

BELEIDSNOTA

NR 22 - december 2007

Johan Van Overtveldt

De wereld in financiële crisis

Systemschok of correctie van jeugdzondes?

De wereld in financiële crisis

Systemeschok of correctie van jeugdzondes?

Johan Van Overtveldt

Auteur

Johan Van Overtveldt is algemeen directeur van VKW.

ISSN nummer 1780-9525

Johan Van Overtveldt

De wereld in financiële crisis. Systeenschok of correctie van jeugdzondes?

Beleidsnota nr. 22 / December 2007

Wettelijk depot D/2007/10.346/9

Inhoudstafel

Synopsis

Inleiding

- 1 Het voorspel: made in Japan**
- 2 De morele risicogrenzen van het beleid**
- 3 Zwarte augustus, donkere herfst, ...**
- 4 In Perspectief**

Besluit

Synopsis

Sedert augustus van dit jaar zitten de internationale geld- en kapitaalmarkten stevig in de greep van een crisis die (al te vaak en te simplistisch) vereenzelvigd wordt met excessen samenhangend met Amerikaanse rommelhypotheken (subprimes). Ten gronde gaat het hier echter om de eerste crisis van de financiële markten new look. Met dit laatste bedoelen we de financiële markten waarop securisering (bv. het belichamen van risico's in verhandelbaar papier) en derivaatproducten (opties, swaps, etc.) een erg belangrijke rol zijn gaan spelen. Zowel het principe van de securisering als dat van de derivaatproducten vormen op zich erg verdienstelijke en nuttige financiële innovaties. Het liep de voorbije jaren echter wat uit de hand.

De stormachtige ontwikkeling van die tendens tot securisering en van de meest exotische derivaatproducten kan onmogelijk los gezien worden van het monetair beleid gevoerd door de belangrijkste centrale banken van de wereld gedurende de voorbije vijftien jaar. Voorkoming van het gevreesde deflatiescenario à la Japan speelde een erg belangrijke rol in die uitstippeling van de monetaire koers.

Het sterk expansieve monetaire beleid van vooral de Amerikaanse Federal Reserve Board zette direct en indirect de markten aan tot het verhogen van leverage, d.i. het ontlenen van middelen om alzo nog intenser aan de securiserings- en derivatenbonanza te kunnen participeren. Vanuit de markten leefde duidelijk de verwachting dat de autoriteiten wel zouden ingrepen als het schip van de leverage en de speculatieve excessen zou gaan kapseizen. De overheden kregen dit probleem van moral hazard of moreel risico niet echt onder controle. Onder impuls van de hierboven kort geschetste dynamiek ging het dan van kwaad naar erger op de geld- en kapitaalmarkten.

De opkuis van de lijken die zich alom in de kasten bevinden, kondigt zich als behoorlijk moeilijk aan, niet in het minst omwille van twee aan elkaar gerelateerde factoren. Ten eerste, voor vele van de exotische producten die in de financiële sfeer in het recente verleden tot ontwikkeling kwamen, bestaat vandaag niet echt meer een prijs zodat verliezen door te slikken op die producten in portefeuille zelfs bij benadering nauwelijks te calculeren vallen. Ten tweede, het valt erg moeilijk te bepalen wie met welke verliezen in zijn of haar buidel zit. Dit laatste gegeven maakt het voor de monetaire autoriteiten dan weer extra moeilijk om tot adequate ingrepen te komen.

Ondertussen begint de negatieve impact van de financiële crisis zich ook te laten voelen in de reële economie van groei, tewerkstelling en investeringen. Vooral in de VS lijkt de klap behoorlijk hard aan te komen. De nog altijd (veruit) belangrijkste economie van de wereld flirt met het recessiespook. Voor Europa ziet het er iets beter uit al gaat de daling van de dollar, die in belangrijke mate ook met de financiële crisis samenhangt, stilaan behoorlijk zwaar doorwegen op de conjunctuur.

Alles bij elkaar durven we te concluderen dat, refererend aan de ondertitel van deze beleidsnota, het woord "systeemschok" niet echt aan de orde is vandaag. Zeker, de verliezen zijn aanzienlijk en sommige, zelfs grotere, financiële instellingen zitten behoorlijk in de puree. De monetaire autoriteiten verwierpen de voorbije decennia voldoende crisiservaring om, zo durven we te verwachten, ook deze crisis afdoende onder controle te krijgen. Voor die autoriteiten komt het er nu vooral op aan om inzake hun beleid wegen en procedures te vinden om het moral hazard-probleem beter beheersbaar te maken. Anders zaaien de huidige interventies het zaad van de volgende crisis.

Inleiding

Halen Osama Bin Laden en Al Qaeda met ruim zes jaar vertraging dan toch hun slag thuis? Er kan immers weinig twijfel over bestaan dat met name de aanslagen van 9/11 in belangrijke mate tot bedoeling hadden het financiële systeem van de wereldeconomie recht in het hart te raken. Deze dolksteek zou, aldus de Al Qaeda-redenering, een grote crisis in het door de Amerikanen georchestreerde kapitalisme veroorzaken en zodoende bijdragen aan de wereldwijde verspreiding van de Islam en de boodschap van Allah¹.

De vrees voor een echte ineenstorting van het financieel-economisch systeem was in de uren en dagen na 9/11 zeer reëel. Dit komt o.m. duidelijk naar voren uit de reacties van één der belangrijkste actoren op beleidsvlak in die dagen, nl. Alan Greenspan, in die dagen voorzitter van het Federal Reserve System (FED), de Amerikaanse centrale bank. In zijn recent verschenen mémoires schrijft Greenspan: “In die vreselijke omstandigheden was het onmogelijk te weten er vervolgens zou gaan gebeuren ... Als ik hardop had gezegd waar ik in mijn binnenste voor vreesde dan had ik de markten de stuipen op het lijf gejaagd”². Het draaide in het post-9/11-tijdperk echter niet zo negatief uit, een gegeven waar we verder in deze beleidsnota nog uitgebreid op terugkomen.

Nu ruim zes jaar later en zonder een nieuwe aanslag van het kaliber van 9/11 gaan er *wel* diepe schokgolven doorheen het financiële systeem dat voor de wereldeconomie een functie vervult die nauw aanleunt bij wat het hart voor het menselijk lichaam betekent, nl. de bloedpomp die het hele systeem op de been houdt. Niemand kan met zelfs maar een klein beetje zekerheid afkondigen waar het in de komende periode met wat nu algemeen bekend staat als de kredietcrisis naartoe zal gaan. De tekenen dat deze financiële crisis nu ook begint te vreten aan de reële economie van groei, jobs en investeringen komen stilaan maar zeker bovendien. Dat de gevolgen van de financiële crisis hun tol eisen, staat buiten kijf. De hamvraag luidt of tegenkrachten als, bijvoorbeeld, technologische innovatie, groeidynamiek van nieuwe economieën, vertrouwensherstel vanuit welke bron ook en een uitgekiende beleidsmix vanwege de overheden voldoende pk's kunnen genereren om de negatieve ontwikkelingen als gevolg van die financiële crisis te counteren.

Grosso modo kunnen zich in de toekomst vier scenario's voordoen:

- *Eén*. De groeierugval die zich nu doorzet, keert snel terug om en de wereldeconomie raast verder aan de vaart die de voorbije jaren consistent gehaald werd. De tegenkrachten halen het pleit en de financiële crisis zorgt enkel voor geruis in de marge;
- *Twee*. De wereld komt terecht in het Japanse scenario waarbij, ondanks geconcerteerde inspanningen van de centrale banken, de groeivlam voor jaren op een erg laag pitje blijft. De tegenkrachten en de gevolgen van de financiële crisis houden elkaar bij wijze van spreken in evenwicht;
- *Drie*. De groei duikt verder weg naar heuse recessieniveau's en tegelijk schiet de inflatie terug de hoogte in. Het zo gevreesde stagflatie-syndroom duikt weer op. Op de financiële markten domineren de defensieve reacties en die wegen zwaarder door dan de positieve tegenkrachten;
- *Vier*. De autoriteiten raken totaal de pedalen kwijt en de wereld glijdt weg in een variatie op de Grote Depressie van de jaren 1930. De ontredening op de geld- en kapitaalmarkten werkt verwoestend in op de reële economie. De tegenkrachten schieten hopeloos tekort. In het zog van

¹ Voor een erg goede introductie tot de ware bedoelingen van Al Qaeda verwijzen we naar Ibrahim, 2007.

² Greenspan, 2007, p. 6 en p. 8.

de financiële en sociaal-economische ontredde- ring ontstaan ook zware politieke en militaire crisissen.

Vermits ook beleidsmensen lering trekken uit de geschiedenis durven we de kans op scenario vier als nagenoeg onbestaande inschatten. De kans op één van de drie andere scenario's wijkt wel significant af van nul al bewonderen we de moed en het inzicht van diegenen die de respectieve kansen wel meer concreet durven invullen.

Deze beleidsnota tracht enige klaarheid te scheppen inzake de huidige crisissfeer op de internationale geld- en kapitaalmarkten. In het eerste deel ligt het accent op de achtergrond van de huidige ontwikkelingen, met veel aandacht daarbij voor het Japanse voorbeeld. In het tweede deel gaan we dieper in op de neveneffecten van een aantal beleidsingrepen uit het verleden. Het derde deel borstelt de huidige crisis meer in detail. In het vierde deel trachten we tot enig perspectief te komen inzake een aantal van de gevolgen die uit deze financiële crisis zouden kunnen voortvloeien.

1. Het voorspel: made in Japan

Het zat er al een tijdje aan te komen maar in augustus van dit jaar kwamen de internationale geld- en kapitaalmarkten echt in turbulente waters terecht. Enkele maanden na de start van deze crisis luidt de hamvraag nog steeds: gaat het hier om een accident de parcours zonder al te omvangrijke gevolgen op langere termijn of evolueren we veeleer in de richting van een heuse systeemschok, d.i. een crisis waarvan de maatschappelijke averij de schade en de verliezen geleden op de financiële markten ver overstijgt?

Een mogelijk kort antwoord op de hierboven opgeworpen vraag zou er kunnen in bestaan de parallel te trekken met vroegere gebeurtenissen waarbij soortgelijke vraagstelling opborrelde. Meer bepaald zouden we hier dan kunnen verwijzen naar de Aziatische crisis van 1997-98, zich verlengend in de problemen voor Rusland en Brazilië met als verraderlijke uitloper de implosie van het hefboomfonds LTCM, en/of naar de beurscrash van maart 2000 die zich nog sterk liet gevoelen toen het drama van 9/11 (2001) zich voltrok. In beide gevallen weerklonken nogal wat stemmen die waarschuwden voor zware sociaal-economische, financiële en uiteindelijk zelfs ook politieke gevolgen. Het doembeeld van scenario's à la Grote Depressie van de jaren 1930 dook daarbij geregeld op.

Er mag vandaag rustig gesteld worden dat de evolutie sedertdien volgens een heel ander traject liep dan de scenario's van de doemdenkers. De eerste jaren van de 21ste eeuw zette de wereldeconomie voorheen zelden geziene groeiprestaties neer en dit vooral onder impuls van eerst de VS en daarna de zich snel ontwikkelende nieuwe markteconomieën als de Chinese, de Indiase en nog een ganse rits kleinere emerging economies. Ondanks veel retoriek in de tegengestelde richting manifesteerde zich op het niveau van de wereldeconomie in deze periode niet alleen een versnelling van het globale groeitempo maar ontwikkelde zich tevens een tendens tot verkleining van de inkomensongelijkheid³.

Bovengaande argumentatie maakt dat het korte antwoord op de hierboven aangesneden vraag "Simpel accident of moordende kettingbotsing"? inzake de huidige ontwikkelingen eerder de richting uitgaat van: "Simpel accident". Nogal wat elementen pleiten voor dit simpele antwoord maar tegelijk vallen er duidelijke signalen op te vangen dat het deze keer toch wel intenser en langer pijn zou kunnen doen. Bovendien ligt vandaag de vraag open en bloot op tafel of de bruisende economische prestaties van de voorbije jaren niet in belangrijke mate stoelden op scheeftrekkingen en anomalieën, vooral op de financiële markten, die nu de onvermijdelijke correcties zullen moeten krijgen. Anders uitgedrukt: krijgen we nu niet de rekening voorgeschoteld van het voorbije feestje. Enig historisch perspectief lijkt ons onontbeerlijk om één en ander op een correcte wijze te kunnen inschatten.

Hoe ver moet je teruggaan in de tijd om tot een goed inzicht te komen in de actuele situatie? Er valt te overwegen om te beginnen bij de lessen te trekken uit de vorige echt diepsnijdende financieel-economische catastrofe, nl. de reeds vermelde Grote Depressie van de jaren 1930. Evenzeer is een lans te breken om eerder te starten in de jaren 1970 toen de goud-dollarstandaard op de klippen liep en de stijging van de olieprijs de wereld onderdompelde in stagflatie (stilvallende groei + inflatie). Een derde mogelijkheid biedt zich aan met het begin van het laatste decennium van de 20ste eeuw toen de Koude Oorlog verdampte en grote gebieden van de wereld het communistische juk konden afwerpen.

We opteren voor deze laatste mogelijkheid omdat de wereld in die periode niet enkel het aantreden vorm zag krijgen van nieuwe economische grootmachten als China en India of, om de vaststelling van Harvard-econoom Richard Freeman te parafaseren, toen de arbeidsbevolking werkend onder het regime van de vrije markteconomie op korte termijn verdub-

3 Zie hieromtrent de bijdrage "De wereld op zijn kop" in Glaeser, Devooght & Van Overtveldt, 2006. Zie ook IMF, 2007. Zeker de landen die zich voluit inschrijven in het proces van globalisering van de wereldeconomie zien op het vlak van gemiddelde inkomens hun achterstand op het rijke Westen verkleinen.

belde. Deze breuk met het verleden is zo diepgaand en omvangrijk dat ze op de één of andere manier in elk financieel-economisch verhaal van de voorbije periode een rol speelt. Starten in de slipstream van de val van Berlijnse Muur betekent ook dat de analyse aanvat in het decennium dat de bezegeling betekende van de implosie van Japan, het land dat vooral in de jaren 1960 en 70 een schijnbaar onstuitbare economische opgang realiseerde. Wat er de voorbije twee decennia met Japan allemaal gebeurde, drukt ook vandaag nog altijd, en veel meer dan vaak beseft wordt, zijn stempel op de gebeurtenissen en op de houding en acties van de beleidsverantwoordelijken.

Het valt uiteraard buiten het bestek van dit essay om een grondige analyse neer te zetten van de haast wonderbaarlijke sociaal-economische vooruitgang welke zich vooral in de eerste drie decennia na de tweede wereldoorlog in Japan voordeed. Het land van de rijzende zon klom in de loop van de jaren 1960 en 1970 op tot een industriële grootmacht en zag de gemiddelde welvaart van haar burgers evolueren van relatief omvangrijke verpaupering tot één van de hoogste van de wereld. In een opvallende parallel met wat zich de jongste tijd rond China afspeelt, verschenen in die dagen met de regelmaat van een klok publicaties die de superioriteit van het Japanse model sterk in de verf zetten en de begrafenisklokken luidde over de klassieke Angelsaksische benadering van vrije markt en kapitalisme. Als economische grootmacht zou Japan binnen korte tijd de VS en Europa compleet in de vergeethoek drummen⁴. Van die voorspelling kwam echter weinig of niks in huis, meer nog, tegen het einde van de 20ste eeuw wierp *The Economist* de vraag op hoe het toch mogelijk was dat Japan bekeken werd “met een mengeling van medelijden en afkeer” terwijl het vergeleed naar de “status van paria”⁵.

Bij nader toezien bleken er nogal wat haken en ogen te zitten aan het zo geroemde Japanse model⁶. Het was echter een opeenstapeling van fouten inzake monetair beleid die de negatieve spiraal die zich hoe dan ook aankondigde, versnelde en definitief op gang trok. In de loop van de jaren 1980

kende Japan een explosieve groei van de kredietverlening. Zich duidelijk bewust van de scheefgroeiingen die tot ontwikkeling kwamen, ontbrak het de Bank of Japan evenwel aan politiek draagvlak om de monetaire oververhitting succesvol te kunnen afremmen. Banken, bedrijven en investeringsfondsen leenden tegen de sterren op. Dit resulteerde niet enkel in overinvesteringen in een aantal sectoren van de economie maar ook in het ontstaan van enkele serieuze zeepbellen in beleggingsactiva (“bubbles”). De twee meest opmerkelijke zeepbellen situeerden zich in de vastgoedmarkt en op de aandelenbeurs.

De Nikkei-index van de Japanse aandelenbeurs knalde van iets boven de 10 000 begin 1985 naar bijna 40 000 tegen eind 1989. De band tussen de notering van een aandeel en de huidige en toekomstige winstgevendheid van de betreffende onderneming raakte volkomen zoek als gevolg van de door overmatige kredietcreatie opgefokte speculatie. Soortgelijke toestanden waren schering en inslag op de vastgoedmarkt, vooral in de Japanse grootsteden. Zo vertegenwoordigde op het einde van de jaren 1980 tegen de dan vigerende prijzen de waarde van het vastgoed aanwezig in het zakencentrum van de hoofdstad Tokio een beduidend hoger dollarbedrag dan de vastgoedwaarde van de totaliteit van de staat California, inclusief dus megasteden als Los Angeles en San Francisco. Belgische regeringen overwogen in die periode jaar na jaar de verkoop van de Belgische ambassade in Tokio als een belangrijk onderdeel van de pogingen om de begrotingstekorten weg te werken.

Zoals aan alle andere zeepbellen die zich waar dan ook in welke tijden dan ook voordeden, kwam er ook aan de Japanse zeepbel een einde⁷. De historische les inzake de-bubbling gaat nog verder: het openspatten van zeepbellen gebeurt altijd bruusk en leidt tot grote sociaal-economische miserie ver buiten het strikte financiële gebeuren *tenzij de overheden snel en adequaat reageren*. Sedert *A Monetary History of the United States* (1963), de klassieker terzake van de hand van Milton Friedman en Anna Schwartz, weten we dat vooral de

4 Typische voorbeelden waren Van Wolferen, 1989 en Fingleton, 1995

5 *The Economist*, 26 september 1998.

6 Voor een overzicht, zie Hama, 1998.

7 Voor een historisch overzicht van bubbles en hun afloop, zie Chancellor, 1999 en Geisst, 2002.

monetaire autoriteiten, zeg maar de centrale banken, in het oog van de storm komen te zitten eens een economisch systeem in de woeste stroming van de-bubbling terecht komt. Uiterst belangrijk daarbij is dat zij snel en adequaat reageren, niet enkel om de directe noden van het financieel systeem te lenigen maar ook om zodoende het vertrouwen van investeerders, spaarders, ondernemers en particulieren te herstellen⁸.

Welnu, de Japanse monetaire autoriteiten voerden, eens het openspatten van de zeepbel duidelijk tot ontwikkeling kwam, een beleid dat zich kenmerkte, zo bleek nadien uit economisch onderzoek, door *too little, too late*⁹. De monetaire autoriteiten verlaagden de rentevoeten maar tegen een te traag ritme. Idem dito voor de liquiditeitsverruimende ingrepen naar de financiële instellingen toe. Ook lieten de Japanse autoriteiten na om doortastend in te grijpen naar de banken toe die al snel begonnen te kreunen onder de zware last van wat men in het jargon noemt *non-performing loans*, zijnde kredieten waarvan zelfs de gedeeltelijke terugbetaling door de schuldenaar erg twijfelachtig geworden is. Bij het openspatten van een speculatieve zeepbel blijkt onveranderlijk dat een groot volume aan toegestane kredieten allicht niet of hooguit gedeeltelijk zal kunnen terugbetaald worden. Zelden slaagt men er in om hun versmachtende impact op het economisch gebeuren te breken zonder dat daar een interventie vanwege de overheden bij te pas komt. Een relatief eenvoudig principe dat bij de toepassing ervan in concrete situaties helaas erg complexe problemen in het leven roept, niet in het minst omdat de beleidsverantwoordelijken binnen financiële instellingen er vaak van uitgaan dat ze er belang bij hebben om de ware omvang het volume aan slechte kredieten waar ze mee zitten, zo lang mogelijk verborgen te houden voor de autoriteiten.

Een typisch voorbeeld inzake de problematiek van de uitstaande kredieten voor de financiële instellingen betreft leningen aangegaan om de aankoop van aandelen te financie-

ren. Zolang de aandelenkoersen zich in opwaartse richting bewegen, staat er tegenover de ontleende bedragen een tegenwaarde in aandelen die het bedrag van het krediet inclusief verschuldigde intresten ruimschoots dekken. De verleiding om bijkomende kredieten te verschaffen op basis van die hogere waarde van aandelen is in de opbouw van zeepbellen typisch zeer groot. Duiken de aandelenkoersen in de de-bubbling-fase de dieperik in dan kunnen een (groot) gedeelte van zij die schulden aangingen om aandelen aan te kopen de terugbetaling van het aangeane krediet vaak niet met andere middelen garanderen. Om te beletten dat het weg te slikken verlies nog verder oploopt, gaat de kredietverlenende bank over tot opeising van het verleende krediet. Kredietnemers in terugbetalingsnood zien zich dan verplicht hun aandelen te verkopen waardoor de neerwaartse beweging van de aandelenkoers een bijkomende stuwung krijgt. Een conceptueel volkomen parallel mechanisme komt op gang in de vastgoedsector waar er als gevolg van al te losbandige kredietcreatie ook zeepbellen ontstonden. Een helse neerwaartse spiraal waarvan de gevolgen al gauw het strikte financiële kader ver te buiten gaan, komt alzo op gang. De Grote Depressie van de jaren 1930 vond haar beslag via dergelijke trajecten¹⁰.

Om dergelijke vicieuze cirkels tijdig te doorbreken, dient de overheid minstens twee dingen snel en doortastend te doen. Ten eerste dient zij de geldkranen open te draaien zodat er voldoende liquiditeiten het systeem kunnen invloeiën. Deze liquiditeitsschepping moet voorkomen dat massaal activa – aandelen en vastgoed in onze twee (erg realistische) voorbeelden van daarnet – dienen verkocht te worden om aan de teruggeving van kredieten vanwege de financiële instellingen te kunnen voldoen. Het liquidatieproces zomaar op haar beloop laten, maakt dat zich bijna gegarandeerd een deflatoire spiraal ontwikkelt in de ganse economie. Het kan natuurlijk niet dat de overheden zomaar sinterklaas gaan spelen. De zondaars en gulzige speculanten moeten boeten. De overheden wacht de bijzonder moeilijke taak om de pijngrens te bepalen: er dient voldoende bloed te vloeien maar

8 Zie hieromtrent ook Mishkin, 1991. The Economist omschrijft centrale bankiers als “de bewakers van financiële stabiliteit en de verdedigers van prijsstabiliteit” (The Economist, 2007, p. 3)

9 Ahearne, Gagnon, Haltmire & Kamin, 2002.

10 Zie hieromtrent bijvoorbeeld Bernanke, 2000.

het mag niet ontaarden in een massieve collectieve, en dus dodelijke, hersenbloeding.

Ten tweede dient de overheid tussenbeide te komen bij die financiële instellingen waar het volume aan leningen waarop niet meer of onvoldoende op terugbetaald wordt een belangrijk percentage van het geheel van de uitstaande kredieten gaat uitmaken. Er bestaan diverse manieren om met deze situatie concreet om te gaan maar het punt dat voor onze argumentatie hier benadrukt dient te worden, is dat de overheid moet tonen zich bewust te zijn van de hachelijke situatie en haar verantwoordelijkheid te willen nemen om te voorkomen dat het ganse systeem onderuit glijdt. Dit is voor de overheden een veel complexer gegeven dan uit de simpele bovengaande argumentatie blijkt. Opnieuw rijst hier de problematiek op van de noodzaak aan “bloed” enerzijds en het vermijden van een dramatische instorting van het hele systeem. Naar aanleiding van vooral de bespreking van moreel risico (“moral hazard”) komen we in het tweede deel van deze beleidsnota uitgebreid terug op dit delicate dilemma.

Van al de hierboven geschetste noodzakelijkheden – renteverlagingen, ruime liquiditeitscreëring en directe ingrepen bij de banken inzake de slechte leningen – deed de

Japanse monetaire overheid dus zoals reeds gesteld te weinig, te laat. De gevolgen bleven niet uit. Van subliem schitterend hemellichaam aan het firmament van de economische ontwikkeling verflauwde het Japanse voorbeeld tot een vallende ster. Het breken van de monetaire veer bracht de meer structurele zwakheden van het ooit zo geroemde Japanse model versneld aan de oppervlakte.

De voorbije twintig jaar groeide de Japanse economie nagenoeg elk jaar aan een trager ritme dan het geheel van de industrielanden. Het onvoldoende doortastend monetaire management zorgde er voor dat, te samen met de gevolgen van massale overcapaciteit ontstaan als resultaat van de overinvesteringen van de jaren 1980, Japan terecht kwam in een continue deflatie of een volgehouden daling van het prijsniveau in de economie. Deze deflatie bleef jaren onverminderd voortgaan. Zo daalde gedurende elk jaar van het meest recente decennium, 1998-2007, de index van de consumptieprijzen in Japan. Uitgaand van een prijspeil van 100 in 1998 stond deze index tegen 2007 op 89. Zulk een deflatie woekert als een kanker doorheen het economisch systeem, niet in het minst omdat bestedings- en investeringsplannen voortdurend worden uitgesteld daar men hoopt ze morgen goedkoper te kunnen uitvoeren.

2. De morele risicogrenzen van het beleid

Gegeven de ervaringen in Japan kan men zich levendig inbeelden dat de aandacht van de Amerikaanse beleidsmakers, en dan zeker die van de monetaire autoriteiten, onmiddellijk op vlijmscherp sprong toen de zeepbel op de Amerikaanse aandelenmarkten in maart 2000 uit elkaar spatte¹¹. Daar de Amerikaanse economie in de jaren voordien met verve als locomotief optrad voor de rest van de wereld, kneep men ook in vele andere hoofdsteden in de wereld, om van de topmensen op instellingen als het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Wereldbank maar te zwijgen, behoorlijk de billen toe. We waren zelf in deze periode onder meer in New York, Washington, Londen en Parijs en alhoewel het woord paniek wat overdreven zou klinken, kunnen we echt wel bevestigen dat zeer bezorgde aandacht voor deflatoire ontsporingen wel degelijk alom tegenwoordig was. Tot zowat eenieiders verbazing bleef de groei van de Amerikaanse economie echter doorgaan.

Toen echter in maart 2001 de Amerikaanse groeilocomotief duidelijk aan snelheid begon te verliezen, schoof die bezorgde aandacht enige lengtes verder op in panische richting. Nauwelijks zes maanden later kwamen dan de mokerslagen van 11 september. Zat er achter de timing van de meest moordende en spectaculaire terreuraanslag ooit ook een uitgekende economische timing? Wie de Westerse economie, met de Amerikaanse op kop, op de knieën wilde krijgen – en Bin Laden & Co maakten er geen geheim van dat ze wel degelijk die die ambitie koesterden – kon moeilijk een beter moment uitkiezen dan die 11de september. Qua timing, symboliek en omvang van zowel de directe als de indirecte schade leek het erop alsof 9/11 als terreurdaad de ultieme perfectie vertegenwoordigde.

Vooraf in Washington ging in de dagen, weken en maanden na 9/11 alles zeer snel. Dé grote constante in de benadering in de VS, en ook in Europa, was het besef dat de fouten gemaakt in Japan absoluut dienden vermeden te worden. De regering Bush schakelde over op grootschalige stimulering van de economie¹². Via forse toename van de uitgaven voor onderwijs en sociale zekerheid, via sterk verhoogde militaire uitgaven en via belastingsverlagingen ging het van een begrotingsoverschot van 1,6% van het Amerikaanse BBP in 2000 naar een deficit van 4,9% in 2003. In de periode nadien kreeg deze spectaculaire omslag in het Amerikaanse begrotingsbeleid veel kritiek maar wie de beleidsdiscussie van die dagen wat meer van nabij kende, was post factum over het algemeen toch wat milder in zijn oordeel.

De FED, de Amerikaanse centrale bank haalde haar basisrentevoet naar beneden van 6,75% naar 1% tegen midden 2003 om pas in juli 2004 terug aan een opwaartse rentebeweging te beginnen. Daar de Amerikaanse inflatie zich voortdurend tussen de 2% en 3% op jaarbasis bewoog, kwam dit neer op een periode van negatieve reële rentevoeten (de nominale rentevoeten gecorrigeerd voor inflatie). Bij dit alles mag niet vergeten worden dat toen deze forse monetaire impuls tot ontwikkeling kwam, de omvangrijke liquiditeitscreatie die had plaatsgevonden naar het gevreesde einde van het millennium toe nog lang niet volledig uit het systeem weggewerkt was. Bovendien entte deze twee episodes van sterke monetaire impulsen zich ook nog eens boven op wat zich in de loop van de jaren 1990 had afgespeeld en wat sommige analisten ook onmiskenbare kenmerken van overdreven expansief monetair beleid in zich droeg¹³.

11 Voor levendige, goed gedocumenteerde inside stories, zie Rubin, 2003 en Greenspan, 2007.

12 Het antwoord op de vraag of die budgettaire stimulus te maken had met een diep inzicht in de noodwendigheden van het financieel-economisch systeem dan wel gewoon gebaseerd was op geluk en toeval, blijft tot op de dag van vandaag onduidelijk.

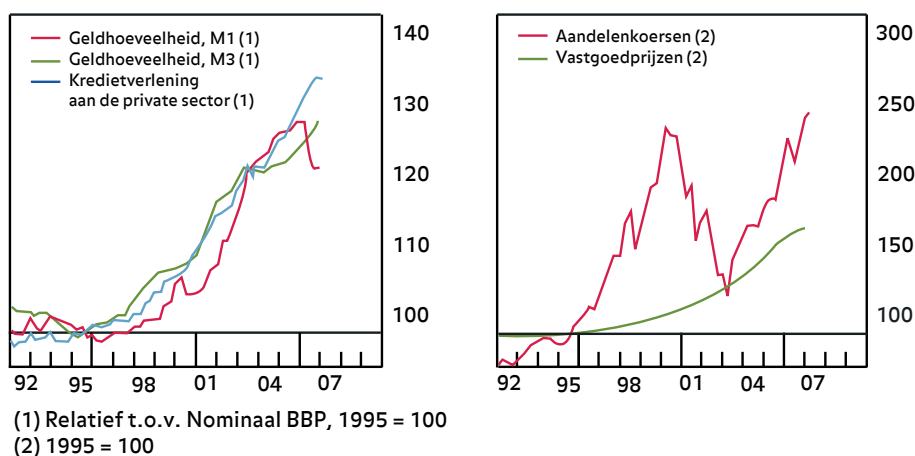
13 Tot de meest uitgesproken critici van het toen gevoerde monetaire beleid behoorden Brad Setzer en Nouriel Roubini, beide verbonden aan New York University. Erg kritische geluiden kwamen ook van Princeton-econoom Paul Krugman, net zoals van Stephen Roach, hoofdeconoom van zakenbank Morgan Stanley. Het weekblad *The Economist* luidde ook snel en veelvuldig de alarmklok inzake de richting van het monetaire beleid. Hier ten lande ontptopte Geert Noels, hoofdeconoom van investeringsbank Petercam, zich tot consistent criticus van het beleid van de FED. Zie omtrent dit alles bijvoorbeeld ook Hartcher, 2006 en voor een meer lange termijn-perspectief Warburton, 1999. Voor de tegenargumentatie vanwege de toenmalige voorzitter van de FED, zie Greenspan, 2007.

Het Amerikaanse monetaire beleid stimuleerde de economie dus op grote schaal tijdens de openingsfase van de 21ste eeuw. De ECB draaide de kraan ook open maar ging toch niet zover als de FED. De basisrentevoet van de ECB zakte van 4,75% eind 2000 naar 2% tegen juni 2003. Pas eind 2005 kwam er bij die basisrentevoet opnieuw een kwartje bij. De euro-inflatie bevond zich gedurende deze periode voortdurend rond, en meestal net boven, de 2%. Alhoewel wat minder uitgesproken dan in de VS kreeg de euro-economie ook een flinke duw in de rug vanuit het ECB-beleid met lichtjes negatieve reële rentevoeten. Een ietwat genuanceerder scenario ontwikkelde zich in Japan. De Bank of Japan hield geruime tijd haar basisrentevoeten letterlijk op 0% maar gegeven de aanhoudende deflatie betekende dit toch nog altijd positieve reële rentevoeten. Dit gegeven bracht de Bank of Japan er uiteindelijk om rechtstreeks liquiditeiten in het systeem te injecteren in een poging om zo de groei terug aan te zwengelen en de deflatie te breken.

Gegeven de rente-ingrepen kan het weinig verbazing wekken dat zowel in de VS als in euroland de cijfers inzake aangroei van de geldhoeveelheid en van de kredietverlening behoorlijk de hoogte inschoten en in ieder geval het ritme van de reële groei van de economie ver overtroffen. Figuur 1 bevat terzake een aantal relevante gegevens. Voor het geheel van de 16 belangrijkste OESO-landen¹⁴ wordt in deze grafiek weergegeven hoe de geldhoeveelheid en de kredietverlening aan de private sector de voorbije 15 jaar evolueerden en tevens hoe de aandelenkoersen en de vastgoedprijzen wijzigden.

De liquiditeits- en kredietcreatie vanuit het monetaire beleid in de belangrijkste industrielanden kreeg bovendien nog een stevige duw in de rug als gevolg van de grote spaarvolumes gegenereerd in de snel groeiende economieën, met China als absolute koploper terzake. Onder meer Ben

14 Eigenlijk komt het bijna neer op een gewogen gemiddelde van de VS, de eurozone en Japan. Dit trio maakt in economisch gewicht ruim 90% van deze groep van 16 uit.



Figuur 1:
De grote versoepeling. Monetair beleid en activa-prijzen (gewogen gemiddelde voor 16 OESO-landen).

Bron: BIS.

Bernanke, toen nog gewoon directeur bij de FED vooraleer per 1 februari 2006 ingezworen te worden als opvolger van Alan Greenspan aan het hoofd van de Amerikaanse centrale bank, besteedde in zijn analyse behoorlijk wat aandacht aan het fenomeen van wat bekend raakte als de saving glut¹⁵. Een erg belangrijk gevolg van het massale aanbod van spaargelden uit landen als China was dat de lange termijnrentevoeten in de industrielanden naar beneden gedrukt werden. De Chinese en andere spaartegoeden kwamen immers in grote getale terug boven in de geïndustrialiseerde wereld en dan vooral in de VS¹⁶. Grafiek 2 geeft een overzicht van de rentevoluitie, zowel op de korte als de lange termijn.

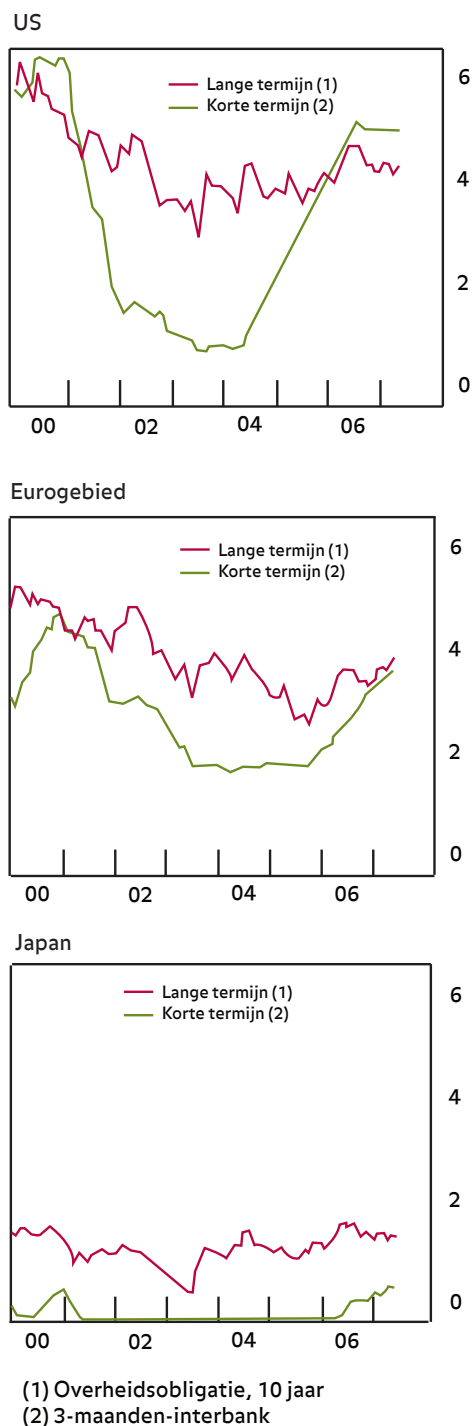
Op 21 november 2002 hield de zonet vermelde Ben Bernanke voor de National Economists Club in Washington een toespraak die ons inziens zeer goed weergeeft wat in die dagen de grote drijfveer van de monetaire autoriteiten uitmaakte¹⁷. Onder de titel “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here” gaf Bernanke in die speech aan dat de FED echt wel het onderste uit de kan zou halen om te beletten dat er in de VS geen herhaling van het Japanse deflatiescenario zou komen¹⁸. Bernanke sloot zelfs directe aankopen door de FED van aandelen en ander waardepapier ter ondersteuning van de markten niet uit, een zeer ongewone uitspraak uit de mond van een centraal bankier. Toenmalig FED-voorzitter Alan Greenspan liet geluiden horen die perfect aansloten op de boodschap van Bernanke. In zijn mémoires schrijft Greenspan over deze periode: “We wilden de mogelijkheid van een corrosieve deflatie uitsluiten. We (JVO: het directiecomité van de FED) waren bereid het risico te nemen dat onze renteverlagingen een bubble of een inflatoire expansie

15 Bernanke, 2005.

16 De Chinese gezinnen sparen tot 40% van hun beschikbaar inkomen. Het is niet ongewoon dat in de fase van economische ontwikkeling waarin een land als China zich bevindt er zich hoge spaarquoten voordoen maar het Chinese spaarvolume zit toch wel bijzonder hoog. Een coherente verklaring hiervoor staat nog niet ter beschikking maar het gebrek aan sociale zekerheid en pensioenvoorziening alsmede de hoge graad van rechtsonzekerheid vormen allicht belangrijke factoren terzake. Zie hieromtrent bijvoorbeeld Riedel, Jin & Gao, 2007.

17 Bernanke, 2002.

18 Het staat buiten kijf dat het feit dat Bernanke als academicus ruim aandacht besteedde aan de deflatie kenmerkend voor de Grote Depressie van de jaren 1930, een belangrijk gegeven vormt om te begrijpen waarom Bernanke zich zo scherp uitdrukte over deze materie. Zie Bernanke, 2000.



Figuur 2: Interessant verhaal. Evolutie van de rentevoet, %.

Bron: BIS.

zouden veroorzaken. Zo die zich effectief zouden voordoen, dienden we daar later mee af te rekenen”¹⁹.

Op de geld- en kapitaalmarkten vielen de woorden van Greenspan en Bernanke, ondersteund door de concrete acties van de leidinggevende centrale banken, niet in dovemansoren. De visie dat met name de topmensen van de FED alles zouden doen om te voorkomen dat de markten echt onderuit zouden gaan, was al stevig verankerd als gevolg van de beleidsreacties op de Aziatische, Russische en Braziliaanse crisis en op de implosie van LTCM. Begin van de 21ste eeuw kreeg dit verwachtingspatroon naar de centrale bankiers toe meer en meer de vorm van een zekerheid. Vrij vertaald kwam de interpretatie van de Greenspan & Bernanke-boodschap in brede segmenten van de markten op het volgende neer:

“Onze business levert lucratieve winsten op. Hoe meer we kunnen leveragen (d.i. geleende middelen aanwenden om allerhande financiële constructies op te zetten), hoe groter die lucrativiteit. Uiteraard houdt een hoge graad van leverage ook verhoogde risico's in, vooral als de markten zouden keren. Maar in voorkomend geval gaan de centrale banken – conform hun uitspraken en acties – zeker tussenbeide komen en rijkelijk reddingsboeien uitgooien om te voorkomen dat individuele verliezen uitdeinen tot ernstige systeemrisico's. Dus veeleer dan verhoogde voorzichtigheid aan de dag te leggen, komt het ons veel beter uit om in onze manier van doen het gaspedaal nog wat meer in te duwen. Hoe groter de bedragen en hoe groter de risico's die zich in het systeem bevinden, hoe groter de druk zal zijn op de centrale banken om de hele molen draaiende te houden”.

Het fenomeen van de markten die zich ingedekt waanden tegen de risico's die ze namen als gevolg van de verwachtingen omtrent de acties van de monetaire autoriteiten, met de FED op kop, indien zich stevige calamiteiten zouden voordoen, raakte bekend als de Greenspan-put (put in de zin van

een optie). Het bestaan van de Greenspan-put heeft alles te maken met het fenomeen van moral hazard of “moreel risico”.

Het concept moreel risico komt uit de verzekeringswereld en slaat op die situaties waarbij een verzekerde omwille van de aangegane verzekeringspolis niet meer de normale voorzichtigheid in acht neemt om te voorkomen dat het risico waartegen men zich verzekerd weet, zich ook effectief voordoet. Meer in het algemeen slaat moral hazard op het risico dat een partij betrokken bij een contractuele verbintenis tussen haar en een andere partij haar gedrag wijzigt na het afsluiten van deze verbintenis en dit ten nadele van de andere partij. In de financiële wereld treedt moreel risico op wanneer marktparticipanten hun gedrag wijzigen, bijvoorbeeld inzake risicogevoeligheid, eens zij de overtuiging koesteren dat de superviserende overheid de systeemstabiliteit zal prefereren boven het bestraffen van “ongewoon” gedrag. Zoals hierboven reeds aangegeven stelt het fenomeen moreel risico de monetaire en regulerende overheden voor netelige problemen. Zij kunnen het systeem onmogelijk ten gronde laten gaan maar tegelijk moeten ze ervoor zorgen dat de meest drieste marktparticipanten niet aan hun “straf” kunnen ontkomen.

De verminderde aandacht voor risico als gevolg van de marktinterpretatie van het gedrag van de superviserende monetaire autoriteiten vormde een eerste belangrijk kenmerk van de marktdynamiek die in het zog van de gebeurtenissen van 2000-01 ontstond. Met name in de sector van het vastgoed ontstond alzo een spectaculaire boom in de hypothecaire kredietverlening. Klassiek spelen twee parameters een doorslaggevende rol in de beoordeling van een hypothecaire kredietaanvraag, nl. de terugbetalingscapaciteit van de aanvrager die uiteraard op de eerste plaats functie is van zijn/haar inkomen en de intrinsieke waarde van het pand waarvoor het krediet verleend werd. Bij steeds meer hypothecaire kredieten brandde de aandacht voor deze twee parameters op een laag pitje. In de VS vond men zelfs een naam uit voor het marktsegment van de risicovolle hypothecaire

kredieten, nl. de subprime market of de markt van de rommelhypotheken. De verleiding om in deze business in te stappen was blijkbaar erg groot want zelfs gereputeerde financiële instellingen begaven zich, meestal via diverse tussenstations of nevenorganisaties, in deze markten.

Het was vooral op het vlak van de kwaliteit van begunstigen van hypothecaire kredieten dat de VS zich onderscheidde van andere landen. De cijfers vervat in tabel 1 geven immers duidelijk aan dat inzake evolutie van de immobilienprijzen noch inzake toename van het globaal volume aan uitstaande hypothecaire kredieten de VS er echt uitsprongen binnen het geheel van de geïndustrialiseerde landen. Over de periode 1996-2006 stegen, bijvoorbeeld, de prijzen van residentieel onroerend goed sterker in Australië, Nieuw Zeeland, Zweden, Denemarken, Frankrijk, Spanje, Engeland. Een

vergelijkbare groep van landen zag de uitstaande hypothecaire schuld ook sterker toenemen dan in de VS. Waar de VS zich wél mee onderscheidde, is het zeer grote aandeel van de rommelhypotheken in het geheel van de hypothecaire kredietverlening, nl. 20% tegen 2006.

Een tweede wezenskenmerk van de marktomstandigheden van de voorbije jaren bestond erin dat via een golf van innovaties op de geld- en kapitaalmarkten de mogelijkheden om de meest gesofisticeerde maar tegelijk erg lucratieve constructies op te zetten hand over hand toenamen²⁰. Centraal hierin stonden de securisering en de spectaculaire groei van de handel in derivaten, overigens twee aan elkaar gerelateerde fenomenen. Ee, klassiek gegeven dat zich bij snel voortschrijdende innovatie op financiële markten voordoet, is dat de superviserende autoriteiten al geruim

20 De twee standaardwerken inzake financiële innovatie komen van Peter Bernstein (1992 en 2007).

	Gemiddelde jaarlijkse toename van de prijzen van private woningen (% per jaar)			Toename van de hypothecaire schuld (in % BBP)	
	1996-'02	2003-'05	2006	2003-05 (1)	2006
Denemarken	7,10	12,40	12,30	17,00	5,10
Zweden	8,00	8,90	10,50	6,70	2,50
Nieuw-Zeeland	4,00	17,20	9,60	18,60	7,30
Spanje	7,70	16,10	9,10	16,00	6,10
Groot-Brittannië	11,90	8,10	9,10	12,70	4,70
Australië	9,10	7,00	8,90	18,10	4,30
Frankrijk	6,20	13,30	6,60	6,90	3,00
Italië	3,70	9,20	6,40	5,10	1,30
VS	5,70	10,90	5,90	14,30	1,70
Finland	8,20	7,30	5,70	9,10	2,10
Nederland	11,20	3,90	5,30	13,20	-0,30
Japan	-4,70	-3,80	4,10	-0,10	-0,20
Duitsland	-0,70	-1,70	0,00	4,00	-0,60

(1) Cumulatieve verandering over de drie jaar

Tabel 1:
De vastgoed bonanza.

Bron: BIS

	Notionele uitstaande bedragen	
	Dec 2005	Dec 2006
Contracten inzake		
• wisselkoersen	31.364	40.179
• intrestvoeten	211.970	291.987
• aandelen	5.793	7.485
• grondstoffen	5.434	6.938
• kredietrisico's	13.908	28.838
• varia	29.199	39.755
<i>Totaal</i>	<i>297.668</i>	<i>415.182</i>

Tabel 2:

De Oerknal. De ontwikkeling van de derivaatmarkten in miljard dollar.

Bron: BIS.

één of meerdere lengtes achterliggen en dus achter de feiten aanhollen.

Securisering houdt in dat men, bijvoorbeeld, risico belichaamt in verhandelbaar papier dat in de markt terecht komt en vervolgens via allerhande tussenwegen en nieuwe transacties op diverse manieren herschikt en herplaatst wordt. Derivaten zijn producten als opties, swaps, etc. die, o.m., toelaten risico's en onzekerheid te herdefiniëren en te herplaatsen. De jongste jaren ontwikkelden derivaatproducten zich aan een exponentieel tempo (zie de gegevens in tabel 2). Op zich laten deze twee ontwikkelingen toe om de risico's die zich in het financieel-economische systeem bevinden op een efficiënte manier te brengen daar waar ze het best kunnen gedragen worden (of daar waar de grootste bereidheid bestaat om die risico's te dragen). Zodoende leveren securisering en derivaten een belangrijke bijdrage aan de economische groei daar verminderde onzekerheid en betere risicobeheersing het algemeen economisch klimaat ten goede komen.

Tegelijkertijd ontstaan door securisering, derivaten en aanverwante producten echter ook de mogelijkheden om risico te *anonimiseren* en zodoende de tendens om het *risicogevoel te minimaliseren*. Wat dit laatste betreft, kunnen we kort gaan: de combinatie van nieuwigheid en complexiteit creëer-

de bij niet weinig investeerders en beleggers, om van de superviserende autoriteiten maar te zwijgen, de idee dat men er op een haast magische manier in geslaagd was om een aantal risico's echt te verkleinen, ja zelfs te doen verdwijnen²¹. Het feit dat de ondernemingen gespecialiseerd in risico-analyse ("rating agencies") heel vlot AAA-kwalificaties aan vele van die exotische producten toekenden, speelde ook een niet te onderschatten rol. Een zeer goede graadmeter voor die verminderde risicogevoeligheid in de markten is de zogenaamde risicopremie, zijnde het surplus aan meeropbrengst dat beleggers en investeerders normaal gezien eisen om zich in meer risicovolle producten te begeven. Begin 2001 bedroeg het verschil tussen de gemiddelde rente op junk bonds (rommelobligaties) en het tienjarig Amerikaanse schatkistcertificaat (algemeen beschouwd als de meest risicoloze belegging) 9,5%. Tegen begin 2007 was deze risicopremie terugvallen tot het historisch lage niveau van 3%.

Een logisch gevolg van het gevoel dat de risico's die men loopt bij beleggingen en investeringen fors verkleinde, is dat men zonder al te veel terughoudendheid bereid is om te ontlene om dan vervolgens met die ontleende gelden weer opnieuw op beleggingspad te gaan. Hefboom- en investeringsfondsen allerhande pasten deze leverage-strategie op massale schaal toe. Zo ontstond een hogelijk vicieuze cirkel van steeds maar meer financiële middelen die achter lucratieve deals probeerden te gaan waardoor de gevoeligheid voor risico, bijvoorbeeld inzake rommelhypotheken maar ook inzake overname- en fusietoestanden, verder naar beneden gedwongen werd. Ook de anonimisering werkte dit nog verder in de hand: door de vele herverpakkingen van de risico's verloren al te veel beleggers de ware aard van de risico's uit het oog.

Inzake het anonimiseren van het risico nemen we het voorbeeld van de Amerikaanse rommelhypotheken. Een Amerikaanse financiële instelling begeeft zich voluit in de markt van de rommelhypotheken die op de kortere termijn

21 Onwillekeurig moet men hier terugdenken aan de historische woorden van de toenmalige Amerikaanse minister van Defensie Donald Rumsfeld. Inzake Irak, Afghanistan en de strijd tegen het terrorisme in het algemeen zei Rumsfeld op een persbriefing op 12 februari 2002: "As we know, these are known knowns. There are things we know we know. We also know there are known unknowns. That is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns, the ones we don't know we don't know".

erg lucratief oogt. Bovendien slaagt zij erin het risico verbonden aan die rommelhypotheken voor een flink stuk te securiseren en te slijten in de markt via een dagelijks uitdeinende waaier aan derivaatproducten²². De overnemers van die kredietrisico's gaan echter op hun beurt over tot herverpakken en her-slijten van diezelfde risico's. De diverse schattingen omtrent de waarde van de rommelhypotheken die alzo verpakt, herverpakt en verpatst en herverpatst werden, situeren zich voor de voorbije drie jaar in de vork van 700 tot 1000 miljard dollar. Uiteindelijk verdwijnen de initiële risico's verbonden aan de rommelhypotheken voor een groot stuk uit het zicht van zowel de officiële toezichthouders als het gros van de marktdeelnemers. Maar die risico's blijven natuurlijk zeer reëel aanwezig. Zolang iedereen rustig en vertrouwensvol blijft, is er geen vuiltje aan de lucht en stapelen de lucratieve transacties zich op. Aan dat vertrouwen kwam in de zomer van 2007 duidelijk een einde.

Samenvattend kunnen we stellen dat in de eerste jaren van het nieuwe millennium de financiële markten zich overvloe-

dig laafden aan een cocktail die de volgende ingrediënten bevatte:

- Een door vrees voor deflatie ingegeven expansief monetair beleid resulterend in overvloedige creatie van kredieten en liquiditeiten, dat alles dan nog eens extra gestuwd door het enorme spaaroverschot van landen als China;
- Verminderde risicogevoeligheid in de markten als gevolg van de uitspraken en acties van centrale bankiers die duidelijk maakten dat zij geen enkele vorm van systeemrisico zouden dulden;
- Financiële innovatie die een meer efficiënt beheer van risico toelaat maar tegelijk ook risico veel minder localiseerbaar maakt en de al bestaande tendens tot mindere risicogevoeligheid nog verder versterkt;
- Als gevolg van de voorgaande elementen ontstond in de markten, en dit zowel langs de vraag- als langs de aanbodzijde, een haast ongebreidelde bereidheid om aan leverage te doen, d.i. om massaal te ontlenen met het oog op verdere beleggingen en investeringen.

22 In het vakjargon gaat het dan om asset-backed securities (ABS) en collateralised debt obligations (CDO). Voor een levendige beschrijving van hoe het er op die jonge derivatenmarkten aan toe gaat, zie Das, 2006.

3. Zwarte augustus, donkere herfst, ...

Enerzijds de wetenschap dat er een sterk toegenomen volume aan risico doorheen het financiële systeem bewoog en anderzijds de beperkte mogelijkheden tot concrete localisering van die risico's creëerden tegen de zomer van 2007 een heel merkwaardige situatie op de internationale geld- en kredietmarkten. Nagenoeg iedereen deed voort met business as usual maar tegelijkertijd namen de signalen dat er iets fundamenteels fout zat toe, zeker nadat de FED, tussen midden 2004 en midden 2006 haar basisrentevoet optrok van 1% naar 5,25%. Ook andere centrale banken gingen over tot verstrakking van hun beleid.

Het stond dan ook in de sterren geschreven dat deze stijging van het rentepeil, bijvoorbeeld, voor heel wat kredietnemers in de hoek van de Amerikaanse rommelhypotheken voor massale terugbetalingsproblemen zou gaan zorgen. In tegenstelling tot het merendeel van de "gewone" hypothecaire leningen in de VS geldt op de overgrote meerderheid van de rommelhypotheken immers een variabele rente. De wanbetalingen op deze rommelhypotheken zaten overigens reeds sinds midden 2006 in de lift. In februari 2007 kondigde de respectabele bank HSBC aan dat zij een verlies van 1,8 miljard dollar op haar portfolio van rommelhypotheken diende te incasseren. In juni voerde het risico-analyse-bureau ("rating agency") Moody's een eerste omvangrijke downgrading van een aantal producten verbonden aan vastgoed door. Begin juli sprak Chuck Prince, CEO van Citigroup profetische woorden: "Wanneer, in termen van liquiditeit, de muziek stopt, zullen de zaken snel erg gecompliceerd worden. Maar zolang de muziek blijft spelen, moeten we opstaan en dansen"²³.

Uiteindelijk waren het vooral de omvangrijke verliezen (1,4 miljard dollar, zo bleek al gauw) bij twee hefboomfond-

sen van het grote makelaarskantoor Bear Stearns, onmiddellijk gevolgd door problemen bij de Duitse bank IKB Deutsche Industriebank en de Franse BNP Paribas, die in augustus het vuur aan de lont staken. Binnen letterlijk enkele dagen ontstond een situatie die in de internationale verslaggeving daaromtrent de term kredietcrisis meekreeg al zou men ons inziens net zo goed de term liquiditeitscrisis kunnen hantieren²⁴. Ten gronde ging het er daarbij om dat, als gevolg van de hierboven beschreven marktontwikkelingen, het blinde vertrouwen van de periode voordien eensklaps omsloeg in paranoïd wantrouwen. Vermits iedereen wist dat er grote risico's in de markten aanwezig waren maar de localiseerbaarheid van die risico's op een laag pitje stond, nam zelfs tussen de internationale grootbanken het onderling wantrouwen fors toe. Ze stopten nagenoeg volledig met aan elkaar te lenen. Bovendien zette de plotse toename van de onzekerheden er ook heel wat financiële instellingen toe aan om meer liquiditeitsreserves bij de hand te houden voor het geval men zelf met scherpe crisissituaties zou geconfronteerd worden.

De plotse rem op de bereidheid tot onderlinge kredietverlening en de daar onvermijdelijk aan vastgeklonken forse stijging van de rentevoeten waartegen zelfs klanten met een uitstekend risicoprofiel plots aankeken wanneer ze wensden te ontlenen, dreigden het economische systeem op zijn grondvesten te doen daveren²⁵. De centrale banken, met de FED en de ECB op kop, zagen zich genooddaakt om alle registers open te trekken. De markten werden quasi ongelimiteerd bevoorrad met liquiditeiten²⁶ en midden september bracht de FED haar basisrentevoet naar beneden van 5,25% naar 4,75%, gevold door een nieuwe verlaging tot 4,50% begin november. Ondanks eerdere aankondigingen van verdere renteverhogingen en ondanks de sterk benadrukte vrees voor

23 Prince zoals geciteerd in de Financial Times van 10 juli 2007. Begin november stapte Prince op (na incassering van een forse ontslagvergoeding)

24 Volgens The Economist gaat het vooral "om een crisis van het centraal bankieren" (The Economist, 2007, p. 4).

25 David Adams, algemeen directeur van de hypotheekbank Luxury Mortgage, liet aan Fortune weten dat hij in juli nog een kwalitatief hoogstaande hypotheeklening van 3 miljoen dollar aan minstens twintig gegadigden kon verkopen aan 6,75%. Eind augustus bleven er hooguit twee kandidaat-kopers over, zelfs bij een rente van 10%. (Fortune, 3 september 2007).

26 De ECB pompte op enkele dagen tijd 300 miljard dollar in de markten, de FED officieel 62 miljard dollar maar het vermoeden mag bestaan dat de reële interventie vanwege de FED een stuk hoger lag dan uit het officiële cijfer blijkt. Op 1 november stelde de FED 41 miljard dollar ter beschikking, het hoogste bedrag van cash-injectie op één dag sedert de dagen van 9/11 (2001).

oploop van de inflatie liet de ECB haar basisrentevoet ongewijzigd op 4%. De Bank of England zette half september alle zeilen bij om een ouderwetse bank run te voorkomen op de Northern Bank, een hypotheekbank die tot over haar oren in de derivaatproducten gebaseerd op vastgoed, meer bepaald Amerikaanse rommelhypotheken, bleek te zitten²⁷. De jongste echte bank run in Engeland dateert van ... 1860.

Naar het einde van oktober toe kwam de kredietcrisis in een tweede fase. De verliezen begonnen nu ook boven te komen bij de grote financiële instellingen. Bij topinvesteringbank Merrill Lynch kondigde men aan 7,9 miljard dollar verlies te zullen nemen op papier gerelateerd aan rommelhypotheken. Twintig dagen eerder gewaagde de top van Merrill Lynch nog van 4,5 miljard dollar aan verliezen. Citigroup, de grootste financiële groep ter wereld, zette de gelijkaardige verliesteller op 11 miljard dollar. Het Zwitserse UBS maakte bekend dat haar subprime-pil 3,4 miljard dollar zou bedragen. Voor Morgan Stanley en Bank of America wees de verlieswijzer voor het vierde kwartaal 2007 5,5 resp. 2,8 miljard dollar. Langs Europese zijde gaat het voor Barclays om 2,6 miljard dollar en voor Deutsche Bank om 2 miljard.

De immer rustige en koele Financial Times gewaagde van “a tsunami of red ink” en achtte de kans reëel dat het totale verlies op derivaatproducten gerelateerd aan rommelhypotheken boven de 200 miljard dollar zou gaan uitstijgen²⁸. Analysten struikelden over elkaar heen argumenterend dat elk van de vermelde instellingen, net zoals trouwens alle andere betrokkenen, de reële verliezen nog voor een (flink) stuk trachtte verborgen te houden, net zoals Japanse banken dat in de jaren 1990 poogden te doen²⁹. Voortgaand op de prijzen vigerend begin november van derivaatproducten gebaseerd op vastgoedwaarden rollen potentiële verliezen van 300 tot 400 miljard dollar uit de modellen. Tegelijk dient evenwel vermeld dat sommige grote financiële instellingen (voorlopig) relatief weinig blijken te lijden te hebben van de huidige kredietcrisis.

Bij het afsluiten van de redactie van deze monografie (18 november 2007) blijft er nog onduidelijkheid over hoe deze financiële crisis zich nu verder zal ontwikkelen. Meer bepaald rijst de vraag of er na de zwarte augustus en de donkere herfst een inktzwarte winter dan wel één met een opklarende hemel komt aanrollen. Anders uitgedrukt: zal de derde fase van deze financiële crisis ons nog één of meerdere stappen verder in het moeras sleuren of krijgen we terug wat vastere grond onder de voeten? Een breed pallet aan factoren en scenario's komt daarbij op tafel. We beperken ons tot drie elementen. Ten eerste, en alhoewel hun aandelennoteringen ook reeds enkele flinke klappen kregen, bleven tot nu toe de grote verzekeringsmaatschappijen toch veel meer uit het oog van de crisisstorm dan de grote banken. Het staat echter buiten kijf dat ook de verzekeraars belangrijke volumes aan ABS's, CDO's en andere derivaatproducten aan boord namen. Ook de Europese grootbanken bleven tot nu toe vrij stil over de verliezen die zij moeten incasseren. Meer in het algemeen kunnen we hier het punt maken dat eigenlijk niemand zelfs maar bij benadering weet hoeveel er *echt* aan papier rondzweeft waarop zware verliezen zullen moeten ingeschreven worden.

Ten tweede, om aan de bonanza van de jongste jaren volop te kunnen meedoen, creëerden grote financiële instellingen en banken allerhande speciale entiteiten, in het jargon bekend als SIV's (“structured investment vehicles”). Zich veelal goed bewust van de risico's verbonden aan de aangegane transacties maar evengoed verblind door de rianten winsten die op korte termijn konden worden opgestreken, probeerden de grootbanken met deze SIV's de balansen van hun moedermaatschappijen “proper” te houden. Citigroup alleen al zou 80 miljard dollar aan activa in diverse SIV's opgeborgen houden. De hamvraag luidt evenwel wat de reële waarde is van die activa (vaak ultra-exotische derivaatproducten). Citigroup had tegen eind oktober 8 miljard dollar

27 Gouverneur Mervyn King van de Bank of England had nochtans enkele weken eerder heel luid verkondigt dat hij niet tussenbeide zou komen bij calamiteiten omwille van het moral hazard-probleem.

28 Financial Times, 5 november 2007.

29 Zie deel II van deze beleidsnota.

aan krediet verleend aan haar eigen SIV's, een duidelijk signaal van forse minwaardes op de SIV-activa.

Ten derde dient de vraag gesteld of de crisis die vandaag woedt in alles wat met hypotheken en afgeleide producten te maken heeft, morgen kan overslaan naar de schuld uitstaand op private kredietkaarten. In de VS alleen bedraagt die kredietkaartschuld vandaag bijna 1000 miljard dollar, een bedrag dat akelig dicht bij het totaalbedrag van de rommelhypotheek-berg ligt. Belangrijke ondernemingen in deze markt als American Express, Bank of America en opnieuw Citigroup verhoogden recent hun reserveringen voor potentiële verliezen op deze schulden aanzienlijk.

Het Britse voorbeeld geeft hier een belangrijke vingerwijzing voor wat er mogelijk op ons afkomt. Zoals ook uit de gegevens vervat in tabel 1 blijkt, schoten de vastgoedprijzen in Engeland nog sterker de hoogte in dan in de VS. De Britse vastgoedmarkt klapte een klein anderhalf jaar vóór de Amerikaanse in mekaar. Tot op zekere hoogte mag dan ook de evolutie in Engeland als graadmeter genomen worden voor wat ons in de VS terzake te wachten staat. Sedert het laatste kwartaal van 2005 namen de afschrijvingen en verliezen op schulden uitstaand op kredietkaart met ruim 50% toe. Klaarblijkelijk beginnen mensen die in de problemen komen met hun hypothecaire terugbetalingen in een eerste reflex te "pompen" op de faciliteiten die hun kredietkaart(en) hen bieden. Maar ook aan dat verhaaltje komt uiteraard een einde.

4. In Perspectief

Alhoewel, zoals in deel III duidelijk gesteld, de crisis op de financiële markten begonnen in augustus nagenoeg zeker verre van uitgewerkt is op het moment van de finale redactie van deze tekst, lijkt het ons toch al zinvol om enig perspectief rond deze crisis te ontwikkelen. Meer bepaald trachten we hier te komen tot een eerste aanduiding van de gevolgen welke deze crisis op langere termijn zal hebben. We vatten ze samen in vier punten: groeiherbalancering, stagflatiedreiging, bubble heisa en re-regulering.

Groeiherbalancering

Het effect van de financiële crisis op de groei van de reële economie bleef tot nu toe beperkt maar zal allicht de komende periode meer zichtbaar worden. Essentieel werkt het groei-revendend effect van deze financiële crisis via twee kanalen. Het eerste kanaal loopt via het geschokt vertrouwen en in ieder geval de toegenomen onzekerheid die zich in min of meerdere mate manifesteren bij ondernemingen, investeerders en consumenten. Het tweede kanaal kan men vatten onder de noemer kredietverlening. Zoals bijna altijd in tijden van financiële crisis schroeven de banken ook nu hun kredietverlening terug. Dat heeft zowel te maken met het feit dat de recente ervaringen de bereidheid tot het nemen van risico in die kredietverlening fors reduceren als met het onontkoombare gegeven dat de geleden verliezen de kapitaalbasis van kredietverstrekende instellingen aantasten en zij dus sowieso verplicht zijn, gegeven de internationale verplichtingen (de zg. Bazel-principes), om hun uitstaande kredietvolumes in lijn te brengen met hun aangetast eigen vermogen.

De economische schade als gevolg van de financiële crisis lijkt tot nu toe het meest zichtbaar in de VS. In 2004 haalden de VS nog een reële economische groei van 3,6%, in 2005 3,1% en vorig jaar 2,9%. De voordien als gevolg van de ontwikkelingen die vandaag rechtstreeks mee aan de oorsprong van de financiële crisis liggen zwaar opgeblazen bouwsector ging in de tweede helft van 2005 over zijn hoogtepunt en kwam nadien in alsmat negatiever gebied terecht. De erva-

	2005	2006	2007(1)	2008(1)
Wereld	4,8	5,4	5,2	4,8
VS	3,1	2,9	1,9	1,9
Eurozone	1,5	2,8	2,5	2,1
Japan	1,9	2,2	2,0	1,7
Afrika	5,6	5,6	5,7	6,5
China	10,4	11,1	11,5	10,0
India	9,0	9,7	8,9	8,4

(1) prognoses

Tabel 3:

De aardbol in cijfers. Economische groei, in %.

Bron: IMF.

ring in de VS leert dat een stevige terugval in de bouw- en immobiliensector nagenoeg steeds een meer algemene recessie van de economie in gang zet³⁰. Alhoewel het groeicijfer voor de Amerikaanse economie in het derde kwartaal van 2007 erg goed oogde met 3,9% op jaarbasis verwacht nagenoeg iedereen voor het laatste kwartaal een cijfer ergens tussen 1% en 1,5%. Voor heel dit jaar stelt het IMF voor de VS 1,9% groei voorop en voor 2008 ligt de verwachtingslat exact even hoog, cijfers waarmee, in tegenstelling tot een flink stuk van het voorbije anderhalve decennium, de VS zich ontpopten tot het groeikneusje van deze aardbol (zie tabel 3). Nogal wat andere conjunctuurvoorspellers zien 2008 somberder in voor de Amerikaanse economie. Ook voor andere economieën, en zeker niet in het minst die van het eurogebied, blijft het ietwat bang afwachten hoe diep het mes van de financiële crisis zal gaan snijden in de reële economie van groei, investeringen en jobs.

Het vertragend effect op de groei in de VS heeft alvast één positief gevolg, nl. dat hét grote onevenwicht van de wereldeconomie enige punctie zal ondergaan. Het gaat hier dan om het enorme tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans. Eind 2006 vlagde dit deficit af op 6,2% van het Amerikaanse BBP. Voor dit en volgend jaar verwacht het IMF een reductie tot 5,7% resp. 5,5%. Zelfs met dit laatste percentage betekent dit nog altijd dat de VS op jaarbasis vanuit de rest van de wereld bijna 800 miljard dollar moeten aanzuigen om hun huishouding draaiende te houden. Groeit de Amerikaanse economie trager dan verwacht t.o.v. de rest van de wereld, dan zal de reductie van het lopend tekort groter uitvallen. Daalt de dollar sterker dan nu algemeen verwacht, dan werkt dat ook deficit-reducerend,

30 Voor de historische evidentie terzake, zie Leamer, 2007. Voor de link tussen consumentengedrag en de evolutie van de waarde van vastgoed, zie Aron & Muellbauer, 2006.

niet in het minst via de aanzwengeling van de export en de afremming van de import. In dezelfde richting werkt ook een toename van de spaarquote van de Amerikaanse gezinnen. De kans op realisatie van deze drie mogelijkheden ligt vandaag behoorlijk hoog en daar heeft de financiële crisis direct en indirect mee te maken.

Stagflatiedreiging

De geldscheppende centrale banken spelen een cruciale rol in de beteugeling van een financiële crisis. Hun interventies bepalen in belangrijke mate hoe diep het mes van de crisis zal snijden. Teneinde te voorkomen dat het hele financiële systeem implodeert, dienen zij liquiditeiten te verstrekken en andere ingrepen gericht op het normaliseren van de markten te verrichten. Op het probleem van moral hazard of moreel risico verbonden aan de meeste van die interventies komen we in het volgende punt nog eens terug.

Veel van de interventies verricht door centrale bankiers in crisissituaties als de huidige hebben als effect een verruiming van de geldhoeveelheid in omloop. Hierdoor ontstaat onvermijdelijk het risico op ouderwetse inflatie van de prijzen van goederen en diensten. Tabel 4 geeft aan dat er, op Japan na, reeds een duidelijke tendens tot versnelling van die inflatie in het systeem zat nog vooraleer de effecten van de ingrepen van de centrale banken n.a.v. de financiële crisis zichtbaar konden worden. De voorbije jaren kon met name de toevloed van goedkope producten uit de zich ontwikkelende landen, met uiteraard China op kop, het inflatiebeest in bedwang houden ondanks de forse monetaire expansies die zich voordeden. Er kan twijfel over bestaan dat met name China op gelijkaardige wijze die rol kan blijven spelen in de toekomst³¹. Met name de koppeling van de eigen munt aan de dollar maakt dat landen als China een alsmatig expansiever monetair beleid dienen te voeren.

Het spookbeeld van stagflatie (stilvallende groei in de reële economie gekoppeld aan inflatie) duikt alzo opnieuw op³². Of creatie van bijkomend geldaanbod aan een ritme dat de groei van de reële economie ruimschoots overtreft effectief

	Jongste beschikbaar cijfer	Een jaar geleden
VS	+2,8	+2,1
Eurozone	+2,6	+1,6
Japan	-0,2	+0,6
China	+6,2	+1,5
India	+6,8	+6,4

Tabel 4:

Het inflatiebeest uit de fles? Index van de consumptieprijzen, in % op jaarbasis.

Bron: *The Economist*

ontaardt in een inflatoire ontwikkeling hangt in belangrijke mate af van de geloofwaardigheid die centrale banken genieten op de financiële markten en binnen de maatschappij in het algemeen. De FED lijkt op dit vlak vandaag een grotere risicofactor uit te maken dan de ECB. Ontstaat er vrij algemeen de indruk dat de acties van centrale banken als o.m. de FED inhouden dat men het pad van de rigoureuze inflatiebestrijding verlaat, dan dreigt een zelfvervullende cirkel op gang te komen. Iedereen zal dan immers trachten via preventieve prijsverhogingen de relatieve positie te beveiligen. Ook belangrijk in deze context is uiteraard het gegeven dat met name in de VS de forse daling van de wisselkoers van de dollar de inflatieverwachtingen zal aanwakkeren.

Zoals we sedert de jaren 1970 en 1980 weten, vereist het structureel terug onder controle brengen van het inflatiebeest dat uit de fles gelaten is, jaren van monetaire restrictie, ondermaatse economische groei en problematische ontwikkeling van het jobaanbod. Ook de ontreddende impact van de onvermijdelijke desinflatie-inspanningen op de toestand van de openbare financiën mag als voldoende bekend beschouwd worden.

Bubble heisa

Een cynische visie op met name de interventies die centrale banken verrichten om deze financiële crisis te bezweren, klinkt als volgt:

“Mooi dat u, centrale bankiers, alzo een recessie, laat staan een depressie, voorkomt maar u legt met uw beleid gewoon de basis voor nieuwe problemen. De monetaire overexpansie die u nodig hebt om deze crisis te bedwingen zal immers een nieuwe speculatiegolf op gang trekken en

³¹ Alan Greenspan drukt die twijfel zeer geprononceerd uit in zijn mémoires. Greenspan, 2007, vooral hoofdstuk 19.

³² Het standaardwerk inzake stagflatie blijft Bruno & Sachs, 1985.

dit in belangrijke mate via wegen, producten en financieringsvormen waarvan we het bestaan nu nog niet of nauwelijks kennen. En dus komt er binnen een aantal jaren een nieuwe crisis die, na een periode van wederom excessen, opnieuw vereist dat er bloed vloeit en dat u zich opnieuw de pleuris moet gaan stimuleren om de zaak zonder al te grote averij onder controle te krijgen”.

Ten gronde gaat het in deze discussie vooral om de effectiviteit van het monetaire beleid en meer specifiek nog het vermogen tot omgang met het probleem van moral hazard enerzijds en de houding die centrale bankiers dienen aan te nemen ten aanzien van zeepbellen of bubbles die zich ontwikkelen anderzijds³³.

Centraal bij dit alles staat de vraag hoe de inflatie in de economie correct moet gemeten worden. Houdt men het gewoon bij de prijsevolutie van goederen en diensten, zeg maar de evolutie van de index van de consumptieprijzen of de deflator van het BBP, of dient ook de evolutie van de prijzen van activa als aandelen en vastgoed mee te worden opgenomen? Keuze voor de laatste optie betekent dat monetaire autoriteiten hun restrictief beleidsarsenaal dienen aan te spreken wanneer zich op één of meerdere van deze activamarkten een zeepbel begint te vormen. Gereputeerde monetaire economen als Charles Goodhart van de London School of Economics en Paul De Grauwe van de KU Leuven onderschrijven deze visie³⁴. De centrale banken, aldus deze zienswijze, dienen te handelen wanneer een bubble zich begint te vormen en wachten beter niet tot de openspating ervan.

In middens van centrale bankiers leeft veel weerstand tegen deze visie op hun opdracht. Tijdens het jongste Jackson Hole Symposium georganiseerd door de FED Kansas City zette FED-directeur Frederic Mishkin de redenen voor die weerstand nog eens haarfijn op een rijtje³⁵. Centraal daarbij staat de vraag hoe kan vastgesteld worden of prijsstijgingen voortvloeien uit normale marktverhoudingen dan wel als gevolg van speculatief gedrag zich tot een zeepbel ont-

wikkelen. Zelfs indien centrale bankiers het bestaan zouden kunnen vaststellen van een zeepbel dan rijst voor hen de beleidsvraag rond de middelen die ze kunnen/moeten aanwenden om die zeepbel te “ontluchten”. De beste optie, aldus Fredric Mishkin, bestaat er voor centrale bankiers in om afzijdig te blijven en het nodige te doen eens de zeepbel barst. Zijn stelling luidt dat men op basis van de ervaringen van de jongste decennia terzake een voldoende gesofisticieerde knowhow heeft weten op te bouwen om de-bubbings met voldoende vertrouwen te kunnen aanpakken.

De discussie tussen het Mishkin-kamp en dat van Goodhart & De Grauwe gaat naar de essentie van het monetaire beleid. Het staat in de sterren geschreven dat in het zog van de huidige financiële crisis deze discussie alleen maar aan intensiteit zal winnen. De econoom die hieromtrent voor een heuse doorbraak kan zorgen, mag zich meteen opmaken voor een Nobelspeech in Stockholm.

Re-regulering

Omtrent dit punt kunnen we kort gaan. Het staat zo goed als buiten kijf dat de huidige financiële crisis aanleiding zal geven tot nieuwe reglementering van financiële markten. Zelfs de erg liberale Amerikaanse minister van Financiën Henry Paulson acht dit onvermijdelijk om “yesterday’s excesses” te voorkomen³⁶. FED-voorzitter Ben Bernanke koppelde voorstellen om rommelhypotheken uit de markten weg te nemen vrij expliciet aan de noodzaak tot aanvaarding van nieuwe reglementering van de hypothecaire kredietmarkten in de VS. Bijzondere aandacht bij deze hernieuwde aandacht voor regulering zal zeker uitgaan naar de rating agencies als Moody’s en Standard & Poor’s.

Gekoppeld aan dit thema is ook het gegeven dat er bij financiële instellingen een terugkeer naar de basisregels inzake kredietverlening zal waar te nemen vallen. Klassieke, stevige klanten die eenvoudige kredieten nodig hebben, zullen terug meer de aandacht van bankiers krijgen. Laatstgenoemden hebben allicht even hun buik vol van alerhande exotische derivaatproducten.

33 Zie hieromtrent bijvoorbeeld Cecchetti e.a., 1999 en Hunter, Kaufman, Pomerleano, 2003.

34 Voor Goodhart’s visie, zie The Economist, 2007. Voor die van De Grauwe, zie zijn column in de Financial Times van 2 november 2007.

35 Mishkin, 2007.

36 Paulsen in de International Herald Tribune van 6 november 2007.

Besluit

De tendens tot bijkomende regulering die zich in het zog van de huidige financiële crisis ontwikkelt, geeft hopelijk geen aanleiding tot een doorslaan van de balans in de compleet andere richting. Blinde reguleringsdrift remt niet enkele verdere innovatie ten goede af, het zaait vaak zelf het zaad van toekomstig speculatief onkruid. Deze financiële crisis houdt belangrijke lessen in maar het zou ons inziens zeer verkeerd zijn die te gaan overdrijven en vooral ze los te zien van de historische gegevens.

Bij wijze van besluit voelen we dan ook veel sympathie voor de mening geventileerd door Martin Wolf, de gereputeerde hoofdeconoom van de Financial Times: “Financiële crisissen zijn altijd erg verschillend in de details maar tegelijk erg gelijklopend inzake de essentie ervan. Deze crisis is geen uitzondering op deze regel. Ze verliep volgens het normaal patroon van stijgende prijzen van een aantal activa, toenemende kredietverlening, speculatie, excessen en vervolgens dalende prijzen, falingen en tenslotte paniek. Deze crisis vormt meteen ook de eerste grote test van de nu sterk gesecuriseerde financiële markten”³⁷.

Financiële markten gedragen zich inderdaad geregeld behoorlijk volatiel. Tegelijkertijd spelen zij echter een ontzettend belangrijke alhoewel vandaag in een aantal kringen nog al te zeer onderschatte rol in de sociaal-economische vooruitgang van de mensheid³⁸. We durven de occasionele crisissen die zich voordoen als accidents de parcours omschrijven waarvan de kosten niet opwegen tegen de voordelen die goed en modern functionerende financiële markten afleveren. Doordachte, marktconforme regulering en attent optreden van de monetaire autoriteiten volstaan om de ontsporingen van financiële markten qua maatschappelijke kost ruimschoots binnen de perken te houden. Uitvergroten van de excessen en minimalisering van de verdiensten leiden tot ondoordacht en inefficiënt beleid.

De laatste zin uit hoger vermeld citaat van Martin Wolf verdient tot slot ook de nodige aandacht. Hoe vreemd dat voor sommigen vandaag ook moge klinken, zowel de tendens tot securisering als de ontwikkeling van derivaatproducten zijn en blijven positieve gegevens. Zij dragen ertoe bij dat financiële markten hun bijdrage aan de maatschappelijke vooruitgang nog verder kunnen vergroten. Laat ons dus niet het kind met het badwater weggooien. De huidige problemen met deze instrumenten dienen veeleer als het bovendrijven van jeugdzondes of kinderziektes gezien te worden. Ze kunnen enkel tot een desastreuze systemschok uitgroeien als de autoriteiten hun rol in dit hele proces niet minimaal naar behoren vervullen. Kortom, in termen van de vraag opgeworpen in de ondertitel van deze beleidsnota, lijkt de omschrijving “Correctie van jeugzondes” een meer waarheidsgetrouwe omschrijving van de huidige crisis dan wel de term “systemschok”.

37 Financial Times, 5 september 2007.

38 Voor uitgebreide argumentaties terzake, zie Brenner, 2001 en Rajan & Zingales, 2003. Voor tegenargumentatie, zie Bookstaber, 2007.

Wanneer we het over heuse systeemschokken hebben, komt ons inziens vandaag de grootste dreiging niet vanuit de financiële wereld, meer wel vanuit de geo-politieke hoek. Pakistan, Iran, Irak, Israël en de Palestijnen en vooral de oliebevoorrading vormen maar enkele van die geo-politieke tijdbommen. Wat de oliebevoorrading betreft, maken wij ons geen zorgen op de lange termijn. Op de redenen voor dat optimisme komen we in een latere publicatie terug. Waar de wereld vandaag evenwel grote problemen zou mee hebben, is een ernstige verstoring van het olie-aanbod hier en nu. Gemompel alom over aanslagen op de grote olieterminals in het Midden Oosten voeden die onrust. Goed uitgekiende aanslagen kunnen voor maanden 10% tot 20% van het olie-aanbod wegblazen. De wereld kan leven met hoge olieprijsen. De wereld ziet er echter op slag anders uit als de prijzen nog eens verder zouden verdubbelen of verdrievoudigen als gevolg van terroristisch geweld. Dat zou pas echt een systeemschok zijn.

Referenties

Ahearne, A., Gagnon, J., Haltmaier, J., Kamin, S. (2002). Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s. FED International Finance Discussion Papers, FED, Washington, nr. 729.

Aron, J., Meellbauer, J. (2006). Housing Wealth, Credit Conditions and Consumption. University of Oxford: CSAE, working paper 2006-08.

Bernanke, B. (2000). Essays on the Great Depression, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bernanke, B. (2002). Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Speech gehouden voor de National Economists Club, Washington, 22 november.

Bernanke, B. (2005). The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit. Sandridge Lecture: Virginia Association of Economics (FED).

Bernstein, P. (1992). Capital Ideas: The Remarkable Origins of Modern Wall Street, New York: Free Press.

Bernstein, P. (2007). Capital Ideas Evolving, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Bookstaber, R. (2007). A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Brenner, R. (2001). The Force of Finance. Triumph of Capital Markets. New York: Texere.

Bruno, M., Sachs, J. (1985). Economics of Worldwide Stagflation. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Cecchetti, S., e.a. (1999). Asset Prices and Central Bank Policy. Genève: International Center for Monetary and Banking Studies.

Chancellor, E. (1999). Devil Take the Hindmost. A History of Financial Speculation. New York: Farrar, Straus & Giroux.

Das, S. (2006). Traders, Guns & Money. Knowns and Unknowns in the Dazzling World of Derivatives, Londen, Prentice Hall.

Fingleton, E. (1995). Why Japan is Still on Track to Overtake the U.S. by the Year 2000. New York: Houghton Mifflin.

Friedman, M., Schwartz, A. (1963). A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton NJ: Princeton University Press.

Geisst, C. (2002). *Wheels of Fortune. The History of Speculation from Scandal to Respectability.* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Glaeser, E., Devooght, K., Van Overtveldt, J. (2006). Ongelijkheid. Nieuwe sporen voor een vastgeroest debat. Wilrijk: VKW Metena, *Cahier* nr. 1

Greenspan, A. (2007). *The Age of Turbulence. Adventures in a New World.* New York: The Penguin Press.

Hama, N. (1998). Japan: Een Gevallen Idool. *Trends Review*, februari.

Hartcher, P. (2006). *Bubble Man. Alan Greenspan and the Missing 7 Trillion Dollars,* New York: W.W. Norton & Company.

Hunter, W., Kaufman, G., Pomerleano, M. (2003). *Asset Price Bubbles. The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies.* Cambridge, Mass.: MIT Press.

Ibrahim, R. ed. (2007). *The Al Qaeda Reader,* New York, Random House

International Monetary Fund. (2007). *World Economic Outlook. Globalization and Inequality.* Washington: IMF, October.

Leamer, E. (2007). Housing and the Business Cycle. Paper voorgedragen op het Jackson Hole Symposium van de Federal Reserve Bank of Kansas City, augustus.

Mishkin, F. (1991). Assymetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. In: **Hubbard, G., ed.** (1991). *Financial Markets and Financial Crises,* Chicago, University of Chicago Press.

Mishkin, F. (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Paper voorgedragen op het Jackson Hole Symposium van de Federal Reserve Bank of Kansas City, augustus.

Rajan, R., Zingales, L. (2003). *Saving Capitalism from the Capitalists. Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity.* New York: Crown Business.

Riedel, J, Jin, J., Gao, J. (2007). *How China Grows. Investment, Finance, and Reform.* Princeton, NJ: Princeton University Press.

Rubin, R. (2003). *In An Uncertain World. Tough Choices from Wall Street to Washington.* New York: Random House (met Jacob Weisberg).

Summers, L. (2007). Beware the moral hazard fundamentalists, *Financial Times*, 24 september.

The Economist. (2007). Only Human. A Special Report on Central Banks and the World Economy. Londen: The Economist, 20 october.

Van Wolferen, K. (1989). The Enigma of Japanese Power: People and Politics in a stateless Nation. Londen: Macmillan.

Warburton, P. (1999). Debt & Delusion. Central Bank Follies that Threaten Economic Disaster. Londen: Penguin Press.

voorheen reeds verschenen in de reeks beleidsnota

1. De concurrentiepositie van België anno 2004: het falen van de loonnorm

door Marc De Vos, Geert Janssens, Johan Van Overtveldt

2. De relatie tussen loonlastenverlaging en jobs

door Jozef Konings

3. 'Duovaardigheid' bevorderen: op weg naar een organisatie die resultaatgerichtheid en aanpassingsvermogen met elkaar verzoent

door Julian Birkinshaw, Cristina Gibson, met Aimé Heene

4. Rusland na het communisme: een normaal land

door Andrei Shleifer en Daniel Treisman

5. Loonkosten en jobcreatie: regionale en sectorale verschillen

door Jozef Konings

6. Snelle jongens: Naar een betere intergratie van nieuwkomers in de onderneming

door Keith Rollag, Salvatore Parise, Rob Cross en ingeleid door Leon Vliegen

7. Venootschapsbelasting in Europees perspectief

door Hylke Vandenbussche

8. Zin en onzin van fusies en overnames

door Herman Vantrappen, Koen Dejonckheere, Paul Van Hooghten

9. Mobiliteit, rekeningrijden en de prijsstructuur in de transportsector

door Bruno De Borger

10. Notionele interestaftrek: een nieuwe fiscale incentive

door Chris Vandermeersche

11. Leidt de EU-uitbreiding tot sociale afbouw?

door Filip Abraham

12 A. Het QWERTY-model. Sociaal-economisch overleg in België

door Johan Van Overtveldt, Geert Janssens en Serge Huyghe

12 B. De AZERTY-toets. Internationale lessen voor het Belgisch overlegmodel

door Johan Van Overtveldt, Geert Janssens en Serge Huyghe

13. Venootschapsbelasting, tewerkstelling en groei

door Jozef Konings en Hylke Vandenbussche

- 14. Processie van Echternach. Het Belgische concurrentievermogen: twee vooruit, drie achteruit**
door Geert Janssens en Johan Van Overtveldt
- 15. Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen in Vlaanderen**
door Xavier Carbonez
- 16. Blind date!? Het psychologisch contract als uitdaging voor HRM**
door Dirk Buyens, Ans De Vos en Thomas Dewilde
- 17. Kortsluiting op energiefactuur. Stijgende energieprijzen zijn voetveeg voor concurrentiekracht**
door Daan Killemaes
- 18. Aandeelhouderswaarde. Tien principes om ze te creëren**
door Alfred Rappaport. Met uitgebreide commentaar van Ignace Van Doorselaere
- 19. Röntgenfoto van de Belgische economie. Tien zwakke plekken van onze economie. Prioriteiten voor de begrotingsopmaak**
door Caroline Ven
- 20. Ondernemingsparticipatie. De betere kruiden in de soep**
door Geert Janssens
- 21. Concurrentiekracht en deugdelijk economisch bestuur. Welke beleidselementen bepalen onze concurrentiekracht?**
door Geert Janssens, Caroline Ven en Lode Vereeck

De internationale geld- en kapitaalmarkten vertoeven in diepe crisis.

De excessen van de voorbije jaren eisen nu ook hun tol in de reële economie. Toch komt het niet tot een heuse systeemcrisis.

vwk Metena

Vertrekkend vanuit een economische oriëntatie doet **vwk Metena** aan onderzoekswerk dat betrekking heeft op brede maatschappelijke problemen en discussies.

verantwoordelijke uitgever

vwk Denktank
Sneeuwbeslaan 20
2610 Wilrijk

www.vkwmetena.be
vwk.metena@vwk.be