

Inhoud

Inleiding	7
Deel 1	
2008: Na de crisis	
De ergste marktcrisis in zestig jaar	40
De hachelijke prijs van olie	45
Paulson mag geen carte blanche krijgen	54
Herkapitaliseer het bankensysteem	58
Het kapitaliseren van de banken en de redding van het geldwezen	61
Amerika moet voorop gaan in de redding van opkomende economieën	65
Deel 2	
2009: De juiste en de verkeerde financiële hervorming	
De juiste en de verkeerde manier om de banken te redder	70
De zorg om de periferie zou centraal moeten staan	74
Een manier om een eind te maken aan bear raids	78
De drie stappen voor een financiële hervorming	82
Ga niet voorbij aan de noodzaak tot financiële hervormingen	86

Deel 3

2010: De crisis wordt mondiaal

De euro staat zwaardere beproevingen te wachten dan Griekenland	92
Het hervormen van een gebrekkig hypotheekstelsel	96
Amerika moet de gevaren van derivaten onder ogen zien	101
De crisis en de euro	105
Amerika heeft prikkels nodig, geen deugdzaamheid	119
China moet de mondiale valutacrisis oplossen	123
Europa zou eerder banken dan landen moeten redden	127

Deel 4

2011: De eurozone

Hoe Duitsland een Europese tweedeling kan voorkomen	132
Ware Europeanen hebben nu een 'plan B' nodig	136
Duitsland moet de euro verdedigen	140
Drie stappen om de eurocrisis op te lossen	144
Heeft de euro een toekomst?	148
Hoe een tweede Grote Depressie verhinderd moet worden	156
Een routekaart door het mijnenveld van de eurozone	160
Een zevenpuntenplan om de eurozone te redden	164
De ECB moet optreden om de eurozone te redden	166
Register	171

Inleiding

De tweede ronde van de financiële crisis: de instorting van de eurozone en haar superzeepbeloorzaken

Deze reeks essays, die voornamelijk in de *Financial Times* en de *New York Review of Books* zijn gepubliceerd, is een voortzetting van mijn eerdere boeken over de financiële crisis – *De internationale kredietcrisis: de toekomst van de financiële markten* (*The New Paradigm for Financial Markets*, 2008) en *The Crash of 2008 and What It Means* (2009). Het is een actualisering van het verhaal van de superzeepbel, dat naar mijn mening in 1980 is begonnen.

In 1980, toen Ronald Reagan tot president van de Verenigde Staten werd gekozen en Margaret Thatcher premier van Engeland was, werd het marktfundamentalisme de dominante geloofsovertuiging in de wereld. Marktfundamentalisten geloven dat financiële markten de meest optimale verdeling van middelen verzekeren als regeringen zich er maar niet mee bemoeien. Dat geloof ontlenen zij aan de hypothese van de efficiënte markt en de theorie van de rationele verwachtingen. Deze esoterische doctrines zijn gebaseerd op bepaalde veronderstellingen die van weinig betekenis zijn voor de realiteit, maar niettemin zeer invloedrijk zijn geworden. Zij zetten de toon bij de vakgroepen voor economie aan de vooraanstaande Amerikaanse universiteiten en van daar heeft hun invloed zich wijd

en zijd verbreed. In de jaren tachtig van de vorige eeuw werden ze de richtlijn voor het beleid van de vs en Engeland. Deze landen begonnen met het dereguleren en globaliseren van de financiële markten. Dat initiatief verspreidde zich als een virus. Individuele landen hebben zich er moeilijk tegen kunnen verzetten omdat financieel kapitaal zich door de globalisering aan regels en belastingen onttrekt en individuele landen niet zonder financieel kapitaal kunnen.

Helaas is het basisbeginsel van het marktfundamentalisme domweg onjuist: als financiële markten aan hun lot worden overgelaten, neigen ze niet noodzakelijkerwijs naar een evenwichtstoestand, maar zijn ze evenzeer geneigd tot uitwassen. De geschiedenis heeft aangetoond dat financiële markten sinds het begin altijd tot financiële crises hebben geleid. Elke crisis riep een reactie van de autoriteiten op. Zo hebben de financiële markten zich ontwikkeld, samen met het systeem van centrale banken en de regulering van de markt.

Toen mijn carrière in het geldwezen begon, waren banken en valuta strikt gereguleerd. Dat was de nalatenschap van de Grote Depressie en de Tweede Wereldoorlog. Toen de wereldeconomie onder het regime van Bretton Woods genormaliseerd raakte, begonnen de financiële markten op te leven. Maar in plaats van een evenwichtstoestand na te streven genereerden zij verstoringen van het evenwicht, die ertoe leidden dat het Bretton Woods-regime geleidelijk werd afgebouwd.

De financiële autoriteiten functioneren nog minder volmaakt dan de markten. In de jaren zeventig kon de inflatie zich ontwikkelen door het keynesiaanse beleid dat door de Grote Depressie was geïnspireerd. Twee opeenvolgende oliecrises leidden tot grote overschotten voor olieproducerende landen en grote tekorten voor olie-importerende landen. Bij deze verstoringen van het evenwicht speelden commerciële banken een bemid-

delende rol. Dat is het moment waarop de banken begonnen te ontsnappen aan de dwangbuis van de regelgeving.

Telkens als het financiële systeem ernstig in de problemen raakte, traden de autoriteiten op. Ze liquideerden instellingen die failliet dreigden te gaan of voegden ze samen tot grotere instellingen. De eerste verstoring van systemisch belang deed zich voor in Engeland in 1973, toen ongereguleerde secundaire banken zoals Slater Walker de clearingbanken in gevaar brachten waardoor ze gefinancierd werden. De Bank of England greep in bij de secundaire banken om de clearingbanken te beschermen, hoewel de secundaire banken zich buiten hun normale bevoegdheid bevonden. Hiermee werd een patroon gevestigd dat later tijdens de superzeepbel werd gevolgd: als het systeem gevaar loopt, worden de normale regels opgeschort. Dit verschijnsel kreeg ook een naam: *moral hazard* of moreel risico.

Zeepbellen worden gekenmerkt door de ongefundeerde uitbreiding van het krediet en de hoeveelheid geleend vermogen. De inmenging van de autoriteiten leidde tot de superzeepbel doordat gewone zeepbellen niet hun normale beloop konden hebben. De autoriteiten ontfermden zich over instellingen die failliet dreigden te gaan en als de economie gevaar liep, vergrootten zij de geldvoorraad of zorgden zij voor fiscale prikkels.

De eerste internationale bankcrisis van de superzeepbel deed zich voor in 1982, toen het krediet voor soevereine landen in de inflatoire periode van de jaren zeventig onhoudbaar werd en ineens stortte. De internationale monetaire autoriteiten sloegen de handen ineen, wendden hun invloed aan om de banken te 'overreden' hun leningen te prolongeren en leenden genoeg geld aan de landen die failliet dreigden te gaan om de rente te betalen. Het bankensysteem werd gered en de landen die zwaar in de schulden zaten, werden aan een strenge discipline onderworpen. Uiteindelijk bouwden de banken voldoende reserves op om de geaccumuleerde schulden tot een beheersbaar niveau

terug te kunnen brengen. Op dat moment werden er zogenoemde Brady-obligaties geïntroduceerd om de schulden op een ordelijke manier te reorganiseren. In Latijns-Amerika en elders verloren schuldplichtige landen daarbij tien jaar aan groei.

Op soortgelijke wijze werd een aantal meer lokale financiële crises bedwongen – het *Savings and Loans*-schandaal van halverwege de jaren tachtig was daarvan de meest gedenkwaardige. De volgende grote internationale crisis deed zich voor in 1997-1998. Ze begon in Azië, waar een aantal landen hun valuta aan de dollar verbond en voor de financiering van hun binnenlandse groei gebruikmaakte van in dollars uitgedrukte leningen. Uiteindelijk werd de koppeling aan de dollar onhoudbaar door de opeenhoping van externe tekorten en toen die koppeling werd losgelaten, werden veel leningen niet meer tijdig afbetaald. Wederom beschermde het Internationaal Monetair Fonds de banken en onderwierp het de schuldplichtige landen aan een strikte discipline. Vanuit Azië verspreidde de crisis zich naar andere delen van de wereld. Rusland kon zijn betalingsverplichtingen niet meer nakomen. Dit bracht op zijn beurt de kwetsbaarheid van Long Term Capital Management (LTCM) aan het licht, een hedgefonds met buitengewoon veel geleend vermogen, dat zich bediende van zeer geavanceerde technieken voor risicomanagement die gebaseerd waren op de hypothese van de efficiënte markt. Dit vormde een reële bedreiging voor het mondiale geldwezen omdat de meeste van de grootste banken leningen bij LTCM hadden uitstaan en voor hun eigen rekening dezelfde posities hadden. De Federal Reserve Bank in New York bracht vertegenwoordigers van de grote banken in dezelfde ruimte bijeen en overreedde hen om LTCM te redden. Een ineenstorting werd voorkomen en de superzeepbel bleef groeien.

De volgende grote crisis was de hightechzeepbel die in 2000 uiteenspatte. Die verschilde van de andere zeepbellen omdat zij

voortkwam uit de overwaardering van aandelen en niet uit de ongefundeerde expansie van krediet en de hoeveelheid geleend vermogen. Niettemin verlaagde de Federal Reserve de rentetarieven naar 1 procent om een recessie te voorkomen toen de zeepbel uiteenspatte. Alan Greenspan hield de rentetarieven te lang te laag. Dit leidde tot een hausse op de huizenmarkt die in 2006 haar hoogtepunt bereikte, in augustus 2007 een financiële crisis veroorzaakte en in oktober 2008 op een krach uitliep.

De zeepbel op de huizenmarkt verschilde ook van de gewone huis-tuin-en-keukenzeepbel op de onroerendgoedmarkt. Zij onderscheidde zich door het wijdverbreide gebruik van kunstmatige financiële instrumenten en geavanceerde technieken voor risicomanagement die gebaseerd waren op de hypothese van de efficiënte markt. Deze hypothese gaat ervan uit dat financiële markten naar een evenwichtstoestand neigen zoals vastgesteld door een algemene en voor alle tijden geldige wetenschappelijke theorie; maar zij hield geen rekening met het effect dat het wijdverbreide gebruik van deze instrumenten en technieken op het gedrag van financiële markten had. Zo werden hypotheek omgezet in *collateralized debt obligations* (CDO's). CDO's waren gebaseerd op de aanname dat de waarde van onroerend goed nooit overal in de vs tegelijk afneemt. Het idee was dat ze door geografische spreiding het risico zouden reduceren. Feitelijk leidde het wijdverbreide gebruik van CDO's tot een nationale hausse die uitliep op een nationale baisse – iets wat nog nooit eerder was voorgekomen. Op vergelijkbare wijze leidde het gebruik van geavanceerde technieken voor risicomanagement tot een efficiënte risicobeheersing maar ging het voorbij aan de niet-kwantificeerbare of knightiaanse onzekerheid. Hierdoor waren financiële instellingen slecht voorbereid op de baisse. Bovendien ging de omvang van de zeepbel door het gebruik van kunstmatige instrumenten verder dan de huizenmarkt. Er waren veel meer CDO's uitgegeven dan er hypo-

theken waren. Daardoor bleef de baisse niet beperkt tot de markt in subprimehypotheken maar verstoorde zij het hele internationale bankensysteem. Dit alles kwam als een verrassing voor zowel de marktparticipanten als de toezichhouders van de markten, die zich allebei door een onjuiste theorie lieten misleiden.

De autoriteiten paktten de crisis helemaal verkeerd aan. Hank Paulson, de minister van Financiën, maakte een fatale fout toen hij verklaarde dat hij het belastinggeld niet zou gebruiken om Lehman Brothers te redden. Toen Lehman Brothers failliet ging, stortte het hele systeem ineen. Binnen enkele dagen moest hij op zijn standpunt terugkomen en de American International Group (AIG) redden, een verzekeringsmaatschappij die nauw betrokken was bij de CDO's, die ze verzekerden door *credit default swaps* (CDS) te verkopen. De markt voor handelspapier liep vast. Later diezelfde week daalde de nettovermogenswaarde bij een van de geldmarktfondsen onder één dollar per aandeel, met als gevolg een run op geldmarktfondsen. Voor het eind van de week moest Paulson het Congres om een reddingsfonds van 700 miljard dollar verzoeken, dat het Troubled Asset Relief Program (TARP) werd.

Om te voorkomen dat het internationale financiële systeem zou instorten werd het in de couveuse gelegd. De ministers van Financiën in de ontwikkelde wereld verklaarden dat ze geen andere voor het systeem belangrijke financiële instelling failliet zouden laten gaan. In feite substitueerden de autoriteiten het krediet van de staat voor het ingestorte handelskrediet. Opnieuw voorkwam hun inmenging dat de superzeepbel uiteenklapte. Maar de krach van 2008 droeg in zich de zaden van de huidige financiële crisis, zoals ik in de hier opgenomen essays zal uitleggen. De autoriteiten begonnen aan een moeilijke twee-fasenmanoeuvre. Zoals wanneer een auto slipt, de chauffeur eerst het stuur in de richting van de slip moet draaien om te

voorkomen dat hij over de kop gaat – en pas als hij de zaak weer in de hand heeft, de koers van de auto kan corrigeren – zo konden de autoriteiten het excessieve gebruik van krediet en geleend vermogen alleen corrigeren door de markt te overspoelen met het krediet van de staat, zowel in de vorm van garanties als door de uitgifte van staatsobligaties.

De manoeuvre had succes. De autoriteiten kregen de zaken weer in de hand en de financiële markten gingen weer min of meer normaal functioneren. Maar de verstoringen van het evenwicht die zich tijdens de superzeepbel ontwikkelden, waren niet gecorrigeerd en de financiële markten bleven zwaar uit balans. Uiteindelijk werd ook het staatskrediet dat het financiële systeem in 2008 had gered, verdacht. De euro werd het epicentrum van de huidige crisis vanwege de inherente gebreken bij zijn totstandkoming. Een aantal van deze zwakke plekken was bekend bij de bedenkers van de euro, andere werden pas in de loop van de crisis duidelijk.

Het financiële systeem is vergeven van valse dogma's, onbegrip en misvattingen. De realiteit is heel iets anders dan de vooronderstellingen waarop de gangbare theorieën tijdens de superzeepbel gebaseerd waren. Ik liet me leiden door een andere interpretatie van de financiële markten, die gebaseerd was op een conceptueel kader dat ik in mijn studententijd begon te ontwikkelen, lang voordat ik me ging bezighouden met de financiële markten. Het kader gaat daar niet eens over; het houdt zich bezig met een van de basisproblemen van de filosofie, namelijk de relatie tussen het denken en de realiteit. Ik zal het kort samenvatten.

Het is mijn stelling dat denkende actoren op twee manieren verbonden zijn met de situatie waaraan zij deelhebben. Aan de ene kant proberen ze de situatie te begrijpen – dit noem ik de

cognitieve functie. Aan de andere kant proberen ze de situatie te beïnvloeden – dat noem ik de causatieve, of manipulatieve, functie. De twee functies verbinden denkende personen op tegenovergestelde manieren met de situatie waaraan zij deelhebben. Als beide functies tegelijk actief zijn, leiden zij tot een circulaire relatie, of een terugkoppelingslus. Die lus noem ik *reflexiviteit*.

Reflexiviteit verstoort de twee functies waaruit zij bestaat. Zonder reflexiviteit heeft elke functie een onafhankelijke variabele. Bij de cognitieve functie zou de situatie de onafhankelijke variabele moeten zijn die de opvattingen van de participanten bepaalt. Bij de causatieve functie zouden de opvattingen van de participanten de onafhankelijke variabele moeten zijn die hun handelen bepaalt. Als beide functies tegelijk actief zijn, heeft geen van beide een werkelijk onafhankelijke variabele. Daardoor sluipt er een element van onzekerheid of onbepaaldheid in de opvattingen van de participanten én in de feitelijke loop van de gebeurtenissen, dat er niet zou zijn als de twee functies onafhankelijk van elkaar actief zouden zijn. Dit leidt tot een discrepantie tussen de opvattingen van de participanten en de daadwerkelijke stand van zaken, alsook tot een gebrek aan overeenstemming tussen de intenties van de participanten en het resultaat van hun handelen.

Benadrukt moet worden dat reflexiviteit niet de enige bron van onzekerheid is; actoren baseren hun beslissingen ook om andere redenen op een gebrekkig inzicht in de realiteit. Reflexiviteit houdt nauw verband met gebrekkige kennis of feilbaarheid. De twee concepten lijken op elkaar als twee druppels water, maar feitelijk komt feilbaarheid logisch gezien op de eerste plaats. Als mensen handelden op basis van onfeilbare kennis, zouden hun opvattingen volledig overeenkomen met de realiteit en zou reflexiviteit geen bron van onzekerheid zijn, noch in de opvattingen van de participanten noch in de feitelijke loop

der dingen. Daarom kan er zonder feilbaarheid geen reflexiviteit zijn, maar zelfs als er geen reflexiviteit is, zouden denkende actoren feilbaar zijn.

Feilbaarheid wordt algemeen erkend, maar reflexiviteit heeft niet de aandacht gekregen die zij verdient. Dat kan liggen aan het feit dat reflexiviteit twee verschillende domeinen met elkaar verbindt, cognitie en causaliteit. In elk domein streven mensen naar volmaaktheid en zijn ze geneigd om een bron van onzekerheid te negeren of te elimineren. Nergens is dit duidelijker dan bij de financiële markten. De economische theorie heeft stug vastgehouden aan een interpretatie van de financiële markten die welbewust voorbijgaat aan reflexiviteit.

In mijn studententijd stond ik bij de ontwikkeling van mijn conceptuele kader sterk onder invloed van Karl Popper, de in Oostenrijk geboren filosoof die in mijn laatste jaar aan de London School of Economics mijn mentor werd. Toen ik me op de financiële markten begaf, was het heel vanzelfsprekend dat die het laboratorium zouden worden voor het toetsen van mijn ideeën. Dat bleek een gelukkige keuze. Financiële markten zijn slechts een klein segment van de realiteit, maar ze hebben enkele eigenschappen die ze bijzonder geschikt maken om als laboratorium te dienen. Hun functioneren is relatief transparant en ze leveren een enorme hoeveelheid meetbare gegevens op. Het belangrijkste is dat de economische theorieën die verklaren hoe financiële markten werken, namelijk de efficiënte-markthypothese (EMH) en de theorie van de rationele verwachtingen, feilbaarheid en reflexiviteit dogmatisch buiten beschouwing laten. Dientengevolge zijn er heel invloedrijke en algemeen aanvaarde theorieën die gefalsificeerd moeten worden. Dit maakte van financiële markten een proefterrein met een grotere praktische betekenis dan ieder ander terrein dat ik had kunnen kiezen.