaties het verlies niet volledig goedmaakt).

Voordeel 2: geld wanneer u het nodig hebt

Het tweede bijkomende voordeel is de timing van de verzekeringsuitkering. Wanneer de brandverzekering van uw huis tot uitkering komt, wordt daarbij over het algemeen geen rekening gehouden met de huizenprijzen. Uw brandverzekering wordt weliswaar jaarlijks geïndexeerd naar wij aannemen, maar de stijging ligt vaak onder de werkelijke stijging van de huizenprijzen (en wat te denken van een uitkering die wordt berekend net voor de indexering?). Onze staartrisicoverzekering daarentegen stelt kapitaal beschikbaar op het best mogelijke moment: wanneer de marktprijzen een dieptepunt hebben bereikt. Uiteraard innen we onze 'verzekeringsuitkering' (putopties met op dat moment zeer hoge premies) wanneer de markt crasht. Dit is het moment waarop (aandelen van) bedrijven goedkoop zijn, aangezien de markt over een brede linie daalt. Als we het optimale moment zouden kunnen kiezen waarop een belegger kapitaal beschikbaar krijgt heeft om te investeren, zou dat middenin de beurscrash zijn. Dit is precies het moment waarop de verzekeringsuitkering kan worden geïncasseerd.

Conclusie:

Verstandige beleggers zijn zich meer bewust van de risico's dan van de kansen. Maar door het staartrisiko af te dekken, kunnen beleggers zich concentreren op het selecteren van excellente bedrijven, met uitzicht op een hoger gemiddeld rendement. En als bijkomend voordeel krijgen zij met deze strategie kapitaal beschikbaar op het moment dat excellente bedrijven beschikbaar zijn tegen lage prijzen. Naar onze mening is dit een niet te missen kans. Bovendien draagt de constructie bij aan uw nachtrust, en de waarde daarvan is praktisch onschatbaar.

"Ultimately, nothing should be more important to investors than the ability to sleep soundly at night." — Seth Klarman, analist en portefeuillebeheerder

Taleb, N.N., 2007. *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Penguin, London

Spitznagel, M. (2021). *Safe Haven: Investing for Financial Storms*. John Wiley & Sons.