

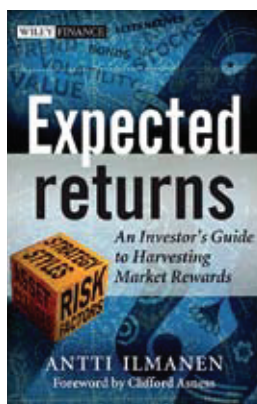
# Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards

Dr Winfried G. Hallerbach

Senior Researcher Robeco Quantitative Strategies



Expected Returns:  
An Investor's Guide  
to Harvesting Market  
Rewards  
Antti Ilmanen  
Uitgever: Wiley Finance,  
2011, 570 pp.  
ISBN 978-1-119-99072-7



Op p.479 van zijn boek stelt Ilmanen dat het tijd wordt om beleggingslessen te trekken uit de voorgaande 27 hoofdstukken. Dit suggereert dat de lezer pas op dit punt is aangeland bij de wortel die hem aan het begin van het boek is voorgehouden. Niets is minder waar. Ilmanen presenteert een doorwrocht werk waarbij hij op een gestructureerde wijze ingaat op wat zonder twijfel de belangrijkste

en meest controversiële input is van het beleggingsproces: verwachte rendementen. Ilmanen start vanuit de observatie dat het traditionele (institutionele) beleggingsproces twee grote tekortkomingen laat zien: de sterke nadruk die wordt gelegd op historische performance om toekomstige verwachte rendementen te schatten, en het grote belang dat wordt gehecht aan een relatief statische asset allocatie om deze rendementen te oogsten. Hij betoogt dat er naast de blootstelling aan traditionele en alternatieve asset classes nog twee bronnen van verwachte rendementen zijn. In de eerste plaats noemt hij actieve handelsstrategieën op basis van value, carry, momentum en short volatility. Ilmanen presenteert uitgebreid empirisch materiaal en theoretische argumenten ter ondersteuning van het succes van deze strategieën en benadrukt de additionele diversificatiemogelijkheden die zij bieden.

In de tweede plaats verlegt Ilmanen het perspectief naar het onderliggende rendementen-genererende proces. Volgens dit gezichtspunt zijn verwachte rendementen op asset classes en dynamische strategieën een compensatie voor de blootstelling aan risicofactoren, zoals groei (met name voor aandelen) en inflatie (met name voor vastrentend). Volgens Ilmanen zijn ook de asymmetrie van een rendementsverdeling van belang (de zogenaamde “staartrisiko’s”) en maakt het uit wanneer een beleggingsobject rendementen genereert. Zo kan een carry strategie worden gezien als een strategie waarbij “loten” worden verkocht: een positieve lange-termijn performance gaat dan gepaard met incidentele grote verliezen. Wanneer deze verliezen vallen in perioden van algemene malaise op de financiële markten, rechtvaardigt deze mogelijke “double whammy” een hoge risicopremie. Het hoge verwachte rendement is dus geen “free lunch”. Liquiditeitspremies vormen een andere rationele bron van verwachte rendementen. Beleggingsobjecten die moeilijk te verhandelen zijn (vooral in crisistijden wanneer men deze het liefst te gelde zou willen maken) verdienen een premie voor hun beperkte liquiditeit en dit verhoogt het te verwachten rendement. Langere-termijn beleggers kunnen hiermee hun voordeel doen.

Daarnaast onderkent Ilmanen irrationele bronnen van verwachte rendementen. Voorbeelden hiervan, bekend uit de “behavioral finance”, zijn overconfidence en de extrapolatie van recente ontwikkelingen naar de toekomst, gepaard aan over- en onderreactie (een van de mogelijke verklaringen voor het succes van value- en momentum-strategieën). Het onderscheid tussen rationele (i.e. risicopremies) en irrationele bronnen (marktefficiënties) van verwacht rendement is relevant. De eerste categorie kan wel variëren in de tijd (afhankelijk van de risicotolerantie) maar de tweede categorie kan in de toekomst worden weg gearbitreerd. De vraag is evenwel of we een dergelijke scheidslijn wel zo scherp kunnen trekken...

Als verwachte rendementen variëren in de tijd, dan geven historisch gemiddelde rendementen een vertekend beeld van in de toekomst te verwachten rendementen. Ilmanen bepleit dan ook om verder te kijken dan historische performance en ook theoretische overwegingen (rationele en irrationele drijfveren van marktparticipanten) en prospectieve markt-indicatoren in de analyse te betrekken. In de laatste benadering wordt het verwachte rendement geschat aan de hand van carry (de contante vergoeding voor het aanhouden van een positie) en value (op basis van mean-reversion van bijvoorbeeld earnings yield).

Ilmanen's kloeke boek verzamelt een schat aan inzichten, empirisch onderbouwd en academisch gestaafd. Na een aantal inleidende hoofdstukken waarin de toon van het boek wordt gezet gaat Ilmanen in een twaalfstal case studies uitgebreid in op de bronnen van verwachte rendementen vanuit de complementaire perspectieven van asset classes, dynamische strategieën en factorrisicopremies. De laatste hoofdstukken zijn gewijd aan tijdsvariërende patronen in (verwachte) rendementen en aan suggesties hoe beleggers op basis van de geleverde inzichten hun performance zouden kunnen verbeteren. Hierbij besteedt Ilmanen onder meer aandacht aan risicobeheer en diversificatie, beleggingshorizon en kosten.

Met dit boek slaat Ilmanen een brug tussen de veronderstelde tegenpolen van academisch en praktijk-gericht onderzoek. Hij predikt een pragmatische benadering die vanuit verschillende perspectieven de bronnen van verwachte rendementen blootlegt en naar mijn mening is Ilmanen hierin goed geslaagd. Ook levert Ilmanen met dit boek een krachtige bijdrage aan het actief-versus-passief debat omdat hij uitgebreid stilstaat bij alternatieve en smart betas en bij tactische beta timing. De breedte en diepgang maakt dit boek een must-read voor zowel professionele beleggers als CFA/RBA studenten. Laat de omvang van dit boek je niet afschrikken: elk hoofdstuk is goed afzonderlijk te lezen. Een olifant eet je in kleine hapjes en ik zou starten met de laatste twee hoofdstukken. Van harte aanbevelen!