

## Internationale conjunctuur

### Twijfels over de Duitse economische groei

In Duitsland hebben de belangrijke vijf economische instituten, de zogenaamde vijf wijzen, hun verwachtingen ten aanzien van de economische groei volgend jaar bekend gemaakt. Zal er dit jaar nog sprake zijn van een toename van 4% in voormalig West-Duitsland, volgend jaar zal die dalen tot 2,5%. Voor 1990 valt na de groei van 3,9% in het eerste halfjaar dus nog een voortgaande goede ontwikkeling te verwachten. De binnenlandse vraag in voormalig Oost-Duitsland richt zich op goederen uit West-Duitsland. Naar producten van de eigen Oostduitse bedrijven is nauwelijks vraag, zodat de afzet dramatisch is gedaald. De producentenprijzen in Oost-Duitsland zijn in augustus ten opzichte van juli met 4,5% gedaald. Dat duidt erop dat Oostduitse bedrijven moeite hebben afnemers te vinden.

De groeiprognoze van de vijf instituten voor volgend jaar is samengesteld uit een groei van 2,5% in het westelijk deel en een achteruitgang van 10% in het voormalige Oost-Duitsland tegen dit jaar minus 15%. Daarmee komt de stijging voor geheel Duitsland uit op 1,5% tegenover dit jaar nog 2%. De verwachting is verder dat de inflatie zal oplopen tot 4%, waar die dit jaar nog 2,5% zal bedragen. De instituten verwijten de regering-Kohl uit te gaan van een te vroege keer ten goede van de economie in de voormalige DDR. Dat zal pas aan het einde van volgend jaar zijn. De Duitse minister van Economische zaken, Helmut Haussmann, gaat ervan uit dat de economische groei van het verenigd Duitsland volgend jaar nog 2 à 3% bedraagt. De inflatoire ontwikkeling blijft in het licht staan van de olieprijsen. In september zijn de groothandelsprijzen op jaarbasis met 0,7% gestegen. Indien geen rekening wordt gehouden met de gestegen olieprijsen zou sprake zijn geweest van een daling met 0,6%.

### Handelsstromen tonen gunstige ontwikkeling

Het tekort op de Amerikaanse handelsbalans is in augustus op \$ 9,34 mrd. uitgekomen, slechts licht hoger ten opzichte van de maand daarvoor. Tegen de achtergrond van oplopende olieprijsen, hetgeen de importwaarde opstuwt, was dit een meevaller voor de markt. Daar stond tegenover dat de stijging van het consumentenprijsspeel in september met 0,8% duidelijk de invloed van de hogere olieprijs weerspiegelden. Op jaarbasis is de inflatie in de VS nu op een niveau van 6,2% beland. Ook in Engeland was er aan het handelsfront goed nieuws te melden. Het Britse handelstekort bereikte in september met £ 845 mln. het laagste niveau sinds april 1987. Bovendien lag het fors onder de £ 1,4 mrd. waarmee in de markt rekening werd gehouden. De totale waarde van de export bedroeg vorige maand £ 8,8 mrd. tegen £ 8,6 mrd. in augustus en £ 8,2 mrd. in september 1989. Deze verbetering is echter deels te danken aan hogere exportprijzen als gevolg van de relatief hoge koers van het pond. In het afgelopen derde kwartaal was niet alleen de waarde van de export met £ 25,6 mrd. groter dan in het derde kwartaal van 1989 (£ 24

mrd.), ook in termen van volume is sprake van een stijging met 8%. Ten opzichte van het tweede kwartaal van dit jaar echter daalde het volume van de export met 1%. De concurrentiekracht van het bedrijfsleven is aangetast door het vaste pond, zo benadrukt het Britse bedrijfsleven keer op keer. Minister John Major van Financiën hecht echter aan een hoge koers voor het pond. Zo blijven de importprijzen relatief laag en de mogelijkheden voor forse loonstijgingen in het bedrijfsleven beperkt. In augustus echter bedroeg de stijging van het gemiddelde inkomen op jaarbasis nog 10,25%, terwijl harde loonrondes zich aandienen in de automobiellindustrie en bij de spoorwegen.

Het overschot op de handelsbalans van Japan heeft in september \$ 6,9 mrd. bedragen. Dat is 3,9% minder dan de \$ 7,2 mrd. in dezelfde maand een jaar eerder. Het is voor de veertiende keer in 17 maanden dat het overschot ten opzichte van een jaar eerder is afgenomen. De invoer groeide in september met 10,3% tot \$ 18,9 mrd. ten opzichte van vorig jaar. De invoergroei werd voor een belangrijk deel (4,9%) bepaald door de gestegen waarde van de olie-invoer. Verder vertoonde de handelsbalans over september een buitengewone groei van de invoer van goud met 352% ten opzichte van een jaar eerder. Ook de export groeide in september op jaarbasis met 6,1% van \$ 24,3 tot \$ 25,8 mrd. Hierin speelde de gestegen waarde van de yen echter een belangrijke rol. De volumegroei bedroeg slechts 1,9%. Over de eerste zes maanden van het lopende begrotingsjaar (april tot en met september) bedroeg het handelsoverschot \$ 29,1 mrd., 11,4% minder dan in de vergelijkbare periode vorig jaar.

### Inflatie in EG flink hoger

De inflatie in de EG is in september flink verder toegenomen als gevolg van de sterke stijging van de olieprijs. Gemiddeld stegen de prijzen met 0,7%, waar Nederland met 0,8% nog iets boven lag. Op jaarbasis ligt het gemiddelde nu op 6,1%, terwijl dit in juli nog 5,5% bedroeg. Daarmee is de inflatie op het hoogste niveau sinds juli 1985 aangeland. Binnen de EG is overigens nog steeds sprake van een sterk uiteenlopende ontwikkeling. Griekenland kent inmiddels een inflatie van 21,8%, terwijl de prijsstijging in Denemarken, het land met de laagste inflatie, ruim 2% bedraagt. Op de Europese top werden de regeringsleiders het eens over de ingang van de tweede fase van Europese monetaire integratie per januari 1994, onder andere met de oprichting van een Europese centrale bank. Het bereiken van één Europese munt zou dan wellicht nog in dit decennium mogelijk zijn. Vooralsnog blijft premier Thatcher een uitzonderingspositie innemen.

Financieel bericht is ontleend aan de tweewekelijkse publikatie *Beleggen met Van Lanschot* van F. van Lanschot Bankiers N.V. te 's-Hertogenbosch.

**Dieptepunt voor de dollar**

De Amerikaanse dollar stond onder druk en bereikte het niveau van DM 1,50, een dieptepunt sedert de tweede wereldoorlog. Even leek het er op dat deze barrière naar beneden doorbroken zou worden, maar later vond toch een tijdelijk herstel plaats. Nicolas Brady, de Amerikaanse minister van Financiën, kenschetste de valutamarkten als stabiel, wanneer rekening wordt gehouden met de Golfcrisis en de Amerikaanse begrotingsproblemen. Hoewel hij benadrukte geen verdere daling van de dollar te voorspellen, hebben de markten de indruk dat de Amerikaanse regering weinig geïnteresseerd is in het koersniveau van de dollar. Het officiële standpunt ten aanzien van de dollardaling luidt dat men hiermee geen problemen heeft zolang de daling maar ordelijk verloopt. De ontwikkeling is ingegeven door de verlegde instroom van kapitaal uit Japan en Europa en gedaald internationaal vertrouwen ten gevolge van de bankproblemen en de begrotingsperikelen. Inmiddels is dan toch een begrotingsakkoord bereikt dat voorziet in een tekortreductie van \$ 492 miljard de komende vijf jaar. Dit begrotingsjaar zal het tekort uitkomen op \$ 254 miljard. Het compromis bestaat onder meer uit accijnsverhogingen op bij voorbeeld benzine, sigaretten en alcoholica, een stijging van de inkomstenbelasting die met name de hogere inkomensgroepen treft, en bezuinigingen op volksgezondheid en defensie. De kracht die het pond toonde na de toetreding tot het EMS is inmiddels vervlogen en geleidelijk is van de hoogste koers ongeveer een dubbelte afgebrokkeld. Vooralsnog stabiliseert het pond zich net boven de spilkoers van DM 2,95. Daarbij is het opvallend dat dit gebeurt zonder steun van de Bank of England. Het bedrijfsleven klaagt over een te hoge spilkoers, zeker nu de loonstijgingen op een te hoog niveau liggen: 10,25 % met een tendens tot verdere stijging wanneer de huidige looneisen worden ingewilligd.

**Roebel devalueert**

De Sovjetunie zal de commerciële koers van de roebel per 1 november devalueren met maar liefst 66% tegenover de dollar, van \$ 1,79 per roebel naar \$ 0,56. Dit is de eerste aanpassing sinds 1961. Verder wordt Sovjetburgers voortaan toegestaan aandelen en obligaties te kopen, maar zijn ook buitenlandse investeringen, gepaard gaande met volledig eigendom, in de toekomst mogelijk. De devaluatie is ingegeven door het feit dat de import van de Sovjetunie sterk is toegenomen sinds de bedrijven vrije toegang hebben gekregen tot de wereldmarkt. Daardoor komt de Sovjetunie in de problemen met betrekking tot de beschikbaarheid van harde valuta. Men mikt nu op stijgende exporten en afnemende importen als gevolg van de nieuwe prijzen waarop afgerekend moet worden. Naast de commerciële koers kent men nog een officiële wisselkoers en een koers die speciaal geldt voor toeristen.

*Valutakoersen*

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 15/10	Koers per 29/10
Amerikaanse dollar	1,94	1,70	1,72	1,70
Engelse pond	3,42	3,06	3,36	3,33
Duitse mark (100)	112,95	112,41	112,73	112,72
Zwitserse frank (100)	138,32	122,90	133,40	133,19
Japanse yen	136,29	117,49	134,22	133,05

**Forse rentedaling**

Internationaal was sprake van een daling van de kapitaalmarktrente die vooral in Japan fors was. De lagere olieprijs speelde hierbij een belangrijke rol. De prijs van een vat Brent daalde in korte tijd van meer dan \$ 40 tot onder \$ 28. De belangrijkste factor achter deze olieprijsdaling was de berichtiging uit het Midden-Oosten. Irak zou bereid zijn zich terug te trekken uit het grootste deel van Koeweit. Vervolgens gaf plaatsvervangend premier Ramadan aan dat men op zoek is naar een vreedzame oplossing voor de oliecrisis. Later werden de geruchten overigens weer tegengesproken. De Verenigde Staten gaan inmiddels door met het sturen van manschappen. Daarnaast wil men nog meer tanks sturen. Onmiddellijk veerde daarna de olieprijs weer op.

**Hogere risicopremie**

Ook de rente voor Amerikaanse staatsobligaties vertoonde een daling in de afgelopen weken. Daartegenover wordt de risicopremie voor leningen aan het bedrijfsleven geleidelijk hoger gesteld. Het aantal fusies tussen Amerikaanse ondernemingen dat tot nu toe dit jaar in de steigers werd gezet, ligt 57% lager dan vorig jaar. Sinds 1983 is de fusie-activiteit niet meer zo laag geweest.

Ondernemingsobligaties raken uit de gratie van beleggers. De afstand tussen het effectieve rendement op dit soort obligaties en dat van Amerikaanse staatsobligaties is aanzienlijk groter geworden. Uit indexberekeningen van Moody's bleek dat 107 veel verhandelde ondernemingsobligaties medio oktober een gemiddeld effectief rendement boden van 10,10%. Dat was 117 basispunten boven het rendement van een 30-jarige Amerikaanse staatslening.

**Stagflatie in Zweden**

De Zweedse centrale bank, de Riksbank, verhoogde de daggeldrente op 19 oktober van 14% naar 17% om de Zweedse kroon te ondersteunen. Het tarief was enkele dagen eerder al verhoogd van 12% naar 14%. Door het gerucht dat de kroon gedevalueerd zou worden, zag de centrale bank in de week tot 15 oktober voor Zkr 12 mrd. (ongeveer f 4 mrd.) het land uitstromen. De Zweedse economie maakt moeilijke tijden door. Het bedrijfsleven is in de jaren tachtig sterk geïnternationaliseerd, maar heeft zich vooral toegelegd op investeringen elders, inclusief veel commercieel vastgoed waar niet iedere belegger momenteel even gelukkig mee is. De Zweedse economische groei zal volgens officiële verwachtingen volgend jaar stilvallen.

In het Scandinavische blok maakte Noorwegen bekend de koers van de Noorse kroon aan de Ecu te koppelen met een bandbreedte van 2 1/4%. Daarmee daalt het valutarisico dat gelopen wordt op belegging in Noorse kronen. Omdat geen overeenstemming bereikt kon worden ten aanzien van de mate van convergentie met het EG-beleid, overweegt de centrum-rechtse regering haar ontslag aan te bieden.

**Kapitaalmarkt volgt internationale ontwikkeling**

Ook in Nederland was sprake van een rentedaling, zij het dat deze slechts beperkt bleef. De rendementen op de vijf langstlopende leningen liepen licht terug van 9,25% tot rond 9,18%. De Staat kon bij de tender op haar nieuwe 10 jaars bulletlening met een coupon van 9,25% een bedrag van f 3,1 mrd. binnenhalen. Later werd daar via de toonbankuitgifte nog f 1,9 mrd. aan toegevoegd. De markt schat nu in dat daarmee de financieringsbehoefte voor dit jaar gedekt is. Dat de Nederlandse rentedaling achterbleef bij andere markten vond zijn oorzaak in de ontwikkelingen in Duitsland. Daar blijven de kosten van de eenwording op de markt drukken. Directeur Tietmeyer van de Bundesbank gaf aan dat de kosten van de eenwording mogelijk zouden kunnen leiden tot een renteverhoging.

## Beursindices

	1990 hoogste koers	1990 laagste koers	Koers per 15/10	Koers per 26/10
VS (Dow Jones)	3000	2365	2416	2436
Engeland (FT-100)	2464	1990	2102	2063
Duitsland (Dax)	1969	1335	1479	1457
Nederland (CBS)	206	168	171	172
Japan (Nikkei)	38.713	20.122	23109	25005
Australië (All Ord)	1714	1321	1341	1355

## Internationale beurzen

### Broos herstel

De internationale beurzen wisten zich de afgelopen weken iets te herstellen na de scherpe val in de voorgaande maanden. Het toenemende vertrouwen ten aanzien van een vreedzame oplossing van het Golfconflict speelde hierbij een belangrijke rol. Via een lagere olieprijs en ook lagere rente werden de aandelenkoersen die flink 'oversold' waren omhooggetrokken. Alleen de Scandinavische beurzen ontwikkelden zich zwak. Opvallend was overigens de soms plotseling tijdens de dag omslaande stemming op de beurzen, hetgeen wijst op een nog steeds grote onzekerheid bij beleggers. Zo opende Frankfurt op 22 oktober optimistisch, om negatief te eindigen. De dag daarna werd juist lager geopend, terwijl de FAZ-index maar liefst 2,7% hoger eindigde.

### Wall Street bestand tegen kwartaalcijfers

Wall Street herstelde zich de afgelopen weken met ruim honderd punten. Enerzijds was dit een gevolg van de verbeterde obligatiemarkt en de hoop op een oplossing van de budgetproblematiek. Anderzijds vielen de winstcijfers over het derde kwartaal niet tegen, ook omdat de verwachtingen weinig hooggespannen waren. Daarnaast is van belang dat de verzwakking van de winstcijfers in het tweede halfjaar 1989 een aanvang nam, zodat de vergelijkingsbasis geleidelijk minder ongunstig wordt. Na 328 gerapporteerde winsten over het derde kwartaal resulteert een winststijging van 21% ten opzichte van dezelfde periode vorig jaar.

Bij de banken liepen de resultaten uiteen. Van doorslaggevend belang is de timing van het treffen van voorzieningen. Bankers Trust publiceerde een derde-kwartaalwinst van \$ 170 mln. tegenover een verlies van \$ 1,42 mrd. in het voorgaande kwartaal. Toen werd echter wel een voorziening van \$ 1,6 mrd. getroffen op internationale leningen. Manufacturers Hanover Trust meldde een lagere winst en sprak van een buitengewoon moeilijk klimaat om in te werken. Citicorp verwacht voor dit jaar een winst van \$ 800-900 mln. tegenover vorig jaar \$ 498 mln. Toch zullen ook bij deze bank waarschijnlijk duizenden arbeidsplaatsen verdwijnen, net zoals bij veel andere Amerikaanse banken. Verschillende regionale banken melden flinke winstdalingen. Dat de Amerikaanse banken het niet makkelijk hebben blijkt onder meer uit het feit dat op de jaarvergadering van de American Bankers Association de mogelijkheid werd besproken om een langere periode ter beschikking te krijgen om te voldoen aan de nieuwe solvabiliteitsrichtlijnen van de Bank voor Internationale Betalingen.

De koers van Digital bereikte een nieuwe dieptepunt voor de laatste vijf jaar: \$ 45 1/2. De cijfers over het eerste kwartaal per eind september vormden met een winstdaling van 82% een forse teleurstelling voor de markt. Deze op een na grootste computerfabrikant ter wereld bevindt zich in een reorganisatie waarbij 5000 arbeidsplaatsen verloren gaan.

Beter verging het IBM dat in het derde kwartaal 27% meer verdiende. Voor de beurs was dat niet genoeg, want gerekend was op plus 30%. De koers ging in eerste instantie 1,25 dollar omlaag.

### Herstel Tokio

Op de beurs van Tokio was sprake van een licht herstel. De Nikkei passeerde zelfs het niveau van 25.000 punten. De volumes zwollen bovendien aan tot meer dan 500 miljoen stuks per dag. Naast de dalende olieprijs vormde het herstel van de yen een stimulans. De effectenhuizen meldden overigens scherp lagere winsten, waarbij de teruggang lag in de orde van 50% of meer, de grootste daling sedert de oliecrisis van 1973. De 29% lagere omzet op de beurs van Tokio speelde een belangrijke rol bij de winstdalingen die nog sterker waren dan eerder reeds in het vooruitzicht gesteld. Door een andere verwerking van boekverliezen op aandelenposities kon de teruggang overigens nog worden beperkt.

## De Amsterdamse beurs

### Selectief herstel

De Amsterdamse aandelenmarkt volgde de afgelopen weken een redelijk eigen koers. Unilever liet zich duidelijk van zijn goede kant zien, terwijl Kon. Olie terrein moest prijsgeven als gevolg van de lagere olieprijs. De meer cyclische waarden bleven dicht bij de recente dieptepunten. Later herstelde de koers van Hoogovens zich enigszins nadat op een presentatie vertrouwen in de resultaten voor dit jaar was uitgesproken. Ook op langere termijn zijn de vooruitzichten voor de staal- en aluminiumsector goed. Een aantal kwaliteitswaarden wist terrein te winnen. Vooral de uitgevers en aandelen in de voedingsmiddelensector verging het goed. Nutricia schoot zelfs in opwaartse richting weg tot f 115, een record. Ook Fokker kon zich verheugen in een goede belangstelling. Het aangekondigde bod van Pakhoed op Furness stuitte op tegenstand. Kort daarna verlaagde laatstgenoemde de winstverwachting.

Philips was weer uitgebreid in het nieuws. Het verlies over het derde kwartaal van f 2,16 miljard vormde geen meevaler, maar de beurs kon nog enige troost putten uit de omstandigheid dat exclusief voorzieningen nog een winstje van circa f 90 mln. was geboekt. President Timmer maakte bekend dat als gevolg van reorganisaties 45.000-55.000 banen wereldwijd op de tocht staan. Tevens werd aangekondigd dat de eerder in het vooruitzicht gestelde f 2,7 mrd. aan voorzieningen wellicht niet voldoende zal zijn. Verder kondigde Philips het einde van de samenwerking met Dupont aan op het gebied van compact disks. De consumentenkant gaat naar PolyGram, waarin Philips een belang van 80% heeft. Dupont heeft de professionele kant naar zich toe gehaald. De handel in aandelen Philips werd na het bekendmaken van de kwartaalcijfers in Amsterdam opgeschort tot 12 uur. Later kwam de koers onder f 20 terecht.

## Nobelprijs naar beleggingswetenschappers

Drie economen die in de beleggerswereld hoog aanzien genieten, Miller, Markowitz en Sharpe, werden dit jaar bekroond met de Nobelprijs voor de economie, nadat eerder ook Tobin en Modigliani deze eer ten deel viel.

Merton Miller is vooral bekend door het onderzoek dat hij in samenwerking met Franco Modigliani verrichtte naar de invloed van de financiële structuur van een onderneming op de waardering van die onderneming. De tweede laureaat, Harry Markowitz, werd beroemd met zijn onderzoek naar de relatie tussen rendement en risico van beleg-

gingen. William Sharpe, de derde bekroonde, werkte het onderzoek van Markowitz verder uit. Hij kreeg de prijs voor het ontwerp van het Capital Asset Pricing Model (CAPM), dat ervan uitgaat dat een belegger een hoger verwacht rendement zal eisen naarmate aan een belegging een groter risico wordt toegekend. Voor de belegger zijn met name de laatste twee interessant.

### Markowitz grondlegger van MPT

De theorie van Markowitz houdt in dat risico kan worden gekwantificeerd en dat een relatie kan worden gelegd tussen rendement en risico. Dit vormt de basis van de Moderne Portefeuille Theorie (MPT). In het begin van de jaren vijftig vormde zijn theorie een baanbrekende vernieuwing. Hij veronderstelt dat beleggers rationeel handelende, risico-averse subjecten zijn. Op zich is dit niet zo'n verwonderlijke veronderstelling. Het probleem was echter dat het risico van een belegging moeilijk meetbaar is. De theorie van Markowitz biedt hier een belangrijke opening. Hij gaat ervan uit dat het rendement op elke vermogenstitel een normale verdeling kent. Dit wil zeggen dat zowel de verwachte waarde als de kans op afwijking van die verwachte waarde, de spreiding, bekend en kwantificeerbaar zijn. Deze spreiding wordt nu gezien als maatstaf voor het te lopen risico. Zowel het risico als het verwachte rendement worden berekend op basis van de in het verleden gerealiseerde waarde-ontwikkeling. In navolging hiervan is, via weging naar de samenstellende verschillende vermogenstitels zoals obligaties en aandelen, ook het te verwachten rendement en risico van een totale portefeuille te bepalen. Indien nu bij voorbeeld verschillende aandelen, waarvan de individueel verwachte rendementsontwikkelingen niet volledig gecorreleerd zijn, bij elkaar gebracht worden, ontstaat een aandelenportefeuille met een rendement-risicoprofiel dat afwijkt van de optelsom van de individuele aandelen. Het gespreid beleggen leidt dan tot diversificatie van risico's. Dit was een baanbrekende gedachte. Voorheen werd namelijk alleen gekeken naar de individuele kwaliteit van de vermogenstitel, zonder die in de context van een portefeuille te plaatsen. Elke belegger kiest nu, afhankelijk van zijn voorkeur voor een mogelijke risico-rendement-combinatie, een optimale portefeuille. Optimaal wil in dit geval zeggen een zo hoog mogelijk te verwachten rendement bij een gegeven risico of een zo laag mogelijk risico bij een bepaald gewenst rendement.

### Indexgedachte uitgewerkt door Sharpe

De belangrijkste verdienste van William Sharpe is zijn uitbreiding en praktische vereenvoudiging van het model van Markowitz. Dit prijsvormingsmodel is uiteindelijk bekend geworden onder de naam Capital Asset Pricing Model (CAPM). Hij betrof ook een risicovrije beleggingswaarde in de theorie, bij voorbeeld het rendement op deposito. Zijn efficiënte portefeuilles zijn een combinatie van de risicovrije beleggingswaarde met een bepaalde Markowitz-efficiënte portefeuille van risicodragende beleggingswaarden. Vrijwel altijd is het dan zo dat een aldus gecreëerde combinatie superieur is aan een Markowitz-efficiënte combinatie. Onder de veronderstelling dat er volledige mededinging heerst op de kapitaalmarkt en iedereen tegelijkertijd over alle relevante informatie beschikt, is de kapitaalmarkt in evenwicht. Dat wil zeggen dat vermogenstitels 'juist' geprijsd zijn, en dat er een marktportefeuille is te onderkennen waarin de evenwichtssituatie wordt weerspiegeld. De in het leven geroepen indices worden in meer of mindere mate geacht de marktportefeuille weer te geven. In Nederland zou men als indicatie voor de marktportefeuille bij voorbeeld de CBS-koersindex kunnen nemen. Het aardige in het idee van de marktportefeuille is, dat daarin de diversificatie zover is doorgevoerd dat het risico niet meer verminderd kan worden door middel van meer diversificatie. Het enige wat overblijft is dan het marktrisico.

### Keuze voor afwijking ten opzichte van de markt

Wel is het mogelijk een portefeuille te creëren met een van de marktportefeuille afwijkend rendement-risicoprofiel door een verschuiving in vermogenstitels aan te brengen ten opzichte van de samenstelling van de marktportefeuille. De verwachte waarde-ontwikkeling van elke afzonderlijke vermogenstitel kan namelijk uitgedrukt worden in relatie tot de ontwikkeling van de marktportefeuille. Meestal is deze correlatie niet gelijk aan 1. De samenhang met de marktontwikkeling wordt de bèta genoemd. Indien deze groter respectievelijk kleiner is dan 1 betekent dit dat het betreffende fonds in het verleden een sterkere respectievelijk zwakkere fluctuatie van de waarde-ontwikkeling heeft getoond dan de markt. Met deze verschuiving haalt de belegger ten opzichte van de marktportefeuille een stuk specifiek risico binnen. Bij een bèta groter dan 1 ligt het risico hoger dan dat van de markt en wordt de belegging agressief genoemd. De belegger zal voor dit hogere risico een vergoeding, een risicopremie, willen hebben in termen van een hoger te verwachten rendement.

### De praktijk

De theorieën van Markowitz en Sharpe hebben geleid tot een verdieping in het denken van beleggers. De moderne portefeuilletheorie en het indexdenken zijn inmiddels op grote schaal aanvaard en er zijn al legio beleggingsfondsen op deze leest geschoeid. Op het punt van het meten van hun prestatie worden de meeste vermogensbeheerders gerelateerd aan een nader gedefinieerde marktindex. Men kan het dus beter of slechter doen dan de markt. Zo kan men dus ook in een dalende markt relatief goed presteren, door een minder dan gemiddelde daling te realiseren.

Een belangrijke complicatie bij het toepassen van de theorieën van Markowitz en Sharpe is de omstandigheid dat gewerkt wordt met gegevens die op het verleden zijn gebaseerd. Bij voorbeeld het koersgedrag van een individueel fonds ten opzichte van het marktgemiddelde voor de berekening van de bèta. Het is de vraag in hoeverre dergelijke historische gegevens voldoende aanknopingspunten bieden voor de toekomst. In dit verband kan bij voorbeeld gewezen worden op de sterk divergerende gang van zaken in verschillende bedrijfstakken waarvan momenteel sprake is, maar ook op de uiteenlopende ontwikkelingen in de VS, Japan, en Europa, hetgeen een verstoring zou kunnen betekenen in de mate van samenhang die de respectieve lokale beurzen in het verleden hebben getoond. Dit zou wel eens kunnen betekenen dat het patroon van toekomstige fluctuaties rond een wereldmarktindex afwijkt van dat in het verleden. Een opmerking van gelijke strekking kan gemaakt worden ten aanzien van het toekomstig te verwachten rendement, gebaseerd op de waardeontwikkeling uit het verleden.

### MPT en de particuliere belegger

Beleggingsfondsen gebaseerd op MPT scheert alle beleggers over één kam. In het beleggingsbeleid van de particuliere belegger zal echter rekening gehouden moeten worden met de specifieke omstandigheden, zoals hoogte van inkomsten en vermogen, toekomstige inkomsten en verplichtingen, fiscale status en dergelijke. Daarnaast moet men zich bedenken dat de theorie uitgaat van voldoende spreiding, zowel over vermogenscategorieën als over individuele fondsen die gezamenlijk de markt vertegenwoordigen. De particuliere Nederlandse belegger zal vaak voor een relatief groot aandeel actief zijn in de Nederlandse markt. Een juiste selectie van vermogenscategorie, bedrijfstakken en fondsen blijft daarom de aandacht opeisen.