

‘Blijkbaar zijn er trends’

tekst: Mischa Peters

In de financiële wetenschap is geen onderwerp dat zo vaak wordt besproken en onderzocht als de efficiënte markttheorie. De belangrijkste conclusie van de theorie is dat het onmogelijk is om structureel betere beleggingsresultaten te behalen dan het marktgemiddelde, behalve door geluk.

Tegenstanders van de theorie zijn er genoeg. Ze wijzen naar wetenschappelijke bewijzen dat het wel degelijk mogelijk is om structureel betere resultaten te behalen dan de markt. Recent had Traders ClubMagazine een gesprek met twee academisch geschoolde beleggers die hun sporen in de beleggerswereld hebben verdiend, Jaap Koelewijn en Peter Zwag, over het al dan niet bestaan van marktinefficiënties en trends en de vraag of hier winstgevend op ingespeeld kan worden.

Professor Dr. Jaap Koelewijn (JK) vervulde functies als analist en strateeg bij grote institutionele beleggers. In 2000 startte hij zijn eigen onderneming Financieel Denkwerk. Thans is hij een veelgevraagd spreker en adviseert hij pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen inzake de strategische inrichting van hun beleggingsportefeuille. Verder is hij columnist, onder andere voor het Financieele Dagblad. Daarnaast komt Peter Zwag (PZ) aan het woord. Als kind van Nederlandse immigranten groeide hij op in Nieuw-Zeeland en momenteel woont hij in Australië. Vandaag de dag handelt hij met mechanische handelssystemen en heeft hij voldoende tijd voor zijn familie en twee kinderen. Hij is betrokken bij de begeleiding van kansarme kinderen en volwassenen. Tevens adviseert hij het in Nederland gevestigde beleggingsfonds,

de Alpha Index Trader (AGIT). AGIT maakt gebruik van geavanceerde computermodellen, die zonder menselijke tussenkomst handelen. Ze zijn speciaal door hem ontwikkeld en werken zonder enige vorm van menselijke interventie.

Wat waren jullie eerste ervaringen met beleggen?

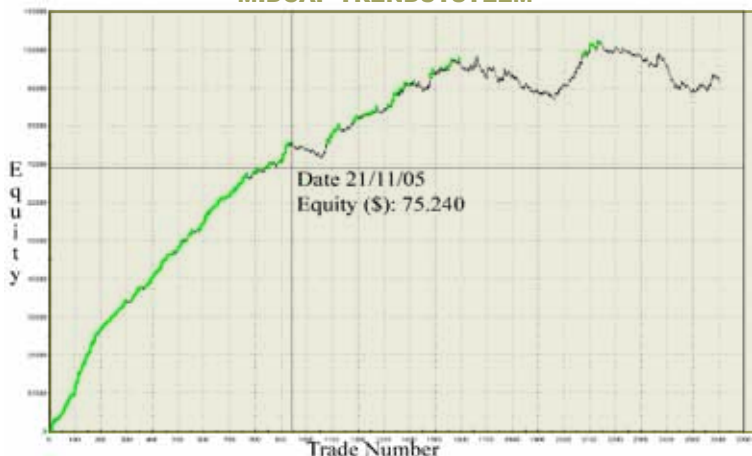
JK: ‘Mijn eerste ervaringen met beleggen deed ik op toen ik op mijn veertiende van mijn oma f700 erfde. Ik heb hiervan obligaties van de Nederlandse Spoorwegen gekocht. Pas vanaf begin jaren ‘80 ben ik regelmatig gaan deelnemen in de vele emissies van Nederlandse ondernemingen die toen plaatsvonden.’
PZ: ‘Mijn vrouw en ik hebben altijd als doel gehad om onze inkomens op passieve wijze te laten groeien. Het ruilen van tijd voor een inkomen is voor de meesten misschien een veilige optie, maar wij zochten echt naar iets anders. We hadden geld en een bepaalde visie. Wij zijn van mening dat het leven niet slechts ‘overleven’ is, maar eerder een kans om een verschil in het leven van anderen te maken. Toen een vriend van ons vertelde dat hij een eenvoudige manier had gevonden om zijn vrije tijd te vergroten en daarbij een inkomen had door de markten te traden, wisten wij meteen dat wij dit ook wilden. Een paar jaar later hadden wij ons doel bereikt. Het bleek echter dat trading veel moeilijker was dan ik in eerste instantie dacht, juist veel tijd vergt en zeker niet passief is.’

Wat kunnen jullie zeggen over de wijze van beleggen?

JK: ‘Sinds 2000 beleg ik voor mijn eigen pensioen. Ik ben van mening dat als je een visie of strategie hebt gekozen, je je daar ook aan moet houden. Maar ik denk niet dat ik het beter weet dan een ander. Iedereen maakt wel eens een verkeerde beslissing en ook ik ben feilbaar. Ik analyseer altijd wat ik fout heb gedaan en geef niet de schuld aan de markt of mijn adviseur. Ik ga uit van een passieve strategie waarbij ik de kosten zo laag mogelijk probeer te houden. Ik acht de kans namelijk gering dat een actief beheerd fonds de vergoedingen die daarvoor staan kan terugverdienen. Hierin probeer ik de waan van de dag zo veel mogelijk te vermijden en richt ik mij op de lange termijn, omdat ik ervan overtuigd ben dat de financiële markten op de lange termijn efficiënt zijn. Hiermee beweer ik overigens niet dat het voorspellen op korte termijn onmogelijk is. Ik heb echter ook andere prioriteiten zoals het adviseren van institutionele beleggers en heb geen tijd om in te spelen op deze kortetermijnbewegingen.’

PZ: ‘Ik geloof dat de menselijke geest niet is toegerust om te beleggen. Doordat toch veel beleggers hun heil zoeken op de financiële markten, ontstaan er door foutieve beslissingen van beleggers inefficiënties, waarvan je alleen met computerhandel, waar de menselijke emotie dus geen rol bij speelt, gebruik van kunt maken. Op deze wijze beheer ik het geld van mijn ‘family trust’. Tevens worden mijn computersystemen gebruikt door andere partijen.’

KAPITAALONTWIKKELING MECHANISCH INTRADAY S&P MIDCAP-TRENDSYSTEEM



Figuur 1: In groen ziet u de positieve waardegroei van het mechanische trendsysteem. De resultaten zijn spectaculair tot november 2005 waarbij het handelskapitaal bijna onafgebroken naar \$97.000 groeit. Het systeem nam steevast posities in in de richting van de trend die voor de middag aanwezig was. Na circa 1700 trades treedt er een forse drawdown op en blijkt het trendpatroon niet meer aanwezig te zijn.



Peter Zwag

Op basis van welke visie of strategie beleggen jullie op dit moment?

JK: 'Voor een deel vermijd ik de US dollar-regio's, omdat ik denk dat de US dollar ten opzichte van de euro op de lange termijn gaat dalen. De Amerikanen kunnen hun schuldenprobleem alleen maar oplossen door op de lange termijn hun valuta te laten dalen. Een andere trend waarvan ik uitga, is het groeipotentieel van de opkomende markten, dat op dit moment door beleggers wordt onderschat. Verder meen ik dat de rente op de lange termijn weer zal gaan stijgen. Dit maakt mij terughoudend om in lange obligaties te stappen. Dit zijn de voornaamste redenen waarom ik voor mijn pensioen beleg in een wereldwijd gespreid aandelenfonds. Ik koop alleen obligaties waarvan de rente wordt aangepast aan de marktrente, en daarnaast heb ik wat obligaties van de Rabobank die een rente opleveren van 3%. Dat is allemaal niet zo spectaculair dus.'

PZ: 'De Alpha Global Index Trader handelt met ongeveer zestig volledig gemechaniseerde systemen in futures op de DAX, Mini-S&P, Mini-Russell2000 en de Mini-S&P Midcap, commodities en renteproducten. Deze wijze van traden is zeker niet de enige manier, maar het werkt het beste voor ons en wij hebben er het meeste vertrouwen in. Er zijn tal van methoden op basis waarvan men winstgevend kan handelen, maar er zijn er ook zo veel meer die in de praktijk juist niet blijken te werken. Countertrendmethoden kunnen werken. Echter, markten die een trendrichting hebben zijn makkelijker te handelen.'

Naast het beheer van eigen geld dus ook nog adviseren?

JK: 'Ja, ik adviseer pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen over de strategische inrichting van de portefeuille. Dit betreft dan niet alleen de beleggingen zelf, maar ook het balans- en risicomangement. Het is mijn taak om de klant zo goed mogelijk te adviseren over het beheersen van de risico's en het behalen van een rendementsdoelstelling, maar dan wel binnen de



Jaap Koelewijn

grenzen die er worden gesteld vanuit het risicokader. Dit is een heel andere benadering van beleggen dan door de meeste fondsbeheerders en particuliere beleggers wordt toegepast. Dit betekent bijvoorbeeld dat pensioenfondsen minder in aandelen kunnen beleggen als er sprake is van een onderdekking, ofwel een situatie waarin er sprake is van onvoldoende reserves om aan de pensioenverplichtingen te kunnen voldoen. Om de risico's verder te beperken kan het voorkomen dat pensioenfondsen juist aandelen gaan verkopen terwijl er op dat moment misschien wel sprake is van een aantrekkelijke waardering van aandelen.'

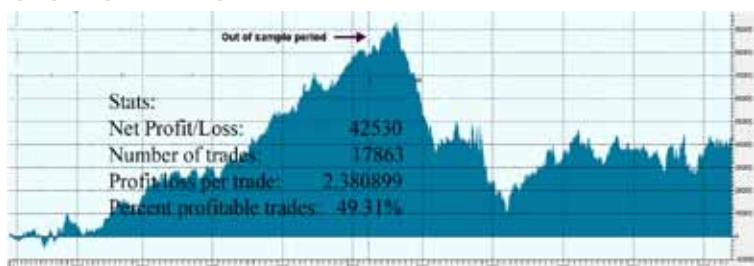
PZ: 'Instituten worden vaak ingekaderd door regels. De enige regels waar ik voor mezelf en als adviseur aan gehouden ben, is dat er in alle marktomstandigheden geld moet worden verdiend, waarbij de risico's in termen van bijvoorbeeld volatiliteit en hefboom beperkt moeten blijven.'

Minder in aandelen bij onderdekking? Moeten we aandelen niet laag (gewaardeerd) kopen en hoog verkopen?

JK: 'Ik geef toe dat dit een dilemma voor institutionele beleggers is. Dat de gebruikelijke waarderingstechnieken aangeven dat aandelen goedkoop zijn, biedt echter nog geen zekerheid dat ze vanaf dat moment ook gaan stijgen, integendeel zelfs. Een pensioenfonds heeft te allen tijde een verplichting naar zijn deelnemers die het zal moeten nakomen. Dat is de belangrijkste doelstelling. Stel dat de onderdekking van 95% naar bijvoorbeeld 70% zou zakken, dan is het leed niet meer te overzien. Dit zou immers betekenen dat er óf rigoureus in de bestaande pensioenen gesneden moet worden, óf dat de inlegpremie enorm omhoog zou moeten. Dit eerste, maar zeker ook dat laatste, zou desastreuze gevolgen hebben op de Nederlandse economie.'

PZ: 'Een financieel instrument waarderen is lastig. Door het sentiment trekken koersen zich zeker op de korte termijn weinig van waarderingen, als we die al vast kunnen stellen, aan. Ik bespeel liever met computeralgoritmes koerstrends die ontstaan door sentiment.'

GROTE STEEKPROEVEN VERTELLEN NIET HET HELE VERHAAL



Figuur 2: Op basis van een steekproef van 9000 trades met 'in-sample-data' zou je aannemen dat het systeem zich zou weten te handhaven op de 'out-of-sample data'. Dit blijkt niet zo te zijn. Grote steekproeven kunnen derhalve niet het enige beoordelingscriterium zijn. De robuustheid van een handelssysteem is volgens Peter Zwag ook een zeer belangrijke aanvullende voorwaarde.

Veel academici zeggen dat markten redelijk efficiënt functioneren en dat trends, als ze al bestaan, moeilijk of niet te voorspellen of te 'timen' zijn.

PZ: 'Enige verduidelijking is hier noodzakelijk. Laten veel markten geen trends of betrouwbare patronen zien, ergo zijn deze onbetrouwbaar? Waarschijnlijk ben ik het hiermee eens. Laten sommige markten patronen en trends zien die winstgevend geëxploiteerd kunnen worden? Hierop is mijn antwoord volledig ja. Neem bijvoorbeeld de E-Mini-Russell2000 en de S&P Mid Cap400. Deze indices bewogen tijdens de namiddag steevast in de richting van de trend die voor de middag te zien was. De resultaten van een systeem dat hierop inspeelde waren spectaculair tot november 2005 toen het systeem in een drawdown raakte die veel groter was dan in het verleden. Gedurende het volgende jaar drong het tot me door dat dit trendpatroon niet goed meer werkte. Ik merkte dat doordat alleen de tradingssystemen die eerder op de dag posities innamen het winstgevendst waren. Deze systemen waren veel moeilijker te vinden, omdat de trends niet zo eenvoudig waren. In figuur 1 ziet u een realistisch voorbeeld uit 2005 dat de hoogte- en dieptepunten van het systeemhandelen toont, alsmede de sterke en zwakke punten.'

JK: 'Ik heb vaak gezegd dat markten op de lange termijn efficiënt zijn en dat ik niet in markttiming geloof. Mijn uitspraken over markttiming wil ik graag nuanceren. Immers, ook ik pas door het formuleren van een visie een bepaalde vorm van markttiming toe. En natuurlijk ken ik de werkwijze en het trackrecord van bijvoorbeeld Transtrend goed omdat deze CTA onderdeel uitmaakt van een van mijn vorige werkgevers. Transtrend heeft het gehele proces volledig gemechaniseerd en belegt volgens bepaalde modellen en algoritmen. Hierdoor worden alle emoties overboord gezet. Dit is het grote verschil met beleggen op basis van een model en beleggen op basis van een visie. Gezien de beleggingsprestaties van bijvoorbeeld deze CTA moet ik onderkennen dat er blijkbaar altijd trends in de markt zitten waarvan je kunt zeggen: 'als ik daarop inspeel, dan kan ik daarvan profiteren'. En er zijn jaren geweest dat circa tweederde van de winst van Robeco op conto van Transtrend kon worden geschreven. Kennelijk is het rücksichtslos toepassen van deze algoritmen iets dat werkt.'

PZ: 'Algoritmes werken beter naarmate er meer emotie in de markt zit. De beste resultaten die de Alpha Global Index Trader tot nu heeft gemaakt was in de maanden september tot en met november in 2008, toen de 'perfect storm' op zijn hardst waaide, en de tweede helft van 2011 toen de eurocrisis in alle hevigheid uitbarstte. Hoge volatiliteit is over het algemeen goed voor systemen die op trends inspelen.'

JK: 'Op de lange termijn keert alles weer terug naar het gemiddelde; markten zijn 'mean reversion'.

Op de korte termijn kunnen er echter inefficiënties voorkomen die op basis van de modellen zoals die van Transtrend en al die andere CTA's winstgevend geëxploiteerd kunnen worden, dus na transactiekosten. Voor de gewone man die niet over deze kennis en kunde beschikt is het echter een ander verhaal. Daar zie je dat men op een gegeven moment altijd weer beslissingen maakt op basis van emoties. Dit maak ik niet alleen regelmatig mee in de dossiers die ik te lezen krijg, dit wordt ook bevestigd door een enorme hoeveelheid onderzoek.'

Inefficiënties, trends, hoe kunnen systemen hierop inspelen?

PZ: 'Inefficiëntie is meer een academische term. Noem het een onlogische waardering die op de korte termijn kan ontstaan door sentiment. In ben meer technisch van aard en spreek liever van een trend, wat in mijn definitie een marktbevinging is waarvan de kans groter is dat deze in dezelfde richting blijft bewegen dan dat deze wordt afgebroken, maar naar wiskundige patronen die op basis van historie winstgevend zijn en ook een hoge kans hebben om in de toekomst rendabel te zijn. Normaal gesproken leent een trendvolgendstelsel zich hier het beste voor.'

Hoe vergroten we de kans dat een historisch vastgesteld wiskundig patroon of -trend zich ook in de toekomst zal voortzetten?

PZ: 'Grote steekproeven zodat de statistische waarschijnlijkheid toeneemt kunnen helpen, maar zijn op zich nog niet voldoende antwoord. In een eerder artikel van mijn hand gaf ik aan dat de meeste mensen dit niet goed begrijpen. In figuur 2 zie je een grafiek met de vermogensgroei van een trendstelsel op basis van een steekproef van 9000(!) trades. Het systeem doet het uitstekend tijdens de 'in-sample'-periode, maar faalt spoedig in de 'out-of-sample'-periode.

Op basis van deze steekproef van 9000 trades zou ik op geen enkel moment hebben gedacht dat het systeem het in de out-of-sample-periode zo slecht zou doen. Het toont echter wel aan dat de steekproefomvang niet het enige criterium kan zijn om een systeem te valideren. Robuustheid is eveneens van cruciaal belang, zozeer zelfs dat ik ongeveer twee maanden van het afgelopen jaar alleen maar heb besteed aan het verbeteren van mijn optimalisatiemethode. Het waren weliswaar twee saai maanden, maar als je naar het grote plaatje kijkt was het zeer goed besteedde tijd waarin ik veel heb geleerd van de 'walk-forward-test' die ik heb uitgevoerd.'

Wat doet een walk-forward-test precies?

PZ: 'De logica die gebruikt is voor het programmeren van het hierboven genoemde systeem zou gelijk onderuit gaan wanneer het systeem door middel van een walk-forward-test op de pijnbank zou zijn gelegd. Als deze test goed wordt opgezet en uitgevoerd, heb ik zeer veel vertrouwen in deze wijze van testen. Het typische van een dergelijke test is dat je de instellingen van een handelssysteem op basis van de eerste 10% van de koersdata optimaliseert. Je probeert deze instellingen dan uit over de volgende 10% van de koersdata en legt deze resultaten vast als een 'walk-forward-out-of-sample'-resultaat. Vervolgens optimaliseer je opnieuw de eerste en de tweede 10% van koersgegevens en test je de volgende 10% van de data, et cetera. Deze wijze van testen levert een performanceresultaat op dat voor 90% is behaald op basis van 'out-of-sample'-koersgegevens. Samenvattend zou ik zeggen dat je een grote steekproef moet hebben en het liefst een systeem dat meerdere markten aan kan zonder dat je de instellingen van het systeem veel moet wijzigen. In de praktijk handel ik met vrijwel hetzelfde trendsysteem op de Emini-Russell2000, de S&P400 MidCap evenals het valutapaar EUR/USD en Euro Forex Futures. Elk systeem zou op soortgelijke markten met slechts een lichte verslechtering moeten werken, zonder dat er sprake is van veranderingen van de instellingen.'

We zijn het er volgens mij wel over eens dat beleggers zich laten leiden door emotie. Maar op lange termijn zijn markten wel efficiënt. Is dat niet in tegenspraak?

JK: 'Op de korte termijn kunnen er door angst en hebzucht, maar ook door institutionele factoren, inefficiënties in de financiële markten ontstaan. Een voorbeeld van een institutionele factor is als er obligaties moeten worden verkocht omdat de rating onder een bepaald niveau zakt.'

PZ: 'De termijn waarop wij beleggen, meestal zelfs intraday, is kort. Of markten op lange termijn wel of niet efficiënt zijn, is niet zo'n belangrijke vraag voor ons. De meeste beleggers hebben een korte beleggingshorizon en als ze zeggen dat ze de tijd hebben, laten ze zich vroeg of laat toch leiden door de waan van de dag.'

Hoe kunnen we de situatie in Japan, waar de kapitaalmarktrente al sinds mensenheugenis tussen 0 en 1% beweegt terwijl de staatschuld sinds de laatste officiële cijfers inmiddels 225% van het bbp bedraagt, verklaren? Als de markten op de lange termijn efficiënt zijn, dan zou je mogen verwachten dat geïnformeerde beleggers een hogere rentevergoeding verlangen, ergo de Japanse rente zou moeten stijgen. Toch ligt de rente op Japanse staatschuld sinds het begin van deze eeuw soms op 0,5% of net iets boven 1%. Hier kan toch geen sprake meer zijn van slechts een kortetermijninefficiëntie?

JK: 'De financiële markten kunnen blijkbaar zeer lang inefficiënties vertonen. Het is door niemand te voorspellen. En ik sluit niet uit dat we in Europa ook met een dergelijk scenario te maken krijgen. Mijn punt is dat je een visie kunt ontwikkelen, maar je weet niet wanneer je gelijk krijgt. Als je überhaupt

gelijk krijgt.'

Hoe belangrijk is het toepassen van moneymanagementtechnieken, kijkend bijvoorbeeld naar het bepalen van de positiegrootte en het gebruik van stoplossniveaus?

PZ: 'Voor ervaren systeemontwerpers vind ik dat het grootste risico ligt in het gegeven dat de werkelijke prestaties van het systeem buiten het domein van de historische prestaties liggen. Als gevolg van het feit dat systemen er vaak niet in slagen om hun historische prestaties te evenaren, beschouw ik dit verschijnsel ook als een onderdeel van het moneymanagement. Elke wijze van moneymanagement die ervan uitgaat dat resultaten uit het verleden in de toekomst net zo goed zullen zijn, is zeer riskant. Voor wat betreft de stoploss, het gebruik ervan vind ik niet buitengewoon belangrijk. Ik gebruik nu ruimere stops dan vroeger. Typisch \$1000 tot \$2000 voor het intraday Russell2000-Emini-systeem.'

Verandering is de enige constante in het leven. Hoe moet een belegger met de veranderende marktomstandigheden omgaan?

PZ: 'Op dit moment bevind ik mij in de opwindendste periode van mijn tradingcarrière. Afgelopen jaar heb ik minder toegelegd op het bouwen van handelssystemen en juist tijd besteed aan het bouwen van de volgende generatie van software die handelssystemen bouwt. Deze software stelt mij in staat om het hele proces van systeemontwikkeling ongeveer honderdmaal sneller uit te voeren. Om dingen in perspectief te zetten: ik herinner mij dat ik ongeveer acht maanden heb moeten werken om tot één uitstekend tradingsysteem te komen en toen heb ik nog één maand moeten uittrekken om het te testen. Nu hoop ik in ongeveer een maand tijd deze nieuwe software te kunnen uitrollen. Dit zal mij in staat stellen om meerdere systemen per week te ontwikkelen. Dit wordt gedaan door een groot aantal zeer innovatieve concepten waar niemand anders aan lijkt te hebben gedacht. Voor AGIT zullen de implicaties groot zijn. Het betekent namelijk weer betere handelssystemen en meer diversificatie.'

JK: 'Veelvuldig onderzoek heeft aangetoond dat beleggers te lang vasthouden aan hun standpunten. Dit zie ik regelmatig in de praktijk terug in de beleggingsportefeuilles die ik onder ogen krijg. Portefeuilles met grote verliesgevende posities op aandelen, derivaten en andersoortige hefboomproducten zijn niet ongebruikelijk. Keer op keer blijkt dan dat de belegger te ver is afgedwaald van zijn oorspronkelijke beleggingsstrategie en doelstellingen. Succesvol beleggen in mijn optiek is mogelijk als men een strategie ontwikkelt waar men zich aan houdt en ook de werkelijkheid onder ogen durft te zien en bijvoorbeeld ingrijpt door verlies te nemen.' X

In de rubriek Interview een vraaggesprek met een bekende analist of trader.

MISCHA PETERS

is initiatiefnemer van www.beurstrendsonline.nl en al sinds 1996 werkzaam in de financiële sector.