



Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken



Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom
Itinera Institute

Opgepast voor conformisme

In het zog van de financiële crisis lijken heel wat heilige huisjes van economen in vraag gesteld te worden. Eén van de belangrijkste ideeën die hierbij onder druk komen te staan is de efficiënte markttheorie. Nu onderscheiden academici verschillende varianten en zullen economen nog eindeloos discussiëren over de vraag of de theorie nog overeind blijft staan of niet. Toch maakt het evidente opblazen en nadien instorten van de zeepbel op de woningmarkt (slechts enkele jaren na het barsten van de technobubble) dat de aanhangers van de efficiënte markttheorie eindelijk in het defensief zitten. Dit betekent overigens niet dat we nu de toekomstige ontwikkeling van de beurs kunnen voorspellen. Het houdt wel in dat het inzicht dat de marktprijs maar frequent genoeg afwijkt van de fundamentele waarde aan belang heeft gewonnen.

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

“Concreet betekent het doorbreken van de efficiënte marktdoctrine dat centrale banken hun handen zullen moeten vuil maken om zeepbellen te doorprikken.”

Hoe kon de visie dat de financiële markten efficiënt zijn, zo lang dominant blijven bij de mainstream economen? Ongetwijfeld is een belangrijke factor dat economen ook maar mensen zijn en naar publiek goedkeuren door anderen snakken. Er is met andere woorden een kost verbonden aan het aanhouden van een afwijkende visie. Dat is overigens wat die bekende klokkenluider met zoveel woorden heeft toegegeven. Robert Shiller bekende recent dat hij zich geïntimideerd voelde toen hij door de Federal Reserve werd gesommeerd om zijn visies over de zeepbel te argumenteren. Mensen houden er dus vaker dan we denken persoonlijk andere opvattingen op na dan ze in het openbaar durven toegeven.

Onderzoekers onderscheiden drie aspecten die de keuze beïnvloeden of men publiekelijk zal uitkomen voor zijn mening of niet¹. Er is ten eerste iets als de intrinsieke bevrediging die men ervaart als iemands persoonlijke opinie overgenomen wordt door de groep. In kleine groepen is het inderdaad mogelijk om als individu de balans te doen overslaan naar de eigen positie. In de meeste gevallen zal de kans dat men persoonlijk het verschil kan maken in de groepskeuze echter erg beperkt zijn. Ten tweede is er zoiets als het reputatie-effect waarbij het bevorderlijk is voor de reputatie om de meerderheidsopvatting te onderschrijven. Vaak is het echter asymmetrisch in de zin dat afwijken van de meerderheidsovertuiging erg nadelig kan zijn voor de reputatie. Uiteindelijk halen mensen ook genoeg uit het loutere feit dat men zijn eigen mening kan uiten wat te maken heeft met een vorm van zelfrespect.

Uiteraard verschilt iedereen in het belang dat men hecht aan de drie aspecten van het uiten van de eigen mening. Sommigen worden geterroriseerd door de angst voor reputatieverlies bij het afwijken van de groepsdoctrine terwijl er anderzijds de non-conformisten zijn die eerder genoeg halen uit het ventileren van de eigen opinie. Die laatsten zullen bijvoorbeeld hun opinie verdedigen zelfs al staan ze helemaal alleen met deze mening. Veronderstellen we dat een volgende niche zich durft te uiten als tenminste 20% van de groep hun mening deelt. Ten slotte heb je individuen die slechts zullen uitkomen voor hun opinie als ze gelijkloopt met een grote meerderheid.

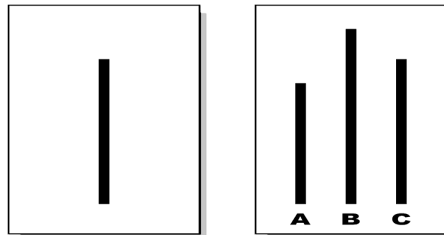
Zo was de theorie van de efficiënte financiële markten een doctrine geworden van de “mainstreameconomie”. Het is pas wanneer er een grote schok voordoet zoals vandaag met de financiële crisis dat de kritische drempel van sommigen om hun opinie te wijzigen wordt bereikt. Door die schok kan de middengroep bijvoorbeeld besluiten reeds de politieke correctheid afvallig worden vanaf het moment dat 10% hun mening deelt in plaats van 20%. Het is dan eenvoudig in te zien dat dit een waterval in werking kan stellen waardoor uiteindelijk de meerderheidspositie wijzigt.

De sociale druk die op mensen weegt, komt misschien wel het mooist tot uiting in het zogenaamde overeenstemmingsexperiment waarbij klassiek gevraagd wordt twee lijnstukken aan te duiden die dezelfde lengte hebben. Hoewel het heel duidelijk is dat het derde lijnstuk veel korter is, wordt het toch door typisch 32% van de proefkonijnen verkeerdelijk aangeduid indien deze in een groep worden gestopt waarbij de rest in opdracht opzettelijk de verkeerde keuze maken.

¹Tilmur Kuran. *Private Truths, Public Lies: The Social Consequences of Preference Falsification*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1995. 423 pp

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

Figuur 1: Overeenstemmingsexperiment van Asch



Bron: Asch, S. 1958. "Effects of group pressure on the modification and distortion."

Dit soort onderzoeken heeft zijn belang voor de vraag of de democratie effectief werkt. Wat bijvoorbeeld uit experimenten blijkt is dat mensen de meerderheidsopinie of de status quo enkel in vraag durven stellen als er in het publiek debat ook afwijkende meningen worden verdedigd. Zoniet is de kans groot dat veel pijnlijke waarheden onuitgesproken blijven. Met andere woorden: ideeën moeten stromen in een democratie om ze effectief te maken.

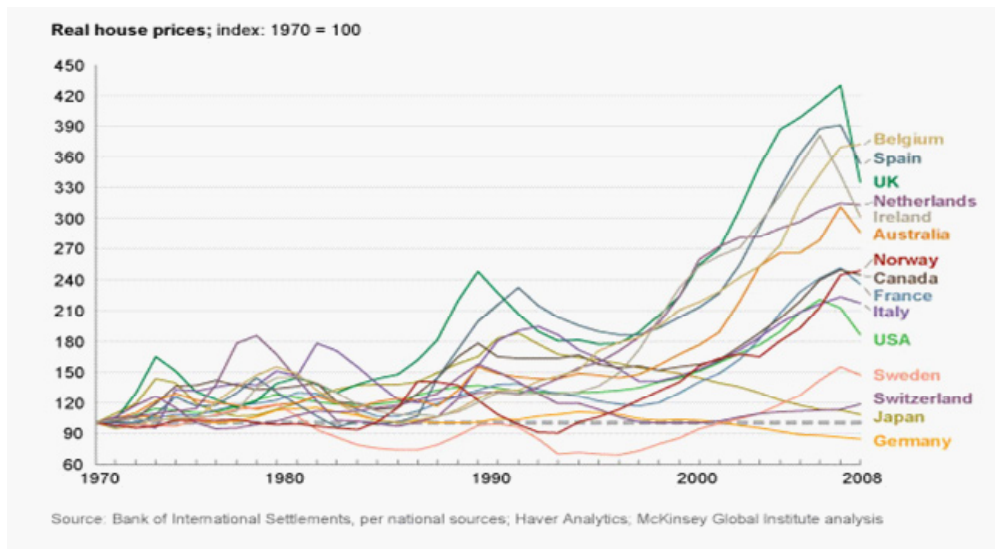
Zelfonderzoek economen

Zelden heeft het Brits koningshuis zoveel brieven ontvangen van economen, maar het had er dan ook om gevraagd. In november bezocht Koningin Elisabeth immers de London School of Economics en vroeg hoe het kwam dat niemand aan de prestigieuze onderzoekscentra de crisis had zien aankomen. De decaan in kwestie verslikte zich in zijn koffie en stotterde dat helaas iedereen op iemand anders rekende om dit te voorzien. In de officiële brief die de Britse academie van economen achteraf naar de koningin stuurde, wordt vooral verwezen naar groepspsychologie waarbij men al te gauw zijn eigen wensen voor lief neemt (wishful thinking) en vooral overmoed een centrale rol speelde.

Terwijl de academische economen zich vandaag vooral buigen over de vraag of hun economische modellen gebaseerd op veronderstellingen als rationaliteit en efficiënte markten niet dringend aan vervanging toe zijn, worden economen buiten de universiteit geplaagd door andere existentiële vragen. De economen werkzaam in de studiediensten van de banken baseerden hun economische voorspellingen al sinds 2006 op de verwachte correctie van de woningprijzen. Nu zijn er uiteraard altijd ongelovige Thomassen. Ook vandaag nog zijn er Belgische economen die uitsluiten dat er overdrijvingen zijn op de Belgische woningmarkt terwijl het Internationaal Muntfonds al twee jaren geleden argumenteerde dat de overwaardering in België een stuk groter was dan in de Verenigde Staten. Ondertussen zijn de Amerikaanse woningprijzen al gezakt met meer dan dertig procent. Het waren niet toevallig ook dezelfde economen die voorbije jaren ontkennd dat er iets loos was op de Amerikaanse woningmarkt.

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

Figuur 2: Rëele woningprijzen in de OESO



Aan de ene kant had je dus academische economen die door hun naïeve modellen de wereld niet zien zoals ze werkelijk is. Door een hang naar elegante wiskundige modellen vinden blijkbaar velen dat het beter is om exact verkeerd te zijn in plaats van ongeveer correct. Aan de andere kant had je de economen werkzaam in de private sector die dan wel bijvoorbeeld de zeepbel zagen, maar niet wisten dat hun eigen werkgever (de banken) achter hun rug het lot van de instelling verbonden had aan het in stand houden van de zelfde zeepbel. Dit wijst uiteraard op een structureel probleem bij de banken waarbij het topmanagement dat uiteindelijk besliste om voor tientallen miljarden te beleggen in toxische producten het niet nodig vindt om kennis te nemen van de opinie van kritische geesten. Zo negeerde ook Richard Fuld, de toenmalige topman van Lehman Brothers de waarschuwingen van zijn eigen personeel over de nakende implosie van de huizenmarkt. Overigens is het zo dat in verschillende Belgische banken de onafhankelijke studiedienst ontmanteld werd en economen toegewezen werden aan asset management of marktenzalen. Hier leren ze snel de logica van de markt waardoor de capaciteit om tegen de stroom in te gaan, moeilijk stand houdt.

Op het eerste zicht zou het voor academici veel gemakkelijker moeten zijn om zich niet te laten leiden door de waan van de dag, maar ook zij laten zich bij nader inzicht verleiden door intellectuele modegrillen zoals de mythe van efficiënte markten en perfecte rationaliteit. Bovendien blijken ze vaak niet goed op de hoogte wat in financiële praktijk momenteel aan de hand is.

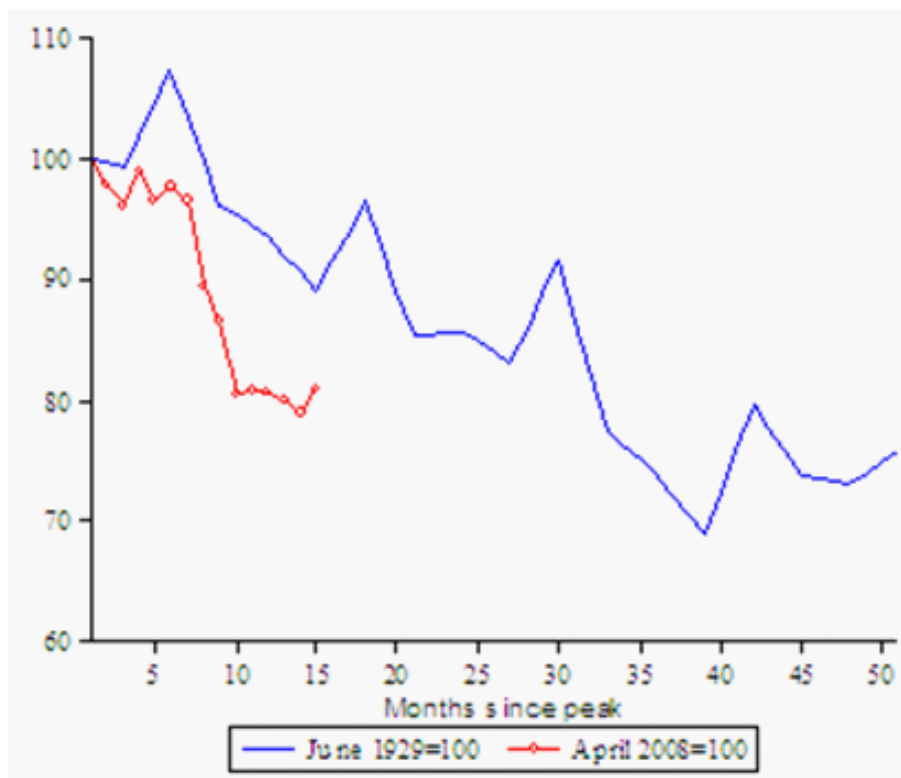
Wat we dus nodig hebben, zijn mensen die ver genoeg af staan van de bankiers om niet in de val te trappen het verschil niet meer te zien tussen het corporatistisch belang van de bank en het algemeen belang (zogenaamde cognitive capture), maar toch de polsslag van de banksector voelen maar ook de invloed hebben om tijdig te kunnen bijsturen. Theoretisch moet deze rol ingevuld kunnen worden door de toezichthouder, maar in de praktijk lijkt het ook voor deze instanties moeilijk te zijn om mensen te vinden die aan al de vermelde voorwaarden voldoen. Het is niet meer dan normaal dat er onder economen vandaag veel aan zelfonderzoek wordt gedaan, maar een eenvoudig allesomvattend antwoord moet niet snel verwacht worden.

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

Huidige stand van zaken

Tachtig jaar geleden onderging de wereld de grootste ineenstorting van het economisch systeem in de moderne geschiedenis. Niemand had gedacht dat het mogelijk was, maar toch gebeurde het. De industriële productie op wereldniveau zakte met bijna 40%, de aandelenmarkten met 70% en het volume van de wereldhandel met 30%. Vandaag staat de teller voor een aantal van deze indicatoren zoals de wereldhandel nog lager dan op vergelijkbare momenten tijdens de Grote Depressie. Wat de toestand in de jaren 30 echter uitzichtlozer leek, was echter vooral de duur van de crisis. Pas na vier jaar kwam er opnieuw leven tot stand in de economische markten. Vandaag hebben we indicaties dat de levensadem sneller aan het terugkeren is.

Figuur 3: Wereldhandel in 1930 en vandaag



Bron: Barry Eichengreen Kevin H. O'Rourke, A Tale of Two Depressions, VoxEU.org

Het grote verschil met acht decennia geleden is dat destijds de moralisten die opperden dat na excessen de economie uitgezuiverd moest worden door een zware recessie de overhand haalden. Deze zogenaamde 'liquidationisten' stelden dat elke poging om de depressie af te wenden enkel zou leiden tot een zwaardere depressie later.

De reden dat we vandaag anders gehandeld hebben is te wijten aan enerzijds de diepe indruk die de catastrofe van tachtig jaar geleden gemaakt heeft en anderzijds onderzoek over de oorzaken van de depressie. Heel gezaghebbend daarbij is het werk geweest van Milton Friedman en Anna Schwartz die tot de conclusie kwamen dat vooral de weigering om het

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

monetair beleid in te zetten, de wereld zuur opbrak.

Dit betekent niet dat we vandaag gerust op onze oren kunnen slapen enkel omdat we anders gehandeld hebben dan 'vorige keer'. Het is immers onvermijdelijk dat door in te grijpen en het financieel-economisch systeem te stabiliseren, nieuwe risico's ontstaan. Dit betekent echter niet dat we daarom de verkeerde strategische keuze gemaakt hebben. Het gaat er eerder om dat we de fundamentele opties beter moeten combineren met begeleidende maatregelen. We hebben er dus goed aan gedaan om de brandweer te laten uitrukken, ook al was de brand ontstaan door partijen die onverantwoorde risico's hebben genomen zoals roken in bed.

Figuur 4: Raming van afgeschreven kredietverliezen: 60% in VS, 43% in Eurozone

	United States (ex-GSEs)	Euro Area
Estimated Capital Positions at end-2009:Q2		
Total reported writedowns to end-2009:Q2	610	350
Total capital raised to end-2009:Q2	500	220
Tier 1/RWA capital ratios, in percent at end-2009:Q2 (change from end-2008 in parentheses)	11.5 (+1.1)	8.5 (+1.2)
Scenario Bringing Forward Expected Earnings and Writedowns		
Expected writedowns 2009:Q3 to end-2010:Q4 (1)	420	470
Expected net retained earnings 2009:Q3 to end-2010:Q4 (2) (after taxes and dividends)	310	360
Net drain on equity (retained earnings) (3) = (1) - (2)	110	110

Bron: IMF, Global Financial Stability Report: A Report by the Monetary and Capital Markets Department on Market Developments and Issues, September 30 2009

Vandaag ontstaat de indruk dat na de schokgolven van vorige maanden de Europese autoriteiten harder optreden tegen banken die niet alleen aan het noodinfuus moesten, maar ook orgaantransplantie nodig hadden. Als de private sector plotsklaps schrik heeft van zijn eigen schaduw en massaal naar de nooduitgang rent, is het fundamenteel dat de centrale bank optreedt door liquiditeitsinjecties. Een tijdelijke vertrouwenscrisis zorgt er immers voor dat de kudde in groep zijn illiquide investeringen liquide wil maken. Het wordt pas hachelijk als de centrale bank ook steun geeft aan instellingen die niet louter een tijdelijk liquiditeitsprobleem hebben, maar fundamenteel insolvent zijn geworden. Dan wordt het gevaar immers groot dat de centrale bank verliezen zal moeten nemen op haar steunposities. Deze verliezen kunnen dan enerzijds opgelost worden door een herkapitalisering van de centrale bank door de schatkist. Hierdoor zal de overheid haar budgettair beleid moeten verstrakken, bijvoorbeeld door hogere belastingen op te leggen aan de bevolking. Als hiervoor geen maatschappelijk draagvlak te vinden is, dan ontstaat het risico dat de centrale bank de verliezen zal monetiseren wat dan tot inflatie leidt.

Fundamenteel moeten de monetaire autoriteiten echter goed inzien dat ze vanaf nu hun handen en voeten zullen moeten vuilmaken. De doctrine dat we de zeepbel niet kunnen doorprikken, maar achteraf het puin wel zullen opruimen is onhoudbaar gebleken. We staan

Ideeënstroom als tegengewicht voor conformistisch denken

dan ook vandaag al voor de test of de centrale bank in staat is om krachtige beleidssignalen te geven om het feestje te stoppen voor het uit de hand loopt. Dit kan ze doen door verbale waarschuwingen, maar de creativiteit kan daar niet bij stoppen.

Ivan Van de Cloot

Hoofdeconoom Itinera Institute,
een onafhankelijke denktank
voor duurzame economische groei en
sociale bescherming
