

- Van alle tijden
- Geschiedenis herhaalt zich
- Mainstream manie
- Behavioral economics: nieuwe inzichten
- Financieel analfabetisme
- De onmogelijkheid van het noodzakelijke?
- Minsky-moment
- Conclusies



Auteur:

Geert Janssens

Redactieadres:
Sneeuwbeslaan 20 - 2610 Wilrijk
Tel.: 03 829 25 06
Fax: 03 829 25 22
E-mail: vkw.metena@vkw.be
www.vkwmetena.be

Verantwoordelijke uitgever:
VKW Denktank

Geldwolven in schaapsvacht

Lessen uit de financiële crisis

Verklaringen voor de ergste financiële crisis in meer dan tachtig jaar zijn er bij de vleet. Het aantal verantwoordelijken dat op de beklagdenbank zit, is zo mogelijk nog talrijker. De verdachtmakingen zijn zeker niet geheel ten onrechte maar de realiteit is een stuk complexer dan ze meestal wordt voorgesteld. Waarom anders blijft de geschiedenis zich steeds opnieuw herhalen? In deze nota gaan we op zoek naar de echte wortels van financiële crisissen. Naast een groot gebrek aan historisch inzicht constateren we ook een wijdverbreid financieel analfabetisme. Problematisch is ook dat de economische wetenschap de voeling met de realiteit heeft verloren doordat men de diepmenselijke psychosociale drijfveren, die Keynes in zijn tijd reeds omschreef als 'animal spirits', straal heeft genegeerd. Het is tijd voor een grondige schoonmaak, niet alleen in de economische wetenschap maar ook in de wijze waarop het financieel bestel wordt aangestuurd.

1. Van alle tijden

Hoewel de huidige crisis nooit gezien is qua omvang, zijn financiële debacles van alle tijden. Ook in de Oudheid liet de grote massa zich met de regelmaat van de klok bevangen door de charmes van een of andere zeepbel die vroeg of laat uit elkaar zou spatten. Denken we ook aan de Tulpenmanie tijdens de 17^e eeuw bij onze noorderburen. Ook de 18^{de} en 19^{de} eeuw stonden bol van de crashes en alleen reeds de afgelopen 30 jaar onderging het Westen minstens 10 afzonderlijke financiële debacles de naam crisis waardig. Crashes op beurzen of financiële markten in het algemeen zijn eerder de regel dan de uitzondering.

Een andere constante in de geschiedenis is dat hebzuchtige financiers na het debacle met de vinger worden gewezen. In de huidige crisis is dat niet anders. Het rijtje verdachten is overigens aardig uitgebreid met niet alleen de traditionele financiële instellingen op de beklagdenbank maar ook het zogenaamd schaduwbankwezen met speculatieve hefboomfondsen als hun meest bekende maar ook meest verguisde spelers. Veel is ook te doen rond de dubieuze rol van ratingbureaus alsook het stilzwijgen van een wereldwijd uit de kluiten gewassen toezicht met tal van zijvertakkingen en stevig bemande structuren. Tot slot zijn er de centrale bankiers wiens soepel monetair beleid algemeen wordt beschouwd als een bijkomende katalysator waardoor de crisis kon uitgroeien tot nooit geziene proporties.

Het valt buiten onze scope om al deze aantijgingen afzonderlijk te onderzoeken. Hoe dan ook, ze bezitten elk een grond van waarheid maar vertellen niet het volledige verhaal. Duidelijk is dat de kredietcrisis een gedeelde verantwoordelijkheid is van vele actoren uit verschillende maatschappelijke domeinen. Zo is bijvoorbeeld ook de overheid, die verantwoordelijk is voor het toezicht, schromelijk in gebreke gebleven. Zelfs nu ze in eigen land sleutelaandeelhouder is geworden, krijgt het beleid de sector maar niet op het juiste spoor. In andere landen is dat niet anders. Ook de macht van de ratingbureaus is veel moeilijker te doorbreken dan men zou denken.

Van alle wereldwijd geformuleerde adviezen ter zake, bleek er nog geen enkel uitvoerbaar. Ondanks de opeenstapeling van fouten, genieten de huidige ratingbureaus nog altijd meer vertrouwen dan eender welk alternatief, ook bij de overheden zelf.

Dat zegt genoeg over de moeilijkheidsgraad om lessen te trekken uit wat er is gebeurd. De vraag is overigens of meer regulering en controle, van welke aard dan ook, überhaupt in staat zullen zijn om financiële crisissen te voorkomen? Zonder te willen vooruit lopen op het vervolg van het verhaal, zijn de vooruitzichten somber. Het lijkt misschien makkelijker indien we zouden kunnen overschakelen naar een maatschappijordening waar alles en iedereen tot in het extreme wordt gecontroleerd. Maar zeker is dat allerminst. We gaan er hoe dan ook vanuit dat we die prijs niet willen betalen. Het zou de markt met al haar voordelen inzake welvaartscreatie meteen overboord gooien. De voorliggende vraag is bijgevolg hoe we in de toekomst de markteconomie kunnen omvormen tot een minder volatiele en meer duurzame ontmoetingsplaats.

2. Geschiedenis herhaalt zich

2.1 Bedrogen zullen we worden

Als de geschiedenis zich keer op keer herhaalt, dan kan dat geen toeval zijn. Waarom laten spaarders, beleggers en investeerders zich keer op keer ringeloren? Is het een of andere vorm van luggere zelfkastijding? Het spreekwoord zegt dat mensen 'willen' en dan ook 'zullen' bedrogen worden. Tegenwoordig alludeert men hiermee op het blindelings slikken van onmogelijke politieke beloftes maar vanzelfsprekend gaat de metafoor ook op voor de rendementen die ons steevast worden voorgehouden door ijverige marketeers. Blijkbaar beseffen wij onvoldoende dat ook wijzelf door onze individuele drang naar rendement als spaarder, investeerder of belegger, medeplichtig zijn aan de opbouw van de steeds weerkerende collectieve waanzin. Dat we er zelf mee tussen zitten, ontslaat de andere betrokkenen geenszins van hún verantwoor-

delijkheid maar weinigen schijnen te beseffen dat we zelf een klein maar wezenlijk onderdeel vormen in het grotere geheel van die speculatieve machine.

2.2 Gespannen verhoudingen

Slachtoffers van een financiële crisis wijzen op hun medeverantwoordelijkheid, is in het huidige klimaat geen evidentie. Deze crisis is dan ook een van de ergste in meer dan 80 jaar en begint stilaan door te sijpelen tot in de portemonnee van brede lagen van de bevolking. Het feit dat bankiers hoge bonussen blijven achterover drukken is niet bevorderlijk voor de catharsis. Gespannen maatschappelijke verhoudingen dreigen een sereen debat over een hervormingsagenda opzij te drukken. Een bijkomend nadeel is dat de economische wetenschap veel van haar pluimen heeft verloren op een moment dat er juist nood is aan een grondige vernieuwing. Blijkbaar zaten economen zelf ook bevangen in een intellectuele hype. Het loont de moeite om eerst stil te staan bij de gevolgen die dat heeft gehad.

3. Mainstream manie

Dat de crisis voor de economische wetenschap als een totale verrassing kwam, is eigenlijk slechts schijn. Er waren meer dan voldoende waarschuwendende vingers. Ze zijn niet op enkele handen te tellen. De mainstream in de economische wetenschap had er echter weinig oren naar. Ook hierin ligt een grote les beschoren. Ook de intellectuele meerderheid kan zich vergissen en nog niet een klein beetje. Precies daarom luisteren we nu eerst naar de inbreng van de minderheid.

3.1 Economische orakels

3.1.1 Dr. Doom en co.

In de VS kwam omstandig weerwerk van een nochtans zeer gerespecteerde schare economen die onophoudelijk hebben gewaarschuwd voor excessen, overdreven risico's en gevaarlijke kredietontwikkelingen. De meest bekende visionair is Nouriel Roubini, hoogleraar aan de Stern School of Business van de

universiteit van New York. Zijn onheils-tijdingen leverde Roubini de bijnaam dr. Doom op. Op zijn golflengte zaten onder meer Robert Shiller van Yale University, Paul Krugman van Princeton en Nassim Nicholas Taleb die beter bekend is van het boek 'De zwarte zwaan'. Tal van minder bekende economen zaten ook in hun kamp. Niet zelden werd door dit type academische criticasters de zeepbel op de Amerikaanse vastgoedmarkt in combinatie met de grote private schuldopbouw stevig op de korrel genomen. Ook de meerwaarde van toxische financiële producten werd sterk in twijfel getrokken. Er werd omstandig gewezen op de gevaren van deregulering. De nauwe banden tussen politiek Washington en Wall Street werden gesignaleerd als een gevaarlijke cocktail van belangenvermenging. De bedenkingen van Roubini en co. kregen een zekere mate van gehoor maar werden algemeen beschouwd als terechte zorgen voor later.

3.1.2 Eurodemonen

Hetzelfde kan gezegd worden van diegenen die destijds bedenkingen hadden bij de constructie rond de euro. Midden jaren negentig ontspannen zich in economenland heftige debatten over de aanpak waarvoor men had gekozen. Die voldeed niet aan de voorwaarden van een 'optimale muntzone'. Critici voorspelden dat de euro daardoor vroeg of laat in de problemen zou komen. Er was te weinig socio-economische convergentie, vooral inzake arbeidskosten en concurrentiekracht. De breuklijn tussen voor- en tegenstanders liep in grote mate tussen economen van het Europees continent en die uit de Angelsaksische wereld. Heel wat Europeanen twijfelden aan de objectiviteit van de scherpe analysis van over de plas. Er werd voorgehouden dat men de euro moest zien als een politiek project. Economen op het continent stonden dan ook onder zware druk om de euro openlijk te steunen. Vandaag weten we dat de critici tien jaar hebben moeten wachten om gelijk te krijgen, wat overigens niet wil zeggen dat het met de euro definitief is afgelopen. Wel is gebleken dat de ongelijke concurrentieverhoudingen hebben geleid tot de opbouw van grote hoeveelheden private schulden die gepaard gingen met de uitgroei van een vastgoedbubbel in onder meer Spanje

en Ierland. Met de euro heeft Europa haar eigen zeepbel gecreëerd. Ondertussen is iedereen het erover eens dat een grondige renovatie van het Euro-huis onvermijdelijk is geworden.

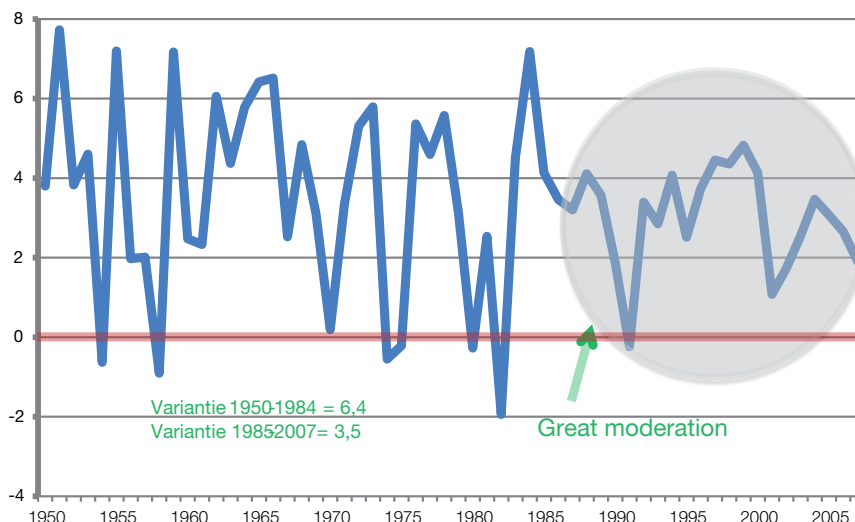
3.2 Schijn bedriegt

3.2.1 Great moderation

Zowel de discussies over de euro als die over de Amerikaanse vastgoedmarkt vonden plaats tegen de achtergrond van een gunstig economisch gesternte. De dot.com-crisis rond de eeuwwisseling en de aanslagen van 9/11 konden de wereldeconomie niet volledig tot stilstand brengen. Aangejaagd door ongehoorlijk sterke groeicijfers in opkomende landen, bleef in de VS het sprookje van de 'Great Moderation' overeind. Dit betrof een hersenspinsel van economen uit de monetaristische school die van mening waren dat recessies milder waren geworden dankzij institutionele en structurele veranderingen in het economische bestel. Fiscaal maar vooral monetair beleid werd geacht dermate goed te kunnen sturen zodat de volatiliteit inzake economische groei zou verdwijnen (zie figuur 1). Sinds halweg de jaren tachtig was de groeivariantie inderdaad fors afgenomen en leken recessies definitief verbannen naar een andere wereld. De idee van de 'Great moderation' paste perfect in de mainstream van rationele markten en economische agenten die zich min of meer gedragen zoals economische modellen voorschrijven. Het sterkte economen in hun geloof dat hun wetenschap schijnbaar de fase van de mathematische perfectie was ingetreden.

Het actief monetarisme groeide bijgevolg uit tot een echte geloofsbelijdenis die ook de politieke weg vrijmaakte voor een nooit geziene expansie van de financiële sector waarbij ook de omvang van de financiële vergoedingen explodeerde. Terwijl politiek Amerika goedkeurend toekeek, verkondigden economen uit academische en financiële kringen dat financiële innovatie groeibevorderend werkt. Ninja-leningen (no income, no job and no assets) en de explosie van sub-prime gerelateerd schuld papier vormden volgens deze visie geen bedreiging omdat risico's

Verenigde Staten - Reële groei, 1950-2007



Figuur 1:
The great moderation

Bron: IMF, US governmentspending, eigen berekeningen

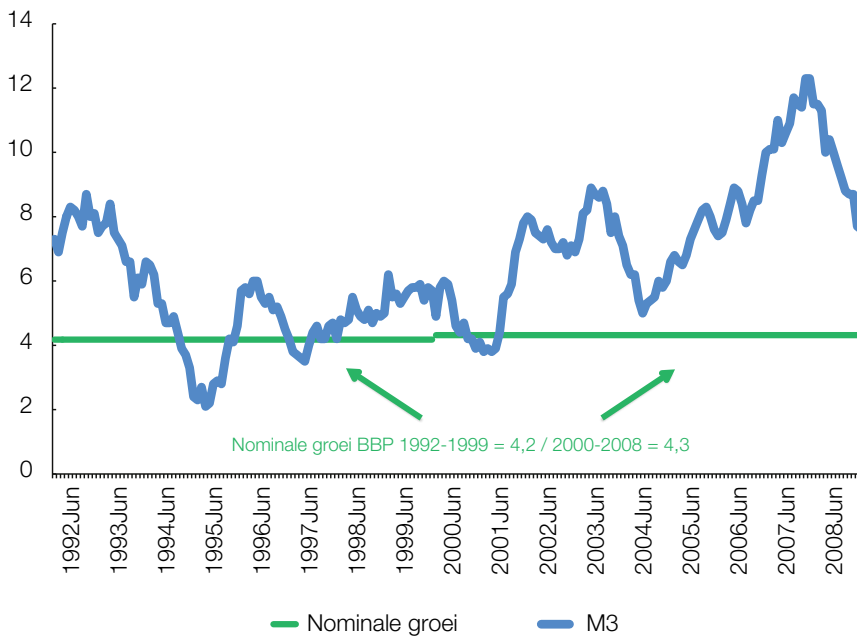
werden gespreid. Het sluitstuk van deze geloofsbelijdenis was de 'Greenspanput'. Als er toch iets fout zou gaan dan konden markten er donder op zeggen dat de Amerikaanse centrale bank hen te hulp zou schieten. Alan Greenspan, de toenmalige voorzitter van de Federal Reserve, was de vleesgeworden verzekeringspolis van de financiële markten. Het spreekt voor zich dat deze manier van werken het moreel risico in de hand heeft gewerkt (Cf. moral hazard). Als je weet dat je goed verzekerd bent dan kan het geen kwaad om de brokkenpilot uit te hangen. Nouriel Roubini zou hierover later zeggen dat in plaats van de drank tijdig weg te nemen als het feestje uit de hand liep, de Federal Reserve de verwachting had geschapen dat de markten zouden worden overspoeld met geld om de geleden schade nadien te herstellen. Zo werd de minste dreiging tot recessie systematisch en vakkundig de kop ingedrukt. Een nefaste nevenwerking was evenwel dat er steeds grotere bubbels moesten worden gecreëerd om de schade van de vorige te niet te doen. De 'subprime' zou voorlopig de laatste in de rij worden.

3.2.2 Eigen Europese versie

In de mainstream van de economische wetenschap werden de VS opgevoerd als een toonbeeld van hoge groei, onder meer dankzij een actief en accomo-

derend monetair beleid. Europa werd aangemaand om hetzelfde te doen en kon moeilijk aan die verleiding weerstaan. Op het continent waren de zegebulletins omtrent de 'great moderation' minder euforisch maar in de schaduw van de Federale Reserve liet ook onze eigen ECB vanaf het millennium de geldgroei stevig uit de hand lopen (zie figuur 2). Binnen de eurozone groeide M3, dit is een ruime maatstaf voor de geldhoeveelheid in omloop, vanaf de eeuwwisseling beduidend sneller dan de gemiddelde nominale groei van het BBP. De nominale groei is de reële groei plus de inflatie. Waar gedurende de jaren negentig het tempo van de M3-groei min of meer gelijke tred hield met de nominale groei van de welvaart, gaat deze rond de eeuwwisseling gestaag crescendo. We kunnen zelfs spreken van een ontkoppeling tussen geldgroei en economische groei.

De groei van de geldhoeveelheid ging per definitie hand in hand met een toename van de schulden. Waar de VS een gigantische zeepbel hadden gecreëerd via de zogenaamde 'subprime', deed Europa dit in een aantal landen van de periferie. Maar wat vooral opvalt, is dat Europa veel verder ging in het opblazen van haar bankstructuren. De schuld ratio's van Europese banken liggen tot op vandaag een pak hoger dan die in



Figuur 2:
Geldgroei Eurozone ontspoor

Bron: ECB, IMF, eigen berekeningen

de VS en het VK. Op het toppunt hadden Europese banken gemiddeld tot 35 keer hun eigen vermogen uitgeleend (i.e. leverage). In bepaalde individuele gevallen, zoals bij Dexia, ging het om leverage-ratio's van meer dan 60. Dit alles gebeurde onder het goedkeurend oog van de ECB, nationale centrale banken, toezichthouders, overheden,... Ook economen zagen weinig graten in de creatie van mastodontbanken die uiteindelijk zouden uitgroeien tot wat vandaag wordt bestempeld als 'too big to fail' instellingen die door hun omvang op hun eentje nationale regeringen kunnen gijzelen. Blijkbaar dacht iedereen dat het goed was omdat iedereen dacht dat het zo was. Kan het anders en beter?

4. Behavioral economics: nieuwe inzichten

Dat economen crashes niet kunnen voorspellen is een oud zeer. Het stoort menig vakgenoten al geruime tijd dat we er niet in slagen om de economie dicht bij de realiteit te brengen. Ook van de mens staat het economisch denken te ver af. Het mag dan ook niet verwonderen dat steeds meer economen proberen om hun vakgebied te verrijken met

kennis uit andere menswetenschappen. Uit de symbiose tussen economie en psychologie ontstond 'behavioral economics' of ook wel 'behavioral finance'.

4.1 Back to the basics

Cruciaal is dat in dit vakgebied de rationaliteit van markten, die de economische wetenschap te gemakkelijk voor waar had aangenomen, systematisch in vraag wordt gesteld. De 'homo economics' bestaat enkel in handboeken. Gek genoeg brengt 'behavioral finance' ons terug naar de historische grondslagen van de economische wetenschap. Pioniers van het eerste uur lieten zich reeds inspireren door inzichten van prille gedragswetenschappers en moraalfilosofen. De peetvader van de moderne economie, Adam Smith, baseerde zich bij het schrijven van 'The Theory of Moral Sentiments' op gedragsinzichten rond eerlijkheid en rechtvaardigheid. Het was de formaliseringsgolf gedurende de late 19^e en 20^e eeuw die de neoklassieke economie probeerde om te toveren tot een exacte wetenschap waarbij het rationeel gedrag van de 'homo economicus' geacht werd voorspelbaar te zijn op basis van een aantal vooraf gedefi-

nieerde assumpties over de menselijke natuur. Keynes heeft zich hiertegen in zijn tijd reeds fel verzet.

4.2 Omgaan met onzekerheid

Algemeen wordt aangenomen dat het startschot voor de moderne 'behavioral finance' werd gegeven door nieuwe ontwikkelingen in de cognitieve psychologie. Vanuit economisch oogpunt waren de experimenten uit 1953 van Maurice Allais, die hiervoor later de nobelprijs economie zou ontvangen, een heuse dijkbreuk. De resultaten van zijn experimenten toonden aan dat economische agenten (consumenten, bedrijven, investeerders,...) gedrag vertonen dat in strijd is met de axioma's van de klassieke economische nutstheorie die beschrijft hoe beslissingen worden genomen in onzekere situaties. De klassieke theorie gaat ervan uit dat wie rationeel is, de verwachte waarde van twee opties tegenover elkaar afweegt. De gewichten bij die afweging zijn de respectievelijke kansen die we met die opties associëren. Met andere woorden, volgens de klassieke economische theorie verkiezen we in het schema op volgende pagina, optie A met een verwachte waarde van 500 boven optie B met slechts een verwachte waarde van 450 euro. Wat blijkt echter? In de realiteit kiest de grote meerderheid voor optie B.

Lange tijd werd gedacht dat de keuze voor B moet worden toegeschreven aan onze risicoschuwe natuur, i.e. het zekere nemen voor het onzekere. Maar die hypothese ging aan diggelen toen men tijdens nieuwe experimenten vaststelde dat we kiezen voor optie A indien er mintekens voor de bedragen worden gezet. Als mensen moeten kiezen tussen een zeker verlies van 450 euro of een kans van 50% op een verlies van 1.000 euro, dan kiest de meerderheid voor dat laatste. Als het erop aan komt om verliezen te beperken dan zijn we geneigd om de gok te wagen. In plaats van risicoschuw worden we risicolief.

4.3 Nog meer barsten

De experimenten van Allais werden lange tijd afgedaan als de spreekwoordelijke uitzonderingen die de regel bevestigen.

Maar in 1979 brachten de psychologen Amos Tversky en Daniel Kahneman het werk van Allais terug tot leven in een nieuwe reeks experimenten die de basis legde voor een alternatieve nutstheorie. De nobelprijs economie die Kahneman hiervoor later zou krijgen, werd voor Tversky een postuum eerbetoon. Twee jaar na het ophefmakend artikel van de twee psychologen publiceerde de econoom Robert Shiller een artikel waarin de theorie van de efficiënte financiële markten omver werd gekegeld. Markthandelaren nemen veel vaker beslissingen op basis van emoties dan de economische modellen voor waar aannemen.

Er kwamen nadien nog meer barsten in het firmament. Het waarden van de tijdsvoorkeur met een discontovoet werd doorprikt door psychologisch onderzoek dat aangaf dat onze preferenties duchtig variëren doorheen de tijd. Verder kwam aan het licht dat ons beslissingskader bol staat van vuistregels, anekdotes, stereotypen,... die werken als een cognitieve filter. Nieuwe inbreng kwam er vervolgens van de sociale psychologie die erop wees dat interactie tussen mensen kan leiden tot groepsdenken en vorming van kuddegeest met ook weer grote gevolgen voor ons gedrag op financiële markten.

4.4 Animal Spirits

Toch wist de mainstream van geen wijken. Voor een echte doorbraak van de 'behavioral finance' was het wachten op de dotcomcrisis. Die stuwde de status van Robert Shiller naar een hoogtepunt. Dat had hij te danken aan zijn boek 'Irrationele overdrijving' van het jaar 2000 waarin hij waarschuwt voor de dotcomzeepbel. In een gereviseerde versie uit 2005 deed hij dat huzarenstukje nog eens over met betrekking tot de Amerikaanse huizenmarkt. Shiller, die algemeen wordt beschouwd als een nobelprijs-kandidaat, sloeg in 2009 opnieuw spijkers met koppen in het boek 'Animal Spirits' dat hij samen met George Akerlof publiceerde. Akerlof kreeg de nobelprijs economie reeds in 2001 voor eerder werk rond de inefficiëntie van markten. 'Animal spirits' betreffen in wezen emotionele drijfveren en zijn een rechtstreekse verwijzing naar John Maynard Keynes.

De auteurs onderscheiden er zelf een vijftal waaronder ook vertrouwen. Soms hebben we daarvan te veel, dan weer te weinig. Vandaag duwt een gebrek aan vertrouwen ons in een negatieve spiraal. Vandaar het pleidooi, in navolging van Keynes, om de overheid dat vertrouwen te laten herstellen. Naast vertrouwen speelt ook het eerlijkheidsgevoel een heel grote rol in ons leven. Doorgaans vindt een transactie plaats omdat partijen de deal rechtvaardig vinden. Dit heeft weinig van doen met efficiënte prijszetting en rationele calculatie. Ook corruptie en bedrog zijn 'dierlijke instincten' die ons beslissingskader sterk beïnvloeden. Iemand doen geloven dat hij of zij iets nodig heeft terwijl dat in wezen niet zo is, valt ook daaronder. Een voorbeeld van moderne kwakzalverij zijn de toxische financiële producten waar klanten, op zijn zachtst gezegd, niet zaten op te wachten.

'Dierlijke instincten' betreffen emoties die je niet met een schakelaar kunt op- of aanzetten. Je kunt ze in het beste geval proberen te temperen. Maar eens getemperd, kunnen ze heel veel bijdragen tot het maatschappelijk welzijn. Precies daarom is er nood aan overheidsingrijpen. Er is nood aan een regulator wiens rol veel gelijkenissen vertoont met de idee van de 'onpartijdige toeschouwer' zoals Adam Smith die in zijn 'Theory of the Moral Sentiments' beschrijft. Die les had men in de jaren 1930 goed begrepen. Er werden heel wat maatregelen genomen om de financiële sector be-

ter in het gareel te houden.¹ Vanaf de jaren 1970 zijn we onder druk van een door efficiëntie gedreven liberaliseringsideologie de ingebouwde veiligheidschotten systematisch gaan afbouwen. Blijkbaar ontbrak het ons aan historisch perspectief om de gevaren daarvan onder ogen te zien.

5. Financieel analfabetisme

Gewapend met deze nieuwe kennis, doen we een poging om meer inzicht te verwerven in de marktpsychologie van de huidige en voorbije crisissen. Om het gangbaar financieel analfabetisme te doorbreken, moeten we nagaan hoe individuele en collectieve cognitieve ervaringen en processen onze beslissingen beïnvloeden. We starten met wat elementaire beleggerspsychologie.

5.1 Elementaire beleggerspsychologie

Hoewel beleggers in de vaste overtuiging zijn om hun portefeuille te beheren als een goed huisvader, lopen ze zich vaak te pletter op hun eigen financieel analfabetisme. Een probleem dat vooral

¹ In de VS denken we aan de Glass-Steagall Act alsook de Securities Act van 1933; in eigen land was er de Bankenwet van 1935. De Dodd-Frank Act die momenteel in de VS wordt ingevoerd, probeert de klok van de deregulering deels terug te draaien en liet zich vooral inspireren door de zogenaamde 'Volcker-rule'.

Optie A	Optie B
50% kans om 1.000 euro te winnen	
50% kans om niets te winnen	Je krijgt gewoon 450 euro
Berekening op basis van verwachte waarde?	
Optie A = $0,50 * 1.000 + 0,50 * 0 = 500$ euro > 450 euro = Optie B	

Schema 1:
Wat is rationeel?

Bron: Naar het model Maurice Allais

kleinere, maar soms ook professionele beleggers parten speelt, is dat men bij verlies te lang blijft zitten. Als we de experimenten van Allais, Tversky en Kahneman terug voor ogen nemen, dan is dat niet eens zo verwonderlijk. Als we verlies maken dan worden we minder risicoschuw en zijn we geneigd om nog meer risico te nemen. We willen de gok wagen, maar dat kan ons duur komen te staan.

Dezelfde beleggerspsychologie die ons ervan zal weerhouden om tijdig te verkopen, zal ons tegenhouden om tijdig bij de kopen. Als de getalletjes positief worden dan schakelen we opnieuw over op onze risicoschuwe modus waardoor we verzuimen om bij te steken op een moment dat de beurs laag staat. Heel wat beleggers zullen tijdens de baisse zelfs volledig zijn uitgestapt. Niet zelden stapt men nadien dan toch weer in, maar pas nadat een groot deel van de opmars gepasseerd is.

5.2 Speculatieve koorts

Om onze beleggerspsychologie in het gareel te houden, hebben we nood aan een nauwgezette strategie die vooraf bepaalt vanaf welke niveaus we kopen of verkopen. Maar zelfs zo'n strategie is vaak niet opgewassen tegen de cocktail van schaarste en concurrentie. Denk maar aan de goudkoorts of beleggingen in kunst, zeldzame goederen, onroerend goed,... Hier geraken ook de meest doorwinterde investeerders wel eens het noorden kwijt. De schaarste roept een bepaalde emotionele waarde op die niet in verhouding staat tot de werkelijke waarde. De wetenschap dat er kapers op de kust rondlopen doet de rest. We geraken in een emotionele overdrive. Het betreft het kost wat kost willen hebben van dat specifieke goed, aandeel, obligatie, kunstobject,... Speculatieve koorts heeft zich dan meester gemaakt van zijn meester. Sommigen zullen zeggen dat de hebzucht zegeviert.

Een tot de verbeelding sprekende maar vooral ook accurate beschrijving van wat er in onze geest omgaat op momenten van euforie of uitzinnige emotie vinden we terug bij psychoanalist David Tuckett van University College Londen.

Met volgende formulering, die we vrij vertalen, legt hij de vinger op meerdere wonden: "Als onze uitzinnige drang naar winst losgekoppeld geraakt van onze angst voor de potentiële gevolgen van de risico's die we daarvoor moeten nemen, dan verliezen we onze oordeelkundigheid en staat de deur open voor de ontwikkeling een zeepbel."

5.3 Niet aflatende kuddegeest

Het voorgaande suggereert dat ook de sociale psychologie van intermenselijke relaties zijn deel van het werk doet. Als de individuele beleggerspsychologie aangesloten geraakt op een circuit van met elkaar in concurrentie opererende subjecten dan kan het feest van de hebzucht beginnen. Dan ontstaat net zoals bij apen ook bij de mens de haast onweerstaanbare drang om het gedrag van anderen te kopiëren. Dat is nodig om als kind dingen aan te leren. Meer nog, in het prehistorisch kader dat onze cognitieve en emotionele blauwdruk heeft geboetseerd tot wat die vandaag grotendeels is, was imiteren – vaak herleid tot het bij de kudde blijven- zelfs van levensnoodzakelijk belang. Het is precies dat kuddegedrag dat vandaag in financiële markten een onnoemelijk grote rol speelt. Als anderen voordeel doen dan willen we ons deel van de koek. Als iedereen aandelen van bedrijf XYZ wil dan is de verleiding groot om er zelf ook te willen. Zo gaat de koers van het aandeel XYZ vanzelf door het dak. Op het einde van de rit weet niemand nog waarom het aandeel verdienende om zo gegeerd te zijn.

Het zou ons te ver leiden om alle aspecten van kuddegedrag in de recente financiële crisis uit de doeken te doen. Maar de metaforen die hierna volgen, zeggen wellicht meer dan een stapel handboeken bij elkaar:

- Toen sommige Europese banken lagere hypotheekrentes konden aanbieden omdat ze hun rendement op een andere manier konden behalen, volgden andere banken dat voorbeeld. Op het einde zat iedereen op een gigantische portefeuille toxische producten.
- Spaarders die dachten een goede zet te doen door met hun centen de straat

over te steken, stelden nadien vast dat hun honger naar rendement hen in de armen van probleeminstellingen had gedreven.

- In de aanloop naar de crisis werden ongeveer de helft van hypotheekleningen in Polen en bijna 2/3de in Hongarije afgesloten in Zwitserse franken. Zo kon men goedkoop lenen. Het wisselkoersrisico werd er graag bijgenomen totdat de opwaardering van de Zwitserse Frank roet in het eten kwam gooien. Vele ontleners zijn nu virtueel failliet.
- Omdat de buurman zijn huis in waarde was gestegen, mocht hij van zijn bank geld bij lenen. Toen andere buurmannen dat ook deden, dachten ze nooit dat de prijzen van hun (Amerikaanse) huizen zouden dalen. En dan nog. Waarom zouden ze zich daarover zorgen maken als andere buurmannen noch de bank zich daar vragen bij stelden?
- Heel wat risicomangers in banken hadden grote vragen bij de waardering van toxische producten. Omdat iedereen de andere kant uitkeek, waren ze zelf geneigd om dat ook te doen. Bovendien, niet alleen hun eigen bonusse maar ook die van hun collega's hingen in grote mate af van hun goedkeuring. De druk van de groep maande hen aan om zich akkoord te stellen met een werkwijze die in de grond hun goedkeuring niet noodzakelijk wegdroeg.
- Toen ratingbureaus exotisch papier met AAA labels beplakten, keken nationale toezichthouders naar elkaar. Omdat niemand anders bezwaar maakte, maakte niemand bezwaar.

5.4 Blijde boodschappen slaan aan

De bedenking bij de rol van de toezichthouders brengt ons bij een volgend punt. Hoe moeilijk is het om slecht nieuws te brengen? Zouden de autoriteiten in Hongarije en Polen het overwogen hebben om plots een rem te zetten op het ontlenen in buitenlands kapitaal? Ze moeten toch geweten hebben dat er grote macro-economische risico's ver-

bonden waren met het massaal laten ingang vinden van die praktijk? Wellicht hebben ze het niet aangedurfd om in te gaan tegen de wil van hun eigen bevolking, bij wie de drang naar voordeel niet meer te stuiten was.

Maar ook in de media slaat de blijde boodschap beter aan dan de onheilstijding. Wie zal op de sympathie van het merendeel van de kijkers kunnen rekenen? Diegene die waarschuwt voor nakend onheil of diegene die komt vertellen dat de burger dankzij stijgende huizenprijzen zich rijk mag blijven voelen? Exemplarisch in dat verband zijn debatten op Amerikaanse televisiezenders. Een destijds vaak opgevoerde figuur was investeringsmanager Peter Schiff die het maar niet kon laten om te blijven waarschuwen voor een gevaarlijke vastgoedbubbel. Wij schrijven op dat moment 2005-2006. Bij nader inzien voerden de media hem op als lokaas. Haast iconisch is de breed lachende Tobin Smith van Changewave Research die tijdens een van de uitzendingen Peter Schiff toe sneert dat hij maar beter een zaak in gedroogde voeding kan beginnen.

6. De onmogelijkheid van het noodzakelijke?

Los van het financieel analfabetisme-gekenmerkt door marktpsychologische factoren en een onverbidde kuddegeest - zijn er nog drie kritieke obstakels die moeten worden overwonnen. De eerste heeft te maken met onze kennis over de ontwikkeling van zeepbellen.

6.1 Zijn bubbels herkenbaar?

Dankzij nieuwe inzichten uit onder meer de 'behavioral finance' krijgen we een betere kijk op de grillen van financiële markten. Zelfs vanuit het klassieke paradigma borrelen waardevolle inzichten op. Het zijn belangrijke lichtpunten maar het blijven zeer complexe vraagstukken. Het begint reeds met het kunnen detecteren van een zeepbel. Hoe realistisch is het om te verwachten dat autoriteiten een bubbel in wording tijdig zullen herkennen en hem dan ook nog op het juiste moment zullen doorprikken?

Wanneer duidt een bepaalde prijsontwikkeling op speculatie of zeepbelachtige toestanden? Welke ratio's gebruik je om te spreken van overdrijving? Hoe ver kan men afwijken van de 'fundamentals' en hoe definieer je die?²

6.2 Hoe bijsturen?

Dat brengt ons bij een tweede en nog meer cruciaal probleem. Gesteld dat overdrijving effectief wordt gedetecteerd, hoe goed zal men in staat zijn om tegen te sturen? Trekt de centrale bank het rentepeil op? Moet er wetgeving komen die bepaalde praktijken verbiedt? Hoe goed kan men ingrepen fine tunen? En hoe groot zijn de risico's op een recessie als gevolg van het tegensturen? Is dat risico verkoopbaar aan de politici en bij het grote publiek? Veel vragen, weinig antwoorden. Van belang hierbij is ook dat men tijdig kan ingrijpen. Eens de bal aan het rollen is, loopt de prijs om hem af te stoppen steeds hoger op. Daartegenover staat dat als men te vroeg ingrijpt, men riskeert om een onnodig harde recessie of correctie te veroorzaken.

6.3 Wie is verantwoordelijk?

Om de cirkel rond te maken, stelt zich de vraag naar verantwoordelijkheid. Wiens taak is het om speculatieve koorts in te dijken? Om terug te keren naar het voorbeeld van de Greenspan-put: kon Greenspan als centrale bankier nog terugkomen op de door hemzelf aangestoken verwachting dat de Federal Reserve zou interveniëren in de markt? Het is bijna zeker dat zijn verzuim de kostprijs aanzienlijk heeft opgedreven. Maar, mocht hij een interventie hebben gedaan (bijvoorbeeld door de beleidsrente veel vroeger op te trekken) dan zou dat naar alle waarschijnlijkheid een recessie hebben veroorzaakt. Die prijs, die vermoedelijk lager zou uitvallen dan het huidige vervolg, zou men hem persoonlijk hebben aangerekend terwijl nu Greenspan's verantwoordelijkheid mee

² Overigens, hoe definieer je fundamentele waarden als de theorie van de efficiënte markten naar de prullenmand moet worden verwezen?

opgaat in het grotere geheel. Het op die manier verdrinken van de vis is ook een vorm van kuddegeest.

Die redenering gaat overigens ook op voor toezichthouders, nationale overheden, ratingbureaus en zelfs risicomangers bij de banken. Het is beter om zich collectief te vergissen dan een afwijkend standpunt in te nemen. Met dat laatste stelt men zich kwetsbaar op zoals een zebra die op zijn eentje door de Savanne draait. Zoals de zaken nu zijn gelopen, kon elkeen zich netjes verschuilen achter de verantwoordelijkheid van anderen. Een wijze maar harde les is dat als iedereen een beetje verantwoordelijk is, uiteindelijk niemand die verantwoordelijkheid daadwerkelijk opneemt. Wellicht is dit nog het moeilijkste vraagstuk van allemaal.

7. Minsky-moment

We eindigen deze beleidsnota met een speciale verwijzing naar Hyman Minsky.³ Minsky, aanvankelijk een relatief onbekende econoom, vergaarde postume wereldfaam nadat hij sinds het uitbreken van de economische crisis wordt genoemd als één van de weinigen die de dynamiek van liquiditeitscrisis en kredietcyclussen adequaat in kaart heeft gebracht. In wezen gaat zijn idee terug tot Irving Fisher's seminale paper van 1933 waarin die zijn theorie over schulden en deflatie tijdens de Grote Depressie uit de doeken doet. Waar Fisher nog van mening is dat de vrije markt zich in een negatieve spiraal kan nestelen als gevolg van externe schokken (energie, ziekte, oorlog, natuurramp,...) is Minsky van mening dat het kapitalisme wordt gekarakteriseerd door een endogene instabiliteit. Met andere woorden, ook zonder externe schokken zal het systeem zichzelf van binnenuit destabiliseren. De gevolgen laten zich raden. Als Minsky gelijk heeft dan zal het aartsmoeilijk worden om toekomstige crisis-

³ Hyman Minsky hoort thuis in het rijtje radicale hervormers waaronder we ook Roman Frydman en Michael Goldberg rekenen. Frydman en Goldberg vinden dat ook de kritiek van 'behavioral finance' op de klassieke economie nog niet ver genoeg gaat omdat deze nog te veel uitgaat van de maakbaarheid en voorspelbaarheid van de wereld.

sen te voorkomen, laat staan dat enig toezicht hierin een rol van betekenis zou kunnen vervullen.

We moeten toegeven dat Minsky's idee een grond van waarheid bevat. Wat opvalt is dat bijna alle grote financiële crises in het kapitalisme debet zijn aan zichzelf. Ook de huidige crisis is een gevolg van haar eigen financiële excessen en moreel falen waarbij het vergaren van geld tot doelstelling in plaats van middel werd verheven. Dit leidde tot een nastreven van groei om de groei wat faliekant is afgelopen. Meer nog, deze endogene drang naar zelfvernietiging is eigen aan alle systemen. Immers, het zijn precies de menselijke drijfveren die daaraan ten grondslag liggen, niet de maatschappelijke ordening zelf.

8. Conclusies

Toen Yves Leterme als toenmalig premier tijdens de hoogdagen van de Fortis crisis zich liet ontvallen dat we mensen beter moeten opleiden en voorbereiden in financiële zaken, zat hij dicht bij de waarheid dan hij op dat moment wellicht zelf kon vermoeden. Dat we er al enkele honderden jaren niet in slagen om lessen te trekken uit voorgaande crises wijst op zijn minst op een historisch verankerd financieel analfabetisme. Meer inzicht in onze eigen psychologische denkpatronen gecombineerd met meer historisch perspectief, kunnen ons helpen om effectiever om te springen met onze spaarcenten. Het is niet goed dat we er langer over doen om een paar schoenen te kiezen dan we tijd nodig hebben voor het uitzoeken van een beleggingsfonds.

Onze eigen medeplichtigheid als belegger of spaarder ontslaat de andere betrokkenen geenszins van hun verantwoordelijkheid maar we moeten goed voor ogen houden dat ook wijzelf een weliswaar klein maar toch ook essentieel onderdeel uitmaken van de grote speculatieve machine. Het spreekt ook voor zich dat meer financiële geletterdheid van beleggers en burgers slechts een begin kan zijn. Ook de economische wetenschap moet zich flink herbronnen. Al te lang werden de 'dierlijke instincten'

van Keynes miskent. Economen verschaffen financiers, toezichhouders en overheden een alibi om verder aan te modderen. Zo zat iedereen gevangen in een foutieve doctrine die men niet altijd zelf volledig begreep.

Hyman Minsky in gedachten alsook het probleem van de gedeelde verantwoordelijkheid, weten we dat het voorkomen van zeepbellen vlugger is gezegd dan gedaan. Of het nu kapitalisme, communisme of een andere ordening betreft, crises worden vaak uitgelokt door het systeem zelf. Hoe dan ook, het moreel falen waarbij we een kapitalisme hebben gecreëerd dat het vergaren van geld heeft verheven tot een doelstelling in plaats van een middel, zal moeten plaats maken voor een aangepast systeem waarbij iedereen zich beter bewust moet zijn van zijn of haar deelverantwoordelijkheid in het grotere geheel. We moeten naar een 'state of mind' waarin iedereen daarop kan worden aangesproken.

Precies om die reden zijn de nieuwe ontwikkelingen in de 'behavioral finance' veelbelovend. Ze werpen een ander licht op recente en vroegere crises waardoor we beter begrijpen waarom er crises zijn. Die inzichten leggen uit waarom de overheid beter moet reguleren, niet noodzakelijk meer. Cruciaal is dat financiële markten in toom worden gehouden. Om terug te komen bij Adam Smith: we hebben nood aan een 'onpartijdige toeschouwer' die de 'animal spirits' van Keynes kanaliseert naar deugdzamere paden. Die les had men in de jaren 1930 goed begrepen. In navolging van de VS werden ook in Europa nieuwe wetten aangenomen om banken en casino's van elkaar te scheiden. De liberaliseringsgolf van de jaren 1970 draaide alles terug naar af. Het ontbrak ons volledig aan historisch perspectief om de gevaren daarvan onder ogen te zien. De huidige crisis biedt ons een kans om de fouten te herstellen.

Referenties

AKERLOF, G., SHILLER, R., (2009), Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters

for Global Capitalism. Princeton: Princeton University Press.

CLASON, G.S., (1999-2002), De rijkste man van Babylon: Eeuwenoude regels voor financiële vrijheid en welvaart. Amsterdam: Uitgeverij Nieuwezijds.

JONUNG L., EOIN D., (2009), The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002. *Economic Papers*, No. 395 (Dec.) Brussel: European Communities.

KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2 (Mar.), pp. 263-292.

FRYDMAN, R., GOLDBERG, M., (2011), Beyond Mechanical Markets, Princeton: Princeton University Press.

ROUBINI, N., MIHM St., (2010), Crisis Economics – A Crash Course in the Future of Finance. New York: The Penguin Press.

SHILLER, R., (2012), Finance and the Good Society. Princeton: Princeton University Press.

SHILLER, R., (2008), The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It. Princeton: Princeton University Press.

SHILLER, R. (2000), Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press.

SKIDELSKY, R., (2009), Keynes: The Return of the Master. Londen: Allen Lane.

TUCKETT, D., (2009), Addressing the Psychology of Financial Markets. Discussion paper, no. 37 (July 29). *Economics, The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*. Online at: <http://www.economics-ejournal.org/>

VISSER, H., (2010), Minsky, Fischer and the credit crisis. *Kwartaalschrift Economie*, nummer 4, p. 555-566.