

Beperkte aandacht is een belangrijke gedragsfactor

Eind dit jaar promoveert Ralph Verhoeks aan de School of Business and Economics van de Vrije Universiteit op zijn proefschrift 'Limited Attention, Uncertainty, and Asset Price Dynamics'. In dit interview licht hij de belangrijkste conclusies toe en gaat hij in op de relevantie voor de beleggingspraktijk.

Je hebt in je onderzoek vooral gekeken naar de rol van 'limited attention', het feit dat beleggers beperkte aandacht hebben. Leg uit.

In de financiële literatuur is er al langere tijd een debat gaande tussen neoklassieke en gedragseconomen. Van oudsher gaan de modellen over prijsvorming uit van rationele actoren, waarbij nieuwe informatie direct en volledig verwerkt wordt in de prijzen van activa. Dit vormt ook een van de belangrijkste fundamenten onder de Efficiënte Markt Hypothese van de bekende neoklassieke econoom Eugene Fama. Marktprijzen zijn doorgaans juist en returns ontstaan alleen bij nieuwe informatie, zo stelt deze theorie. Bovendien, wanneer er toch marktinefficiënties ontstaan, zullen die meteen uitgewist worden door arbitrage, waardoor prijzen weer terugkeren naar hun fundamentele waarde. In tegenstelling tot de neoklassieken, erkent de *behavioral finance* stroming de rol van menselijk gedrag. Psychologen hebben immers al decennia lang bewijs aangedragen dat mensen niet zuiver rationeel handelen en *biases* vertonen in hun besluitvorming. Zie bijvoorbeeld het invloedrijke werk van Daniel Kahneman. In mijn proefschrift heb ik ingezoomd op één van de belangrijke veronderstellingen van de neoklassieke theorie, namelijk de aanname dat individuen toegang hebben tot perfecte informatie en dat al deze informatie direct en accuraat wordt verwerkt.

Intuitief weten we dat die aanname niet opgaat, toch?

Inderdaad. In de huidige informatie maatschappij is het onmogelijk om alle informatie tot ons te nemen. We zijn geneigd om ons te focussen op bepaalde informatie en andere te negeren. In economische termen is onze aandacht dus een schaars goed, en allerlei

bronnen van informatie gaan met elkaar de strijd aan om onze aandacht te vangen. Dat zorgt ervoor dat we selectief zijn in waar we onze aandacht op richten. Onze aandacht en cognitieve mogelijkheden zijn dus beperkt, terwijl nieuwe informatie oneindig is. Dat zien we ook terug bij beleggers. Wanneer bijvoorbeeld de ECB een rentebesluit neemt, gaat alle aandacht uit naar monetair beleid en lijken andere variabelen plots minder interessant.

Waarom is dit relevant voor asset pricing?

Wanneer door beperkingen in aandacht bepaalde informatie genegeerd of later opgemerkt wordt, betekent dit dat niet alle informatie verwerkt wordt in prijzen. Dit vormt daarmee een belangrijke verklaring waarom prijzen kunnen afwijken van *fundamentals*. Om een voorbeeld te noemen: eerder onderzoek heeft laten zien dat wanneer veel bedrijven tegelijkertijd hun kwartaalcijfers publiceren, de aandelenkoers minder sterk en snel reageert op *earnings news*. Er is op dat moment simpelweg teveel informatie die tegelijk beschikbaar komt. Wanneer prijzen niet alle beschikbare informatie reflecteren, of wanneer dit met vertraging gebeurt, heeft dat vanzelfsprekend belangrijke consequenties voor de prijzen van activa en de efficiëntie van financiële markten.

Wat heb je in je onderzoek gevonden?

Ik heb in de verschillende hoofdstukken de gevolgen van *limited attention* voor meerdere financiële (deel)markten onderzocht. In het eerste hoofdstuk heb ik me bijvoorbeeld verdiept in een vraagstuk wat economen al langere tijd bezighoudt: waarom vertonen wisselkoersen zo'n zwakke relatie met macro- en financiële *fundamentals*, zoals rente, prijsniveaus, lopende rekening, et cetera, terwijl de economische theorie een sterke relatie

Ralph Verhoeks
Econoom bij De Nederlandsche Bank en parttime verbonden aan de Vrije Universiteit



suggereert? Ik laat zien dat wanneer we meten welke economische informatie de aandacht van markt participanten heeft, en daarmee hun verwachtingen voor de wisselkoers stempelt, de relatie tussen wisselkoersen en economische informatie veel sterker is. Het direct meten van aandacht kan tegenwoordig met allerlei innovatieve datasets, zoals Google zoekvolume of het zoek- en leesgedrag op Bloomberg terminals. Een ander voorbeeld dat ik laat zien is dat tijdens de coronapandemie de aandacht voor ontwikkelingen in het virus ten koste ging van de aandacht voor bedrijfs-specifiek nieuws, waardoor de samenhang (*comovement*) in activaprijzen toenam.

Wat betekenen jouw bevindingen voor de beleggingspraktijk?

Meer in het algemeen geeft mijn onderzoek verder inzicht in het functioneren van financiële markten en hoe marktinefficiënties kunnen ontstaan door een gebrek aan aandacht. Maar het heeft ook zeker praktische implicaties. Doorgaans staat de beleggingsindustrie in het debat tussen neoklassieken en behavioristen aan de kant van de laatsen (aanbieders van passieve beleggingsproducten daargelaten). Het bestaansrecht van veel beleggingsstrategieën, in het bijzonder actief beheer, hangt immers af van de (langdurige) aanwezigheid van marktinefficiënties en mispricing. Onder de notie van efficiënte markten is het structureel behalen over overrendement immers schier onmogelijk. De opkomst van *behavioral finance* heeft ook de beleggingsindustrie sterk beïnvloed, met bijvoorbeeld strategieën die sentiment meenemen in de allocatie. Echter, het belang van *attention* is nog nauwelijks doorgedrongen in de praktijk.