

'BELEGGERS DENKEN GEWOON NIET NA'

DE KEERZIJDEN VAN MODELLEN EN INDEXBELEGGEN

Modellenbouwers worden vaak verrast door de volgende crisis, maar desondanks herrijzen ze steeds weer uit hun as. Waardebeleggers spreken hun onbegrip uit. De aanhangers van modellen geven weerwoord.

TEKST CEES VAN LOTRINGEN

John Maynard Keynes had een grondige hekel aan econometristen, de beoefenaars van de economische wiskunde. 'Ze bevriezen modellen door data in te voeren waarvan je zeker kan zijn dat ze de volgende keer niet van toepassing zijn.'

De briljante econoom, die over dit onderwerp een venijnige briefwisseling had met de Nederlander Jan Tinbergen, stelde dat 'je altijd een formule kan bouwen op basis van een gelimiteerd aantal historische data, maar wat heb je eraan? Wat doe je met gegevens die niet in cijfers zijn te vangen, zoals vertrouwen, politiek en aardbevingen?'

De weerstand van de Nobelprijswinnaar tegen de modellenbouwers bleef zonder vrucht. In de jaren vijftig kreeg deze in de VS

omarmde aanpak brede navolging, totdat bleek dat de Vietnamoorlog en de oliecrisis tot onvoorziene fall-outverschijnselen op de beurs leidden.

De modellen kwamen ter discussie te staan – maar niet voor lang. Na elke beurscrisis neemt het gebruik ervan – na korte tijd – juist weer toe. Zo ook in aanloop naar de krediet- en beurscrisis van 2008. En toen bij die crisis duidelijk werd dat vrijwel alle asset classes gecorreleerd waren en koersverliezen werden geleden tot grofweg 50%, kwamen modellen

weer onder het spervuur van de kritiek te liggen.

Fotomodel

Een dozijn chieft investment officers verenigde zich in Club 300 en bepleitte zowel de beleggingssector als de -strategieën ter discussie te stellen. Lars Dijkstra, cio van Kempen Capital Management, zei in 2011: 'De werkelijkheid is niet in modellen te vangen. Elk model is namelijk minder dan de werkelijkheid – behalve het fotomodel, dat is méér dan de werkelijkheid.'

Hij voegde eraan toe dat met name in de pensioen(beleggings-)wereld door toedoen van toezichthouders sprake is van een geïnstitutionaliseerde schijnzekerheid, namelijk dat men zou kunnen vaststellen waar het optimum te vinden is tussen risico en rendement. De schijnzekerheid blijkt ook uit het voorbeeld van het gebruik van indices. 'De benchmark was ooit een goed idee. Maar inmiddels wordt de index, dat wil zeggen de

KEYNES: 'WAT HEB JE AAN MODELLEN OP BASIS VAN HISTORIE?'



FOTO: HOLLANDSE HOOGTE

markt, beschouwd als de risicoloze portefeuille en is de afwijking de zogenoemde tracking error. Maar je kan vandaag de dag heel goed betogen dat het tegendeel juist het geval is', aldus Dijkstra.

Het krachtige koersherstel sinds maart 2009 heeft de aanvechting gestild om modellen ter discussie te stellen. Sterker nog, kwantitatieve modellen zijn, mede dankzij de stormachtige groei van de rekenkracht van computers en big data, weer helemaal in de mode. David Blitz, hoofd van het kwantitatieve strategieën-team van Robeco, begrijpt goed waarom. 'Je ziet over

een breed terrein de ontwikkeling naar modelmatig beleggen. Gedragspsychologisch onderzoek laat telkens weer zien dat mensen moeite hebben om (beleggings-)

'PASSIEVE BELEGGER ZIJN DE "FREE RIDERS" VAN DE MARKT'

beslissingen te nemen. Door van modellen en computers gebruik te maken, kun je objectiever evalueren en betere besluiten nemen.'

Afstandelijkheid troef

Er lijkt nu sprake van een nieuwe versnelling in het 'afstandelijker' beleggen. Zo maakt passief beleggen een stormachtige groei door, vooral ook omdat actieve managers er al een aantal jaren in groten getale niet meer in slagen de index te verslaan, terwijl professionele beleggers vaak bedrijven of vastgoedobjecten niet meer bezoeken, omdat ze vertrouwen op 'data vendors' of op hun modellen.

Martien van Winden, oprichter en beheerder van het Hoofbosch Fonds, dat zich richt op dividendaandelen, is kritisch over die ontwikkeling. Hij vindt dat indexbeleggers, maar zeker ook veel professionele beleggers en analisten, niet meer zelfstandig nadenken. Van Winden parafraseert de filosoof John Gray: 'Als ze hun analyses wereldkundig maken, hebben ze niet het idee dat ze een beroep doen op een aanvechtbare theorie of filosofie. Ze verwoorden het gezond verstand of een reeks intellectuele reflexen en veronderstellingen die ze nooit in twijfel trekken en door hun gehoor ook niet in twijfel getrokken worden.'

Gebrek aan zelfkritiek

Volgens Van Winden zouden ze zelfkritischer moeten zijn, maar daar schort het volgens hem aan. 'Bedrijven als Johnson & Johnson, PepsiCo, Procter & Gamble, Unilever en Koninklijke Shell zijn veiliger dan staatsobligaties, maar toch worden pensioenfondsen gedwongen aandelenbeleggingen af

te bouwen. Zij zouden daarover, ten behoeve van hun achterban, een rechtszaak tegen toezichthouders moeten aanspannen.'

Morele verplichting

Ook wijst hij erop dat het aantal beleggers in Nederland die nog echt bedrijfsbezoeken afleggen drastisch is verminderd. 'Als we naar Johnson & Johnson gaan, dan worden we met de rode loper ontvangen. Er komt namelijk nooit een Nederlandse analist langs.'

Van Winden vindt dat veel beleggers en analisten niet nadenken over hoe de wereld er over vijf of tien jaar uitziet. Hierdoor wordt het groeivermogen van bedrijven waar het Hoofbosch-fonds in belegt structureel onderschat. 'Het aantal mensen in de wereld met een middeninkomen verdrievoudigt in de komende vijf jaar van circa 1 naar 3 miljard. Dat heeft een enorm gunstig (koers)effect op de bedrijven waarin we beleggen.' Het fonds, dat nu € 100 miljoen beheert, is volgens Morningstar het beste fonds in de peer group.

Waardebeleggers zijn doorgaans beleggingsboutiques die zich op een geconcentreerde portefeuille richten van ondergewaardeerde, onderbelichte en impopulaire bedrijven. Door de toenemende populariteit van indexfondsen en -trackers neemt deze categorie van 'ondergewaardeerd, onderbelicht en impopulair' juist toe. 'Het kan jaren duren, maar uiteindelijk komt de potentie van een dergelijk aandeel eruit. Andere kleinere huizen die op een vergelijkbare succesvolle manier beleggen zijn het Nederlandse Juno Partners, het Noorse Skagen en het Franse Comgest.

Blitz van Robeco begrijpt de kritiek van fundamentele beleggers als van Winden wel. In het artikel 'The Dark Side of Passive Investing' noemt hij passieve beleggers 'free riders'. Het bestaan van een efficiënte markt verlangt dat een groot aantal actieve beleggers voortdurend handelt om niet goed geprijsde of niet goed gewaardeerde aandelen te (ver)kopen. Zij zijn belangrijk voor zowel prijsstelling als liquiditeit. Passieve beleggers zijn daarentegen free riders, die geen moeite doen de waarde van een aandeel of belegging te beoordelen. Zij vertrouwen erop dat de actieve beleggers hun huiswerk doen, zodat zij daar simpel en mechanisch op basis van een kapitaalgewogen portefeuille van profiteren.

Blitz haalt de grote Amerikaanse belegger Benjamin Graham aan, die beleggen vergeleek met een 'voting machine'. Als iedereen stemt, dan heeft jouw individuele stem weinig betekenis en invloed. Toch stemmen mensen omdat het een recht en eigenlijk ook een morele verplichting is. Zo kan je actief beleggen volgens Blitz ook zien: als een morele verplichting in een markteconomie, waar iedereen profiteert van een efficiënte en liquide markt.

**'ONTVANGST IS
MET DE RODE
LOPER. ER
KOMT NOOIT
EEN ANALIST'**

Low volatility

Daarnaast, stelt Blitz, is het bezwaar dat passief beleggen geen rekening houdt met bewezen factorpremies. Zo is op basis van historische data nu wel duidelijk dat bepaalde karakteristieken van een aandeel of niche wel of niet voor een goede performance zorgen. Maar omdat passieve beleggers de index kopen, houden ze met deze factorpremies geen rekening.

Een factorpremie die thans populair is, is 'low volatility': het doel hiervan is om met een lagere volatiliteit een stabiel en op de langere termijn hoger rendement te behalen. Grote pensioenbeleggers als APG en PGGM volgen dergelijke strategieën, maar volgen daarbij bewust niet een index die door veel andere beleggers gevolgd wordt, zoals de populaire MSCI Minimum Volatility index". Robeco wijst er ook op dat dergelijke indices aan de prijzige kant zijn, en probeert dat – op basis van eigen modellen – te ondervangen door behalve naar historisch risico ook naar waardering te kijken. Daarbij wordt vooral ook naar het dividendrendement als waarderingsmaatstaf gekeken.

'Low vol' was de afgelopen jaren zeer populair én succesvol onder beleggers. Blitz wijst er wel op dat dit soort strategieën het in bepaalde marktomstandigheden lastiger kunnen hebben, bijvoorbeeld mocht de rente sterk gaan oplopen. 'Dit is een kortetermijnindustrie, zodat low vol-strategieën het wat moeilijker zullen kunnen krijgen maar op de langere termijn is het volgens ons nog altijd een bewezen strategie.'

CEES VAN LOTRINGEN IS REDACTEUR VAN FONDSNIEUWS.