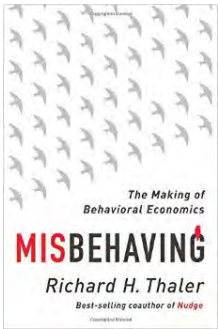


Misbehaving

(The making of behavioural economics)

Review door Jan-Theo Varkevisser, PGGM



W.W. Norton & Company
ISBN 9781846144035

Inleiding

Economie is een gedragswetenschap, maar we behandelen het als een exacte wetenschap. Sinds wiskunde door onder anderen Paul Samuelson binnen de economie is geïntroduceerd, heeft de economie zich laten overrompelen door 'quants'. We hebben de prachtigste modellen ontwikkeld die schitterende resultaten genereren op voorwaarde dat we ons niet irreëel gedragen. De emotionele mens met zijn ongewenste irrationele gedrag is uitgebannen. In de eerste plaats door economen en recent door regelgeving, compliance en risicobeheersing met een fanatisme en succes waar de Spaanse inquisitie jaloers op zou zijn geweest.

Een recente enquête onder Nederlandse economen, waarin gevraagd werd naar de in hun ogen meest gerespecteerde econoom, zette Daniel Kahneman op een 7e plaats. Kahneman is een Israëliësch-Amerikaanse psycholoog, met name bekend geworden door zijn werk op het gebied van beslissingspsychologie inclusief Nobel prijs. Deze beslissingspsychologie heeft zijn weg gevonden naar de economie. Een opmerkelijke prestatie, omdat het knaagt aan de wortels van de rationele mens. Acceptatie van deze vorm van psychologie is waarschijnlijk vooral te danken aan de statistisch relevante empirische ondersteuning, zodat het niet al te wereldvreemd is voor onze wiskundige economie. We hebben er zelfs een economische term voor bedacht: 'behavioral finance'.

Behavioral finance is eigenlijk een herontdekt vakgebied binnen de economie. Als je de economische geschiedenis van de mens bekijkt, heeft onze huidige invulling van de economie pas relatief recent de moraliteit verruild voor wiskunde. Behavioral finance heeft de feilbare mens en zijn tekortkomingen teruggebracht binnen de economische wetenschap door zich te concentreren op individuele valkuilen, het in kaart brengen ervan en het verbeteren van de gangbare modellen. Een van de pioniers op dit gebied is Richard Thaler. Misbehaving is zijn meest recente boek.

Misbehaving

Het boek Misbehaving begint met het oude bekende behavioral thema van Econs tegen mensen. Econs handelen rationeel en voorspelbaar, consistent en volgens de modellen. Mensen doen dat niet altijd en dus 'misdragen' zij zich volgens de economische theorie. Behavioral finance probeert deze misdragingen in kaart te brengen. Het maakt ons bewust van onze valkuilen en vooroordelen. Thaler: "We don't have to stop inventing abstract models that describe the behavior of imaginary Econs. We do, however, have to stop assuming that those models are accurate

descriptions of behavior and stop basing policy decisions on such flawed analyses. And we have to start paying attention to those 'supposedly irrelevant factors'."

Thaler vertelt dat zijn speurtocht binnen behavioral finance is voortgekomen vanuit zijn studie economie, maar pas na zijn introductie in het psychologische vakgebied door Daniel Kahneman kwam er vaart in. Thaler maakt ons duidelijk in zijn verhaal hoe belangrijk het is om informatie-kruisbestuiving (besmetting) te hebben tussen verschillende wetenschappelijke vakgebieden. Het is daarom van belang dat we ons blikveld constant blijven verruimen, ons openstellen voor ideeën en expertise vanuit andere wetenschappen om zodoende zowel onze eigen kennis als het economisch vakgebied te verrijken.

Gelukkig zien we vooruitgang. Nieuwe onderzoekstechnieken zoals 'randomized control trial experiments' (vanuit de medische wetenschap), het gebruik van 'naturally occurring experiments' (psychologie) en econometrische technieken (statistiek), die in staat zijn de impact van acties te meten, hebben de gereedschapskist van economen in de laatste 25 jaar verrijkt.

Als eerste beschrijft Thaler het **endowment effect**. Dit heeft betrekking op het feit dat we meer pijn voelen bij het betalen van geld dan bij het missen van een kans op winst of het niet ontvangen van een zelfde bedrag. Mensen waarderen eigendommen meer dan de dingen die ze wel willen maar nog niet bezitten. Thaler legt twee vooroordelen van het endowment effect uit; **loss aversion** en de **status quo bias**. Deze twee gaan vaak hand in hand.

Misbehaving vervolgt met Kahneman's **value- of prospect theorie**, hiermee wordt benadrukt dat mensen denken in termen van veranderingen, niet in absolute niveaus. Dit is belangrijk omdat het de utility curve van Bernouille verandert; mensen houden van winst, maar hebben een afkeer van verlies, ongeveer twee keer zo erg.

Daarna wordt **mental accounting** besproken: hoe denken mensen over geld. Thaler onderscheidt twee soorten 'utilities' bij aankopen: 'acquisition utility' en 'transaction utility'. Acquisition utility is wat economen consumer surplus noemen. Transaction utility gaat over de waargenomen kwaliteit van de transactie. De **sunk cost fallacy** bestaat vanwege transaction utility in mental accounting. Niet tijdens de transactie, maar bij het consumeren ervan. Het effect van sunk cost verminderd naarmate de tijd verstrijkt.

Een ander effect van mental accounting is dat investeerders met een verlies in de boeken sneller geneigd zijn risico te nemen om break-even te spelen. Hoe groter het verlies, hoe meer waarschijnlijk het is dat ze de gok nemen. Zelfs als ze normaal gesproken redelijk risico avers zijn.

Na het bespreken van **self-control**, gaat Thaler verder met **fairness**. Wat is rechtvaardigheid? Voor bedrijven is het belangrijk dat ze de sociale normen en waarden kennen en begrijpen. Specifiek in situaties waarin de economische theorie een actie suggereert die tegen het algemene gevoel van rechtvaardigheid indruist. Het negeren van rechtvaardigheidsnormen kan op grote weerstand rekenen. *“The purely economic man is indeed close to being a social moron. Economic theory has been much preoccupied with this rational fool.”*

Over **narrow framing** meldt Thaler dat het binnen de conventionele economie gelinkt kan worden aan principal-agent problemen. Hij ziet het principal-agent probleem vooral als *“dumb principal”* probleem omdat het de principal is die een omgeving creëert waarin het principal-agent probleem kan ontstaan. Hij verwijst in dit kader ook naar het onderscheid dat Kahneman maakt tussen de ‘inside’ en ‘outside view’.

Thaler kijkt naar de behavioral aspecten passend bij de Efficiënte Markt Hypothese (EMH). Hij concludeert dat van de twee belangrijkste elementen van de EMH, het deel dat ervan uitgaat dat er geen ‘free lunch’ bestaat voornamelijk waar is. Het belangrijkste de ‘price is right’ element is echter onjuist. *“The price is often wrong, and sometimes very wrong.”*

Met twee praktijkvoorbeelden worden vijf vooroordelen uitgelegd. **Overconfidence, extreme forecasts, the winner’s curse, false consensus effect** en **present bias**. Hoe belangrijker een beslissing is, hoe meer mensen de neiging hebben te vertrouwen op hun gevoel en hoe minder ze gebruik maken van kwantitatieve analyses.

Thaler sluit af met een blik op de toekomst. Hij kijkt op welk gebied we de gedragseconomie kunnen gebruiken om de wereld een stukje beter te maken. Het idee is simpel: Mensen maken voorspelbare fouten. Als we met behulp van gedragseconomie op deze irrationaliteit kunnen anticiperen, dan zijn we ook in staat maatregelen ontwikkelen die de impact ervan kunnen minimaliseren.

Nu zijn wij aan zet

Ondanks dat Thaler een paar voorbeelden geeft van hoe je gebruik kan maken van irrationele marktomstandigheden, geeft hij geen richtlijn hoe behavioral finance gebruikt kan worden met het oog op kuddegedrag. Hiermee bedoel ik: hoe kun je het beleggingsproces of -model zo inrichten dat je kuddegedrag kunt benutten voor rendementsverbetering. Het dichtst bij een dergelijke analyse van kuddegedrag komt de technische analyse, met name de psychologische technische analyse zoals Elliott Waves en Japanese candle sticks. Maar dat soort analyses wordt vooral gezien als vieze plaatjes en enge praatjes.

En dat is jammer. De uitwisseling van informatie tussen verschillende disciplines versterkt juist beide vakgebieden. De vraag laat zich dan ook makkelijk stellen waarom er dan nog zo weinig historici, kunstenaars en antropologen bij financiële instellingen werken. En als ze er al werken, waarom hijsen we ze dan met alle geweld in een krijtstreepjesmaatpak met VBA of CFA diploma in de binnenzak? ■