

# Het gebruik van voorspellingen bij een financiële onderneming

Professionele beleggers hebben de keus uit tal van strategieën om hun aan- en verkoopbeslissingen te bepalen. De verschillen tussen die strategieën berusten voor een belangrijk deel op welke informatie wel en welke niet relevant wordt geacht. In dit artikel wordt beknopt uiteengezet welke rol macro-economische voorspellingen in het beleid van beleggingsinstellingen spelen. De macro-cijfers zijn vooral belangrijk voor het maken van strategische keuzen – welke landen, welke sectoren – voor de middellange termijn. Uit zijn praktijkervaring leidt de auteur ten slotte tien regels af voor het gebruik van economische voorspellingen.

## DR. J.J. VAN DUIJN\*

Bij een beleggingsmaatschappij heeft voorspellen een fundamenteel ander karakter dan b.v. bij een industriële onderneming. Wat beleggers moeten voorspellen zijn het verloop van beurskoersen, van valuta's, van lange en korte rente. Iedereen weet dat de beweeglijkheid van prijzen en volumina op die markten veel groter is dan die op de markt van b.v. waspoeder. Bij een beleggingsmaatschappij geldt dat alle besluiten voorspellingen impliceren. Tegelijkertijd geldt dat de voorspelbaarheid, en zeker de nauwkeurige voorspelbaarheid, geringer is dan bij andere markten en dat de zichtbaarheid van het al of niet juist zijn van het genomen besluit veel groter is dan bij andere markten. Anders gezegd: beleggen is het voorspellen van markten die grote uitslagen vertonen en waar snel en duidelijk zichtbaar is of je het goed of slecht hebt gedaan.

De hiernavolgende opmerkingen over voorspellen in de praktijk hebben voornamelijk betrekking op aandelenbeleggingen. Aan de andere beleggingsobjecten van de Robeco Groep (vastrentende waarden, onroerend goed) wordt geen expliciete aandacht besteed.

### Selecteren van informatie

Beslissingen bij een wereldwijde belegger als de Robeco Groep betreffen alle beleggingslanden die van enige betekenis zijn: de Verenigde Staten zowel als Singapore, Japan zowel als Denemarken. Robeco's beleggers moeten dus op ieder moment en voor ieder land met een goed ontwikkelde effectenbeurs een mening hebben over de toekomstige economische ontwikkeling.

Beurzen lopen vooruit op economische gebeurtenissen. Voor beleggers is dus alleen de toekomst interessant. Er wordt veelvuldig gebruik gemaakt van voorspellingen: van kwantitatieve, van kwalitatieve, van voorspellingen op basis van fundamentele analyse, maar ook van voorspellingen op basis van technische analyse.

Robeco's beleggers hebben toegang tot een zeer uitgebreide hoeveelheid informatie. De ontwikkelingen op de beurzen en de valutamarkten worden van minuut tot minuut op het scherm gevolgd. De beleggers hebben toegang tot databanken en krijgen dagelijks vele rapporten, die alle op enigerlei wijze een verwachting ten aanzien van de toekomst uitspreken. Over het koersverloop van beursfondsen, over het renteverloop, over de ontwikkeling van de binnenlandse consumptie, over wisselkoersverhoudingen enz.

Wanneer de hoeveelheid informatie zeer groot is – en dat is zij dus – is er een selectieprobleem. Het selectieprobleem kan het best worden geïllustreerd met het voorbeeld van de Verenigde Staten. Ik beperk me maar tot de Amerikaanse economie – en laat de beoordeling van de Amerikaanse beursfondsen buiten beschouwing. Er is geen economie waarover zoveel gegevens worden verzameld als de Amerikaanse. Over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie krijgen onze beleggers wekelijks vele rapporten van een twintigtal effectenhuizen, economische bureaus enz. Als regel zijn die vooruitzichten gekwantificeerd voor een groot aantal variabelen, per kwartaal, en kijken zij zo'n anderhalf jaar vooruit.

Het laat zich raden dat de voorspellingen die ons bereiken, niet identiek zijn. Soms lopen ze zelfs sterk uiteen. Het kan zijn dat de ene bekende econoom 5% groei in de eerste helft van 1987 verwacht en de andere bekende econoom 0%. Het kan zijn dat voorspellers op dezelfde bnp-groei uitkomen, maar een verschillende samenstelling van die groei in het verschiep zien. Er is dus een keuzeprobleem. Bij de veelheid aan uiteenlopende ramingen is het zaak een eigen visie te ontwikkelen op hoe de Amerikaanse economie werkt en welke de sleutelvariabelen zijn die het verloop in het komende jaar gaan bepalen. Het materiaal moet dus op de eigen wijze worden geïnterpreteerd. Voor de kwantificering van de eigen ramingen kan dan vervolgens gebruik worden gemaakt van de voorspellingen van die economen en die bureaus wier visie het best bij de eigen inzichten aansluit. In de praktijk betekent dit ook dat men de voorspellingen van sommige economen met meer aandacht volgt dan die van andere, maar ook dat de aandacht wel eens van de een naar de ander verschuift. Op dergelijke wijze kan de informatiestroom toch hanteerbaar worden gemaakt.

### Tijdshorizon

Bij een beleggingsinstelling berust de besluitvorming op voorspellingen. Men kan zeggen dat ieder besluit impliciet een voorspelling inhoudt. Aandelen worden gekocht en verkocht met het oog op de verwachte koersontwikkeling

\* Directeur Research en Vermogensbeheer van de Robeco Groep te Rotterdam.

van die aandelen. Beleggers zijn uitsluitend met de toekomst bezig. Er worden verschillende voorspellingstermijnen gehanteerd. De korte termijn betreft de komende drie maanden; de middellange termijn ongeveer anderhalf jaar. In de praktijk is deze laatste termijn het belangrijkste. De portfolio-managers van Robeco zijn beleggers, geen traders. Een aandeel wordt gekocht op de vooruitzichten voor de komende paar jaren. Dat is dus de relevante voorspelperiode. Dit neemt niet weg dat zich situaties kunnen voordoen waarin het aantrekkelijk is om korte-termijnposities in te nemen. Hier is dus de korte-termijnverwachting van belang. Daarnaast zijn de korte-termijnverwachtingen van belang voor de timing van aan- en verkopen.

De relevante tijdshorizon is echter een 1 à 2 jaar. De projectieperiode kan deze lengte hebben, dat wil zeggen hoeft niet langer te zijn, omdat alleen belegd wordt in aandelen die een hoge 'marketability' hebben: zij kunnen op zeer korte termijn gekocht en verkocht worden, mocht dat nodig zijn. Voor beleggingen in onroerend goed daarentegen moet de voorspelperiode veel langer zijn. Onroerend goed immers is een veel minder liquide bezit. De voorspelperiode is dus een functie van de aard van het beleggingsobject.

## Top-down besluitvorming

Voorspellingen slaan neer in een besluitvorming ten aanzien van het beleggingsbeleid. Die besluitvorming geschiedt bij de Robeco Groep volgens een 'top-down'-benadering. De grote lijnen van het beleggingsbeleid ten aanzien van landenkeuze, valutakeuze, sectorkeuze en liquiditeitspositie worden bepaald door een beleggingscomité. De besluitvorming is een collectieve. Dit houdt in dat de scherpe kantjes van individuele voorspellingen in het groepsbesluit verdwenen zullen zijn – er vindt een zekere middeling plaats.

De genomen besluiten worden vervolgens vertaald naar de verschillende beleggingsafdelingen. Op het niveau van de portfolio-manager van een bepaald land kan dit betekenen dat een portefeuille wordt uitgebreid of juist verkleind. De keuze van de individuele fondsen ligt dan bij de betreffende portfolio-manager. Die kent immers de vooruitzichten voor de ondernemingen in zijn land het best.

## Hulpmiddelen

Een concreet beleggingsbesluit is de resultante van veel voorbereidend werk. Van ieder beleggingsland wordt regelmatig een landenrapport geschreven, waarin de economische en beursvoorzichten voor de korte en middellange termijn worden uiteengezet. Ter wille van de onderlinge vergelijking van gebieden worden 'World Outlooks' opgesteld. Op het niveau van de ondernemingen worden beursfondsen van tijd tot tijd doorgelicht. Daarbij wordt de betreffende onderneming als regel geplaatst tegen de achtergrond van de sector waarin zij opereert.

De informatieverwerking is voor een belangrijk deel geautomatiseerd. Onze automatisering stelt portfolio-managers onder meer in staat om nieuwe data snel in te voeren en om b.v. gevoeligheidsanalyses toe te passen.

Hoewel het accent bij de analyse van ondernemingen en beurzen duidelijk ligt op de z.g. fundamentele analyse, wordt complementair daaraan ook van de hulpmiddelen van technische analyse gebruik gemaakt. Technische analyse kan met name nuttig zijn voor de timing van beslissingen.

## Tien regels voor voorspellers

Voor wie in het dagelijks werk voorspellingen ten aanzien van de economie moet doen, kunnen de volgende tien

regels van nut zijn.

1. *Ontwikkel een eigen visie.* Neem nooit klakkeloos andermans voorspellingen over. Gebruik anderen voor ideeën en inzichten, maar gebruik die om tot een eigen visie te komen.

2. *Ken het heden en het verleden.* Zorg ervoor de feiten te kennen en beperk U daarbij niet tot het recente verleden. In eerdere perioden in de economische geschiedenis hebben zich soms vergelijkbare omstandigheden voorgedaan die een inzicht kunnen verschaffen in wat nu te gebeuren staat.

3. *Verdiep U in de dynamiek van het conjunctuurverloop.* Voorspellingen over een periode van één à twee jaar kunnen alleen gedaan worden als de voorspeller de eigenaardigheden van het conjunctuurverloop van het betreffende land kent.

4. *Wantrouw voorspellingen van verpolitiekt instanties; in het algemeen, van ieder die belang heeft bij een bepaalde uitkomst.* Vraag U dus af of de voorspeller wel onafhankelijk is. Officiële instanties zijn veelal te optimistisch – of juist niet, wanneer dat uitkomt.

5. *Wees eclecticisch: er is niet één juiste voorspelmethode.* Voorspellers die niet van economische modellen gebruik maken, hebben geen betere resultaten dan zij die dat wel doen.

6. *Doe niet aan quasi-nauwkeurigheid.* Economen zijn niet in staat om de economische groei over de komende twaalf maanden tot op minder dan een half procentpunt nauwkeurig te schatten.

7. *Wees flexibel.* Wees bereid uw inzichten bij te stellen als de feitelijke ontwikkelingen een andere kant op gaan.

8. *Besteed veel aandacht aan timing.* Soms ontwikkelt de economie zich zoals U had gedacht, maar zit U er met de timing naast. Het juist inschatten van het tijdslelement is een van de moeilijkste onderdelen van het voorspellen. Bij conjuncturele omslagpunten zitten de meeste voorspellers ernaast.

9. *Wees voorbereid op hoongelach.* Voorspellingen die ver afstaan van de waarden die variabelen nu hebben, worden dikwijls met spot en hoongelach ontvangen. Zo zijn er al heel wat juiste voorspellingen weggelachen (werkkloosheid, olieprijs, renteverloop, koersstijgingen op effectenbeurzen enz.). Gewoon doorgaan, in het besef dat uw voorspellingen U niet altijd in dank zullen worden afgenomen.

10. *Met intuïtie kunt U een goede voorspeller worden, zonder niet.* Uw kwantitatieve en kwalitatieve kennis mag nog zo groot zijn, zonder het juiste gevoel voor wat belangrijk is en wat niet, komt U er niet als voorspeller.

J.J. van Duijn



*Wees eclecticisch; er is niet één juiste voorspelmethode*

(foto ANP)