

Draghi de Tvenaarsleerling

Met mijn kinderen keek ik vroeger naar de film “De Tvenaarsleerling”. Het verhaal is van Goethe, romanticus en vertegenwoordiger van de Sturm und Drang. Uiteraard prefereer ik de versie van Walt Disney. Op prachtige muziek van Paul Dukas. De kern van het verhaal is dat de tovenaarsleerling (Mickey Mouse) te lui is om water te halen en een bezem betovert om water te halen. Na een korte periode van vreugde om het verworven gemak slaan vertwijfeling en paniek toe. Mickey kent de spreuk niet om de bezem te laten stoppen. De tovenaarsleerling pakt een bijl en....

Dit is het punt waarop ik een overstapje wil maken naar het onderwerp van deze column; “de wereld draait door na quantitative easing”. Wie had zich kunnen voorstellen dat ik ooit Draghi zou moeten vergelijken met een tovenaarsleerling.



Mario Mouse en de verdwenen informatie

Elders in ons Journaal zult u gelezen hebben dat de tovenaarsleerling miljarden euro's aan liquiditeit de markt in heeft gestuwd of dat op zijn minst probeert. De ECB zet hiervoor een scala van instrumenten in, allen getooid met een meer-letterige afkorting, eindigend op “PP” (purchase program). Wat begon met het opkopen van overheidsobligaties werd al vlug indachtig de door Mickey in stukken gehakte bezem een oneindige hoeveelheid programma's die voorzagen in het opkopen van ABS'en, covered bonds, corporate bonds, en recentelijk zelfs corporate equity. Dat hier een lagere rente en ook hogere aandelenkoersen uit voortkomen laat zich raden. De schade die dit op micromarkt niveau aanricht is echter bedenkelijk. Door bijvoorbeeld obligaties van selectieve bedrijven en masse op te kopen verlaagt de credit spread op die leningen. De kredietinformatie die van oudsher uit de hoogte van de credit spread spreekt wordt hierdoor aangetast. Waar eerst vele partijen door bieden en laten de prijs en de spread beïnvloeden is er nu één partij die tegen iedere prijs alles koopt. Weg informatie-structuur.

Assumptions, the mother of all fuck ups

Het kan echter nog erger. De bedoelde “PP's” moeten samen met andere targeted long term refinancing operations (TLTRO) voor “Quantitative Easing” zorgen. Hoezo “versoepeling”. De QE is gericht op het “versoepelen” van het proces om geld te laten stromen, om via opkopen van assets de inflatie op het gewenste stabiele peil (2%) te brengen. Alles met de hoop achter om economische groei te bewerkstelligen. In een eerdere column (“Onbehagen”, winternummer 2015) heb ik duidelijk gemaakt dat alle reden is te twijfelen aan de houdbaarheid van deze redenering.

Ik wil hier nu aan toevoegen dat QE een jammerlijk voorbeeld is van doorgeschoten “oorzaak – gevolg” denken. Een versimpeling van een complexe wereld. De veronderstelde causaliteit tussen de oorzaken van een achterblijvende groei, de genomen opkoopmaatregelen en de vastgestelde veranderingen in de economische groei is boterzacht. Zij drijft op aannames uit een archaïsche economische monetaire theorie. Net als Mario shop ik er selectief uit.

1. Meer geld in het systeem zorgt voor hogere inflatie.
2. Inflatie is met de vereiste precisie te sturen met behulp van monetair beleid.
3. Een verwachte inflatie van 2% zet mensen inderdaad aan om sneller te besteden dan in geval van een inflatie van 0%.
4. Een inflatie van 2% is goed voor een bestendige economische groei.
5. Geld dat wordt besteed aan het opkopen van assets komt via de balans van de verkopers ook daadwerkelijk in de economie in de vorm van leningen aan bedrijven die nieuwe economische initiatieven ontplooiën.
6. De schulden of schuldombang van overheden en consumenten staan het opvoeren van de bestedingen toe.

Veel van deze punten zijn mij in de jaren 80 door Simon Kuipers en Klaas Knot in Groningen gedoceerd. Niet als waarheid, maar in breder verband als theorie die je leert denken over het economisch bestel. Klaas stelt vraagtekens bij de praktische inzetbaarheid, en dat is dapper van hem in alle peer pressure waaraan hij blootstaat. Los van het gegeven of je de Mickey redenering plausibel vindt kan je

je al afvragen of één van de stappen zo “zeker” is dat er zulk zwaar beleidsgeschut aan opgehangen kan worden. De wereld is complexer dan een stelsel van vergelijkingen. De rol van deels onvoorziene factoren zoals veranderingen in bevolkingssamenstelling, handelsovereenkomsten, uitvindingen, politieke omgeving, opotgedrag, consumentenhouding, investeringswensen en ideeën is onbestemd. De invloed van de veranderlijkheid van deze factoren en van onduidelijk toeval op de doelparameter, groei, is redelijkerwijze niet te duiden. Het systeem waar dit denkmodel voor wordt gebruikt lijkt mij te complex. Daar staat tegenover dat er gegokt wordt met het bestaan van een systeem.

Details are in the eye of the beholder

Niettemin doen we alsof we er beleid op kunnen maken. Want je moet toch wat, is dan de veel gehoorde uitspraak. Probleem is dat onze manier van wetenschap bedrijven van huis uit niet is ingericht op deze complexiteit. Propositielogica, met falsificeren en verifiëren de hoeksteen van onze manier van wetenschap bedrijven is onvoldoende toegerust op het analyseren van onze werkelijkheid en het afleiden van wetmatigheden daarin. Dit wordt er niet beter op als deze wordt aangevuld met een hoop data gerommel en statistiek, waaruit kans-logica volgt. Voor sociale wetenschappen een gebleken gruwel waar “uitkomsten” worden misbruikt (gemiddelden als representant van de populatie), foutief worden geïnterpreteerd (kansen op onderdekking) of ontdaan van hun meest veelzeggende facetten (de 2.5% intervallen). Probleem is dat we de werkelijke wereld niet of slechts voor een onbekend deel kunnen vatten in stellingen. Dat betekent dat uitspra-

ken op basis van een beperkte set stellingen eigenlijk niet als meer dan een “indicatie voor een zeer beperkt deel van de gebeurtenissen in de werkelijkheid” kunnen gelden. Omdat een systeem uit vele ook onbekende deeltjes bestaat die op een onbekende manier met elkaar in verband staan lijkt het alsof “details” een onverwacht grote invloed hebben op het resultaat. Dat is wel zo, maar het zijn geen details. Wij zien het als een “kleinigheid” maar in werkelijkheid missen we het zicht op de totale invloed van een element in een systeem.

Biases, biases

Helaas denkt onze Mickey van dienst hier anders over. Zijn gedrag getuigt van overmoed en onderschatting van wat er in de wereld allemaal kan gebeuren. En dat is, voorzichtig gezegd, jammer. Want QE is geen boiler room spelletje op een lokale beurs. Het is spelen met de toekomst van het financiële systeem zoals wij het kennen. Ik weet niet of Walt Disney actief aan het begrip “escalating commitment” heeft gedacht bij het tekenen van zijn film. Maar gaandeweg bekruipt mij het gevoel dat Draghi het slachtoffer is van deze “bias”. Het blijkt steeds moeilijker te stoppen met een bepaald programma naarmate de inzet hoger is geworden, ongeacht het op dat moment aangetoonde succes van het programma. Hier gaan een paar andere biases aan vooraf. Volgens mij start de trein bij een illusion of control. Beleidsmakers in overheidskringen werken in een omgeving waarin de effectiviteit van hun beleid nauwelijks ter discussie wordt gesteld. Of dit nu subsidiebeleid, bezuinigingsbeleid of stimuleringsbeleid betreft; er zijn geen harde bewijzen dat dit beleid succesvol is geweest. Gecombineerd met de ambiguity aversion, de afkeer van een

onduidelijke situatie en deze daarom vervangen door een situatie waar wel een beschrijving en een oplossingsrichting voor voorhanden lijkt, is dit een dodelijke combinatie. Indien een economische omgeving niet geheel afbrandt kan dit zelfs leiden tot een bepaalde overconfidence; een niet op feiten gebaseerd vertrouwen in eigen kunnen. Met een beetje pech ontwikkelt zich hieruit zonnekoning gedrag. Koning Mickey. Het water de baas. Niemand die er in zijn nabijheid echt iets van durft te zeggen. De countervailing power verdwijnt of wordt verwijderd. Je moet stevig in je schoenen staan om in de driemaandelijke ECB monetary policy vergadering je rug recht te houden en te vragen wanneer die onzin nou eens ophoudt. Want ook het struisvogel effect ligt hier op de loer; iedere aanwijzing dat het beleid niet werkt wordt vakkundig genegeerd en ontwikkelingen die mogelijk duiden op gewenste gebeurtenissen veroorzaakt door het beleid worden uitvergroot, zo lijkt het. Wie is de tovenaar Yen Sid (omgekeerd: “Disney”, een woordgrapje van Walt) van quantitative easing. Wie heft de betovering op. Ik weet het niet. Wat ik wel weet is dat Mickey door Yen Sid werd gedwongen om met dweil en emmer de rotzooi op te ruimen. Dat is wel een fijne gedachte.

Dit brengt mij aan het eind van mijn reeks columns voor het VBA Journaal. Ik heb geprobeerd u gedurende een aantal jaren te vermaken met een combinatie van beleggingszaken, gedragseconomie en beschouwende gedachten hierover. Dank voor uw aandacht hiervoor! ■

Michael Damm