



## De telecom-hype: hij was er echt

**Auteur(s):**

Keijer, M.G.

Prast, H.M.

Beide auteurs zijn verbonden aan de Universiteit van Amsterdam, Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie. De tweede auteur is eveneens verbonden aan De Nederlandsche Bank, Afdeling Toezicht-Strategie.

**Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4302, pagina 288, 30 maart 2001

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

aandelen

*Marktsentimenten kennen hun eigen dynamiek. Hypes kunnen echter wel worden verklaard. Empirisch onderzoek laat dit voor de telecom zien.*

**Tussen oktober 1999 en begin maart 2000, zo rond de introductie van het aandeel World Online, heerste er volgens velen een hype op de markt voor aandelen in technologiefondsen. Een wetenschappelijke, kwantitatieve onderbouwing van deze visie is tot op heden echter niet geleverd. Dit artikel probeert daartoe een aanzet te geven. Het uitgangspunt is dat een hype plaatsvindt wanneer de vraag- en daarmee de koers - van een aandeel meer stijgt dan op grond van de beschikbare relevante informatie te verwachten is.**

De theorie van efficiënte markten veronderstelt dat informatie in koersen is verwerkt en dat koersbewegingen ontstaan door nieuws. Daarom analyseert dit artikel de reactie van de koersen van aan de AEX genoteerde technologiefondsen op nieuws over de telecomsector. Uiteraard reageert de koers van dergelijke fondsen in beginsel ook op relevant algemeen economisch nieuws. Om het effect van telecommnieuws te isoleren, is daarom gekeken naar het verschil in koersontwikkeling tussen de technologie-index en de algemene AEX-index. Op grond van een analyse van de reactie van de dagkoersen op relevante nieuwsfeiten in de periode van 1 oktober 1999 tot en met 1 maart 2000 kan worden geconcludeerd, dat er in die periode inderdaad een hype was op de markt voor telecomfondsen. Vervolgens is de vraag natuurlijk hoe deze hype valt te verklaren. De psychologische theorie van cognitieve dissonantie biedt daarvoor een bruikbare invalshoek.

**Data en methode**

De hier gebruikte aanpak is analoog aan hetgeen Kaminsky and Schmukler doen in hun analyse van de reactie van Aziatische beurskoersen op relevant nieuws rond de Azië-crisis<sup>1</sup>. Kaminsky en Schmukler concluderen dat de koersen in perioden van crisis onevenredig sterk reageren op slecht nieuws. Bovendien lijkt er sprake te zijn van kuddegedrag: er zijn systematische koersbewegingen die niet van nieuws afhangen.

De afhankelijke variabele is het verschil in koerswinst tussen de Micro-electronics, Information Services and Telecommunications (MIT) index en de AEX-index. De MIT index is in 1997 in het leven geroepen door het Centraal Bureau voor de Statistiek en de effectenbank Wesselius. De index wordt gedomineerd door de fondsen Philips (dertig procent) en KPN (veertig procent) en omvat voorts de koersen van andere aan de Amsterdamse beurs genoteerde hightech bedrijven als Baan, Cap Gemini, CMG, Getronics en ASML. Algemeen economisch nieuws zou zowel de MIT als de AEX moeten beïnvloeden. Door het verschil tussen deze beide indices te nemen kan de analyse zich beperken tot de telecom-specifieke nieuwsberichten.

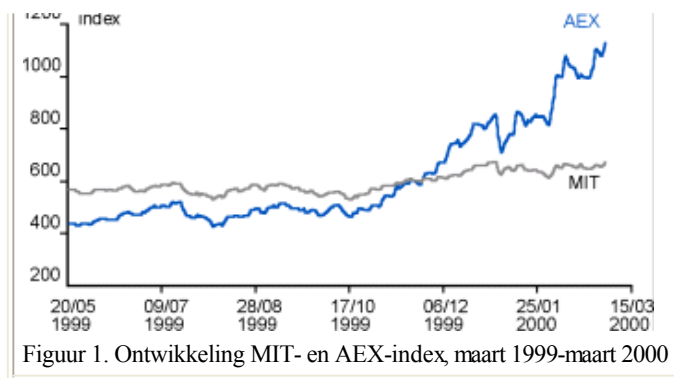
Net als Kaminsky en Schmukler transformeren wij nieuwsberichten in dummyvariabelen. Als er op een dag goed nieuws is over de telecomsector krijgt de 'goed nieuws' dummy een één, is dat er niet dan heeft deze de waarde nul. Ongunstige nieuwsberichten worden analoog behandeld en op dagen dat er geen nieuws is, krijgt de dummyvariabele 'geen nieuws' een waarde van één.

De reden om de variabelen als dummies op te nemen, is dat nieuwsberichten lang niet altijd van kwantitatieve aard zijn. Het betekent wel dat heel erg goed nieuws net zo zwaar telt als gewoon goed nieuws en idem dito voor slecht nieuws. Het is natuurlijk denkbaar dat er op dezelfde dag meerdere nieuwsberichten waren, en zowel goed als slecht nieuws. Er is voor gekozen om dan een bericht te selecteren, waarbij berichten over de grootste MIT-fondsen zwaarder zijn gewogen.

De nieuwsberichten zijn afkomstig uit de online-database van *Het Financieele Dagblad*. Nieuws dat is vrijgekomen tussen de vorige en de huidige slotkoers, is opgenomen als verklaring voor de huidige slotkoers.

**Koersverloop**

[figuur 1](#) geeft het verloop van de MIT en AEX gedurende de periode lopend van eind maart 1999 tot 1 maart 2000. Er is duidelijk te zien dat vanaf het najaar van 1999 de MIT sterker stijgt en meer fluctuaties laat zien dan de AEX.



In totaal waren er 61 werkdagen waarop goed nieuws overheerste, 31 dagen met overwegend slecht nieuws en 22 dagen waarop geen relevant nieuws specifiek voor de technologiefondsen vrijkwam<sup>2</sup>. Dat betekent dus dat er in de genoemde periode wel degelijk meer gunstig dan ongunstig sectorspecifiek nieuws was. De stijging van de telecomkoersen kwam dan ook zeker niet geheel uit de lucht vallen.

## Resultaten

Met behulp van de hierboven beschreven data is een vergelijking geschat die het verschil tussen de relatieve verandering van de MIT-index en die van de AEX verklaart uit een constante, een dummy voor het goede nieuws en een dummy voor het slechte nieuws over de telecomsector. Het schatten van deze vergelijking heeft tot doel vast te stellen of en, zo ja, in welke mate het bovengemiddelde rendement van de MIT-index ten opzichte van de AEX-index afhangt van goed en slecht nieuws. De verwachting is dat het effect van het goede nieuws op het bovengemiddelde rendement positief, en dat van het slechte nieuws negatief is. In een efficiënte markt moet het effect van de constante niet significant verschillen van nul en mag het effect van het positieve nieuws in absolute waarde niet significant verschillen van dat van het slechte nieuws. Er is sprake van een hype als de (positieve) reactie op goed nieuws sterker is dan de (negatieve) reactie op slecht nieuws.

Uit de regressie-analyse blijkt dat de constante niet significant is. Die van de goed-nieuws dummy en die van de slecht-nieuws dummy zijn dat wel, en wel met het plausibele teken en een betrouwbaarheid van meer dan 95 procent. Uit de resultaten blijkt ook dat het effect van goed nieuws in absolute termen groter is dan dat van slecht nieuws. Dat dit verschil significant is, en wel met een betrouwbaarheid van 99 procent, laat een aanvullende toets zien. De conclusie is dan ook dat beleggers in de betreffende periode sterker reageerden op positief dan op negatief nieuws over de IT-sector.

## Verklaring

De resultaten van de kwantitatieve analyse suggereren dat wat iedereen al dacht door de data wordt bevestigd: eind 1999, begin 2000 was er een hype op de markt voor technologiefondsen. Maar wat is de verklaring voor de gevonden uitkomsten? Het door marktparticipanten vertoonde gedrag van overreactie op nieuws klopt met de in 1957 door cognitief psycholoog Festinger geformuleerde theorie van cognitieve dissonantie<sup>3</sup>.

Festinger constateert, mede op basis van experimenteel onderzoek, dat mensen de neiging hebben juist die informatie te zoeken die hun reeds bestaande opinie bevestigt dan wel de juistheid van een eerder besluit 'aantoon'. Dit asymmetrisch filteren van informatie treedt des te sterker op naarmate er voor het individu meer van afhangt, bijvoorbeeld in het geval van een grote financiële beslissing. Bovendien is het voor het individu gemakkelijker informatie die hem niet bevalt te negeren naarmate anderen hetzelfde doen, omdat ze een vergelijkbare beslissing willen rechtvaardigen. Dit zou verklaren waarom beleggers zich door elkaar laten 'aansteken'. Hiermee biedt de theorie ook een verklaring voor kuddegedrag op financiële markten<sup>4</sup>.

Natuurlijk kan het individu niet zijn ogen sluiten voor teveel nieuws dat hem niet bevalt. Er komt een moment dat hij de waarheid onder ogen moet zien. Als het zo ver is, zal hij volgens Festinger een draai van 180 graden maken bij het filteren van informatie. Nu worden juist die berichten opgezocht en mentaal verwerkt die bevestigen dat hij het bij het verkeerde eind heeft gehad. Dit omgekeerde filteren van informatie stelt het individu in staat afstand te nemen van zijn opinie. Voor financiële markten betekent het dat een hype plotseling kan omslaan in het omgekeerde, een vlucht uit de eerdere beurslievelingen.

## Conclusie

Dit artikel geeft empirische ondersteuning voor de visie dat het gedrag van beleggers in technologiefondsen in het laatste kwartaal van 1999 en het eerste kwartaal van 2000 valt te karakteriseren als een hype: beleggers reageerden sterker op goed dan op slecht nieuws en dreven zo de koersen meer op dan gerechtvaardigd was gegeven de relevante informatie. De theorie van cognitieve dissonantie verklaart dit irrationele gedrag uit de wens tot gemoedsrust van het individu en voorspelt dat daaraan een plotseling einde kan komen. Dat laatste gebeurde dan ook in maart 2000, zoals vriend en vijand van World Online nog vers in het geheugen zal liggen.

De les die hieruit valt te leren is, dat marktsentimenten een zelfstandige, zichzelf versterkende invloed kunnen hebben. De wisselwerking tussen economie, het feitelijke nieuws, en psychologie, de emotionele manier waarop het individu dat verwerkt, kan een destabiliserend effect hebben op financiële markten. De instabiliteit wordt versterkt omdat informatie sterker gefilterd wordt naarmate de marktparticipant deel uitmaakt van een kudde. De omslag is niet alleen plotseling, maar ook bliksemsnel, omdat de informatiefiltering ineens geheel omslaat. Voor beleidsmakers en wetenschappers is de boodschap dat zorgvuldige en intensieve informatieverstrekking van belang kan zijn om deze destabiliserende effecten af te zwakken

1 G.L. Kaminsky en S.L. Schmukler, What triggers market jitters - a chronicle of the Asian crisis, *Journal of International Money and Finance*, juni 1999, blz. 537-560.

2 Nadere gegevens over de gebruikte data zijn op te vragen bij de auteurs.

3 L. Festinger, *A theory of cognitive dissonance*, Stanford University Press, 1957.

4 Zie H.M. Prast en P. de Beurs, Kuddegedrag en financiële crises: de rol van psychologie op financiële markten, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, nr. 3, 2000, blz. 55-68.