

Wetenschappelijk beleggen (III)

In *ESB* van 31 oktober 1990 plaatst prof. dr. E.J. Bomhoff enige vraagtekens en bedenkingen bij de manier waarop de Amro Bank en de Robeco Groep de MPT in praktijk brengen. Bomhoffs kritiek is mijns inziens voor het merendeel terecht. De kritiek spitst zich in grote lijnen toe op de veronachtzaming van op zich bekende problemen die bij de praktische implementatie van een theorie komen kijken en op de marketingmethoden die door de beide bedrijven zijn gehanteerd.

In dit artikel worden enige kanttekeningen geplaatst bij het artikel van Bomhoff. Tevens wordt aandacht besteed aan het controversiële onderwerp 'visie'.

Keuze van risico versus fondsen

De opmerking van Bomhoff omtrent de noodzakelijke evenredige invulling van de strategische portefeuilles van de Robeco Groep over het relatieve belang van aandelen-, obligatie- en onroerend-goedfondsen is niet noodzakelijkerwijs correct. Allereerst wordt de MPT hier door Bomhoff verward met het CAPM, waarin de efficiënte-grenslijn bestaat uit combinaties van een marktportefeuille en een risicovrij fonds: de kapitaalmarktlijn. Deze verwarring vindt vaker plaats. Indien men volgens deze methode zou willen alloceren dan dient het volgende bedacht te worden. Alleen indien de liquiditeitenbelegging daadwerkelijk geheel risicovrij zou zijn, dient de verhouding tussen de drie categorieën beleggingsobjecten in alle fondsen identiek te zijn. In de praktijk is het echter voor een wat langere beleggingshorizon niet mogelijk een liquiditeitenbelegging te vinden die aan deze eigenschap voldoet en daarnaast ook nog probleemloos tussentijds verhandelbaar is. Ook deze categorie zal in de praktijk door risico worden omgeven, hetgeen zijn weerslag zal hebben op de covarianties tussen de fondsen. Hierdoor is een identieke verhouding tussen aandelen-, obligatie-, en onroerend-goedfondsen voor bij voorbeeld de drie Strategische portefeuilles van de Robeco Groep niet meer noodzakelijk. Of de variantie van het liquiditeitenfonds ech-

ter groot genoeg is om de verschillen in inhoud van de strategische portefeuilles te verklaren moet mijns inziens worden betwijfeld.

De covariantiematrix en de beleggingshorizon

De efficiënte-grenslijn kan worden gezien als een 'verwachte-waardenlijn': de punten op de lijn zijn portefeuilles met een verwachte rendementswaarde waaromheen een bepaalde spreiding mogelijk is. De praktische bruikbaarheid/betrouwbaarheid van deze lijn en de relevante 95%-intervallen zijn doorslaggevend voor het succes van de portefeuilles. Deze bruikbaarheid is onder meer afhankelijk van de stabiliteit van de covariantiematrix. Zoals Bomhoff al aangeeft heeft onderzoek uitgewezen dat het met de stabiliteit van deze matrix met name op lange termijn slecht is gesteld. Ook conclusies van Frijns e.a. wijzen in deze richting¹. Dit onderzoek wijst echter ook uit dat de stabiliteit voor de kortere termijn aanvaardbaar kan zijn. De matrix en de efficiënte-grenslijn zouden uitgaande van deze resultaten dan ook kunnen worden gebruikt voor het formuleren van verwachtingen – niet: het geven van garanties – omtrent het rendement op een termijn van bijvoorbeeld drie in plaats van twaalf maanden. Dat dit marketingproblemen oplevert voor Amro en Robeco, die gewoon zijn hun cliënten op basis van éénjaars-rendementsverwachtingen voor te lichten, ligt voor de hand maar dit lijkt mij niet onoverkomelijk.

Visie

Een belangrijk punt van kritiek van Bomhoff betreft de manier waarop wordt omgegaan met de op basis van een historische reeks berekende rendements- en risicocijfers. Met name wordt het veranderen van rendementscijfers zonder rekening te houden met de effecten hiervan op de (co)varianties betreurd. Het aanpassen van de verwachte rendementen van de verschillende beleggingscategorieën duidt on-

der meer op de vermeende aanwezigheid van visie binnen beide bedrijven. Een groot aantal onderzoeksbevindingen bevestigt het adigium 'there's no vision like no vision'. Wil men toch de uit eigen onderzoek voortkomende voorkeur voor fondsen tot uitdrukking brengen in de portefeuille zonder de theorie daadwerkelijk te beschadigen dan bestaan hiervoor de volgende twee methoden.

Suboptimale oplossingen

Allereerst wordt een efficiënte set berekend. Hierna wordt een portefeuille gezocht die past bij een gewenst risicoprofiel. Nu is het mogelijk dat de inhoud niet aansluit bij de eigen ideeën: een categorie met een op basis van eigen ideeën $la(a)g(er)$ ingeschat rendement is te prominent aanwezig. De portefeuille wordt aangepast op grond van een eigen visie. De efficiënte portefeuille moet nu worden vergeleken met een naar eigen inzicht (en meestal niet efficiënte) ingerichte portefeuille. Let wel: alleen de gewichten in de portefeuille worden in dit geval naar eigen inzicht veranderd, het verwachte rendement, de variantie en de covariantie blijven conform het berekende. Feitelijk wordt er een nieuw, inefficiënt, risico-rendementspunt berekend. (Door leden van de vakgroep Bedrijfsconomie van de Rijksuniversiteit Groningen is recentelijk een versie van het MPT-model gemaakt waarbij deze exercities mogelijk zijn. Uit testen met het model blijkt dat relatief grote veranderingen mogelijk zijn in de samenstelling van een portefeuille zonder dat het risico-rendementsprofiel wezenlijk verandert.) Vervolgens wordt het (negatieve) verschil tussen het verwachte rendement van de eigen inefficiënte portefeuille en dat van de efficiënte portefeuille berekend. Dit verschil moet worden afgezet tegen de zekerheid die men koestert omtrent de eigen rendementsverwachtingen en de rendementsverwachting op basis van eigen rendementsideeën van de inefficiënte portefeuille. Hoewel groten-deels subjectief, wordt op deze manier een veilige keuze gemaakt. Zowel met eigen verwachtingen als met op basis van historische reeksen berekende verwachtingen wordt een geaccepteerd en bekend risico gelopen. Ook het verwachte rendement voldoet in beide gevallen aan de gestelde eisen. Feit is dat de zuivere lijn van de 'no vision-MPT' is verlaten, echter dit gebeurt zonder haar oneigenlijk te gebruiken.

1. J. Frijns, W. Naber en V. Petri, *Instabiliteit en optimaliteit van optimale portefeuilles*, Finbel-paper, 1989.

Economische scenario's

Een tweede methode om op een juiste wijze met de MPT om te gaan is de volgende. Indien de researchafdeling een ander economisch klimaat verwacht in de komende periode dan kan het verstandig zijn om een efficiënte lijn te berekenen op basis van verwachte rendements-, variantie- en covariantiegegevens uit een vergelijkbare periode in het verleden. Op deze wijze wordt een set portefeuilles berekend die het juist in die periode optimaal zal doen. Hierbij rijzen twee problemen. Ten eerste is het aannemelijk dat de covariantiematrix in de tussenliggende periode is verlopen. Ten tweede is het mogelijk dat bepaalde beleggingscategorieën anders zullen reageren op de komende economische omstandigheden dan dat ze in de vergelijkbare periode in het verleden hebben gedaan.

Nogmaals, beide methoden zijn niet meer een werkelijke uitvoering van de MPT. Echter, de manier waarop bij deze twee methoden eigen ideeën worden geïmplementeerd verminken de theorie niet.

Slot

Ik hoop in de voorgaande reactie duidelijk te hebben gemaakt dat het implementeren van de MPT in de praktijk op problemen stuit, maar dat met enig creatief denken het omzeilen van deze problemen deels mogelijk is. De komende periode is van cruciaal belang voor het welslagen in Nederland van de op de MPT gebaseerde beleggingspraktijk. Het publiek betaalt op dit moment leergeld maar zal dit niet blijven doen. Verdwijning van op de MPT gebaseerde fondsen zou mijns inziens een slag zijn voor de door velen gewenste symbiose tussen theorie en praktijk. Naast het bijstellen van de marketing van de verschillende fondsen zou het in ogenschouw nemen van de beleggingstheoretische kritieken en ideeën, zoals die van Bomhoff, kunnen bijdragen aan de uiteindelijke totstandkoming van deze symbiose.

M. Damm

De auteur is wetenschappelijk medewerker bij de vakgroep Bedrijfseconomie van de Rijksuniversiteit Groningen.