

Eigen schuld, dikke bult?

Kinderen en ezels leren nog wel eens van hun fouten. Mijn eigen kinderen zijn hiervan goede voorbeelden. Eén keer teveel betalen voor een dek Pokemon kaarten bleek voldoende. De roes bij de aankoop verdween snel en de verkoopwaarde bleek zeer teleurstellend te zijn. En dit terwijl de verhalen die de aankoop omlijsten getuigden van “geweldige groeikansen in een nieuwe onontgonnen markt”. Pokemon als de jaren 00 variant op de biotech start ups van nu en de bitcoins van gisteren. Mijn zoons hebben dus leergeld betaald en genieten nu de revenuen: argwanend, sceptisch en zwartgallig daar waar dit het inschatten van revenuen op beleggingen betreft. Voor de meeste beleggers geldt dit doorgaans niet. Zij volharden veelal in wonderlijke (en soms stupide) beslissingen. U kent vast het prentje waarin sterk stijgende en dalende beurskoersen worden omlijst door het “hoezee” en “ojee” van beleggers die nét achter de feiten aanlopen. Deze optocht door de tijd verandert van aangezicht maar komt steeds weer langs dezelfde plek. Een open plek in het beleggingsbos waar “beurslievelingen”, “unieke AAA beleggingsproposities”, “solide vastgoedaanbiedingen”, “winstverdubbelers”, “veilige havens in tijden van onrust” en andere drama’s van de afgelopen vijftien jaar zijn verhandeld. En in de schaduw waarvan wordt geleden.



En u, trouwe lezer van deze columns, denkt “Eigen schuld, dikke bult”. “Je had toch kunnen weten dat een belegging die zo sterk in waarde (stijgt) daalt op enig moment (in elkaar zal storten) sterk zal stijgen”. “Waarom neem je nu (geen) afscheid?” Eigen schuld. Waarom? Waarom toch deze vaak met gevoelens van leedvermaak doordrenkte bevestiging van andermans leed? Waarom toch dat gevoel van opluchting dat de brenger van de boodschap veelal voelt? Waarom toch dat impliciete verwijt aan het slachtoffer voor het bewandelen van een pad dat meer dreigde op te leveren dan uzelf verwierf? Laat ik het houden op een

mix van jaloezie, hebzucht, spijt, superioriteitsgevoel, opportunisme, zelfoverschatting en afkeer van verlies dat wij allemaal in meer of mindere mate in ons hebben. Maar schuld impliceert ook dat iemand de beslissende hand heeft gehad in de voorafgaande beslissing of gebeurtenis. De vraag die volgt is: had je het kunnen weten, of vermoeden [dat het allemaal mis zou lopen]. En hoe bepaal je dat achteraf? En: is echt het onze schuld als wij weer in de zoveelste hype meedansen? Of zijn we nou een keer zo gemaakt? Voordat we te filosofisch worden kijken we eens naar hoe we als mensen tot keuzes komen.

De belegger en zijn keuzes

De handelingen van de belegger zijn een direct gevolg van hoe hij denkt en hoe zijn persoonlijkheid in elkaar steekt. In de behavioral finance zijn deze kenmerken onderzocht en in kaart gebracht als onderdeel van de Prospect Theory (Barberis, 2013). Voor de beleggingswereld heeft Meir Statman (2011) in “What investors really want” een vertaling gemaakt naar wat speelt bij beleggingsbeslissingen. We zullen de basisgedachten hiervan eens de revue laten passeren, maar dan in het kader van ons “eigen schuld” thema. Als uitgangspunt voor hoe keuzes worden

gemaakt ontwikkelden Kahneman en Tversky (1979) op basis van psychologisch onderzoek een “waarde functie”. Deze functie geeft een waarde (“value”) aan een verlies of winst dat mogelijk kan worden gelopen ten opzichte van de bestaande situatie (“reference”). Een paar interessante kenmerken van deze functies zijn, behalve de vorm rond het nulpunt (een knik), dat de (negatieve) waarde die aan een verlies wordt toegerekend altijd groter is dan de (positieve) waarde die aan een even grote winst wordt toegerekend: “losses weigh heavier than profits of the same amount”. Afgeleid kenmerk is dat de spijt die zelfs vóóraf al wordt gevoeld bij het eventueel moeten realiseren van verliezen maakt dat dit verzilveren van het verlies zo lang mogelijk wordt uitgesteld. Dat komt ook terug in het gegeven dat mensen een hogere waarde toekennen aan wat zij in bezit hebben dan de waarde die zij aan hetzelfde object toekennen als zij het niet in bezit hebben. Afscheid nemen met verlies is nog moeilijker als de waarde die jezelf aan het beleggingsobject toekent groter is dan de rationele waarde ervan. Naast dit zogenoemde “Endowment effect” zorgt het “Sunk Cost effect” ervoor dat wij moeilijk afscheid kunnen nemen van een belegging of investeringsproject dat op verlies staat. Sterker: we gooien er liever extra geld achteraan om het verlies te “middelen”. Deze effecten samen zorgen ervoor dat het kopen en verkopen van beleggingen allerm minst op basis van rationele uitgangspunten gebeurt. Hoezo dus; eigen schuld dikke bult als we een slechte beleggingskeuze maken?

Slecht rekenen, kansonbenulligheid

Tel bij deze menselijke waarde-inschattings-eigenschappen op dat is bewezen dat wij slecht kunnen rekenen (met getallen groter dan 5 loopt het al mis) en dat we niet in staat zijn om correcte kansen toe te kennen aan waarschijnlijkheden van gebeurtenissen. We laten ons daarbij bijvoorbeeld beïnvloeden door de mate waarin we bekend zijn met het fenomeen, met de ernst (impact) van het optreden ervan, door de situatie waarin we op het moment van schatten verkeren¹, en ook door hoe of de gebeurtenis aan ons wordt gepresenteerd. En dus niet aan objectief waarneembare prior's over de kans. Arme beleggers!

No better sight than hindsight

En als het al terecht zou zijn om te verwijten, wie mag dat verwijt dan maken? De ergste voeding voor “Eigen schuld dikke bult” uitspraken komt wellicht wel uit het feit dat wij lijden aan de “Hindsight Bias”. Bewezen is dat mensen nadat een gebeurtenis heeft plaatsgevonden onevenredig vaak denken (en beweren!) dat zij de gebeurtenis tevoren al voorzien hebben. Dit voedt ons aangeboren gevoel van overmoed waarmee we de financiële markten tegemoet treden en is brandstof voor de verwijten die we uitstorten over de arme drommels die geld hebben verloren aan een gebeurtenis.

De vermogensmarkt

Alsof deze zo hardnekkige gedragskenmerken al niet erg genoeg waren, zo zorgt de veranderende staat van de vermogensmarkt er voor dat de implicaties van deze kenmerken worden uitvergroot. Tijd om ook deze (zorgelijke) constatering eens te onderbouwen. Er is op de vermogensmarkten één wet die alle andere domineert. Als het aanbod groter is dan de vraag daalt de prijs. En hieruit volgt dat “iets waard is wat er voor betaald wordt”. Maar, zo hebben we hiervoor gezien, wat iets waard is kan nogal verschillen al naar gelang in welke positie je verkeert. De marktomgeving waarin dit gebeurt is in de afgelopen jaren sterk veranderd. Het aantal producten waaruit ten behoeve van het inspelen op toekomstige gebeurtenissen gekozen kan worden is toegenomen. De markten zijn completer geworden. Daarnaast is de perfectie van de markt, in termen van toegankelijkheid, verbeterd. Op de telefoon handelen tegen kosten die lager zijn dan ooit. De rem om te handelen is hierdoor verminderd. Zo is de efficiëntie waarmee informatie kan worden verstrekt sterk toegenomen. Voor apenazaten die niet verder dan tot 5 kunnen tellen en die worden beïnvloed door de manier waarop informatie wordt gepresenteerd is dit slecht nieuws.

Keep calm and.....

Dit alles² vertaalt zich in een hogere volatiliteit, die op haar beurt weer voor toenemende golven van paniek zorgt. In plaats van het bij efficiëntie, perfectie en compleetheid

passende Neo Klassieke Élysée, waarin rationele beleggers in een doorlopende staat van marktevenwicht verkeren, is de kans dan ook groter dat door kuddegedrag aangezette momenten van paniek en chaos op markten vaker op zullen treden. En hierdoor kan, zonder dat hier vanuit de reële economie een wezenlijke aanleiding voor bestaat, de financiële economie voor grote maatschappelijke verstoringen zorgen. Wat zegt het handboek voor de jonge beleggingswoudloper hierover? Niet zoveel, want dit handboek heeft maar weinig hoofdstukken over bijvoorbeeld klantcommunicatie, liquiditeitsmanagement, informatieanalyse, handelsplatformen, regelgeving, (groeps)gedragseffecten en ‘last but not least’: (omgaan met) onzekerheid. Want we weten veel minder dan we denken, daardoor nemen we teveel risico en daardoor zijn de teleurstellingen extra groot. Voor het oplossen van dit probleem bestaat geen oplossing uit een doosje. We moeten als beleggers dus maar aan het werk om de hoofdstukken in te vullen om op die manier te leren leven met de nieuwe werkelijkheid. ■

Michael Damm

Literatuur

- Barberis, N., 2013, Thirty years of prospect theory in economics: A review and assessment, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27 nr. 1: 173-196.
- Statman, M., 2011, What investors really want; Discover what drives investor behavior and make smarter financial decisions, New York.
- Kahneman, D. en A. Tversky, 1979, Prospect theory: An analysis of decision under risk, *Econometrica*, vol. 47 nr. 2: 263-292.

Noten

- 1 Voorbeeld van impliciet onjuiste kansinschattingen is dat veel mensen als zij op een vliegveld zijn bereid zijn om meer te betalen voor een vliegtuig ongevalverzekering dan dat ze in het algemeen bereid zouden zijn te betalen voor een “all-in” ongevalverzekering.
- 2 Ter completering dient de toegenomen beschikbare liquiditeit en het geringere aantal partijen dat als buffer voor het verwerken van deze liquiditeit kan worden gebruikt te worden genoemd. Maar daarover een andere keer meer wellicht.