



Ongezonde beleggingsprincipes

Auteur(s):

Eicholtz, P.

Brounen, D.

Brounen is verbonden aan de Universiteit van Amsterdam. Eicholtz is verbonden aan de Universiteit Maastricht, de Universiteit van Amsterdam en Dexia Securities.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4350, pagina 183, 8 maart 2002

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

In het verre verleden bepaalden de overheid en het voorzichtigheidsprincipe veelal het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Dit resulteerde in een veel te grote nadruk op risicoarme waardepapieren, zoals staatsobligaties en termijndeposito's. Sinds halverwege de jaren negentig zijn pensioenfondsen massaal gebruik gaan maken van Asset Liability Management (alm) en dat is één van de oorzaken van de sterke verschuiving van obligaties naar aandelen in de portefeuilles van institutionele beleggers. ALM wordt gebruikt om te komen tot een beleggingsmix (de 'assets') die optimaal is afgestemd op de pensioenverplichtingen (de 'liabilities'), waarbij de kans op onderdekking zoveel mogelijk wordt beperkt. Door op een kwantitatieve wijze risico's en beleggingsdoelstellingen van verschillende investeringscategorieën tegen elkaar af te wegen, wordt een optimale verdeling tussen aandelen, obligaties en vastgoed binnen de portefeuille bereikt.

Helaas heeft de praktijk weinig te maken met dit nobele optimalisatieprincipe, althans wanneer het gaat om de weging van vastgoed in de beleggingsmix. Wat is namelijk vaak het geval? Door de lage volatiliteit van vastgoed en de lage correlaties tussen vastgoedrendementen en aandelen- en obligatierendementen, leidt het opnemen van vastgoed in de beleggingsportefeuille tot een verlaging van het totale gelopen risico met behoud van rendement. ALM-berekeningen die gebruikmaken van historische marktgegevens resulteren dan ook in aanbevolen portefeuilles met een grote vastgoedcomponent die oploopt tot dertig procent of meer. Een dergelijke hoge weging voor vastgoed blijkt in de praktijk echter meestal niet aan te sluiten bij de wensen van de institutionele beleggers, zodat de aannames over risico en rendement bijgesteld worden totdat een meer gangbaar percentage vastgoed uit het model rolt. In Nederland bedraagt dit gewenste resultaat gemiddeld tien procent, hetgeen overeenkomt met de gangbare allocatie van vastgoed in Nederlandse pensioenportefeuilles.

Dit impliceert dat de geadviseerde vastgoedcomponent die uit alm-analyse voortvloeit met een korrel zout moet worden genomen. Helaas behandelen de Nederlandse pensioenbeleggers dit cijfer als ware het Deuteronomium vers 5. Dit leidt tot overdadige rigiditeit in het strategische beleggingsbeleid, waarbij alm verwordt tot een juk waaronder de noodzakelijke strategische vrijheid dreigt te gaan lijden. Indien de gekozen mix een lange-termijndoelstelling is, waarvan op korte en middellange termijn kan worden afgeweken, is er niets aan de hand. Dat verandert wanneer men ook op korte termijn vasthoudt aan deze strategische allocatie. Indien een beleggingscategorie dan sterk in waarde toeneemt, ontstaat er namelijk direct de noodzaak om extra beleggingen te plegen in de andere categorieën, om de vastgestelde 'optimale' samenstelling van de portefeuille te behouden.

Toen bijvoorbeeld de aandelenmarkten in de tweede helft van de jaren negentig spectaculair stegen, groeide het percentage aandelen van veel pensioenfondsen uit tot boven de strategische ALM-doelstelling. De waarde van de vastgoedportefeuille van deze pensioenfondsen bleef daarentegen stelselmatig achter bij de aandelencomponent, waardoor vastgoedafdelingen genoodzaakt werden om fors bij te kopen om in de buurt te blijven van de strategische beleggingsmix. Het probleem is dat er op die manier op oneigenlijke gronden werd belegd: door de gestegen aandelenkoersen en de rigide regels betreffende de beleggingsmix ontstond er een koopdwang voor vastgoed.

Onderhand zijn de magere jaren voor vastgoed voorbij en worden recordrendementen geogst, terwijl voor de aandelen winstwaarschuwingen en andere perikelen aan de orde van de dag zijn. Sinds januari 2000 is de wereldwijde GPR-index van vastgoedfondsen gestegen met 24 procent, terwijl de wereldwijde MSCI-aandelenindex is gedaald met 24 procent. Door deze tegenstelling stijgt de relatieve waarde van de vastgoedcomponent in de pensioenportefeuilles uit tot ver boven de gewenste tien procent, hetgeen aanleiding geeft tot nieuwe contra-intuïtieve acties. Voor nieuwe rendabele beleggingen in vastgoed staat het sein voorlopig op rood. Opnieuw heeft dat minder te maken met de kwaliteiten van het vastgoed dan met de ontwikkelingen in de alternatieve categorieën. Dat is jammer, want de reden om vastgoed in de portefeuille op te nemen is juist het defensieve karakter van deze belegging: als het slecht gaat met aandelen en obligaties, dan gaat het vaak goed met vastgoed en dat betekent dat uitbreiding van de vastgoedportefeuille nu dus logischer is dan de beoogde beperking.

Uit recent onderzoek blijkt dat de correlaties tussen vastgoedfondsen en de andere beleggingscategorieën de laatste jaren gedaald zijn tot een niveau dat lager ligt dan ooit tevoren. Vastgoed is derhalve een prima belegging voor tijden waarin het slecht gaat met de rest van de portefeuille. Het is nu dan ook aan te raden om bij het invullen van de beleggingsstrategie minder te kijken naar kunstmatige richtlijnen over de beleggingsmix en meer naar de fundamentele eigenschappen van de verschillende beleggingen. Beleggers: gebruik uw gezond verstand!

