

Onvoorspelbaarheid in finance vraagt om een antwoord

—
Auteur
Thomas Pistorius'

Inleiding

Stochastische voorspelbaarheid, de basis van de moderne beleggingstheorie houdt in dat de variabiliteit van beleggingsrendementen voorspelbaar is. In dit artikel wordt bestreden dat winstgevend voorspelbaarheid bij beleggen mogelijk is. Onderschatting van beleggingsrisico's leidt echter tot financiële en maatschappelijke schade, zoals de financiële crisis van 2008 heeft aangetoond. De Griekse filosoof Socrates stelt dat bewustwording van het probleem de eerste stap tot verbetering is. Daarom is inzicht in de veronderstelling van stochastische voorspelbaarheid cruciaal. De geesteswetenschappen bieden onder meer in de vorm van retorische analyse goede hulpmiddelen om de impliciete veronderstellingen in de nu gebruikte beleggingstheorie te onderzoeken en om alternatieve theorieën te ontdekken en handelwijzen te ontwikkelen.

De moderne beleggingstheorie gebruikt statistische aanpak

De moderne portefeuilletheorie van Harry Markowitz heeft geleid tot een nieuwe manier van kijken naar beleggen. Markowitz' theorie is relevant voor de beleggingspraktijk omdat deze wereldwijd wordt gebruikt bij de onderbouwing van beleggingsbeslissingen en risicomanagement in de financiële sector. De theorie van Markowitz riep de vraag op, welk marktevenwicht optreedt als iedere belegger zich volgens zijn theorie zou gedragen. In het geval van beleggen is dit het evenwicht van het verwachte rendement en risico. Dit vraagstuk is uitgewerkt in het zogeheten CAPM.

Voorspelbaarheid nader bekeken

Het is de vraag of statistiek voor beleggen een voorspellende waarde heeft. Maar wat houdt voorspellen eigenlijk in? Een eerste onderscheid is dat tussen stochastisch voorspellen en *forecasting*. Forecasting levert een cijfermatige voorspelling op of een bandbreedte tussen twee cijfers, bijvoorbeeld van het toekomstig rendement van aandelen. Een



stochastische voorspelling levert een waarschijnlijkheidsverdeling van mogelijke uitkomsten op. Het verschil tussen stochastisch voorspellen en *forecasting* is dus dat een stochastische voorspelling waarschijnlijkheden van mogelijke uitkomsten expliciet maakt. Markowitz kiest in zijn beleggingstheorie bewust voor een stochastische manier van voorspellen.

Een tweede onderscheid is dat tussen een voorspelling die financieel voordeel oplevert en een voorspelling die dat achterwege laat. Ontegengesteld leveren de economische wetenschap en finance allerlei niet-winstgevende voorspellingen. Een voorbeeld van een niet-winstgevende voorspelling in finance is de prijs van het afdekken van valutarisico door het kopen van een forward contract. De prijs van het valuta forwardcontract is gebaseerd op het mechanisme van de risicovrije arbitrage, waarbij door het aangaan van een lening in de eigen valuta en het herbeleggen hiervan in de vreemde valuta de toekomstige valutakoers de facto wordt bepaald door de rentever verschillen tussen de twee valuta's. Algemene economische principes zoals geformuleerd in de prijstheorie (micro-economie) voorspellen op een algemeen, niet-specifiek, niveau. Dezelfde soort voorspelbaarheid is aan de orde bij beleggen: bijvoorbeeld dat een periode van stijgende aandelenkoersen wordt gevolgd door een periode van dalende koersen en dat het nemen van meer risico wordt beloond met een hoger rendement.

Een derde punt is dat voorspellen met statistiek doorgaans geschiedt op basis van de wetenschappelijke praktijk die van de frequentistische waarschijnlijkheidstheorie gebruik maakt. Deze theorie fundeert het voorspellen van regelmatigheden op basis van gegevens uit het verleden. De frequentistische theorie gebruikt de term voorspelbaarheid om aan te geven hoe representatief een steekproef is voor de gehele populatie van een verschijnsel. Het gebruik van de term voorspelling bij het toepassen van de frequentistische theorie komt voort uit de (mogelijk onbewuste) aanvaarding van de uitgangspunten van deze theorie. De (impliciete) uitgangspunten van deze theorie zijn onder meer dat een specifieke waarschijnlijkheidsverdeling geldt (zoals de normale waarschijnlijkheidsverdeling), dat de onderliggende factoren van het kansproducerend proces in de toekomst stabiel blijven, en dat de methode van testen op statistische significantie valide is. Voorspellen op basis van de frequentistische waarschijnlijkheidstheorie is echter niet de enige vorm van stochastisch voorspellen.

Wat voor *soort* voorspellingen bestaan er? De eerste soort voorspellingen vindt plaats op basis van een deterministische wet waarin de huidige omstandigheden op een causale manier worden geëxtrapoleerd naar de toekomstige stand van zaken. Een deterministische wet laat daarbij het specifieke pad naar de toekomstige stand van zaken zien. Een voorbeeld van een deterministische wet uit de

klassieke mechanica is de berekening van de landingsplaats van een kanonskogel. In de economische wetenschap is prijstheorie een goed voorbeeld van het werken met deterministische wetmatigheden, bijvoorbeeld hoe prijzen op een stijgende vraag reageren.

De tweede soort van voorspellen gebeurt op basis van een *teleologische wet*, waarbij voorspelbaarheid mogelijk is omdat de eindtoestand van een verschijnsel bekend is. Bij een teleologische wet is, in tegenstelling tot een deterministische wet, de uitgangssituatie minder belangrijk en kan het pad naar de eindsituatie variëren. In de beleggingstheorie is het CAPM een typisch teleologische theorie. In het CAPM zorgt informatiele efficiëntie voor een evenwicht tussen risico en rendement. Het uitgangspunt van het bestaan van een evenwicht is onder meer gebaseerd op een onderliggende stabiele structuur.

Regelmaat vormt de basis voor de derde soort van voorspellen. Hiertoe behoort ook de frequentistische waarschijnlijkheidstheorie die wordt gebruikt in de empirische beleggingstheorie. Regelmatigheid veronderstelt dat de toekomst hetzelfde is als het verleden. De analogie dat toekomstige situaties hetzelfde zijn als die in het verleden, veronderstelt stabiliteit. Een voorbeeld van een voorspelling op basis van regelmaat is dat de zon morgen opkomt, omdat dit in het verleden ook zo was. Een voorspelling zoals de dagelijkse opkomst van de zon wordt opgevaardigd tot een causale voorspelling als hiervoor een specifieke theorie beschikbaar komt. Bij economische verschijnselen is echter vaak sprake van multicausaliteit; dit betekent dat vele oorzaken een rol kunnen spelen en niet een beperkt aantal oorzaken domineert. Dit maakt causale voorspelbaarheid bij economische fenomenen lastig.

De drie soorten van voorspellen (causaal, teleologisch en op basis van regelmatigheid) kunnen zowel deterministisch, nu bedoeld in de betekenis van één uitkomst zoals bij een *forecast*, als stochastisch van aard zijn. De teleologische beleggings-theorieën van Markowitz en het CAPM zijn stochastisch van aard. Het verwachte rendement in het CAPM wordt omgeven door een verwacht risico.

Statistiek en voorspelbaarheid

Het idee van voorspelbaarheid in de economische wetenschap, al dan niet met behulp van statistiek, wordt echter al sinds de jaren twintig door economen van verschillende economische scholen bestreden (bijvoorbeeld door Knight, Keynes, Hayek en Von Mises). Zij kozen onzekerheid als uitgangspunt en stelden dat het voorspellen van de meeste economische verschijnselen simpelweg niet mogelijk is. Volgens hen gaat stochastische voorspelbaarheid alleen op voor kunstmatige fenomenen zoals een kansspel als roulette, en voor bijvoorbeeld sterftekansen in de verzekeringsbranche.

Calculeerbaar risico	Onzekerheid	Irreducibele onzekerheid
<i>Kennis</i> <i>Stochastische voorspelling</i>	<i>Partiële kennis</i> <i>Voorspellende waarde onzeker</i>	<i>Geen kennis</i> <i>Geen voorspelling</i>
Kunstmatige waarschijnlijkheid zoals door roulette in het casino	Portefeuille theorie CAPM Rendementen en risico's uit het verleden	Unieke fenomenen
Actuariële risico's	Fundamentele analyse Technische analyse ALM Regressieanalyse Ordinale waarschijnlijkheid Prijs Theorie Algemene voorspellingen	

Figuur 1: Het spectrum tussen risico en irreducibele onzekerheid (vrij naar Knight, 1921)

Met welke argumenten is de veronderstelling van voorspelbaarheid onderbouwd? Die voor stochastische voorspelbaarheid in de portefeuilletheorie van Markowitz en het CAPM zijn gebaseerd op twee verschillende waarschijnlijkheidstheorieën. Markowitz (1959) gebruikt in zijn theorie subjectief ingeschatte waarschijnlijkheidsverdelingen voor beleggingsrendementen. Subjectieve waarschijnlijkheidsinschattingen kunnen zowel door relevante kennis van het verleden als door toekomstverwachtingen zijn ingegeven. Het CAPM past de objectieve, frequentistische waarschijnlijkheidstheorie toe. Deze theorie en daarmee ook het CAPM, veronderstelt dat waarschijnlijkheidsverdelingen uit het verleden objectief, en daarmee representatief zijn als voorspelling voor de toekomst.

Maar wanneer voorspelt statistiek? Stochastische voorspelbaarheid gaat op wanneer voor een groep van uitkomsten vooraf kan worden bepaald hoe deze zijn verdeeld over de mogelijke uitkomsten. Als we 1000 keer een munt opwerpen, dan zal circa 500 keer kop worden gegooid en circa 500 keer munt. Wat maakt nu de uitkomsten van het gooien van een munt voorspelbaar? De voorspelbaarheid ontstaat als het ‘kansproducerend’ proces stabiel blijft. Voorspelbaarheid bestaat echter niet zonder deze onderliggende stabiliteit. Deze ontbreekt nu bij beleggen: dus statistiek voorspelt niet bij beleggen (Pistorius, 2016).

We leggen de onvoorspelbaarheid van beleggingsrendement nu uit aan de hand van Knights (1921) beroemde analyse van stochastische voorspelbaarheid. Knight maakt onderscheid tussen risico, onzekerheid en irreducibele onzekerheid.

- Risico = calculeerbaar risico = stochastisch voorspelbaar = biedt zekerheid over uitkomsten zoals bij het gooien van een munt.
- Irreducibele onzekerheid = in deze situatie valt niets te zeggen over de uitkomsten en de verdeling daarvan.
- Tussen calculeerbaar risico en irreducibele onzekerheid bevindt zich het domein van de

onzekerheid, waarbij een inschatting of gedeeltelijke kennis mogelijk is (deze is bijvoorbeeld gebaseerd op het verleden).

Knights onderscheid tussen risico en onzekerheid is later door de economische wetenschap genegeerd. Voorspellingen over toekomstige beleggingsrendementen behoren in Knights classificatie niet tot calculeerbaar risico maar tot onzekerheid. De voorspellende waarde van inschatting onder onzekerheid is vooraf per definitie niet meetbaar. Knight drukt het ontbreken van voorspelkracht uit met de term *partiële kennis*: bepaalde kennis is mogelijk uit de theorie of het verleden maar deze kennis is *nooit* compleet. Als de voorspellende waarde van een inschatting onder onzekerheid bij beleggen wel meetbaar zou zijn, dan zou inderdaad calculeerbaar risico ontstaan, hetgeen niet het geval is. Vertaald naar beleggen, betekent dit dat het modelrisico van beleggingsbeslissingen of van risicomanagement niet kwantificeerbaar is.

Voor alle duidelijkheid: de verwerping van voorspelbaarheid gaat niet alleen om de voorspelbaarheid van risico, maar ook om die van het rendement op aandelen en andere beleggingscategorieën. Een van de argumenten voor het bestaan van een positieve risicopremie voor aandelen, dit is het verwachte extra rendement van aandelen boven risicoloze obligaties, vloeit voort uit historische data. Het is echter maar de vraag of het historische rendement van aandelen representatief is voor dat van de toekomst. De grondgedachte achter stijgende aandelen in de toekomst luidt ruwweg dat als de economie groeit, de winst van de aandelen als een onderdeel van de economie ook groeit, en dat als de waardering van aandelen constant blijft, de prijzen van de aandelen meestijgen met de winstgroei. Maar in deze redenering kan een en ander misgaan; de economie kan stagneren of krimpen, het gewicht van de winsten van beursgenoteerde bedrijven als onderdeel van de totale economie kan afnemen en de waardering van aandelen kan structureel naar beneden gaan.

Een gedachte-experiment over voorspelbaarheid in beleggingstheorie

Hoewel Knights analyse van voorspelbaarheid tijdloos en onovertroffen is, heeft iedere tijd er behoefte aan de subtiele problematiek van voorspelbaarheid opnieuw te doordenken. De huidige paragraaf zal daarom in het teken staan van een gedachte-experiment over de aannahme van stochastische voorspelbaarheid in de beleggingstheorie (Pistorius, 2011, 2016). Het gedachte-experiment plaatst de grondslagen van de portefeuilletheorie van Markowitz, het CAPM, en empirische finance tegenover die van risicovrije arbitrage, dit is de andere dominante tak van de beleggingstheorie waarvan de optietheorie een bekend voorbeeld is. Risicovrije arbitrage creëert een financieel product door middel van een aantal transacties in financiële, fysieke, of eventueel kunstmatige producten en impliceert in tegenstelling tot moderne portefeuilletheorie wel zekere (voorspelbare) uitkomsten. Het gedachte-experiment maakt gebruik van het paradigma van de risicovrije arbitrage om het zwakke punt van het paradigma van voorspelbaarheid in de portefeuilletheorie inzichtelijk te maken.

Mijn stelling is dat als stochastische voorspelbaarheid een geldige veronderstelling in de beleggingstheorie zou zijn, dat men dan in staat zou moeten zijn om beleggingsproducten te maken, zogenoemde 'beleggingstheorie'-aandelen, die met zekerheid een vooraf bepaald risico en rendement opleveren. Financiële instellingen, zoals zakenbanken, zouden een dergelijk product kunnen proberen te maken met de techniek van risicovrije arbitrage. Een zakenbankier zou 'beleggingstheorie'-aandelen slechts aanbieden als hij die kan creëren zonder risico te lopen. In dat geval zouden 'beleggingstheorie'-aandelen zeer populair kunnen worden. In de fictieve wereld van de 'beleggingstheorie'-aandelen kunnen vermogensbeheerders naar waarheid tegenover hun klanten beweren dat hun verwachting over risico en rendement klopt, en dat de modellen voor besluitvorming en risicomanagement, beide afkomstig uit de beleggingstheorie, epistemologisch correct zijn.

Hoe zou een zakenbankier 'beleggingstheorie'-aandelen kunnen creëren met behulp van risicovrije arbitrage? In mijn gedachte-experiment kan de bankier het risico van aandelen eenvoudig construeren door een trekking te doen uit een normale waarschijnlijkheidsverdeling (dit kan eenvoudig met Excel). Risicovrije arbitrage kan dan plaatsvinden door een groot aantal 'beleggingstheorie'-aandelen uit te geven. Vanwege het grote aantal 'beleggingstheorie'-aandelen loopt de bankier slechts een zeer laag risico meer dan het verwachte rendement te moeten betalen, omdat de kunstmatige rendementen van de diverse 'beleggingstheorie'-aandelen immers statistisch onafhankelijk zijn en daarom het risico stochastisch voorspelbaar maken. Het scheppen en afdekken van het risico van 'beleggingstheorie'-aandelen is dus in theorie niet lastig, het probleem zit echter in het met

zekerheid kunnen bieden van een bepaald rendement op aandelen dat hoger ligt dan dat van risicoloze obligaties. Het is simpelweg niet mogelijk om een dergelijk rendement risicovrij te creëren (zie Pistorius [2016] voor een diepgaande onderbouwing van dit standpunt).

De twee dominante stromingen binnen beleggingstheorie, portefeuilletheorie en risicovrije arbitrage, zijn gebaseerd op verschillende vormen van redeneren. Risicovrije arbitrage volgt een boekhoudkundige redenering, die zekerheid impliceert. Risicovrije arbitrage gaat ervan uit dat 'A = B', wat in theorie een risicoloze handeling mogelijk maakt. De redenering bij risicovrije arbitrage gaat niet op voor de beleggingstheorie van Markowitz, het CAPM, en de empirische beleggingstheorie omdat deze gaan over *verwachtingen* met betrekking tot het toekomstig risico en rendement. Deze speculatieve verwachtingen zijn nooit om te vormen tot stochastische voorspelbaarheid. Samengevat fundeert boekhoudkundig redeneren risicovrije arbitrage, terwijl speculatief redeneren over de toekomst de onderbouwing vormt voor verwachtingen in de portefeuilletheorie en het vervolg daarop.

De retorische analyse

Wat valt er op te maken uit de retoriek die in de beleggingstheorie pleegt te worden gehanteerd? De meesten denken bij de term retoriek aan hol taalgebruik, waarvan bijvoorbeeld politici regelmatig worden beschuldigd. Retoriek is hier echter niet gebruikt in haar hedendaagse betekenis, maar in een klassieke betekenis zoals gebruikt door de Griekse filosoof Aristoteles ruim 2300 jaar geleden, namelijk retoriek als onderzoek van de gebruikte argumenten. Ik pas in mijn proefschrift de volgende retorische instrumenten toe:

- *Logos*, dit is de analyse van de gebruikte rationele argumenten in de beleggingstheorie;
- *Metaforen* zoals 'beleggen is statistiek' bepalen (en beperken) de manier van denken;
- *Discours*, ofwel het vertoog, hoe de werkelijkheid wordt gestructureerd en dus wordt gekend.

De retorische analyse van de beleggingstheorie start met de analyse van de retoriek van de economische wetenschap. Beleggingstheorie behoort immers tot de economische wetenschap sinds de jaren '60. McCloskey's (1983, 1990, 1994, 1996, 1998) analyse van het discours van de economische wetenschap beschouwt de economische wetenschap als een product van de modernistische wetenschapscultuur van het neopositivisme. Het neopositivisme heeft geleid tot een nadruk op voorspellen en het gebruik van wiskundige modellen.

Zowel de economische wetenschap als de beleggingstheorie zijn gebaseerd op wiskundige modellen. Voorspelbaarheid is in de economische wetenschap en de beleggingstheorie gebaseerd op evenwichtstheorieën. Markowitz' portefeuilletheorie maakt gebruik van de theorie van de fundamentele

analyse, die veronderstelt dat de prijs van een aandeel de neiging heeft om op termijn te convergeren naar zijn intrinsieke evenwichtswaarde. In het CAPM, het vervolg op Markowitz' portefeuille theorie, zorgt informatiele efficiëntie voor een evenwicht tussen risico en rendement.

De belangrijkste metafoor in Markowitz' beleggingstheorie is dat beleggen hetzelfde is als wiskundige statistiek. De toepassing van de wiskundige statistiek veronderstelt calculeerbaarheid en leidt (onbewust) de aandacht af van het uitgangspunt van onzekerheid in de Knightiaanse betekenis van onvoorspelbaarheid. De tweede metafoor in de theorie van Markowitz is die van de machine. De machinemetaphoor doelt op het proces van het berekenen van efficiëntie, zoals de efficiëntiecriteria en de algoritmen voor de optimalisatie van rendement en risico. De inschattingen van de toekomstige rendementen en risico's zijn niet meer dan input voor de berekeningen.

De dominante metafoor in het CAPM is die van het evenwicht van risico en rendement. Door de veronderstelling van evenwicht worden risico en rendement voorspelbaar. Evenwicht en voorspelbaarheid impliceren elkaar en zijn daarom een tautologie. De tweede belangrijke metafoor in het CAPM is informatiele efficiency. Dit is opnieuw een machinemetaphoor, maar nu over de verwerking van nieuwe informatie door financiële markten. Door de efficiënte verwerking van nieuwe informatie is een financiële markt in evenwicht.

Onzekerheid en cultuur

Andere geesteswetenschappen kunnen de retorische analyse verrijken. Dat is bijvoorbeeld met de geschiedenis van finance en van de economische wetenschap het geval, maar ook met het cultuurwetenschappelijk onderzoek zoals ontwikkeld door Arjo Klamer (2003, 2006, 2007). Wat cultuur betreft, beperken we ons in dit artikel tot een beknopte analyse van de relatie tussen cultuur en onzekerheid, en een typering van de waarden van beleggers.

De omgang met onzekerheid is onderdeel van een cultuur. Hierbij betekent de term cultuur de collectieve programmering van een bepaalde groep mensen, en de term onzekerheid 'ongerichte angst'. In de diverse culturen wordt onzekerheid op tal van manieren bestreden. Zo is technologie gericht tegen onzekerheden uit de natuur, zijn wetten ontwikkeld tegen onzekerheden in het gedrag van mensen, en is religie ontstaan als antwoord op fundamentele onzekerheden. In de beleggingstheorie maakt de 'technologie' van de wiskundige statistiek de toekomstige rendementen op de financiële markten stochastisch voorspelbaar en daarmee hanteerbaar. De essentiële veronderstelling hierbij is stabiliteit, de mate en vorm van de variabiliteit van de rendementen is voorspelbaar en de wereld die deze rendementen voortbrengt blijft 'hetzelfde'. De

concurrerende economische theorie over onzekerheid benadrukt echter verandering in plaats van stabiliteit.

In de analyse van cultuur staan waarden mede centraal. Waarden drukken uit wat in een cultuur belangrijk wordt gevonden, volgens welke de personen in de bewuste cultuur geprogrammeerd zijn en waarnaar ze geacht worden zich te gedragen. De belangrijkste waarden van Nederlandse institutionele beleggers lijken:

- **Rijkdom:** de belegging van kapitaal op de financiële markten heeft als doel om geld te verdienen met het oog op inkomen en consumptie in de toekomst of om kapitaal te behouden. Een probleem hierbij is dat geld nooit een doel op zich is, maar een middel.
- **Optimisme:** de optimistische uitspraken van de beleggingsexperts maken deel uit van het ritueel van beleggen. Zelfs in tijden dat het slecht gaat op de financiële markten zullen professionele beleggers hun optimisme (moeten) behouden.
- **Rationalisme:** met behulp van voorspellen wordt het gevoel van onzekerheid vervangen door een rationele werkwijze voor het omgaan met risico. Rationeel gedrag bestaat verder uit zelfbeheersing en de intensieve bestudering van informatie over financiële markten en de economie.

Wat opvalt, is dat de belangrijkste waarden van beleggers instrumenteel zijn. Beleggen is immers geen doel op zich, maar een middel om achterliggende waarden of doelen te realiseren. Maar als beleggers zich onbewust door die waarden laten leiden, kunnen deze in hun beslissingen een dominerende rol gaan spelen, waardoor risico's worden onderschat en rijkdom als doel op zich centraal kan komen te staan, wat schadelijk kan zijn, omdat rijkdom als waarde geen bovengrens kent. Klamer pleit er daarom voor te onderzoeken welke waarde(n) in de ogen van vermogenseigenaren van wezenlijk belang is (zijn). Die waarden moeten namelijk invloed hebben op de besluitvorming bij het beleggen.

Heterodoxe finance: alternatieve beleggingstheorieën

De moderne beleggingstheorie heeft interessante en serieus te nemen concurrenten, die met elkaar gemeen hebben dat ze doorgaans niet pretenderen de financiële markten te kunnen voorspellen. De alternatieve beleggingstheorieën zijn gericht op een verklaring of modellering van de financiële markten. Heterodoxe finance impliceert het bestaan van meerdere beleggingstheorieën naast elkaar en staat tegenover de huidige orthodoxe finance zoals gevormd door de moderne beleggingstheorie inclusief de econometrisch georiënteerde opvolgers daarvan. Om een idee te geven van de verschillende alternatieve beleggingstheorieën, volgt nu een korte beschrijving ervan inclusief hun constitutieve metaforen:

- Politieke finance: dit is de ideologische kritiek op de moderne finance. Politieke finance combineert onderdelen uit de behavioural en bubble finance met kritiek op de vrije markt in het algemeen. Een constitutieve metafoor van politieke finance is: beleggen in aandelen is gokken.
- Fractal finance: de alternatieve ‘fractale’ statistische theorie van Mandelbrot interpreteert de variabiliteit van rendementen op financiële markten als instabieler en heviger dan de gebruikelijke waarschijnlijkheidstheorie wil doen voorkomen. Fractal finance biedt verklaringen voor hevige schommelingen en zeepbelvorming op financiële markten. De bepalende metafoor van fractale finance is: financiële markten zijn fractale statistiek.
- Bubble finance: de bubble theorie ofwel zeepbeltheorie zoals onder andere onderzocht door Kindleberger (1978), Galbraith (1954, 2001) en Shiller (2000) verklaart hoe zeepbellen in (financiële) markten ontstaan. De zeepbeltheorie gaat uit van een cyclus van ‘boom’ en ‘bust’ die zich blijft voordoen volgens een vast patroon. De bepalende metafoor is: financiële markten zijn zeepbellen.
- Behavioural finance: behavioural finance onderzoekt de rationaliteit van beleggers bij hun beleggingsbeslissingen en verklaart hun gedrag van beleggers vanuit een psychologische invalshoek. De metafoor hier is: beleggen is psychologie.
- Evolutionaire finance: deze benadering vertrekt vanuit het gedrag van beleggers en onderzoekt vervolgens welke uitkomsten hun interacties opleveren. De bottom-up benadering van evolutionaire finance levert een interessant alternatief voor de top-down benadering van de moderne beleggingstheorie. De metafoor luidt hier: financiële markten zijn complexe evolutionaire systemen.

Ethiek

Als de beleggingstheorie geen voorspellend vermogen bezit, zouden beleggingsbeslissingen niet op soortgelijke wijze als die van ingenieurs tot stand moeten komen. Beleggingstheorie gebaseerd op risiconeutrale arbitrage, zoals optietheorie, lijkt overigens wel op een ingenieurswetenschap, omdat zij zekerheden biedt maar ook ingenieursachtige kennis vereist. De zekerheid van een bescherming tegen waardedaling met putopties is van een andere orde dan de portefeuille-theoretische bescherming tegen waardedaling van diversificatie.

Maar beleggen volgens de moderne beleggingstheorie is niet zoals het bouwen van een brug. Als de epistemologie niet geschikt is om te voorspellen wordt de ethiek in de vorm van deugd- of waarde-ethiek relevanter. Zowel McCloskey’s deugd-ethiek als Klamers waarde-ethiek kan het gebrek aan epistemologische kracht van de moderne beleggingstheorie compenseren. McCloskey’s benadering benadrukt evenwichtige beslissingen door ons eraan te herinneren dat niet alleen de deugd van de economische wetenschap, de prudentie, van belang

is, maar dat deze in balans moet zijn met andere deugden, zoals rechtvaardigheid (zijn de beleggen in het belang van de eigenaar van het vermogen?), gematigdheid (overschatten we onze kennis niet, beloven we niet te veel?), en moed (durven we intellectueel eerlijk te zijn?). Klamers waardenethische aanpak is een manier om te onderzoeken welke waarde echt belangrijk is. Beleggen is namelijk geen doel op zich, tenzij als hobby, maar een middel en vindt plaats om achterliggende waarden of doelen te realiseren.

Nut van statistiek

Als statistiek niet voorspelt bij beleggen, wat is dan het nut van statistiek voor beleggen? Statistische modellen voor beleggen hebben als functie dat ze in kaart brengen hoe belanghebbenden risico en rendement verdelen, zoals tussen belanghebbenden in een Asset Liability Management-studie van een pensioenfonds, of tussen partijen in een optiecontract. Echter moet in een ALM-studie ook rekening worden gehouden met onzekerheid (Pistorius, 2011). In essentie proberen modellen van dit type met statistiek onder meer de rechtvaardigheid van de verdeling van risico en rendement tussen de betrokken partijen te kwantificeren. Deze kwantificering is echter geen voorspelling. Zo is de in een optieprijs tot uiting komende volatiliteit van de onderliggende waarde van een aandeel geen voorspelling, maar moet ze gezien worden als een subjectieve inschatting waar twee partijen mee akkoord gaan.

Conclusies

De argumenten voor onvoorspelbaarheid van beleggingsrendementen maken een overtuigender indruk dan de argumenten van de moderne beleggingstheorie, gebaseerd op subjectieve of objectieve waarschijnlijkheid. Bij beleggingsbeslissingen zou statistiek ondersteunend moeten zijn in plaats van doorslaggevend. Beleggingsbeslissingen op basis van de portefeuilletheorie van Markowitz, het CAPM of andere theorieën die voorspelbaarheid veronderstellen, vragen om een sterke ethische component, omdat deze theorieën immers niet zoals een ingenieurswetenschap zijn. Bij beleggingsbeslissingen dient deugd- en waarde-ethiek te worden gecombineerd met historische en theoretische inzichten, niet in de laatste plaats uit de heterodoxe finance. ■

De literatuurlijst bij dit artikel is te vinden op de website van de VBA.

Noot

- 1 Dr. T. (Thomas) Pistorius RBA is werkzaam als Investment & Risk Manager bij het bestuursbureau van Stichting Bedrijfstakpensioenfonds Levensmiddelenbedrijf (BpFL). Het artikel is gebaseerd op zijn proefschrift ‘The Rhetoric of Investment Theory: The Story of Statistics and Predictability’ (beschikbaar op <http://hdl.handle.net/1765/79473>). Het artikel is geschreven op persoonlijke titel.