

# Kunnen we weer instappen?

13 september 2008 | Het Financieele Dagblad

Door: Citters, E. van

*Consequent op het juiste moment uit en in de markt stappen lukt niemand. Gewoon blijven zitten is ook niet alles. Wat wel lukt is een afgezwakte vorm van markttiming: beschutting zoeken als het te onrustig wordt en pas weer terugkeren als de storm is uitgeraasd.*

Het afgelopen jaar zijn onder invloed van de kredietcrisis de beurzen wereldwijd flink gezakt. Veel westerse beurzen, waaronder de Nederlandse AEX-index, staan inmiddels op hetzelfde niveau als elf jaar geleden. Het aanhouden van geld op een spaarrekening was in deze periode niet alleen veiliger dan beleggen in aandelen, maar leverde bovendien een hoger rendement op.

Veel beleggers vragen zich af of ze niet volledig moeten capituleren, of dat het juist weer tijd wordt om aandelen te kopen. De waardering van aandelen (op basis van de bestaande bedrijfswinsten) is laag en mogelijk zal een langdurige periode van hoge rendementen aanbreeken. De vraag die zich dan altijd weer aandient, is die van de markttiming: moeten we nu nog (meer) verkopen of kunnen we alweer instappen?

Beleggers die hun aandelen verkopen omdat de koersdalingen de acceptatiegrens overschrijden, lopen het risico bij het herstel van de markt de grootste stijgingen te missen en daarmee de langetermijnperformance van de portefeuille in gevaar te brengen. Veel vermogensbeheerders raden daarom aan vast te houden aan een langetermijnbeleggingsstrategie. De aandelenmarkten bevinden zich weliswaar al lange tijd in een neerwaartse trend, maar kunnen ook weer zeer snel herstellen. Beleggers dienen zich ervan te verzekeren dat hun portefeuille aansluit bij hun risicoprofiel. Als de asset allocatie juist is en de portefeuille goed gediversifieerd, dan zal geduld uiteindelijk leiden tot het gewenste resultaat, zo luidt vaak het advies.

Markttiming is een beleggingsstrategie die erop vertrouwt dat de toekomst te voorspellen is, waarmee het vermogen tijdig beschermd kan worden in een neergaande markt. Een goede markttimer moet echter naast het juiste verkoopmoment ook perfect aanvoelen wanneer de markt opnieuw draait teneinde zo ook weer te profiteren van het herstel. Helaas is de hierbij zo noodzakelijke glazen bol bij de meeste beleggers en adviseurs niet voorhanden.

## Ondoenlijk

William Sharpe, Nobelprijswinnaar voor economie, heeft onderzocht dat markt timers maar liefst 83% van de tijd gelijk moeten hebben om eenzelfde rendement te behalen als beleggers die continu belegd blijven. Terwijl langetermijnbeleggers rustig blijven zitten, is de markt timer zich doorlopend aan het afvragen wan-

neer het het beste moment is om in en uit te stappen. Ondanks deze inspanning heeft hij uiteindelijk weinig kans op een beter rendement. Het is niet moeilijk om goede beleggers aan te wijzen (zoals bijvoorbeeld Warren Buffett) die succes hebben behaald door langdurig vast te houden aan dezelfde beleggingen of een bepaalde beleggingsstrategie. Daarentegen is het vinden van één - laat staan een paar - succesvolle markt timer met vergelijkbare goede resultaten over de lange termijn haast onmogelijk. Het blijkt ondoenlijk om over een lange periode consistent en met enige precisie de markt te timen.

Het advies aan de particuliere belegger om een 'buy and hold'-strategie aan te houden, klinkt dus heel plausibel. Het gaat om tijd in de markt en niet om markt timing ('time not timing'). Een onderzoek van de universiteit van Michigan over het effect van markt timing op de Amerikaanse beurs toont aan dat als de beste 30 dagen over een periode van 30 jaar (1963 tot 1993) worden gemist, het rendement zakt van circa 12% tot 8%. Met het missen van de beste 90 dagen (slechts 1% van de tijd) zakt het rendement terug naar circa 3%, nog minder dan obligaties. Andere studies, over verschillende periodes en in andere regio's, laten overigens steeds dezelfde soort uitslagen zien.

## Slechtste dagen

De bevindingen van Sharpe en onderzoeken zoals dat van de universiteit van Michigan zijn dus kennelijk sterke argumenten om een buy and hold-strategie te volgen. Maar helaas wordt zelden het complete verhaal verteld. Het Michigan-onderzoek wordt bij nadere bestudering namelijk interessanter.

Het niet meetellen van de slechtste dagen heeft juist een zeer positieve werking op de performance. Sterker nog, het effect van het missen van de slechtste dagen is zelfs nog groter dan het missen van de beste dagen. Indien bij het bovengenoemde voorbeeld de slechtste 90 dagen worden gemist, stijgt het rendement van 12% naar 22%. Maar het voor een bepaalde tijd uit de markt zijn, heeft ook nog een ander effect. Het risico, toch ook een belangrijk onderdeel van beleggen, daalt naarmate men meer handelsdagen (goed of slecht) mist. Dus ook al wordt het rendement beïnvloed door tijdelijk niet te beleggen, het risico van de portefeuille daalt daar in ieder geval wel door.

En er is nog wel meer aan te merken op de wijze waarop markttimingonderzoeken worden uitgelegd. Zoals net beschreven, wordt er niet bij verteld dat het missen van de slechtste dagen juist een zeer positief effect heeft op de performance. Maar wat is, los daarvan, de waarschijnlijkheid dat je van de 7802 handelsdagen tussen 1963 en 1993 exact de 90 beste dan wel slechtste dagen bent misgelopen? De onwaarschijnlijkheid daarvan is zo groot dat de conclusies van het onderzoek wel enigszins gerelativeerd mogen worden.

Een waarschijnlijker scenario is dat in een bepaalde periode evenveel beste als slechtste dagen worden gemist. Dan blijkt de performance ongeveer gelijk te blijven, maar het risico (de volatiliteit) van de portefeuille daalt wel naarmate de belegger minder in de markt is.

### Minder risico

Perfekte markttiming op lange termijn is niet mogelijk, maar het uit de markt zijn gedurende volatiele markten - ongeacht of die omhoog of omlaag gaan - doet het risico wel verminderen. Voor beleggers zonder stalen zenuwen of een minder lange beleggingshorizon is dit een belangrijk gegeven. Let wel, het grootste risico van het wijzigen van een voorgenomen beleggingsstrategie is (emotioneel) gedrag, waarbij aandelen pas verkocht worden na een scherpe daling (zodat wel deel wordt genomen in de slechtste dagen) en dat wordt gekocht nadat de markt het al goed heeft gedaan en de beste dagen al achter de rug zijn.

Professionele beleggers zijn het erover eens dat lange-termijnbeleggers zich dienen te onthouden van markt-timing in tijden van onzekerheid. Het kopen van een goede aandelenportefeuille en die lang vasthouden is

echter een strategie die niet altijd gemakkelijk is vol te houden. Zo is het op de Japanse beurs (de Nikkei-index staat op hetzelfde niveau als in 1985) lastig om voor een buy and hold-advies de handen op elkaar te krijgen. Maar ook in de Verenigde Staten en in Europa waren er in de vorige eeuw twee periodes van circa 20 jaar aan te wijzen (vanaf de jaren '30 en '60) dat beleggers na inflatie geen koerswinst behaalden. Misschien is dan toch niet alles volledig op wetenschap terug te voeren. Het beleggen in aandelen vergt in bepaalde (crisis)situaties toch ook wel enig gevoel voor de omstandigheden waarin (een regio van) de wereld zich op dat moment bevindt.

Wat moeten beleggers hiermee onder de huidige omstandigheden? De meeste beurzen zijn het afgelopen jaar met 20% of meer gedaald in reactie op de kredietcrisis en de verhoogde inflatieverwachtingen. De marktconsensus is dat de wereldeconomie in de loop van 2009 weer aan kracht zal winnen. Dit scenario, gecombineerd met de ervaring dat beurzen hierop vooruitlopen, creëert voor langetermijnbeleggers mogelijk al een goed aankoopmoment in de komende maanden. Voorzichtige beleggers doen er echter verstandig aan te wachten met aankopen tot een nieuwe uptrend duidelijk bevestigd wordt. Het onvermijdelijke missen van een deel van de performance is het wisselgeld voor meer rust en zekerheid.

*Edzard van Citters, partner bij Philipse & Co, onafhankelijke vermogensbeheerders te Amsterdam.*