

Strategische asset allocatie zonder glazen bol

Stel je moet een strategische asset allocatie maken (SAA) voor een rendementsportefeuille, maar je kunt toekomstige rendementen niet voorspellen. Neem dan de allocatie van de Market Portfolio als vertrekpunt.

Door Rik Albrecht

Pensioenfondsen moeten voor de solidaire en flexibele premieregeling een asset allocatie maken op basis van de lifecycletheorie. De belangrijkste keuze voor een lifecycle is de verdeling tussen de beschermingsportefeuille (met vooral staatsobligaties) enerzijds en de rendementsportefeuille anderzijds. Deze verdeling verschilt per leeftijdscategorie en aldus ontstaat de lifecycle.

De gekozen verdeling is primair een functie van de risicohouding per leeftijdscategorie, die onder andere met behulp van het risicopreferentieonderzoek (RPO) tot stand komt. Ik ga nu niet verder in op de lifecycle en de samenstelling van de beschermingsportefeuille. Wel vraag ik mij af: wat is de samenstelling van de rendementsportefeuille?

Strategische asset allocatie van de rendementsportefeuille

Iedere belegger weet dat je je beleggingen moet diversifiëren. Dit is een belangrijk prudent person beginsel. Door meerdere beleggingscategorieën in de portefeuille op te nemen, verbetert de rendementrisico verhouding. Diversificatie is de enige free lunch waar beleggers op mogen rekenen. Sterker nog: het is je fiduciaire plicht gebruik te maken van diversificatie.

ALM

Maar welke beleggingscategorieën dan? En in welke verhoudingen? Traditioneel wordt voor deze vraag een ALM-studie ingezet. De ALM-studie staat op de schouder van de grondlegger van de moderne portefeuilletheorie: nobelprijswinnaar Harry Markowitz. Markowitz rekende in 1952¹ voor dat je op basis van aannames voor rende-

ment, volatiliteit en correlatie een efficiënte grenslijn kunt maken. Zie de schematische weergave in Figuur 1. Alle portefeuilles op die lijn maken maximaal gebruik van diversificatie, gegeven het gekozen risico (volatiliteit). Maar wie een paar keer een ALM-studie heeft meegemaakt, kan de uitkomsten wel voorspellen. De aannames voor volatiliteit, correlatie en vooral rendement zijn bepalend voor de uitkomsten, met als gevolg onlogische en sterk geconcentreerde portefeuilles. Hoe nu verder?

Market Portfolio

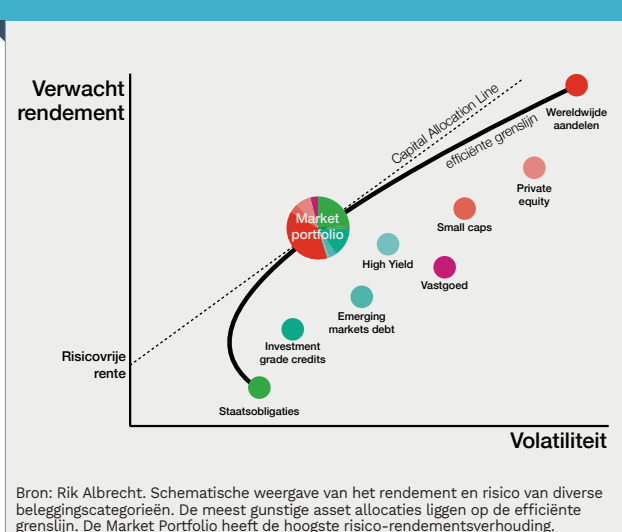
In 1964 beargumenteerde William Sharpe² dat één van de portefeuilles op de efficiënte grenslijn van Markowitz superieur is aan alle andere: de Market Portfolio. Deze heeft de hoogste Sharpe ratio (risico-rendementsverhouding) omdat hier alle mogelijke beleggingen in zitten. Meer diversifiëren kan dus niet. In theorie kun je de Market Portfolio vinden door vanuit de risicovrije rente een raak-

lijn (Capital Allocation Line) te trekken (zie Figuur 1). Maar ook hiervoor ontcom je er niet aan aannames te doen voor rendement, volatiliteit en correlatie en de risicovrije rente.

Marktkapitalisatiegewogen Market Portfolio

Wie niet wil vertrouwen op aannames voor rendement, volatiliteit en correlatie kan een andere route volgen naar de Market Portfolio. In de praktijk kun je de Market Portfolio ook benaderen door eenvoudig de marktkapitalisatie van alle beleggingen bij elkaar op te tellen. Dus: vermenigvuldig van ieder aandeel de koers met het aantal uitstaande aandelen. Zo ook voor obligaties, vastgoed en alle andere in de praktijk beschikbare beleggingen. Aldus krijg je een portefeuille met alle beleggingen gewogen op basis van hun marktkapitalisatie. Het klinkt eenvoudiger dan het is. Dit monnikenwerk is al eens uitgevoerd door onder andere Ronald Doeswijk

FIGUUR 1



et al. in 2014³ met updates per 31 december 2023. Het resultaat staat in Figuur 2. Aangezien het mij nu alleen om de rendementsportefeuille gaat, heb ik de staatsobligaties weggelaten. Die komen immers in de beschermingsportefeuille.

Beleggings-overtuigingen

Deze rendementsportefeuille bestaat uit zeven sub-beleggingscategorieën verdeeld over drie hoofdcategorieën. De hoofdcategorie 'aandelen' bestaat bijvoorbeeld uit de subcategorieën 'wereldwijde aandelen', 'small caps' en 'private equity'. Op basis van de beleggingsovertuigingen, zoals complexiteit, kosten, liquiditeit, governance, risicobeheer en duurzaamheid, kun je bijvoorbeeld small-caps of private equity uitsluiten. Bovendien zou je de categorie wereldwijde aandelen kunnen splitsen naar ontwikkelde en opkomende landen. Vervolgens herweeg je de subcategorieën met hun marktkapitalisatie, zodat het gewicht van de hoofdcategorie

'aandelen' 68% blijft. Ook bij de andere hoofdcategorieën kun je dergelijke aanpassingen maken. Heb je het zelfvertrouwen om toekomstige rendementen te voorspellen? Dan kun je bovendien onderbouwd accenten aanbrengen door actief beleggingscategorieën te onder- en overwegen.

Kritiek

Er is veel kritiek te leveren op de moderne portefeuilletheorie en de Market Portfolio. Maar het gaat er niet om of de theorie aansluit bij de werkelijkheid, maar of de implicaties van de theorie in de praktijk acceptabel zijn. Zeker als je het vergelijkt met de alternatieven die vertrouwen op een black-box en een glazen bol.

Ten slotte

In feite is de voorgestelde aanpak niets nieuws. Veel pensioenfondsen beleggen al passief binnen beleggingscategorieën door het volgen van een marktkapitalisatiegewogen index. Voor aandelen beleggen pensioenfondsen bijvoorbeeld vaak in een

passief indexfonds dat de MSCI World volgt. Het volgen van de marktkapitalisatiegewogen Market Portfolio breidt die werkwijze uit over de beleggingscategorieën.

Op basis van deze benadering van de Market Portfolio kun je een praktisch implementeerbare strategische asset allocatie voor de rendementsportefeuille opstellen. Zo maak je optimaal gebruik van diversificatie, waardoor de risico-rendementsverhouding maximaliseert. Op basis van je beleggingsovertuigingen kun je binnen de hoofdcategorieën wat herwegen. En dat zonder één aanname te hoeven doen voor rendement, volatiliteit en correlatie.

Mensen, houd het simpel. Commercieel worden veelbelovende modellen voor strategische asset allocatie aangeboden. Maar veelal sturen ze je eerst een spiegelpaleis en rookgordijnen in, waarna ze je een duurbetaalde uitweg bieden.

Onthoud: alles wat beleggen sexy maakt, voegt kosten en risico's toe. ■



Rik Albrecht

CFA, CPE, professioneel bestuurder en voorzitter beleggingsadviescommissie bij diverse pensioenfondsen, Adviseur bij Roccade, Docent bij SPO.

IN HET KORT

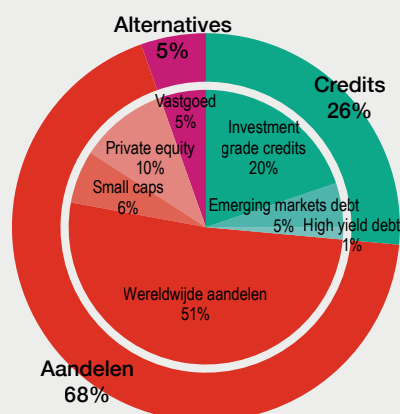
Het opstellen van een strategische asset allocatie voor de rendementsportefeuille kan op basis van een eenvoudige benadering van de Market Portfolio.

Met het volgen van een marktkapitalisatiegewogen Market Portfolio, zonder staatsobligaties, kan worden gediversificeerd en de risico-rendementsverhouding van de portefeuille worden verbeterd.

Sub-beleggingscategorieën kunnen in deze aanpak eventueel worden uitgesloten al naar gelang de eigen beleggingsovertuigingen.

Met het herwegen van de sub-beleggingscategorieën blijft het gewicht van de hoofdbeleggingscategorie hetzelfde.

FIGUUR 2



Bron: gebaseerd op Doeswijk, Ronald Q. and Lam, Trevin and Swinkels, Laurens, The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012 (January 2014). Financial Analysts Journal 70(2), 26-41.

1 Harry Markowitz, Portfolio Selection. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1. (maart 1952), pp. 77-91.

2 William F. Sharpe, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3. (september 1964), pp. 425-442.

3 Doeswijk, Ronald Q. and Lam, Trevin and Swinkels, Laurens, The Global Multi-Asset Market Portfolio 1959-2012 (January 2014). Financial Analysts Journal 70(2), 26-41.