

# Pensioen Pro

**‘Hoe langer een economie stabiel is, hoe groter het risico op een crash’**

Maarten van Wijk - 21 mei 2015

**Alleen als een systeem wordt opgezet dat tegenwicht biedt aan de overmoed en het kuddegedrag van mensen, kunnen we in de toekomst hopen op minder zeepbellen en crashes. Dat is de boodschap van Boom Bust Boom, een film van Cardano-oprichter Theo Kocken en Monty-Pythonlid Terry Jones.**



Hypotheekgesprek in de film Boom Bust Boom. 'De procedure is dat u eerst hier uw inkomen en vermogen opgeeft en dat wij het vervolgens dan niet gaan controleren.'

In de film, die volgende week zijn première beleeft in Tuschinski in Amsterdam, wordt gebruikgemaakt van veel bizarre animaties, muppet-achtige poppen die geheel in de traditie van Monty Python af en toe in gezang uitbarsten, en twee fragmenten met karakters uit de Amerikaanse serie Southpark.

Met al die showelementen wordt een complexe financiële boodschap overgebracht. De film maakt duidelijk dat een crash zoals in 2008 geen anomalie is, omdat markten inherent instabiel zijn, zoals in de theorie van Hyman Minsky (1919-1996). Volgens hem komen diepe crises onvermijdelijk voort uit periodes van stabiliteit. Zulke periodes leiden na verloop van tijd tot overmoed bij banken, beleggers, toezichthouders, bedrijven en particulieren. Die vergeten de lessen van eerdere crashes, waarna een nieuwe euforie, een nieuwe zeepbel groeit – die uiteindelijk weer knapt.

De tulpenmanie, the railway mania in Groot Brittannië uit 1840, de roaring twenties die voorafgingen aan de crisis van 1929: de geschiedenis zit vol met zeepbellen en crashes. Behalve door verteller Terry Jones wordt de boodschap ook overgebracht door interviews met economen als Robert Shiller, Daniel Kahneman en Paul Krugman. En de film biedt enkele suggesties voor oplossingen: met name economie-onderwijs dat zich meer rekenschap geeft van het mechanisme dat leidt tot een eindeloze opeenvolging van zeepbellen en crises, een mechanisme dat zijn oorsprong vindt in de menselijke natuur. We vroegen Theo Kocken naar de achtergrond van de film.



### **Van directeur van een risicomanagementbureau tot filmmaker. Hoe bent u zover gekomen?**

‘Ik heb Terry Jones leren kennen via een gezamenlijke vriend van mij en Keith Ambachtsheer: Rob Buckman. Terry, Rob en ik hebben in 2010 een absurdistisch filmpje over onder andere behavioural finance gemaakt, de studie van menselijk economisch gedrag. Later las Jones mijn oratie over ‘endogene instabiliteit’. Dat vond hij fascinerend. Dus ik heb hem steeds boeken via amazon.com laten toesturen, met een email erbij van welke passages hij moest lezen. En over een periode van acht maanden hebben we samen het script geschreven.’

### **En samen al die beroemdheden geïnterviewd?**

‘Ja, die interviews hebben we in de zomer van 2013 in New York, Amsterdam en Londen gedaan, een deel begin 2014. Een paar van de interviews heb ik zelf gedaan, onder meer met John Cusack, andere deden we samen zoals Shiller, Ariely en Kahneman. Het gesprek met Krugman, daar was ik dan helaas weer niet bij, die heb ik ook nog nooit ontmoet. Er zitten ook Nederlanders in de film: Dirk Bezemer en Sweder van Wijnbergen. Maar ik figureer zelf niet. Ik vond het een beetje raar om mezelf te gaan zitten interviewen.’

### **Er zitten ook onverwachte figuren in: de zoon van Hyman Minsky en acteur John Cusack, die toch vooral van de romantische films bekend is. En filmpjes van Southpark!**

‘Alan Minsky benaderde ons zelf per email. Hij had gehoord dat we een film over zijn vader maakten - ik weet trouwens niet hoe dat nieuws bij hem is beland. John Cusack schrijft nu voor de Huffington Post en is echt goed ingevoerd. Hij kende het werk van Minsky allang. Via Terry Jones konden we makkelijk veel mensen benaderen, ook de makers van Southpark.’

### **Voor wie is deze film nu bedoeld?**

‘Er zijn drie groepen mensen die dit ter harte moeten nemen. Studenten en docenten aan economieopleidingen. Toezichhouders en overheden. En de gewone man heeft er ook wat aan.’

## **Wat kan die laatste ervan leren?**

‘Dat de economische crisis niet het gevolg is van een groot complot. Dat het niet allemaal de kwaadaardige bankiers zijn die het deden, zoals je ziet in films als *The Inside Job*. Dat is een deel van het verhaal, maar uiteindelijk zit de neiging tot overmoed, die bijdraagt tot de zeepbel, in alle mensen. Daarom zie je een scene in de film waarin een hypotheek wordt afgesloten. Degene die de hypotheek afsluit, is ook overmoedig en rommelt met zijn inkomen.’



## **In de film wordt gezegd dat het onderwijs te sterk focust op neoklassieke economie, die aanneemt dat markten efficiënt zijn en altijd in evenwicht. Hoe was dat bij u?**

‘Ik heb die opleiding wel zo gehad, inderdaad. En dat geldt voor iedereen van mijn generatie met een economieopleiding. Het is nog steeds een veel voorkomende aanname. Iemand als Eugene Fama, die de Nobelprijs voor de economie won, zegt rustig: ‘ik lees *The Economist* niet meer, want ik word moe van die eindeloze berichten over zeepbellen. Die bestaan niet, de markt is efficiënt.’

Dat is niet erg plausibel, al was het maar omdat de markt voor aandelen anders werkt dan die voor brood. Als de prijs van een aandeel stijgt, neemt de vraag namelijk ook toe. Dat levert een positieve feedbackloop op. Het leidt niet tot evenwicht maar instabiliteit. Precies wat je niet leert als onderdeel van je kernvakken op de universiteit.’

## **En waar ligt dat aan?**

‘Het is een gevolg van de menselijke natuur. Behalve aan overmoed ligt het in dit geval ook aan de neiging om de massa te volgen. Het zijn neigingen die over miljoenen jaren geëvolueerd zijn: in de film zie je gedemonstreerd dat apen al vergelijkbaar irrationeel financieel gedrag vertonen.’

## **Wanneer bent u zelf gaan twijfelen aan de efficiëntie van markten?**

‘Ik bedacht het mezelf toen ik in de jaren negentig bij ING werkte. We werkten met emerging market debt. Dat bewoog nauwelijks, en op een dag was je ineens ruim 50% kwijt. Maar bij het berekenen van je buffers voor DNB hield je geen rekening met dat risico, want voor je kans op verlies keek je verplicht naar een normaalverdeling op basis van de historische volatiliteit. Dat is verkeerd, want in werkelijkheid zit in de staart van de verdeling tien tot veertig keer zoveel risico als in een normale verdeling. Wat erger is: als er lang stabiliteit is en dus weinig volatiliteit, dan neemt het risico volgens zo’n model af.’

## **En dat is niet zo?**

‘Nee, dat is precies wat Minsky zegt: stabiliteit veroorzaakt instabiliteit, doordat het mensen overmoedig maakt. Dat is een menselijke zwakheid. Als je volatiliteit als risicomaatstaf neemt, bak je dat ook nog eens in het systeem in. Mensen gaan op basis van stabiliteit en lagere volatiliteit meer risico nemen en buffers verkleinen, waarmee de zaden van de volgende crisis worden gezaaid. Lage volatiliteit en extreem oplopend risico gaan vaak samen.’

## **Kun je de cyclus van zeepbellen en crises doorbreken?**

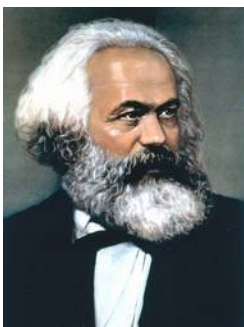
‘Niet helemaal, we blijven mensen, maar we moeten proberen een systeem te ontwikkelen dat die effecten kan verzachten, door anticyclisch te werken. Zodat we de economie in de toekomst iets stabielere kunnen maken.’

## **Hoe kan dat?**

‘We maken een kans als economen hier goed van doordrongen zijn en blijven: elke keer als iedereen euforisch is, als iedereen denkt dat stabiliteit nu definitief is bereikt en dat de zaak nu niet meer kan instorten, omdat deze keer alles anders is, juist dan moet je op je hoede zijn. En dan moeten toezichthouders op de rem trappen. Alle economen moeten het weten en van generatie op generatie doorgeven. Bij toezichthouders moet het in de cultuur zitten.’

Het is lastig om iets vol te houden dat tegen je natuur ingaat als mens. Er moet misschien iets in de grondwet staan, dat er een comité is dat de toezichthouders op dit punt in de gaten moet houden. Je moet een goed systeem bouwen. Maar het begint bij goede opleidingen.’

## **Hoe staat het in uw ogen nu met het economisch onderwijs?**



‘Universiteiten slaan een weg in naar een meer pluralistische benadering van economie: ze laten meer zien dat er verschillende theorieën bestaan. Iemand als Minsky maar zelfs ook Marx wordt weer gelezen. Er wordt meer gedaan aan behavioural finance. Maar er moet nog meer gebeuren. Met name voor geschiedenis van de economie en van de economische wetenschap zou meer aandacht moeten zijn. ‘Complexiteitstheorie’, waarmee je kunt verklaren hoe microgedrag tot macroinstabiliteit leidt, moet ook meer aandacht krijgen.’

## **En dan de toezichthouders. Hebt u het gevoel dat DNB het goed doet?**

‘Klaas Knot snapt het in elk geval, hij waarschuwt openlijk voor een zeepbel op de beurzen als gevolg van QE, bijvoorbeeld. Verder is het nu te vroeg om er iets over te zeggen. DNB drong aan op strenge beperkingen aan hypotheekleningen, maar dat was middenin de crisis, dus in feite waren ze daarmee nog steeds procyclisch bezig. De kunst is om streng te zijn als er nog geen crisis is, en de bomen tot in de hemel groeien. Maar DNB is zeer open voor verbeteringen en eind mei is er ook een vertoning van Boom Bust Boom voor DNB met discussie achteraf.’

## **Hoe beoordeelt u dan nu de strengheid van DNB voor pensioenfondsen?**

‘De toezichthouder zegt: je mag bij te weinig buffervermogen niet minder rente afdekken of meer aandelen kopen, want dat betekent meer risico. Dat lijkt me in deze fase verkeerd. Als je nu zit met een hele grote renteafdekking, of met een grote positie in obligaties, kan dat risicovol zijn en moet je ruimte hebben om te kunnen handelen. Obligaties zijn juist enorm opgepompt. Het potentiële verlies dat je erop kunt lijden is groter dan ooit door het handelen van de centrale banken wereldwijd.

Vanuit risico-oogpunt kan het op een bepaald moment gezond zijn om die posities te reduceren – dus niet vanuit een rentevisie, maar alleen omdat de financiële schade van een rentestijging (in reële termen) heel groot kan zijn. Dat risico wil je kunnen sturen.

Wat er zou moeten gebeuren is dat DNB zegt: ‘fondsen, als u denkt dat het anders moet, dien maar een plan in. Argumenteer maar dat het vanuit risico-oogpunt beter is.’ Dat kun je met stresstesten beoordelen.

Daartegenover staat dat de rekenrente zeker niet omhoog moet. Fondsen zouden in herstelparameters wel wat minder aandelenrendement mogen inrekenen en wat mij betreft ook eerder moeten afstempelen dan het geval is in dit ftk. De tijd van hoge risicopremies zou wel eens ver achter ons kunnen liggen.’

## **Wat is de les die pensioenfondsen uit de film kunnen halen?**

‘Ik denk dat bij pensioenfondsen het besef al is doorgedrongen dat de financiële markten soms losstaan van de echte economie en niet altijd rationeel zijn. Er is niemand meer die berekent hoeveel een aandeel waard zou moeten zijn op basis van toekomstige dividenden. Gedragingen van de centrale banken zijn nu de krachten die de financiële economie losrukken van de reële economie.

Verder is de les dat je gewoon altijd voorbereid moet zijn op alle scenario’s, ook wanneer ze op dat moment minder waarschijnlijk lijken. Gebruik stresstests om te kijken of je die kunt doorstaan. Gebruik volatiliteit niet als maatstaf van risico in de portefeuille.’

## **Zitten we nu eigenlijk in een boom of een bust?**

‘We zitten in een unieke fase: we zitten nog in het proces van het verteren van de vorige zeepbel, het 'ontschulden'. Maar tegelijkertijd wordt er door centrale banken een nieuwe zeepbel gecreëerd op de aandelen- en obligatiemarkten. Het verschil met de gewone zeepbel zoals Minsky die beschrijft, is dat mensen nu niet euforisch zijn en niet denken dat het alleen nog maar omhoog kan. Het enge is dat ze desondanks toch meegaan in de rally, want je kan bijna niet anders. Als je uit aandelen in cash gaat en de centrale bank gaat nog een jaar of twee jaar door met opkopen, dan mis je zo 10% -20% rendement en dan vlieg je eruit als asset manager.

Dus wat moeten fondsen doen? Goed spreiden en eventueel aandelenrisico afdekken met opties. En ook hun reële dekkingsgraad goed beschermen en daarmee rekening houden in de renteafdekking. En net als iedereen vooral kijken wat de centrale banken doen. Makkelijk is het niet.’

## **Kan deze film door de Pensioen Pro lezer bekeken worden? En hoe?**

‘Op 26 mei is de Nederlandse première in Tuschinski. Via [bbb@cardano.com](mailto:bbb@cardano.com) zijn mogelijk nog kaarten te krijgen. Maar de film reist ook rond, langs universiteiten en instellingen. En organisaties kunnen zelf een vertoning organiseren. Later komt de film op TV, via bijvoorbeeld Netflix, en uiteindelijk wordt hij openbaar toegankelijk.’

De site van de film: <http://boombustclick.com/>