

Politieke aandelenmarkt 1994

Op de politieke aandelenmarkt is de uitslag van de Tweede-Kamerverkiezingen beter voorspeld dan in de opiniepeilingen, maar minder goed dan op vergelijkbare aandelenmarkten in de Verenigde Staten.

In het spannende verkiezingsjaar 1994 is door CREED en het Instituut voor Publiek en Politiek (IPP), in samenwerking met het ANP en NOVA, op grote schaal een markt voor handel in aandelen van politieke partijen (PAM94) georganiseerd. In dit artikel zal eerst in het kort de aard van een politieke aandelenmarkt worden toegelicht. Daarna wordt de doelstelling van PAM94 besproken en worden enkele kerngegevens gepresenteerd. Vervolgens komen voorspellingen en uitslagen aan de orde, waarna een eerste beoordeling wordt gegeven. De aandacht zal daarbij worden toegespitst op de Tweede-Kamerverkiezingen.

PAM94

Op de politieke aandelenmarkt (PAM) kunnen handelaren handelen in fondsen die de politieke partijen representeren. De waarde van een aandeel wordt uiteindelijk bepaald door de verkiezingsuitslag voor het betreffende fonds. De PAM is een zero-sum game. De handelaren leggen zelf geld in en de uiteindelijke uitbetaling is een herverdeling van dit ingelegde geld¹. Bij de verkiezingen voor de Tweede Kamer, bij voorbeeld, behaalde het CDA 22,2% van de stemmen. Na de verkiezingen werden de aandelenportefeuilles van alle handelaren op deze markt geliquideerd: de aandelen werden omgezet in geld. Voor ieder aandeel in het fonds CDA werd 22,2 cent uitgekeerd. Wie meer had betaald voor haar of zijn aandelen in dit fonds leed hierbij dus verlies, wie minder had betaald behaalde winst.

Omdat de waarde van de aandelen gekoppeld is aan de verkiezingsuitslag, worden (ver)koopbeslissingen van handelaren bepaald door hun

verwachting van deze uitslag. Als de hypothese van de efficiënte markt correct is, zou de koersvorming de beste voorspelling van de uitslag moeten geven².

Eerdere toepassingen van politieke aandelenmarkten op grote schaal lijken deze hypothese te ondersteunen. In de VS, bij voorbeeld, werd de overwinning van Bush in 1988 tot op de tiende procent nauwkeurig voorspeld en de uitslag voor Dukakis tot op 0,2 procentpunt, terwijl de percentages voorspeld voor Clinton, Bush en Perot in 1992 respectievelijk maar 0,1, 0,2 en 0,3 procentpunt van de werkelijke uitslag afweken.

In de VS bleek de markt ook veel beter te voorspellen dan de opiniepeilingen. In vergelijking met een opiniepeiling, waarbij gevraagd wordt welke partij een respondent zou kiezen als er op dat moment verkiezingen zouden zijn, heeft de PAM een aantal aantrekkelijke eigenschappen:

- handelaren hoeven geen representatieve steekproef van de kiesgerechtigden te vormen (het gaat immers niet om hun eigen stemgedrag);
- handelaren hoeven niet hun eigen politieke voorkeur kenbaar te maken, die zij bij een peiling wellicht zouden verzwijgen (indien een partij sterk bekritiseerd wordt, bij voorbeeld);
- handelaren worden financieel gemotiveerd bij het bepalen van hun beslissing, terwijl het bij een opiniepeiling om hypothetische verkiezingen gaat en er geen duidelijke sanctie op het gedrag staat;
- verder is de markt continu open, waardoor bij voorbeeld direct het effect van gebeurtenissen gemeten kan worden en er op elk moment een voorspelling kan worden gedaan.

Om deze redenen wordt verwacht dat de markt tot betere voorspellingen leidt dan opiniepeilingen. Voorwaarde is wel dat er voldoende informatie door de koersen geaggregeerd kan worden, hetgeen vereist dat er voldoende handelaren op de markt actief zijn. Iedere handelaar brengt immers haar of zijn eigen informatie in die via de handel in de koersen verwerkt wordt; als deze informatie te eenzijdig is samengesteld zal de markt niet goed kunnen functioneren.

Aan de markten in de VS namen in 1988 192 en in 1992 1072 handelaren deel, en dit bleek voldoende bleek om tot betere voorspellingen te komen dan de opiniepeilers.

Aan de Tweede-Kamermarkt namen 484 handelaren deel. In totaal waren 22.183 aandelen per fonds in omloop en werden 502.315 aandelen verhandeld. De totale omzet bedroeg f 45.058. Uit deze cijfers blijkt dat PAM94 een heel actieve aandelenbeurs was³. Omgerekend naar een jaaromzet, bedroeg de totale waarde van de verhandelde aandelen ongeveer 900% van de totale waarde van de aandelen in omloop. Hiermee is PAM94 een veel actievere beurs gebleken dan welke financiële aandelenmarkt ook⁴.

Voorspelling versus uitslag

De koersvorming en de voorspelling van de PAM94 met betrekking tot de

1. Voor verdere details, zie J. Potters, A. Schram en F. van Winden, Een politieke aandelenmarkt, *ESB*, 4 maart 1992, blz. 225-229. Natuurlijk zijn er wel organisatiekosten, zoals voor hardware en de beloning van marktmanagers. Het is mede aan de inspanning van het IPP, de financiële ondersteuning van het ANP en NOVA, en de technische ondersteuning van de afdeling systeembeheer van de economische faculteit te danken dat PAM94 op grote schaal georganiseerd kon worden.

2. Als iedereen dat beseft en rationeel is, zal niemand willen handelen (zie E. van Damme, Geen woorden, maar daden, *ESB*, 13 april 1994, blz. 331). Dit is een toepassing van de 'Grossman Stiglitz paradox'. De doorslaggevende motivatie van handelaren om deel te nemen lijkt te zijn dat zij denken dat er voldoende andere handelaren zijn die er minder verstand van hebben dan zij zelf.

3. Een markt voor de gemeenteraadsverkiezingen (2 maart jl.) is inmiddels afgelopen. Thans is nog een markt open voor de verkiezingen voor het Europees Parlement (9 juni a.s.).

4. Zie *NRC Handelsblad*, 23 april 1994.

verkiezingen voor de Tweede Kamer zullen nu vergeleken worden met de peilingen en de voorspellingen van de opiniepeilers InterView en NIPO alsmede de feitelijke uitslag. Vooraf is ervoor gekozen de koers te nemen op het moment dat de stembureaus open gingen (3 mei, 8 uur 's ochtends). Tabel 1 presenteert de relevante cijfers, inclusief de absolute voorspelfouten.

We kijken eerst naar de totale voorspelfout, dat wil zeggen de som van alle voorspelfouten over alle fondsen. Voor de PAM94 bedraagt deze 12,2% (inclusief het fonds voor stemmers: het opkomstpercentage), terwijl de totale fout voor InterView gelijk is aan 12,7%. NIPO heeft geen voorspelling voor de opkomst gegeven, maar de totale voorspelfout voor de resultaten van de deelnemende partijen bedraagt reeds 12,4%. Op dit punt is de voorspelling van de PAM94 derhalve relatief beter⁵. Opmerkelijk is in dit verband de redelijke nauwkeurigheid van de voorspelling van het opkomstpercentage, aangezien dit percentage bekend staat als een zeer moeilijk te voorspellen grootheid⁶.

Ook de resultaten betreffende de vier grote partijen zijn door de PAM94 relatief beter voorspeld dan door de opiniepeilers. De totale fout voor de PAM94 is 5,5%, voor InterView 6,0% en voor NIPO 6,8%. Het beste resultaat wordt hier behaald door de markt, met een fout van slechts 0,2% voor het CDA, en het slechtste door InterView met een fout van 2,7% voor D66.

Hoewel de PAM94 op genoemde punten dus wat beter presteerde dan de opiniepeilingen, moet niettemin worden geconstateerd dat de precisie die eerdere markten in de VS kenmerkte ten opzichte van de peilingen en met name de verkiezingsuitslagen hier ontbreekt⁷. Een gemiddelde voorspelfout van meer dan 1%-punt per fonds is bij een zo groot aantal handelaren nog niet eerder voorgekomen. Waar dit precies aan ligt zal nader moeten worden onderzocht.

Een eerste aanwijzing biedt het resultaat met betrekking tot de voorspelling van de opkomst (een markt met twee fondsen). Op de markten in de VS deden (veel) minder partijen mee aan de verkiezingen. Wellicht is een groter aantal handelaren nodig naarmate er meer fondsen zijn, om de markt beter te laten functioneren⁸. Afgezien van pech, is het ook moge-

lijk dat er op de Tweede-Kamermarkt te weinig 'marginal traders' waren, dat wil zeggen handelaren die zich niet laten beïnvloeden door hun politieke voorkeuren⁹. Ondanks de financiële prikkels is bij eerdere markten gebleken dat een dergelijke beïnvloeding voorkomt. Marginal

traders treden daarbij als arbitrageurs op door correcties aan te brengen (in te spelen) op dergelijke vertekeningen. Zij laten zich bij hun handelen slechts leiden door het 'nieuws' vervat in gebeurtenissen, zoals debatten, berichten in de media en opiniepeilingen. Nadere analyse van de enquêtegegevens waarover na sluiting van de PAM94 beschikt zal kunnen worden, zal hierover uitsluitsel kunnen geven.

Het verloop van de koersen

Los van de kwaliteit van de voorspelling biedt de PAM een mogelijkheid die de opiniepeilingen niet kennen: het analyseren van een continue koersvorming. Ter illustratie bespreken we hier het koersverloop van het CDA, een fonds waarbij de PAM94 verreweg het beste voorspelde, alsmede de koers van de PvdA, waarbij InterView beter voorspelde. De dagelijkse slotkoersen van deze twee fondsen, vanaf de opening van de markt op 8 februari jl., worden weergegeven in figuur 1.

Een eerste reactie van veel mensen die kennisnemen van de PAM is dat de koersen vooral beïnvloed zullen worden door de resultaten van opiniepeilingen. Hoewel een eerste gedege econometrische analyse van de presidentsverkiezingen in 1988 in de VS de veronderstelling verwerpt dat de peilingen de koersvorming leiden, zal de vraag of dit het geval is op de PAM94 nog uitdrukkelijk aan de orde moeten komen in het vervolgonderzoek¹⁰. Een eerste blik op de data wijst echter ook voor Nederland niet op een invloed van de opiniepeilingen op de koersen. In de eer-

Tabel 1. Voorspellingen Tweede-Kamerverkiezingen, tussen haakjes staan de absolute voorspelfouten

Partij	NIPO 2/5	Interview 29/4	PAM 94 3/5 8.00	Uitslag
GroenLinks	5,3 (1,8)	5,1 (1,6)	5,7 (2,2)	3,5
PvdA	22,4 (1,6)	23,1 (0,9)	22,5 (1,5)	24,0
D66	17,0 (1,5)	18,2 (2,7)	17,1 (1,6)	15,5
CDA	20,1 (2,1)	20,8 (1,4)	22,0 (0,2)	22,2
VVD	18,3 (1,6)	18,9 (1,0)	17,7 (2,2)	19,9
GPV	2,1 (0,8)	2,0 (0,7)	1,9 (0,6)	1,3
RPF	2,3 (0,5)	2,0 (0,2)	2,1 (0,3)	1,8
SGP	2,5 (0,8)	2,0 (0,3)	2,1 (0,4)	1,7
CD	1,6 (0,9)	2,4 (0,1)	3,2 (0,7)	2,5
Overig	8,4 (0,8)	5,5 (2,1)	6,1 (1,5)	7,6
Opkomst	—	±80 (1,7)	77,3 (1,0)	78,3
Totale fout	12,4	+	12,2	0,0
Fout grote 4	6,8	6,0	5,5	0,0

ste plaats laat het koersverloop veel geringere fluctuaties zien dan de peilingen afzonderlijk, alsook ten opzichte van elkaar. In de tweede plaats blijken de koersen zich meerdere malen en gedurende langere tijd buiten de bandbreedte van de peilingen te bewegen. En ten slotte zijn er voorbeelden te geven van situaties waarin de markt duidelijk op andere gebeurtenissen dan het beschikbaar komen van peilingen reageert of een ontwikkeling in de peilingen eerder aangeeft. De tendens van de koersen lijkt te zijn, dat ze reageren op onverwach-

5. In de loop van de verkiezingsdag verbeterde de voorspelling, nog voordat de eerste uitslagen bekend werden.

6. "De opkomst is niet te voorspellen", volgens de directeur van NIPO, G. Schild, in *NRC Handelsblad* van 9 april 1994.

7. Wat betreft de opiniepeilingen moet hierbij worden opgemerkt dat in de VS op de resultaten van de peilingen geen correctiemechanismen worden toegepast. InterView en NIPO passen hun eigen 'keukengeheim' op de uitspraken van respondenten toe alvorens met peilingen naar buiten te treden. Hun ervaring met systematische vertekeningen en ontwikkelingen in genoemde uitspraken is verwerkt in de gehanteerde correctiemechanismen.

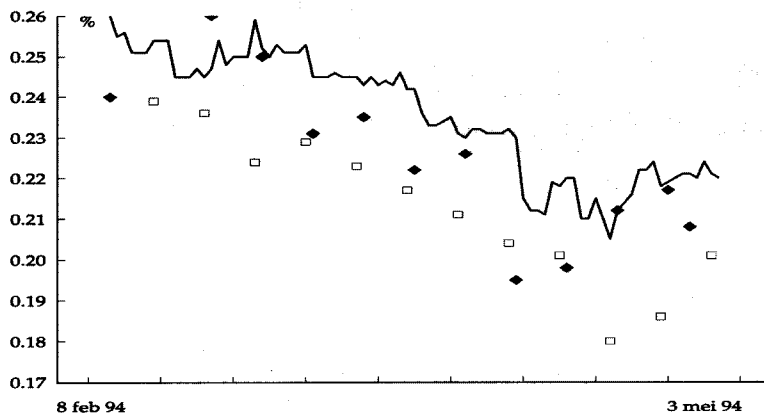
8. Een andere mogelijkheid is dat veel handelaren niet, of weinig handelden.

Een eerste blik op de data wijst uit dat ca. 60% in ieder geval heeft gehandeld.

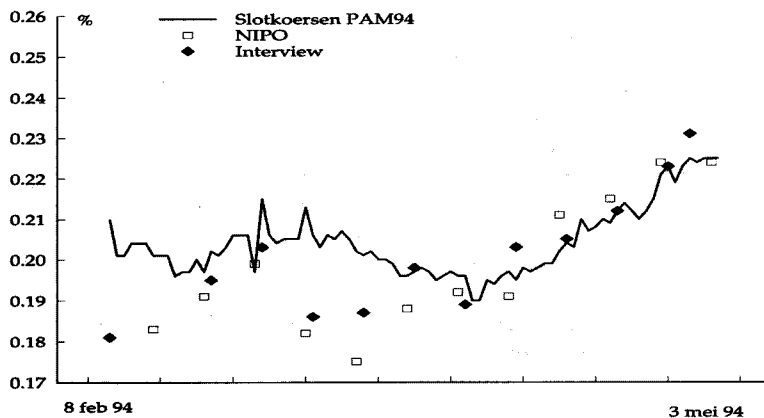
9. Er zijn natuurlijk ook andere mogelijke oorzaken van inefficiëntie van PAM. Wellicht, bij voorbeeld, hebben financiële constraints (er is een maximale inleg van f 1.000 vastgesteld) of de invloed van telefoonkosten van modem-gebruikers een rol gespeeld. Nader onderzoek zal hier duidelijkheid over moeten verschaffen.

10. Zie R. Forsythe e.a., *Anatomy of an experimental political stock market*, *American Economic Review*, 1992, blz. 1142-61.

Koersverloop CDA



Koersverloop PvdA



te informatie ('nieuws'). Slechts als een peiling nieuws bevat, heeft deze invloed op de koersen¹¹.

Om de vergelijking met de peilingen van InterView en NIPO te vergemakkelijken zijn de percentages van CDA en PvdA zoals deze in de peilingen werden vermeld, op de dag dat de peiling naar buiten werd gebracht, in de figuren opgenomen.

Kijken we eerst naar het koersverloop voor het CDA dan valt op dat PAM94 een zelfstandige koers heeft gevolgd, buiten de marge die gevormd wordt door de peilingen van NIPO en InterView. Nagenoeg steeds heeft PAM94 een hoger percentage voorspeld dan beide peilingen. Na een beweging rond 25 procent zet het koersverloop na de aankondiging van het aftreden van partijvoorzitter Van Velzen (7 maart) een daling in naar de uitslag van 22%. Deze daling schiet één keer door bij een peiling van InterView, namelijk op 6 april, wanneer het CDA de vierde partij

qua populariteit blijkt, en, na een herstel, nog één keer wanneer Lubbers zich met de campagne inlaat (13 april: "PvdA rukt naar links") en er negatieve publiciteit rond de persoon van Brinkman ontstaat (14 april). De slotbeweging van de koers naar de uitslag blijkt duidelijk van de peilingen af te wijken.

Wat de PvdA betreft lijken er geen duidelijke effecten van de peilingen te zijn. Tot 13 maart vertoont het koersverloop een lichte opwaartse trend naar de 21%, waarna een daling wordt ingezet met als dieptepunt 19% op 30 maart. Beide bewegingen lijken niet door de peilingen te zijn bepaald. Hetzelfde geldt voor de opgaande lijn die dan volgt, welke het eerst door de markt wordt geïndiceerd (de eerste peiling die eveneens een hoger resultaat laat zien is die van InterView op 6 april). Ten slotte zien we dat in de periode 17 tot 26 april de koers vooruitloopt op de stijging in de opiniepeilingen, maar de

markt houdt deze ontwikkeling niet vol, waardoor InterView met een beter resultaat kan eindigen. Het is op dit moment nog niet duidelijk welke gebeurtenissen een rol kunnen hebben gespeeld bij de veranderingen in het koersverloop voor deze partij.

Conclusies

PAM94 lijkt qua aantal handelaren en duur van de markt adequaat opgezet. In vergelijking met de PAM91, betreffende de Provinciale Staten, zijn de resultaten van de PAM94 bij de afgelopen Tweede-Kamerverkiezingen beter gebleken. Op een aantal criteria (totale voorspelfout, fout voor de vier grootste partijen en het opkomstpercentage) bleek de markt ook beter te scoren dan de opiniepeilingen. Wel bleven de prestaties achter bij de verwachtingen die op grond van de scherpe resultaten in de VS waren gewekt. Een aantal mogelijke oorzaken hiervan hebben we aangestipt. In de definitieve analyse die na het sluiten van de markt voor het Europees Parlement op 9 juni kan plaatsvinden, zal hier de nodige aandacht aan worden besteed.

Arthur Schram Frans van Winden

De auteurs zijn verbonden aan het Center for Research in Experimental Economics and Political Decision-making (CREED), Faculteit der Economische Wetenschappen en Econometrie, Universiteit van Amsterdam. Zij zijn in het bijzonder de marktmanagers Jur van Ouwkerk en Jan-Willem Rebers, alsmede Jan Potters van CREED en Jochum de Graaf van IPP, erkentelijk voor hun hulp bij het organiseren van de markt. Tevens danken zij Ben Jacobsen van de vakgroep Financieel Management (UvA) voor commentaar op een eerdere versie van dit stuk en Jan Kleinnijenhuis (VU) voor zijn hulp bij het traceren van markante gebeurtenissen gedurende de verkiezingscampagne.

11. Twee voorbeelden van peilingen die klaarblijkelijk informatie bevatten, betreffen de peiling van 29 maart waarin het AOV voor het eerst zetels krijgt toebedeeld en die van 6 april waarin het CDA als vierde partij qua populariteit verschijnt.