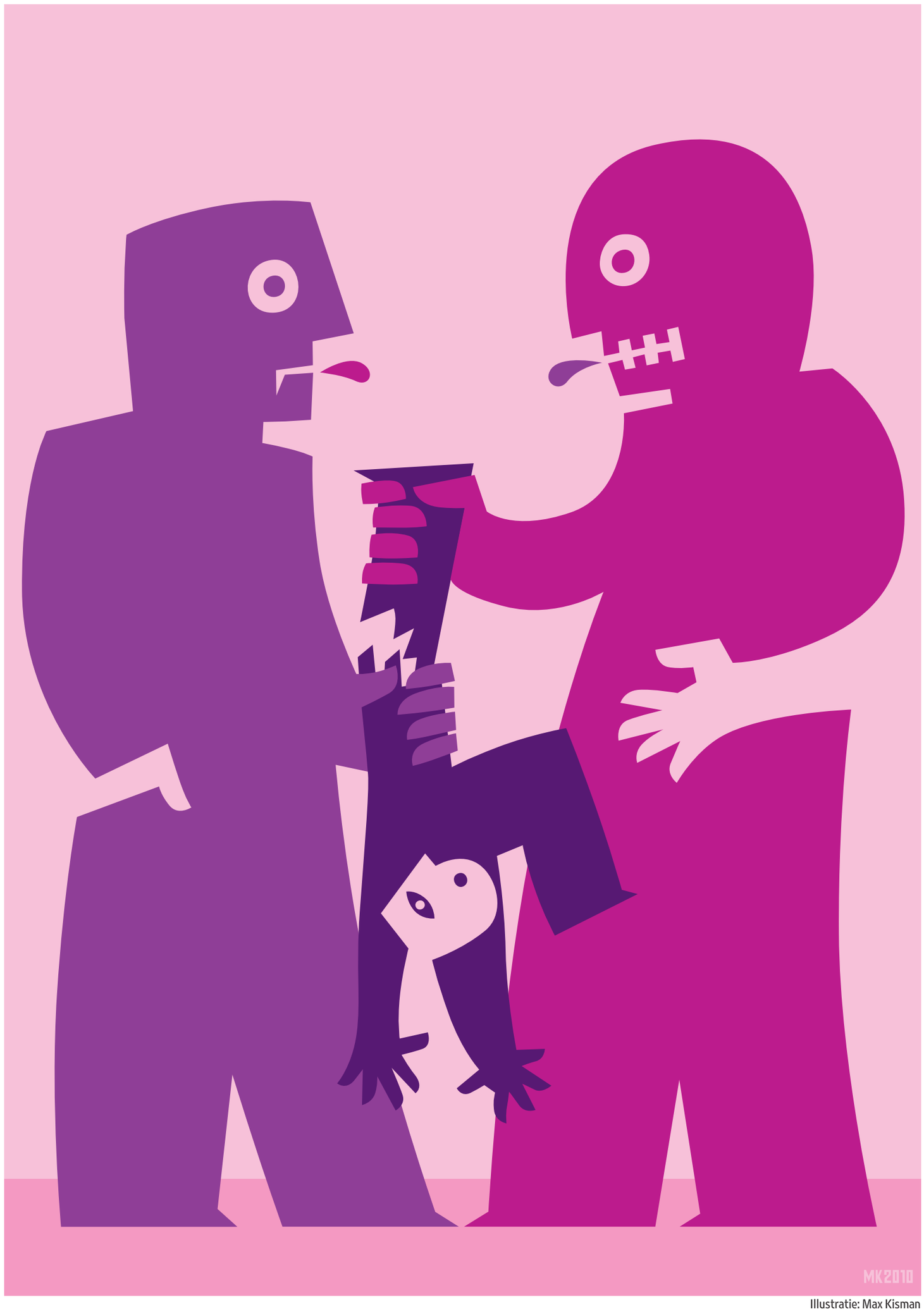
Verstandig kuddegedrag Kredietcrisis ontstaat door rationele keuze



Illustratie: Max Kisman

Joël van der Weele en Jaap Jelsma

Anderhalf jaar na het uitbarsten van de financiële crisis lijkt het erop dat er in de media, in nauwe aansluiting bij de volkswoede over deze crisis, een consensus is komen bovendrijven die inhoudt dat de crisis is veroorzaakt door 'animal spirits', dierlijke instincten. Deze aan de Britse econoom John Maynard Keynes ontleende term wordt geassocieerd met een combinatie van irrationeel handelen en psychologische drijfveren.

In een reeks onlangs verschenen boeken, zowel van toonaangevende economen als financieel journalisten, wordt de financiële crisis in deze termen verklaard. De strekking van de leidende commentaren is dat als er in de financiële markten verstandiger — minder irrationeel — gehandeld zou zijn, de ellende van de crisis er niet was geweest. Zelfs uit wetenschappelijke hoek zijn het niet de minste economen, zoals George Akerlof en Robert Shiller in hun boek *Animal Spirits*, die vinden dat de tijd gekomen is voor een verrijking van de economische theorie met psychologische mechanismen. De Nijmeegse micro-econoom Esther-Mirjam Sent pleitte onlangs in NRC Handelsblad voor de vervanging van de homo economicus door een homo psychologicus.

Iedereen een huis

Het toeschrijven van de crisis aan lage instincten en irrationeel gedrag heeft iets geruststellends. De economische implosie moet wel met menselijk falen te maken hebben. Het had zo niet gehoeven. Maar de werkelijkheid is veel erger. In deze beschouwingen is sprake van misleidende wijsheid achteraf.

Een juiste analyse bekijkt beslissingen vanuit het perspectief van de spelers op de kredietmarkt toen alles goed ging en houdt rekening met de informatie die zij op dat moment hadden. En dan blijkt dat het gedrag dat de crisis heeft veroorzaakt, voortkomt uit rationele, winstgerelateerde overwegingen. Dit betekent dat crises een welhaast onlosmakelijk onderdeel van de kapitalistische marktstructuur moeten zijn. Hoewel dat betekent dat regulering kan helpen, heeft zelfs de overheid slechts beperkte mogelijkheden tot ingrijpen in tijden van crisis.

Door de 'irrationalisten' wordt onder het label 'animal spirits' een veelheid aan begrippen op een hoop gegooid: hebzucht, incomplete informatie, kuddegedrag, cognitieve beperkingen, man-vrouwverhoudingen in de financiële wereld, de invloed van testosteron en dergelijke. Een groot deel van de factoren in deze kluwen is echter juist rationeel.

Om dat te zien, hebben we een duidelijke definitie van rationaliteit nodig. Die is in de economie dat handelingen dienen om de doelen van het individu te realiseren. Rationaliteit beperkt de doelen niet, hoewel de economische modellen meestal aannemen dat het gaat om het verwerven van geld of andere materiële bezittingen. Gegeven de breed gedragen beschuldiging van 'hebzucht' aan het adres van de financiële wereld lijkt dit een juist uitgangspunt. Maar de veronderstelde hebzucht verwijst naar immoreel en niet naar irrationeel gedrag. Daarbij speelt mee dat rationaliteit van een handeling afhankelijk is van de informatie waarover het individu beschikt. Die informatie hoeft niet noodzakelijk eenduidig of juist te zijn.

Dus voor een goed begrip van het niveau van rationaliteit voor en tijdens de crisis moeten we kijken naar de economische prikkels voor de verschillende soorten (individuele) spelers. Dan blijkt al snel dat de hele financiële industrie van hoog tot laag was doordrongen van economische prikkels die excessief lenen in de hand werkten.

De Amerikaanse semipublieke kredietverstrekkers Fannie Mae and Freddie Mac werden onder druk gezet door de politiek om zo veel mogelijk mensen aan een huis te helpen. Individuele verkopers van hypotheken werden beloond naar rato van het aantal hypotheken dat ze verkochten, ongeacht de kredietwaardigheid van de klanten. Kredietbeoordelaars die de kredietwaardigheid van derivaten gebaseerd op hypotheken een cijfer moesten geven, werden door hun klanten aangezet om hoge ratings te geven. De bestuursvoorzitters van Lehman Brothers en andere grote investeringsbanken werden voor een groot deel betaald in opties en aandelen, die op korte termijn een hoog rendement opleveren.

Bepaalde banken wisten heel goed dat ze door de overheid 'verzekerd' waren voor een faillissement, want zij waren een belangrijk onderdeel van het financiële systeem. Bovendien wisten banken dat als ze niet genoeg winst maakten, ze het risico liepen van een vijandige overname.

Kortom, prikkels te over die steeds meer lenen tot rationeel gedrag maakten. Wellicht het beste argument voor de rationaliteit van het financieel handelen zijn de recordwinsten van de grote investeringsbanken en hun managers, zowel tijdens de speculatieve fase die de crisis inluidde als daarna. In juli 2009 rapporteerde De Amerikaanse zakenbank Goldman Sachs alweer een recordwinst. Deze keer behaald met de investering van goedkoop verkregen overheidsgeld.

Keynes' schoonheidswedstrijd

Andere fenomenen die worden gepresenteerd als irrationeel, zoals kuddegedrag, zijn dat in feite niet. Vanuit het oogpunt van de individuele bank of handelaar kan kuddegedrag een eenvoudig gevolg zijn van informatiegebrek.

De financiële derivaten waarin de afgelopen jaren werd gehandeld, waren vaak zo ingewikkeld, dat het tijdrovend en kostbaar was om precies uit te vinden wat de geassocieerde risico's waren. Geen enkele bank had daardoor een goed beeld van wat ze precies waard was. Het is dan logisch om het koopgedrag van anderen en de waarderingen van de kredietbeoordelaars, zoals Moody's of Standard & Poor's, te zien als bewijs dat het wel goed zit, en mee te doen aan de handel.

Dit fenomeen, bij economen welbekend als 'herding', is veelvuldig bestudeerd in experimentele situaties. Daarin wordt zichtbaar dat spelers van wie keuzen door anderen bekeken worden, zogeheten gedragslawines (cascades) in gang kunnen zetten. Deze lawines zijn gebaseerd op logische gevolgtrekkingen van de 'volgers' over de informatie die hun voorgangers hadden. Als degenen die een kudde in gang zetten echter de verkeerde keuzen maken, leidt zo'n lawine tot het negeren van tegenstrijdige informatie en tot inefficiënte uitkomsten.

Een kudde kan dus informatieve waarde hebben. Zelfs wanneer de handelaren zeker weten dat de verhandelde objecten minder waard zijn dan de prijs, kan het rationeel zijn de kudde te blijven volgen.

Nobelprijswinnaar voor de economie Vernon Smith ontwierp experimentele markten waarop proefpersonen objecten verhandelen waarvan de waarde aan iedereen bekend is. Hij liet zien dat zelfs onder deze omstandigheden zeer regelmatig zeepbellen voorkomen, waarbij de prijs tijdelijk hoger is dan de waarde van het object. De reden is dat mensen, vaak terecht, verwachten dat ze het object tijdig weer door kunnen verkopen.

Deze vorm van zwartepieten werd al beschreven door Keynes, toen hij beleggen vergeleek met een schoonheidswedstrijd, waarbij niet het waardevolste aandeel het mooist is om te kopen, maar dat aandeel waarvan je denkt dat anderen het waardevolst vinden. De prikkels om dit te doen zijn in de echte wereld nog groter dan in het laboratorium. Voor een bankier of institutionele belegger zijn de gevolgen groot als ze niet meedoen aan beleggingen met grote winstmarges. Klanten lopen weg op zoek naar hogere rendement en de beste handelaren gaan naar de concurrent, waar ze meer betaald krijgen. Zelfs als men weet dat het op een gegeven moment fout moet gaan, is het enorm kostbaar om de verantwoordelijkheid te nemen voor deze informatie.

Dit sluit niet uit dat psychologische factoren, zoals te groot vertrouwen, dit kuddegedrag hebben versterkt. Maar een overdreven nadruk op de irrationaliteit van deze factoren versluiert het verontrustende feit dat zeepbellen en crises zaken zijn die door rationele individuen met enige regelmaat worden geproduceerd, en daardoor inherent verbonden zijn met het marktsysteem.

De crisis is daarmee een voorbeeld van het beroemde 'prisoner's dilemma', waarin het individuele en het algemene belang uiteenlopen. Maatschappelijk is het gewenst dat individuele marktdeelnemers onafhankelijk informatie zoeken en verantwoordelijkheid nemen door zich aan een kudde te onttrekken, maar individueel gezien is dit vaak kostbaar.

Wanneer de schrik er goed in zit

De financiële crisis is dus in feite een prachtige demonstratie van het model van de homo economicus, waarin een combinatie van eigenbelang en rationaliteit mensen drijft tot sociaal ongewenst gedrag. In dergelijke situaties moet een externe partij, zoals de overheid, ingrijpen om het individuele gedrag in te perken. Dat kan door het creëren van een heldere informatiestructuur die de effecten- en derivatenhandelaren in hun verwachtingen met beide benen op de grond houdt en het elimineren van prikkels die het nemen van risico aanmoedigen. Zo wil Ben Bernanke, de voorzitter van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, dat de belangrijkste hervormingen zich richten op verkleining van de banken, zodat deze niet langer 'te groot zijn om om te vallen' en weer risico op faillissement lopen.

De taak voor de overheid om risico's te reguleren is duidelijk, maar blijkt moeilijk uit te voeren. De overheid is zelf ook een speler in de economie die kampt met onzekerheid en tegengestelde belangen, net als de marktdeelnemers. Neem de spanning tussen de kosten en baten van financiële innovatie. Innovatie kan leiden tot onoverzichtelijke situaties waarin, bewust of onbewust, te veel risico wordt genomen. Maar aan de andere kant weten we dat een overheid innovatie niet moet smoren in regels, want dat kost welvaart. Financiële innovatie kan vooruitgang en hoge groei creëren door een betere spreiding van risico's.

Deze spanning tussen voor- en nadelen van regulering is in Nederland direct na de crisis alweer waar te nemen. Het voorstel van de Autoriteit Financiële Markten om korte metten te maken met de tophypotheken, werd afgewezen door staatssecretaris Jan Kees de Jager van Financiën: starters op de woningmarkt maken dan geen kans meer.

Het moment waarop regels het meest nodig zijn — het moment dat de markten naar ongekende hoogtepunten gaan — is ook het moment waarop ze het minst nodig lijken. Het gaat toch goed. Het ideale moment om ze in te voeren, is vlak na de ineenstorting, wanneer de schrik er goed in zit. Maar zoals het voorbeeld van de tophypotheken aantoont, is er dan juist een extra argument voor het legitimeren van risico, omdat er economisch weer vaart gemaakt moet worden.

Financiële zeepbellen, en de onvermijdelijke implosie die erop volgt, geven de impressie van irrationeel gedrag. Maar de financiële wereld is vergeven van prikkels die kuddegedrag en speculatie tot een uiterst rationele en winstgevende bezigheid maken. Crises zijn geen ongelukjes van irrationele handelaren, maar bijkomende schade van rationele beslissingen door creatieve individuen die in het marktsysteem op winst uit zijn.

Zijn wij nu gedoemd ons tot het einde der tijden van crisis tot crisis te bewegen? Helaas wel. Maar er is hoop op verbetering. Financiële autoriteiten leren van het verleden, zoals de Fed bij deze crisis heeft laten zien. De wereldeconomie is niet, zoals na oktober 1929, bij gebrek aan monetair ingrijpen in een Grote Depressie beland. Als de overheid hervormingen van het stelsel weet af te dwingen, kunnen prikkels voor kuddegedrag en speculatie afzwakken, en kan de ernst van toekomstige crises verminderen.

Toch kunnen regels het fenomeen, dat al sinds de tulpenmanie van 1637 regelmatig terugkeert in onze financiële markten, nooit helemaal uitroeien. Daarom zal de huidige financiële crisis zeker niet de laatste zijn.

Kuddegedrag

Als degenen die een kudde in gang zetten de verkeerde keuzen maken...

...leidt zo'n lawine tot het negeren van informatie, en een inefficiënte uitkomst

Toch kan het voor beleggers rationeel zijn de kudde te blijven volgen





Joël van der Weele is micro-econoom en werkt aan de Goethe Universität te Frankfurt am Main. Jaap Jelsma schrijft en adviseert over klimaat, innovatie en gedrag.

pagina 17, 06-02-2010 © Het Financieele Dagblad

