

# De tijdshorizon van beleggers

Sinds 1926 is het gemiddelde jaarlijkse rendement op aandelenportefeuilles in Amerika 6% hoger dan dat van obligaties. De fluctuatie van jaar tot jaar in rendementen is echter voor aandelen behoorlijk groter. Beleggingen in aandelen kennen dus meer risico. Over aaneengesloten perioden van meer dan dertig jaar doen aandelenportefeuilles het echter altijd beter dan portefeuilles van obligaties. Toch beleggen veel institutionele investeerders slechts vijftig tot zestig procent van hun vermogen in aandelen of onroerend goed, en de rest in vastrentende waarden<sup>1</sup>. In Nederland (in de periode na de tweede wereldoorlog) doen aandelen het zelfs beter voor iedere periode van vijftien tot twintig jaar, terwijl er verhoudingsgewijs nog minder in aandelen wordt belegd.

Volgens traditionele theorie maximaliseren beleggers het verwachte nut van hun toekomstige consumptie, die afhangt van het rendement op hun beleggingen. Daarbij hangt de optimale portefeuille-samenstelling af van de risicoaversie van de belegger. Uit de gerealiseerde rendementen en varianties sinds 1926 en het feit dat portefeuilles uit ongeveer gelijke delen aandelen en obligaties bestaan, kan een gemiddelde risicoaversie worden afgeleid. Een belegging met een kans van 50% op een opbrengst van 50.000 gulden en dezelfde kans op 100.000 gulden, zou volgens deze berekening gelijk zijn aan een zekere opbrengst van  $f$  51.209! Niemand gelooft dat beleggers in een dergelijke mate risico-avers zijn. Het in het verleden gerealiseerde rendement op aandelen is dus volgens de traditionele theorie veel te hoog voor het extra risico van het beleggen in aandelen. Dit verschijnsel staat in de literatuur bekend als de 'equity premium puzzle'.

In een artikel dat in februari a.s. zal verschijnen in de *Quarterly Journal of Economics* geven Benartzi en Thaler een mogelijke verklaring voor deze puzzel met de uit de psychologie afkomstige 'prospect theory'<sup>2</sup>. Bij de traditionele optimalisatie van het verwachte nut is de portefeuillesamenstelling onafhankelijk van de tijdshorizon van de belegger. Klopt dat? Samuelson vroeg eens aan een collega of deze aan een experiment zou meedoen met 50% kans op een winst van \$ 200 en een zelfde kans op een verlies van \$ 100. De collega weigerde, maar wilde het spel wel tien keer achter elkaar spelen. Dit lijkt een voorstelbare reactie. Uitgaande van de traditionele theorie is dit echter irrationeel<sup>3</sup>.

In de prospect theorie speelt de tijdshorizon wel een rol. De psychologen Kahneman en Tversky hebben laten zien, dat beslissers een zekere 'verlies-aversie' hebben. Verliezen worden twee keer zo zwaar ervaren als winsten van gelijke omvang volvoering geven<sup>4</sup>. Benartzi en Thaler laten nu zien dat naarmate verlies-averse portefeuillebeheerders hun portefeuilles vaker evalueren, en dus ook vaker met verliezen worden geconfronteerd, zij steeds meer risico zullen vermijden. Zij noemen dit verschijnsel 'myopic loss aversion'. Het gaat hierbij

niet om de tijdshorizon van de belegger, maar om de periode tussen twee evaluaties van de portefeuille. Een pensioenfonds is een lange-termijnbelegger, maar rapporteert toch ieder jaar over de resultaten van de beleggingen en evalueert jaarlijks de resultaten van de portefeuillebeheerders. In de traditionele theorie hebben deze tussentijdse evaluaties geen invloed op de optimale samenstelling van de portefeuilles. In de prospect-theorie zullen zij tot meer beleggingen in obligaties leiden, en is ook de collega van Samuelson, gelukkig, niet langer irrationeel.

Gegeven de rendementen uit het verleden en bijbehorende varianties en de eerder beschreven verlies-aversie, hebben Benartzi en Thaler via simulaties de lengte van de evaluatieperiode bepaald waarbij beleggen in aandelen even aantrekkelijk is als beleggen in obligaties, en waarbij dus de 50/50-samenstelling van de portefeuilles kan worden verklaard. Zij vinden een evaluatieperiode van ongeveer één jaar. Dit komt in hoge mate overeen met de verwachtingen omtrent het gedrag van investeerders. De jaarlijkse evaluatie zorgt er dus voor, dat beleggers een extra verwacht rendement van 6% op aandelen wensen. Zouden portefeuilles één in de twintig jaar worden geëvalueerd, dan zouden beleggers met een extra rendement op aandelen van slechts 1% genoegen nemen. Met andere woorden, lange-termijnbeleggers die niet te vaak naar hun portefeuille kijken, kunnen een extra rendement op jaarbasis van 5% realiseren door te beleggen in aandelen in plaats van obligaties. Voor veel institutionele beleggers is dit echter niet mogelijk, omdat zij geconfronteerd worden met solvabiliteits-eisen en daardoor hun portefeuilles wel jaarlijks moeten evalueren. Ook beleggingsfondsen voelen zich wellicht lange-termijnbeleggers, maar kunnen de korte-termijnresultaten niet veronachtzamen vanwege het belang dat (potentiële) deelnemers hechten aan goede korte-termijnresultaten.

Juist die bezorgdheid over het rendement van beleggingen en de daaruit voortvloeiende regelmatige evaluaties van de portefeuille, maken het resultaat op de lange termijn slechter: het leidt tot minder beleggen in aandelen. De beleggers die dit doen, scheppen daarmee de mogelijkheid voor hen met sterkere zenuwen om, met een portefeuille die meer aandelen bevat, een hoger lange-termijnrendement te behalen. Slechts wanneer iedereen massaal in aandelen gaat beleggen kan de premie verdwijnen.

A.C.F. Vorst\*

\* De auteur is als hoogleraar verbonden aan het Erasmus Centre for Financial Research te Rotterdam.

1. Zie bij voorbeeld J.P. Williamson, *Funds for the future*, West Port, The Common Fund, 1993.

2. Gebaseerd op S. Benartzi en R.H. Thaler, *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*, Working paper 4369, National Bureau of Economic Research, Cambridge, mei 1993.

3. P.A. Samuelson, Life-time portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economic Statistics*, augustus 1969, blz. 239-246.

4. D. Kahneman en A. Tversky, Prospect theory: an analysis of decision under risk, *Econometrica*, nr. 47, 1979, blz. 263-291.