

Wetenschappelijk beleggen (IV)

Naschrift

De Robeco Groep en de Amro Bank achten hun toepassing van de moderne portefeuilletheorie (MPT) uiteraard niet 'inconsistent', maar wel 'gedeeltelijk'. Veel lezers van *ESB* zullen daarom net als ik blij zijn met de uitvoerige toelichting die Amro en Robeco nu hebben gegeven op wat wel en niet volgens de MPT gebeurt. Graag geef ik drs. Van der Koogh toe dat Robeco de MPT meer als (gedeeltelijk) hulpmiddel dan als fundament voor het beleggen hanteert. Dat velen zijn strategische portefeuilles hebben gezien als een direct substituuut voor het Amro 'All in fund', komt waarschijnlijk omdat de directievoorzitter van Robeco bij de introductie verklaarde dat het 'All in fund' de grootste concurrent was, terwijl de Amro Bank op haar beurt verklaarde dat het hier ging om een 'MPT-fonds' van Robeco. In de introductieprospectus beloofde Robeco wel degelijk dat "de risico's binnen van te voren bepaalde grenzen blijven" en dat "de portefeuille altijd de beste samenstelling heeft". Mijn bezwaren tegen zulke claims en tegen het berekenen van toekomstige varianties waarin niet is verwerkt dat de wereld verandert en onzeker is blijven volledig staan.

Op 18 oktober jl. feliciteerde de Amro Bank haar klanten met 'hun Nobelprijs'. Daarbij noemde de Bank niet alleen prof. Markowitz, maar ook een zekere Sharp (sic!) als grondlegger van de MPT waarop het Amro 'All in fund' "rechtstreeks is gebaseerd". Akkoord voor zover het gaat om de calculators van Sharp, maar prof. William Sharpe kan blijkens het artikel van Stephan en Post moeilijk dienen als vlag boven het 'All in fund'. Diens handboek over beleggen behandelt heel nadrukkelijk de MPT als toepassing van het door hem en anderen ontwikkelde Capital Asset Pricing Model.

In 1988 schreef de Amro Bank dat het 'All in fund' was ontwikkeld voor zowel "de risicomidende belegger als de spaarder". Wat is het verschil? Op die vraag geven Stephan en Post geen antwoord. Onder andere op basis van reacties die ik ontving van teleurgestelde beleggers blijf ik van mening dat de

term 'spaarder' wel degelijk de connotatie heeft dat de hoofdsom niet in gevaar kan komen.

Een technisch punt: de kritiek van Stephan en Post op Kalmanfilters is niet terecht, omdat het Kalmanfilter alle vormen van voortschrijdend gemiddelde en lineaire regressie incorporeert. Het filter kan – mits deskundig gebruikt – dus nooit inferieur zijn. Zowel de Robeco Groep als de Amro Bank benadrukken vooral dat zij geen gebruik maken van de relatie die de MPT legt tussen risico en rendement. Het doorsnijden van die band betekent wel dat men uitspraken over verwachte rendementen – voor zover de nieuwe toezichhouder De Nederlandsche Bank die nog toestaat! – met nog veel meer reserve moet omkleden. Immers, Robert Merton heeft duidelijk aangetoond dat uitspraken over verwachte rendementen die zijn gebaseerd op een in de markt gemeten risico plus een theorie als het CAPM of de APT nauwkeuriger zijn dan berekeningen die niet stoeien op varianties en covarianties¹.

Ten slotte en vooral ben ik Van der Koogh en Stephan/Post erkentelijk voor hun openhartige beschrijvingen. Die zullen veel beleggers kunnen helpen bij hun eigen oordeel over de bijdrage die de MPT levert aan het beleggen bij het 'All in fund' respectievelijk de strategische portefeuilles en de mate waarin die nog verschillen van de andere fondsen op de markt.

E.J. Bomhoff

De auteur is hoogleraar Monetaire Economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

1. R.C. Merton, On estimating the expected return on the market: an exploratory investigation, *Journal of Financial Economics*, december 1980, blz. 323-361.