

Het Beurs€ntiment

Week 29/09

De moderne portefeuilletheorie gemoderniseerd

Vorige week heb ik de stoute schoenen aangetrokken door te stellen dat het wellicht tijd was om de basis van de moderne portefeuilletheorie van Markowitz te herzien dan wel te moderniseren. De achtergrond daarvan was dat deze theorie te statisch blijkt te zijn in een wereld die steeds dynamischer wordt en waar vaste verhoudingen steeds meer in beweging komen. Om een idee te krijgen van waar ik het over heb is het wellicht nuttig om de column van vorige week eerst (nog een keer) te lezen.

Ik heb ook de lezers uitgenodigd om met een voorstel te komen van hoe het dan wel moet. De respons was niet overweldigend. Als ik heel eerlijk ben moet ik toegeven dat de stilte oorverdovend is geweest, op een kleine bijdrage na. De heer Bill Gross, de baas van PIMCO heeft in een lezing op de Morningstar Investment Conference zijn “seven commandments” van wat ons te wachten staat in beleggersland opgesteld. Op nummer één stond: “The policy portfolio (the standard 60% stocks / 40% bonds) is dead.”. Dus ook de heer Gross gaat een eind in de richting door te stellen dat de oude beleggingstheorieën rijp zijn voor herziening. Maar hij heeft helaas verzuimd om te vertellen hoe het wel moet.

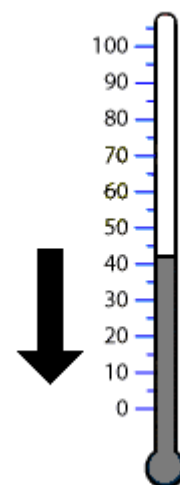
Dus ik sta er alleen voor in een poging om de moderne portefeuilletheorie te moderniseren. De oplossing begint naar mijn mening bij het vaststellen van het probleem. In plaats van ervan uit te gaan dat de verhoudingen (ook correlatie genoemd) tussen verschillende asset classes (aandelen, obligatie, grondstoffen) constant is over een langere periode is het noodzakelijk te onderkennen dat de correlaties sterk fluctueren. Over de afgelopen tien jaar is de fluctuatie steeds verder toegenomen.

Als er sprake zou zijn van kleine, tijdelijke veranderingen (in de correlatie), naar boven of naar beneden, van een stabiele trend of patroon was het niet noodzakelijk om de theorie aan te passen. Niets is immers de hele tijd helemaal stabiel, en met kleine afwijkingen valt te leven. Het wordt pas een probleem als de correlaties grote afwijkingen vertonen over een langere periode, zoals het geval is geweest gedurende de afgelopen 10 jaar. Het is niet voor niets dat de heer Gross concludeert dat de ouderwetse portefeuille policy dood is.

En de enige oplossing is om daar rekening mee te houden. Geen statisch samengestelde portefeuille, maar een dynamische benadering waarbij de samenstelling van de portefeuille wordt aangepast aan veranderingen in de correlatie. Een statisch samengestelde portefeuille waarbij de correlatie veranderd kan namelijk leiden tot een combinatie van een hoger risico en lager rendement. En dat is het tegenovergestelde van wat de heer Markowitz wilde bereiken en waarvoor hij zijn Nobelprijs kreeg.

De enige manier die ik ken om dit te voorkomen is om rekening te houden met de relatieve kracht tussen de verschillende asset classes. Op die manier is het mogelijk om twee vliegen in een klap te vangen.

Ten eerste wordt het met deze systematiek mogelijk om in de best presterende asset classes te beleggen. Sterker nog, het wordt mogelijk om de beleggingen te concentreren op die delen van de markt die deze eigenschappen vertonen. Deze asset classes hebben een (tijdelijk) hoge



onderlinge correlatie. De heer Markowitz in zijn moderne portefeuilletheorie beweert dat een dergelijke concentratie een hoog risicobenadering is. Ik deel zijn mening helaas niet.

Ten tweede, door het monitoren van de relatieve kracht kan je voorkomen om in de minder goed presterende segmenten te beleggen. Dat zijn de delen van de markt die een negatieve correlatie hebben met de best presterende en waar volgens de spreidingstheorie van Markowitz ook in belegd moet worden. Ook op dit punt ben ik het niet met hem eens.

Ten slotte, door het meten van de relatieve kracht, wat dagelijks en op een heel simpele manier te doen is, kan je inspelen op veranderingen daarin op het moment dat deze zich voordoen. Zo ben je helemaal niet afhankelijk van statische correlaties die toch niet statisch blijken te zijn en je kunt de portefeuille samenstellen op basis van de trends in de markt.

Naar mijn mening iets voor de gemiddelde belegger om rekening mee te houden, en zeker iets voor de pensioenfondsen en institutionele beleggers die nogal de neiging hebben om traditioneel te denken en vaak als laatste inspelen op trendwisselingen in de markt. Maar dan is het vaak al te laat.

“We cannot direct the wind but we can adjust the sails!”

Wilt u meer weten over risico management van uw beleggingen, of wilt u een vrijblijvende analyse van uw portefeuille, stuur dan een e-mail naar: info@firstcapital.nl of bel 070 5123 145.

Bernt Hofstad

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen geven geen garantie voor de toekomst.