

Een wederopstanding van het standaard allocatiemodel?

De moderne portefeuilletheorie (MPT), ook wel het mean-variance (MV-)model of het tekstboekmodel genoemd, is een natuurlijk startpunt in mijn lessen over asset allocatie. Deze theorie heeft al vijf Nobelprijswinnaars opgeleverd: Markowitz, Tobin, Sharpe, Samuelson en Merton. Niet de minsten zou je zeggen, maar toch is de kritiek op dit centrale theoretische allocatiemodel niet mals.

Recent is een interessant artikel in het Financial Analysts Journal verschenen dat het blazen van de MPT weer enigszins tracht op te poetsen¹. In deze column doe ik graag verslag.

Het centrale portefeuilleconstructie- of allocatiemodel uit de theorieboeken staat al lang onder druk. Er zijn theoretische bezwaren, bijvoorbeeld dat het model niet erg geschikt is voor portefeuilleconstructie op basis van vermogenstitels met scheve rendementen. Belangrijker zijn echter de praktische implementatieproblemen. Door de uitgebreide literatuur over de effecten van het schattingsrisico op de belangrijkste inputs van het MPT-model weten we dat deze methode kan leiden tot suboptimale en vaak niet-intuïtieve portefeuilles. Dege- nen die wel eens een exercitie met het model hebben gedaan, weten dat een portefeuille met 40% hedgefonds en 20% private equity tot de 'normale' optimalisatie-uitkomsten hoort. Geen institutionele belegger in Nederland die zich hieraan wil branden, al worden dit soort allocaties bij universiteitsfondsen in de Verenigde Staten en Canada wel als 'normaal' beschouwd.

Ook empirisch wordt van het MV-model in het algemeen gehakt gemaakt. Een van de meest invloedrijke artikelen op dit gebied² toont voor 14 verschillende datasets aan dat het MV-model veelal tot de slechtste uitkomsten leidt (in termen van Sharpe-ratio).

Een simpel allocatiemechanisme als $1/N$, waarbij N voor het aantal vermogenstitels staat, genereert de beste uitkomsten. Deze empirische onderzoeken hebben voeding gegeven aan de groeiende populariteit van allocatiestrategieën als $1/N$, risicopariteit (een gelijke risicobijdrage van iedere vermogenstitel in de portefeuille) en minimum variantie portefeuilles. Strategieën waarbij je in ieder geval geen schattingen van het verwachte rendement nodig hebt.

Een belangrijk kritiekpunt op deze empirische analyses is dat er meestal gebruik wordt gemaakt van schattingen voor verwachte rendementen en risico's op basis van historische data over korte perioden (5 jaar). De informatiecoëfficiënt (IC)³ van deze historische methode is vaak laag tot zeer laag. Ik heb zelf berekend wat bijvoorbeeld de IC is voor de aandelen MSCI World Index voor een historische datareeks (1986-2020). Bereken je het verwachte gemiddelde 1-jaars rendement over een 5-jaars historische periode en vergelijk je dit vervolgens met het gerealiseerde rendement over 1 jaar in de toekomst, dan is de IC negatief (-0,2). Negatieve waarden van de IC kunnen we waarschijnlijk ook vinden - hoewel zelden gerapporteerd - in de meeste empirische artikelen die allocatiestrategieën vergelijken. Het artikel van Allen e.a. betoogt nu dat wanneer er slechts een geringe voorspelbaarheid is (een IC tussen de 0 en de 0,1), het mean-variance model superieur is aan de $1/N$ allocatie van DeMiguel e.a. voor bijna alle datasets. Er gloort dus weer hoop voor het tekstboekmodel, mits we een betere manier van voorspellen hanteren dan het louter extrapoleren van rendementen uit het verleden. ■



Door **Tom Steenkamp**,
Voorzitter Bestuur
pensioenfonds Robeco
en Hoogleraar Beleg-
gingsleer aan de VU.
Verantwoordelijk voor
de *learn*-modules in
het RBA programma
van CFA Society
VBA Netherlands

1 D. Allen, C. Lizieri en S. Satchell, In defense of portfolio optimization: what if we can forecast? Financial Analysts Journal, Third Quarter 2019.
2 DeMiguel, V. L. Garlappi and R. Uppal, 2009, Optimal versus naive diversification: How inefficient is the $1/N$ Portfolio Strategy?, Review of Financial Studies 22.
3 De informatiecoëfficiënt (IC) meet de correlatie tussen de geschatte en de feitelijke uitkomst.