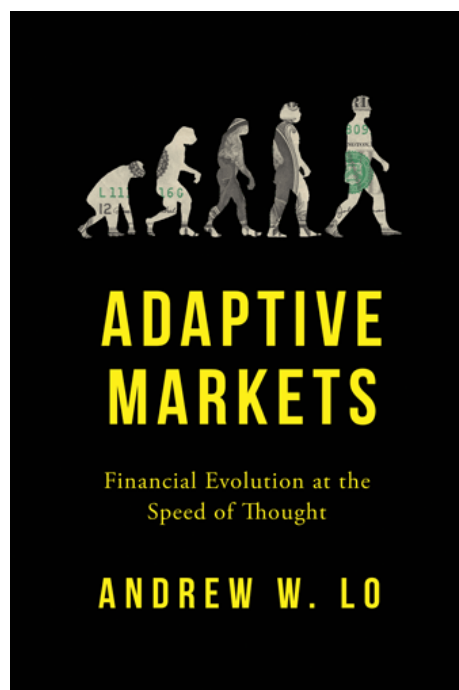


# Adaptive Markets: Evolution at the Speed of Thought

Andrew W. Lo

Review door Léon Cornelissen, Chief Economist Robeco



Andrew Lo (1960) is onder meer hoogleraar financiering aan MIT (<http://alo.mit.edu/>). Zijn boek *Adaptive Markets* is een pleidooi voor een nieuwe manier van denken over financiële markten en menselijk gedrag bekeken door de lens van biologie in plaats van de theorie van efficiënte markten. De theorie van efficiënte markten is niet onbruikbaar, maar markten lijken alleen efficiënt wanneer beleggers de kans gehad hebben om zich aan te passen aan een bepaalde omgeving en deze omgeving relatief stabiel blijft over een relatief lange periode. Onder die omstandigheden kun je spreken over de 'wisdom of crowds'; een mooi voorbeeld is de door Lo beschreven marktreactie op de explosie van de Challenger

waarin de markt in een paar uur tot dezelfde conclusie kwam als de Rogers Commission na vijf maanden, namelijk een daling van de marktwaarde van Morton Thiokol, de leverancier van de defecte O-ringen, van ongeveer USD 200 miljoen ter compensatie van toekomstige schadevergoedingen, schikkingen, verlies van toekomstige cash flow e.d.

Helaas kan deze 'wisdom' gemakkelijk omslaan in de 'madness of mobs', zoals het op slot raken van markten in de jongste Grote Recessie. Dit is niet een geval van pathologie, maar simpel een weerspiegeling van de menselijke natuur: gedrag past zich aan wanneer de omgeving verandert en niet altijd in financieel gunstige zin.

Tot voor kort werd het vak financiering gedomineerd door zeer wiskundige modellen en methoden, die meer gemeen hebben met de natuurkunde dan met de biologie. Lo noemt dit de wraak van de 'nerds'. Lo gaat uitgebreid in op

het gedachtengoed van Samuelson en Fama. Lo laat niet na te signaleren dat het voordeel van de efficiënte-markt-hypothese is dat het de belegger aanzet tot het beleggen in indexfondsen en daarmee een democratisch alternatief geeft voor de cultus van de beleggingsgoeroe.

Vermakelijk is de beschrijving van zijn eerste ervaringen als jonge academicus waarin de onderzoeksresultaten van Lo en een collega strijdig met de efficiënte markt hypothese door een opponent worden toegeschreven aan een waarschijnlijke programmeerfout en sowieso niet plausibel omdat iemand anders ze wel eerder zou hebben gevonden (daarom ligt er nooit een tientje op straat en kan er ook nooit een liggen).

Lo gaat vrij uitgebreid in op de resultaten van neurologisch onderzoek naar gedrag. Een interessante ontdekking is dat geldelijke beloning hetzelfde werkt als cocaïne op het beloningssysteem in het brein en dat geldelijk verlies dezelfde vlucht-of-vecht-reactie oproept als een fysieke aanval.

Wij gebruiken in de regel ook geen logica of wiskunde om oordelen te vellen, maar vuistregels. Ook tonen 'split-brain' experimenten aan dat we een meester zijn in het (achteraf) rationaliseren: we zijn niet zozeer een rationeel, maar eerder een rationaliserend dier. Zelfs onze meest rationale mentale gedragingen zijn aanpassingen aan omgevingen uit het verleden. Suboptimaal gedrag is onvermijdelijk wanneer we vuistregels toepassen in een veranderde omgeving.

Lo heeft een overtuigend, soms wat wijdlopig, boek geschreven, maar zijn 'adaptive markets' hypothese geeft geen duidelijke handvatten aan de belegger, behalve dat je voorzichtig moet zijn met extrapolatie. Zo merkt hij op dat de dringendste kwestie voor de huidige belegger is of de laatste vijftien jaar een tijdelijke 'blip' is in een verder rimpelloos opwaarts traject in cumulatieve aandelenrendementen of de voorbode van een nieuwe wereldorde. Er is groeiend bewijs voor het laatste, zegt Lo. ■