



Psychologie van de belegger

Auteur(s):

Bikker, J.A.

De auteur is werkzaam bij het Europees monetair instituut in Frankfurt. Dit is hoofdstuk 10 uit: J.A. Bikker (red.), Over mensen en economische theorie, 44 voorbeelden uit het leven van alledag, Lemma, Utrecht, 1996.

Verschenen in:

ESB, 82e jaargang, nr. 4100, pagina 268, 2 april 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten, beleggen

Koersbewegingen worden mede bepaald door psychologische factoren.

Weerspiegelen de aandelenkoersen werkelijk de waarde van de betrokken aandelen of zijn deze deels de speelbal van speculatie en toeval? Dit is een belangrijke vraag, die niet alleen veel vermogende personen bezig houdt, maar ook veel in theorie en praktijk geïnteresseerde economen. Aandelenkoersen worden dagelijks bepaald door beleggers die vraag naar en aanbod van aandelen uitoefenen. Het ligt voor de hand dat deze beleggers in principe de emoties buiten de deur houden en alleen afgaan op zakelijke argumenten.

Beleggers zijn echter niet alleen homo economicus maar ook mensen van vlees en bloed, die zich niet kunnen onttrekken aan bepaalde wetmatigheden van het menselijk gedrag. Onverklaarbare ontwikkelingen op de aandelenmarkten, dagelijkse schommelingen en een heel enkele keer het grootschalig ineenstorten van koersen, hebben ook psychologen aan het denken gezet. Zij hebben een eigen kijk op de aandelenmarkt en de daarop opererende personen. Daarover gaat dit artikel.

Eenvoudige strategieën

Koersen worden bepaald door verwachtingen over toekomstige opbrengsten. Deze verwachtingen zijn in theorie gebaseerd op alle beschikbare informatie over toekomstige opbrengsten. Beslissingen nemen is echter moeilijk als niet alle benodigde informatie voorhanden is, de economische samenhang complex is en er sprake is van tijdsdruk. Psychologen hebben gevonden dat mensen in dergelijke omstandigheden gebruik maken van vuistregels: eenvoudige strategieën, waarbij niet alle beschikbare informatie wordt gebruikt ¹. Dit laatste impliceert dat niet (volledig) rationeel wordt gehandeld. Bepaalde gedragingen zijn dan kenmerkend.

Zo is er de neiging gebeurtenissen uit het recente verleden met elkaar in verband te brengen, ook als deze niets met elkaar te maken hebben. Uit experimenten blijkt dat mensen bepaalde schattingen, waarnaar gevraagd wordt, laten afhangen van voorafgaande gebeurtenissen, zoals draaien aan het rad van avontuur, of andere niet relevante informatie.

Een tweede neiging is het geloof het lot als een normale verdeling te beschouwen, de zogenaamde gambler's fallacy: als je veel pech hebt gehad, is de kans op geluk groter, en omgekeerd. Of als de bal bij roulette al in geen tijden op 35 is gekomen, dan zou je daar op moeten inzetten. Beleggers hebben de neiging vooral te beleggen in aandelen die fors in waarde zijn verminderd, en bij voorkeur de aandelen die in waarde zijn toegenomen te verkopen - what goes up, must come down (dus uitgaande van evenwicht).

Een andere neiging is extrapoleren, denken dat reeds opgetreden koersstijgingen gevolgd zullen worden door verdere waardevermeerdering. Dit is te vergelijken met een gokker die na succesvolle acties doorgaat onder het mom dit is mijn geluksdag. Deze invalshoek is eigenlijk het omgekeerde van de bovenstaande neiging in evenwicht te geloven. Dergelijke gedragingen vormen de basis van de zogenaamde (chart-)technische analyse, op grafische methoden gebaseerde koersvoorspellingen, die hun bestaansrecht niet onlenen aan economische motieven maar aan puur psychologische gedragingen van beleggers.

Crisis

Mensen hebben graag het gevoel greep te hebben op het eigen leven en de eigen werkomstandigheden, bijvoorbeeld door deze op zinvolle wijze te kunnen verklaren of door de loop van de ontwikkelingen te kunnen voorspellen. Dat geeft een gevoel van competentie en versterkt het gevoel van eigenwaarde. Op de beurs is de invloed van de individuele belegger op de ontwikkelingen nihil. De gedachte de koersen enigszins te kunnen voorspellen, of de markt te verslaan, geeft toch enig gevoel van beheersbaarheid. Bij onverwachte veranderingen zoals een scherpe koersdaling gaat dat gevoel verloren. Het lijkt veilig na te apen wat anderen doen, namelijk verkopen, om zo verder verlies te voorkomen. Doordat velen zo reageren volgt een kettingreactie van verkooporders waardoor koersen verder instorten. Een soortgelijk zichzelf versterkend proces ontstaat bij koersstijgingen. De angst bij verdere stijgingen winst mis te lopen wordt ook ervaren als een verlies van beheersbaarheid, en men voelt zich buitengesloten. Een natuurlijke reactie is ook kopen, aldus de koers verder opjagend.

De beurscrisis van 19 oktober 1987 illustreert zowel dit mechanisme van koersopjagend speculeren als de zichzelf versterkende val. Voor, tijdens en na deze crisis gehouden enquêtes onder particuliere en institutionele beleggers in de VS onderstreepten het 'menselijke'

gedrag van beleggers ².

Voor de crash beschouwde circa 80% van de institutionele beleggers de markt als overgewaardeerd. Kopers en verkopers dachten dit nog in sterkere mate (85%), de kopers zelfs het meest. Zij vertrouwden op hun timing en verwachtten later net op tijd met koerswinst uit de markt te stappen. Rond 19 oktober waren 50% van zowel individuele als institutionele beleggers duidelijk angstig en nerveus, waarschijnlijk door eerdere koersdalingen en het besef dat de markt overgewaardeerd was: velen dachten terug aan de grote crash van oktober 1929. De helft van de verkopende beleggers stapten vlak voor de fatale datum over van een fundamenteel economische lange-termijnstrategie naar een korte-termijnstrategie, die meer gebaseerd is op technische analyse en psychologische argumenten.

Toen de daling in de eerste uren na de opening van de beurs op 19 oktober inzette, was het nieuws over deze daling zelf het belangrijkste argument om aandelen te verkopen, zodat de koersen verder instortten. Fundamenteel economisch nieuws om de koersdaling te rechtvaardigen was er niet. Per saldo verkochten de meer door sentimenten gedreven particuliere beleggers, zodat zij de echte verliezers waren toen de koersen zich later weer (gedeeltelijk) herstelden.

Geluk of wijsheid

Het leidt geen twijfel dat koersbewegingen mede bepaald worden door menselijk gedrag. Toch is het de vraag of de invloed daarvan groot is, afgezien van zeldzame en extreme gebeurtenissen als de crash van oktober 1987. Beheerders van beleggingsfondsen wijzen er graag op dat econometrisch onderzoek het bestaan van (kleine) marktinefficiënties aantoont: de waarde van een aandeel is dan niet gebaseerd op alle beschikbare informatie over toekomstige opbrengsten. Zulke fondsen zouden daarvan gebruik kunnen maken, en zorgen voor een hoger dan gemiddeld rendement. Voorbeelden van marktinefficiënties zijn het zogenaamde januari-effect (hoger rendement in januari in de VS), lagere rendementen op kleine bedrijven, en overreactie-effecten. Overreactie is het verschijnsel dat aandelen met een extreem laag rendement in latere jaren gemiddeld een hoger dan normaal rendement opleveren, en omgekeerd. Overreactie is ook aangetoond in de experimentele psychologie: proefpersonen reageren consequent te sterk op onverwacht en dramatisch nieuws.

Dergelijke onlogische gedragingen van de beurs blijken echter schaars te zijn. Ze kunnen meestal niet benut worden, omdat de transactiekosten de eventuele winst zouden overtreffen. Anders dan de beleggingsfondsen graag doen geloven, is de aandelenmarkt dus vrijwel efficiënt en is het waarschijnlijk onmogelijk om systematisch een meer dan gemiddeld rendement te behalen. Voor sommige particuliere beleggers is dat een teleurstellende conclusie: met speculeren snel rijk worden is meer geluk dan wijsheid. Voor anderen is deze uitkomst geruststellend. 'Buy and hold', kopen en (verder) niets doen is de beste strategie. Heerlijk dat het wetenschappelijk verantwoord is een luie belegger te zijn

1 P. Maas en J. Weibler, Als de koersen dalen ..., *Psychologie*, 1991, blz. 30-33.

2 R.J. Shiller, Speculative prices and populair models, *Journal of Economic Perspectives*, 1990, nr. 4, blz. 55-65.