

wordt inzichtelijk dat een wat lager rendement geen brevet van onvermogen hoeft te zijn, maar eerder een teken van voorzichtig beleggen.

VERTEKEND BEELD

Tekortkomingen zijn er ook. De voorspellende waarde van de ratio is betrekkelijk. Dit heeft vooral te maken met de noemer in de ratio: de volatiliteit oftewel de standaarddeviatie van de rendementen.

De theorie zegt dat aandelenrendementen door de tijd heen dicht bij het gemiddelde liggen – ze volgen een zogeheten normale verdeling – maar in de echte wereld schieten koersen alle kanten op. Sharpe kan flink vertekenen, helemaal bij speciale beleggingen als hedgefondsen.

Neem Long Term Capital Management dat onderleiding stond van verschillende Nobelprijswinnaars en jaren een extreem hoge Sharpe-ratio had. Het hedgefonds speculeerde erop dat kleine prijsverschillen tussen obligaties bij zouden trekken met een klein winstje tot gevolg bij een kleine bewegelijkheid. Deze op het oog vrij zekere winstjes werden opgekrakt met een flinke schuldeffoort.

SCHOMMELINGEN

Dit leverde vette rendementen op, totdat een crisis in Rusland het hedgefonds naar de afgrond sleurde. Ook is er het bekende probleem: rendementen en volatiliteit van gisteren zeggen vrij weinig over de toekomst.

En kijk eens naar het Nederlandse Add Value Fund. De opbrengsten van dit beleggingsfonds zijn door de jaren heen erg beweeglijk. De volatiliteit bewoog in de laatste zes jaar tussen 31 procent (2008) en 14 procent in 2013. Het is de vraag of de Sharpe-ratio nog enige voorspellende waarde heeft bij dergelijke schommelingen.

De Sharpe-ratio is stabiel als met meerjarige perioden gerekend wordt. Maar er is geen eenduidigheid of dat 3, 5 of 10 jaar moet zijn. Ook blijft het zo dat een belegger risico's inschat via de achteruitkijkspiegel.

HOE HOGER DE SHARPE-RATIO DES TE BETER DE VERHOUDING TUSSEN RISICO EN RENDEMENT VAN EEN BELEGGING

SHARPE 2.0

Door zijn eenvoud kent de Sharpe-ratio meer valkuilen. Bij negatieve rendementen neemt het nut sterk af. Stel dat fonds A en B beide een rendement boekten van -12 procent, maar A heeft een volatiliteit van 4 procent en B van 6 procent, dan is B $(-12/6=-2)$ ondanks de hogere volatiliteit aantrekkelijker dan A $(-12/4=-3)$. Beleggers die alleen naar de Sharpe-ratio kijken, kiezen in dit geval voor het verkeerde fonds.

Ook zullen beleggers weinig bezwaar hebben als koersen stevig opveren. Toch tellen koersstijgingen bij het begrip volatiliteit even zwaar mee als dalingen. Daarbij is de interpretatie van verschillende Sharpe-ratio's niet altijd even mak-

kelijk: een beleggingsfonds met een Sharpe van 0,4 oogt beter dan een fonds met een ratio van 0,2, maar hoeveel beter?

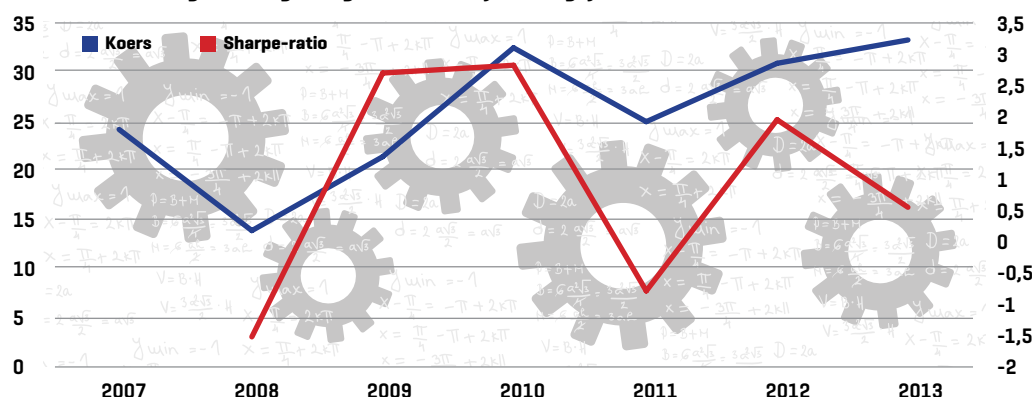
KREUKELS GLADSTRIJKEN

Verschuiven economen hebben geprobeerd de kreukels in de formule glad te strijken via allerhande uitbreidingen. Toch blijft de gedachtegang bij al die verschillende maatstaven overeind: het idee dat rendementsreeksen uit het verleden iets kunnen zeggen over de risico-rendementsverhouding in de toekomst. Ook houdt dit soort ratio's helemaal geen rekening met kwalitatieve of externe factoren die rendementen kunnen beïnvloeden, zoals het opstappen van een fondsmanager.

DE SHARPE-RATIO

Hoe labiel is Sharpe?

Heeft de ratio nog wel toegevoegde waarde bij bewegelijke koersen?



Hoe werkt de Sharpe-ratio in de praktijk? Het sommetje voor het Add Value Fund, dat onder leiding van Willem Burgers relatief succesvol is met beleggingen in kleine en middelgrote Nederlandse beursfondsen, ziet er zo uit:

Rendement	7,8%
Risicovrije rente	0,2%
Meerrendement	7,6%
Volatiliteit	14,1%
Sharpe-ratio	0,54%

De Sharpe-ratio bedraagt een alleszins acceptabele 0.54 voor 2013. Maar een analyse van het getal in het verleden leert dat hier weinig voorspellende kracht van uitgaat. Allereerst is de ratio erg beweeglijk. Misschien interessanter is dat de ratio beter als contra-indicator gebruikt kan worden. De jaren dat Sharpe waarschuwde voor een slechte risico-rendementsverhouding vanwege fors gedaalde koersen zoals in 2008 en in 2011 bleken achteraf juist prima instapmomenten. Bij een hoge Sharpe-ratio lijkt het ook

gevaarlijk om uit te gaan van vette risicogecorrigeerde rendementen in de toekomst. Zo was de ratio in 2010 met 2,81 erg hoog, maar was het rendement in het jaar erop met minus 20 procent beroerd. Beleggers kunnen de uitschieters inperken door niet het Sharpe-cijfer met behulp van 1 jaar, maar met 3, 5 of 10-jaar koersdata te berekenen. Maar ook in dat geval zal het verhoudingsgetal blijven schommelen en weinig voorspellende waarde hebben voor toekomstige risico's en rendementen.

*Bron Bloomberg. Formule uitgerekend op basis van wekelijkse data voor één jaar.