Del 4
(sista delen)
Henry Montgomery

Ekonomiska prognosers psykologi: Experter lyckas ofta *sämre* – ändå tror vi att de kan bäst

Forskning visar att experter har en övertro på sin skicklighet när det gäller att göra prognoser om den framtida ekonomiska utvecklingen i ett företag. Även amatörer tror att experter är skickligare, men det stämmer inte:
– Säkert är det så att experterna kan mer än amatörerna, vilket leder till att man litar på dem. Problemet är att experternas kunskaper inte är relevanta för att spå om framtiden, skriver professor **Henry Montgomery.**

Ett centralt antagande inom den ekonomiska psykologin är att människan är begränsat rationell. Vi kan inte samtidigt ta hänsyn till stora mängder ny information och kan bara fokusera på en sak i taget. Detta leder till att vi använder enkla tumregler för våra bedömningar och val. Dessa regler fungerar ofta bra, men leder i många fall till skevheter – så kallade bias – i människors tänkande och handlande.

Ett exempel på en tumregel, som också kan vara ett bias, är att föredra det som är välbekant framför det okända eller obekanta. Till exempel har man funnit att många aktiesparare har som tumregel att köpa aktier från det egna landet framför aktier från främmande länder. Det kan ju vara klokt att köpa aktier som man känner till, men samtidigt leder denna strategi till att man på ett suboptimalt sätt favoriserar aktier från det egna landet, vilket svarar mot ett så kallat *hembias* (French & Poterba, 1991). I denna artikel kommer jag att behandla bias i ekonomiska prognoser.

Ekonomiskt beslutsfattande inbegriper ofta prognoser. Ett köp- eller säljbeslut beträffande en aktie förutsätter att man har en uppfattning om den framtida aktiekursen. En företagsstyrelse baserar sitt beslutsfattande på prognoser om den framtida ekonomiska utvecklingen, såväl allmänt som inom den egna branschen. Både när det gäller prognoser för aktiekurser och ekonomiska konjunkturer finns tillgång på experter med lång erfarenhet och som har en avancerad akademisk utbildning.

Henry Montgomery

Även amatörer i ekonomiskt hänseende upplever att de behöver göra prognoser eller åtminstone lita på andras prognoser, till exempel när det gäller framtida värdeutveckling av köp eller försäljning av ett hus eller bil, eller när det gäller storleken på den framtida pensionen. Hur bra är experternas prognoser? Hur skiljer sig experternas prognoser från amatörers? Vilken uppfattning har bedömarna och prognosmakarna om hur bra deras prognoser är? Påverkas prognoserna av psykologiska bias? Låt oss se vad man funnit i empirisk forskning kring dessa frågor.

Konfidens och träffsäkerhet i ekonomiska prognoser

Törngren och Montgomery (2004) undersökte

©SCANPIX

Caricature by Humblot about the panic at the Amsterdam stockexchange due to the French economic crisis at the end of 1720.

i två studier hur experter och lekmän bedömde den framtida kursutvecklingen hos aktier från ett antal välkända bolag på den svenska börsen. I båda studierna fick ett tjugutal experter (aktieanalytiker, börsmäklare och ekonomijournalister) och ett trettital amatörer (psykologistuderande) i uppgift att ange vad de trodde om 20 olika aktiekurser en månad fram i tiden.

Deltagarna i studierna fick data på den tidigare kursutvecklingen hos de olika aktier som ingick i undersökningen. Deltagarna fick se två aktier i taget och ombads att ange vilken av de två aktierna som skulle ha den bästa utvecklingen efter en månad. De fick sedan bedöma hur säkra de var på att de valt rätt på en procentskala från 50 procent (vilket förklarades vara samma säkerhet som ett rent slumpmässigt val) till 100 procent (helt säkert rätt).

Som man kan vänta sig hade experterna större tilltro till sin träffsäkerhet i båda studierna (63 respektive 67 procent bedömd träffsäkerhet) än vad fallet var för amatörerna (58 respektive 59 procent bedömd träffsäkerhet). Bedömningar av vad undersökningsdeltagarna allmänt trodde om de två gruppernas träffsäkerhet gav samma bild. Experterna och amatörerna hade alltså eniga uppfattningar om att experterna var mer träffsäkra än amatörerna. Låt oss nu se hur bra de två grupperna faktiskt var i sina parvisa val av bästa aktie. Som väntat presterade amatörerna lika bra som slumpmässiga val (50 respektive 52 procent korrekta val). För experterna blev resultatet smått sensationellt. Experterna var tydligt och statistiskt signifikant sämre än slumpen i sin träffsäkerhet (40 procent rätt i båda studierna). Jag återkommer nedan till om detta resultat håller generellt.

Hur ska man förklara att experter har en sådan övertro på sin skicklighet? Och hur kan experter över huvud taget anlitas som experter när de i själva verket presterar sämre eller i alla fall inte bättre än slumpen? För att svara på dessa frågor kan vi ta del av hur experter och amatörer i vår undersökning svarade på frågorna om hur de kom fram till sina bedömningar. Experterna angav att de i första hand utgick från sina kunskaper om de aktuella företagen. Amatörerna angav att de gissade, men också att de gick på intuition eller på föregående månadsresultat.

Säkert är det så att experterna kan mer än amatörerna, vilket leder till att man litar på dem. Det faktum att de använder sig av kunskaper och inte av gissningar kan antas leda till att de känner sig relativt säkra i sina bedömningar. Problemet är att experternas kunskaper inte är relevanta för att spå om framtida aktiekurser. Men kunskaperna kan användas för att ge argument för den tro man har. Och här kommer ett psykologiskt bias in i bilden, nämligen det kanske mest generella av dem alla, det så kallade *konfirmeringsbiaset*.

Konfirmeringsbias innebär en benägenhet att leta efter stöd för det som man tror på och att bortförklara sådant som går emot ens övertygelse. Så fort en bedömare lutar åt ett visst håll, till exempel att en viss aktie kommer att gå upp, kommer han eller hon alltså att söka efter ytterligare evidens för denna tro och blir samtidigt benägen att bortse från eller förklara bort evidens åt motsatt håll. Konfirmeringsbias förutsätter att bedömaren upplever sig ha tillgång till evidens i sin trosuppfattning och att det också finns annan evidens som går åt motsatt håll.

För att återvända till vår studie av experters och amatörers aktiebedömningar så kan man anta att amatörerna upplevde sig i ringa grad ha tillgång till relevant evidens. De saknade helt enkelt kunskap. Därför fanns inget underlag för konfirmeringsbias. Experterna å andra sidan kunde från sina kunskaper hämta argument för sina gissningar.

Enligt välkänd ekonomisk teori är kunskap om ett företags framtida utveckling redan intecknad i den aktuella aktiekursen (Burton, 1987). I praktiken finns dock förmodligen ett litet utrymme för att kunna förutsäga aktiers kursutveckling beroende på att aktiemarknaden inte fungerar perfekt. I en undersökning av bedömningar av framtida aktiekurser kurser (så kallade riktpriser) gjorda av professionella aktieanalytiker i USA fann vi (Carleson, Törngren & Montgomery, 2013) en genomsnittlig korrelation på 0,11 (= 1 procent förklarad varians) mellan bedömningar av aktiekursers utveckling och den faktiska utvecklingen. Bedömningarna gällde 417 av de 500 företag som ingår i Standard & Poor's aktieindex.

På detta stora material kunde vi alltså inte replikera att experterna i genomsnitt presterade sämre än slumpen (men vi fann att det gällde för enstaka månader) utan vi kunde konstatera att de professionella bedömarna tenderade att vara något litet bättre än slumpen. Möjligheten att utnyttja den förutsägbarhet som eventuellt finns på aktiemarknaden äts dock sannolikt upp av de transaktionskostnader som uppkommer när kunskaperna ska komma till användning för att köpa eller sälja lämpliga aktier.

Konfirmeringsbiaset är nära förknippat med ett annat bias som illustreras i vår studie, nämligen *överkonfidens*. Överkonfidens innebär att människor tenderar att överskatta korrektheten i sina bedömningar, vilket framför allt var fallet för de professionella aktiebedömarna i vår studie. Överkonfidens har ett massivt forskningsstöd. Ett typiskt forskningsresultat är att personer, som säger sig vara 100 procent säkra på att ha rätt i själva verket har rätt i 80 procent av fallen.

Ett praktiskt råd är således: Så fort någon säger: "Jag är absolut söker på att det är så" översätt det till 80 procent säker. Människor – inkluderande experter av olika slag, förefaller att ha svårt att greppa det faktum att det ofta råder genuin osäkerhet om framtiden, vilket typiskt

"Det förefaller som om prognosmakare i stor utsträckning använder sig av enkla tumregler"

är fallet inom vissa ekonomiska områden. Man söker efter ledtrådar som man tror är användbara, fast de i själva verket inte säger något om det man är ute efter.

Hur tänker prognosmakaren?

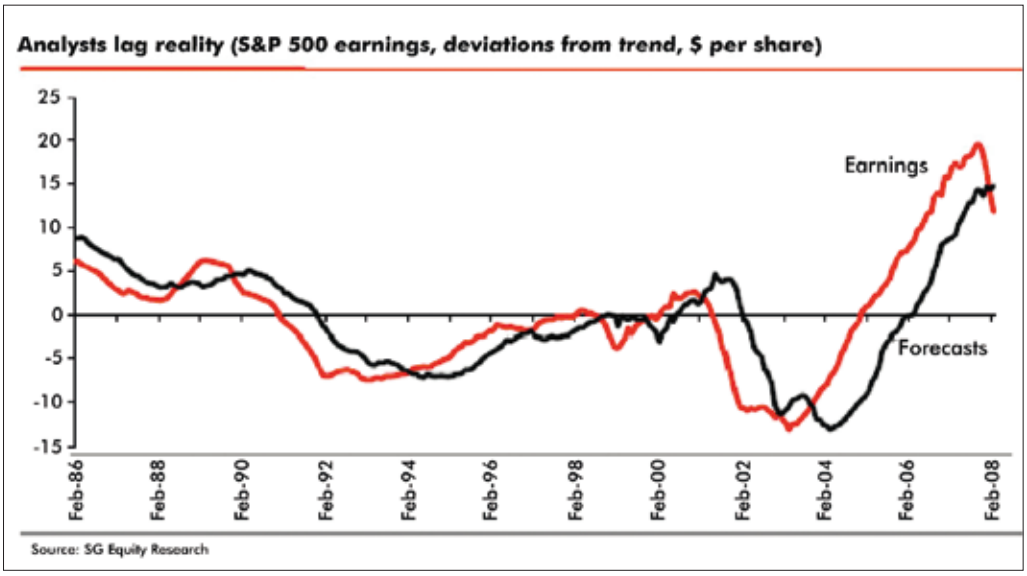
Vilka slags ledtrådar använder sig då ekonomiska prognosmakare av? Figur 1 visar med dramatisk tydlighet vad som är den avgörande ledtråden (SG Equity Research, 2008). Figuren visar kursutvecklingen för Standard & Poor's aktiekursindex under en tjugoårsperiod (den röda kurvan). I figuren visas också professionella aktieanalytikers prognoser av kursutvecklingen ett år fram i tiden (den svarta kurvan).

Vid första anblicken ser det ut som att prognosmakarna är mycket träffsäkra. Den svarta kurvan ansluter sig väl till den röda kurvan. Men den goda överensstämmelsen mellan de två kurvorna beror inte på träffsäkra prognoser utan på att framtidsbedömningarna speglar den aktuella aktiekursen vid bedömningstillfället och inte alls den framtida aktiekursen. Detta visar sig i att den svarta kurvan (prognoserna) är förskjuten ett år fram i tiden jämfört med röda kurvan (de faktiska aktiekurserna).

Prognoserna speglar alltså vad som nyligen hänt och inte det som kommer att hända, och prognosmakarna har i själva verket praktiskt taget inte en aning om i den mån framtiden avviker från det som redan hänt. Lite skämtsamt kan man säga att prognosmakarna är nutidshistoriker snarare än att de är prognostiker. En liknande bild framkommer också för BNP-prognoser (Montgomery, 2005; 2011). I likhet med aktieanalytiker så har BNP-prognosmakare en tydlig övertro på träffsäkerheten i sina prognoser, åtminstone när tidshorisonten är minst ett år (Clements, 2012). De är alltså överkonfidenta.

Det faktum att ekonomiska prognoser speglar det som hänt snarare än det som kommer att hända blir särskilt tydligt när snabba och överraskande förändringar inträffar. Det har visat sig att ekonomiska prognosmakare (och även prognosmakare inom andra områden) systematiskt missar sådana händelser (Taleb, 2007). Man tror att det kommer att tuffa på som vanligt ända tills förändringen är ett faktum. Ett slående exempel på detta är den senaste finanskrisen. Sommaren 2008 trodde ekonomer i USA att BNP skulle öka 2 procent det fjärde kvartalet 2008. I själva verket föll BNP med 6,3 procent, kanske den största prognosmissen i modern tid (Coy, 2009).

Varför denna överbetoning av det nuvarande när man ska förutspå framtiden? En stor mängd undersökningar har visat att människors bedömningar ofta hamnar snett därför att de styrs av information som är psykologiskt tillgänglig, snarare än av den mest relevanta informationen. Man kan alltså tala om ett *tillgänglighetsbias*. Händelser som är lätta att minnas eller att föreställa sig får en alldeles för stor vikt i bedömningarna. De senast tillgängliga aktiekurserna eller BNP-siffrorna kan i normalfallet antas vara mest tillgängliga och får därmed stort inflytande på bedömningen, som framgår av Figur 1. Ett nära relaterat bias är *förankringsbiaset*, som innebär att man förankrar sina bedömningar i en lämplig utgångspunkt – ett förankringsvärde – och sedan gör en ofta alldeles för liten justering



Figur 1.

av förankringsvärdet där hänsyn tas till aktuell information.

Ekonomiska prognoser görs som regel vid upprepade tillfällen. Det blir då naturligt att använda den senast gjorda prognosen som ett förankringsvärde och sedan justera detta värde uppåt eller nedåt beroende på aktuell ekonomisk information. I ekonomipressen använder prognosmakarna ofta uttrycket att man justerat den senaste prognosen uppåt eller nedåt.

I nu pågående forskning (Carleson, Törngren & Montgomery) har vi använt registerdata på amerikanska aktieanalytikers bedömningar av framtida aktiepriser kombinerat med data på faktiska aktiekurser för att studera hur analytikerna kommer fram till sina bedömningar. Vi finner att cirka 99 procent av variansen i bedömningarna kan förklaras med hjälp av en enkel linjär ekvation, där den närmast föregående aktiebedömningens vikt ingår med stor vikt (= förankring) och det senast tillgängliga aktiekursen ingår med en mindre vikt (= justering av förankringsvärde). Samtidigt finner vi att den erhållna bedömningen inte kan signifikant förbättra träffsäkerheten jämfört med en prediktion som bortser från bedömningen och enbart baseras på det aktuella priset.

Man skulle alltså kunna ersätta aktieanalytikern med enklast möjliga prediktionsregel: Predicera att det framtida aktiepriset blir det samma som det är i dag. På ett liknande, men något mer komplicerat sätt, kan man ersätta BNP-prognosmakare med med en enkel mekanisk regel där närmast föregående BNP-siffor sätts in i en linjär ekvation med vikter som anpassats med hjälp av regressionsanalys (Finanspolitiska rådet, 2010).

Alltså: det förefaller som om prognosmakare i stor utsträckning använder sig av enkla tumregler, som samtidigt inte har något eller ytterst lite prognosvärde jämfört med enkla mekaniska regler. Detta resultat ligger i linje med klassisk psykologisk forskning (Meehl, 1954) som visar att enkla mekaniska regler fungerar lika bra eller bättre än kliniska bedömningar för att predicera patienters eller klienters framtida beteende.

Behövs prognosmakare?

Det är lätt att dra en drastisk slutsats av de forskningsresultat som jag nu redogjort för: Avskaffa ekonomiska prognosmakare (särskilt när det gäller prognoser av aktiekurser och BNP) och ersätt dem med enkla prediktionsregler, som man kör i en dator, i de fall det senare fungerar.

Personligen förslår jag en modifierad slutsats: Var mycket restriktiv med prognoser över huvud taget eftersom även mekaniska prediktionsregler fungerar dåligt. Låt ekonomiska analytiker och prognosmakare koncentrera sig på det som de är bra på, nämligen att analysera problem och möjligheter i affärsvärlden och i den ekonomiska politiken, men avstå från numeriskt exakta prognoser. Inse och var samtidigt ödmjuk inför det faktum att den ekonomiska verkligheten är genuint osäker, något som vi människor psykologiskt sett tycks ha väldigt svårt att acceptera. Låt detta vara en ledstjärna för ekonomisk politik.

HENRY MONTGOMERY
Professor emeritus i psykologi

Detta är den fjärde och sista delen i *Psykologtidningens* serie Ekonomi och psykologi under ledning av gästredaktör Lennart Sjöberg. De olika artiklarna i serien:

Nr 1/2013: Lennart Sjöberg: Psykologi ökar förståelsen för ekonomiskt beteende" samt "Riskupplevelse och riskförnekande styrs av psykologiska faktorer".

Nr 2/2013: Maria Andersson: "Psykologi på aktiemarknaden: Att följa flocken utan att tänka efter".

Nr 3/2013: Tommy Gärling: "Psykologiska faktorer styr synen på pengars värde och priser".

Nr 4/2013: Henry Montgomery: "Ekonomiska prognosers psykologi".

Alla delarna i serien går att läsa på **www.psykologtidningen.se**

HENRY MONTGOMERY
disputerade 1975 i psykologi vid Göteborgs universitet. 1991 utnämndes han till professor i kognitiv psykologi vid Stockholms universitet och blev professor emeritus 2010. Han är nu fortsatt verksam vid psykologiska institutionen, Stockholms universitet, men också verksam vid institutionen för psykologi, Uppsala universitet och vid samhällsvetenskapliga institutionen, Södertörns högskola. Han har nyligen publicerat arbeten om psykologiska aspekter på finansiellt beteende. Hans forskning berör beslutsfattandets och bedömandets psykologi, med tillämpningar i ekonomiska och politiska kontexter.

REFERENSER:

Burton G. M. (1996) Random walk down Wall Street, New York: W. W. Norton.

Clements, M. P. (2012). Subjective and ex post forecast uncertainty: US inflation and output growth. *Warwick Economic Research Papers, No. 995.*

Coy (2009). What good are economists anyway? *Business Week*, 16 april, 2009.

Finanspolitiska rådet (2010), *Svensk Finanspoltik*, Rapport från Finanspolitiska rådet, 2010.French, K. R., & Poterba, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81, 222-226.

Meehl, P. E. (1954). *Clinical vs. statistical prediction: A theoretical analysis and a review of the evidence*. Minneapolis: University of Minnesota Press.

Montgomery, H. (2005). The psychology of economic forecasting: A possibility for cooperation between JDM and NDM theories? In H. Montgomery, H., R. Lipshitz, & B. Brehmer (Eds.), How professionals make decisions. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.

Montgomery, H. (2011). The financial crisis: Lessons for Europe from psychology. *SIEPS Report*, 2011:1.

SG Equitry Research (2008). Analyst lag reality. Nedladdat från http://bigpicture.typepad.com/comments/2008/04/how-cheap-are-s.html

Taleb, N. N. (2007). *The black swan: The impact of the highly improbable.* London: Random House.

Törngren, B., & Montgomery, H. (2004), Worse than chance? Performance and confidence among professionals and laypeople in the stock market *Journal of Behavioral Finance*, 5, 148-153.