

BOEKBESPREKING

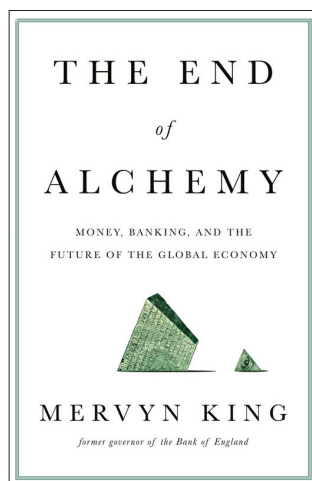
# The End of Alchemy

**A**ls president van de Bank of England van 2003 tot 2013 heeft Mervyn King niet alleen meegemaakt hoe zeer (centrale) bankiers en economen zich hebben verkeken op de signalen die de grootste financiële crisis sinds de Grote Depressie aankondigden, maar was hij ook een van de hoofdrolspelers bij het oplossen van deze crisis. Zijn recente boek vormt een trefzekere analyse van de oorzaken van de crisis en biedt waardevolle lessen voor beleid en toezicht.

King vertelt zijn verhaal aan de hand van vier concepten die de basis vormen voor zijn verklaring van het ontstaan van de crisis: *onevenwichtig-heden*, waarbij hij verwijst naar de persistente handelsoverschotten en -tekorten in de wereldeconomie sinds de val van de Berlijnse muur, *radicale onzekerheid*, waarbij hij stelt dat knightiaanse onzekerheid (waarbij de toekomst onbekend en onvoorspelbaar is, in tegenstelling tot bij risico, waarbij men de illusie heeft de waarschijnlijkheid te kennen) op dit moment een van de grootste problemen voor centrale banken vormt, het *gevangenendilemma*, een verzamelterm voor individuele rationale uitkomsten die sociaal niet optimaal zijn, en *vertrouwen*, dat volgens King een oplossing kan zijn voor het gevangenendilemma.

Zijn uiteindelijke verklaring voor het ontstaan van de financiële crisis is wellicht weinig verrassend: hij wijst op de deregulering van financiële markten en de *search for yield* vanwege de dalende reële rentes – waarbij het overigens jammer is dat hij weinig kritisch is over het te ruime monetaire beleid vóór de crisis. Zijn oplossing om een volgende crisis te voorkomen, is echter zeer opmerkelijk: hij stelt voor dat centrale banken zich, naar analogie van Bagehots *Lender of last resort*, als *Pawnbroker for all seasons* (PFAS) moeten opstellen, letterlijk vertaald de lommerdhouder voor alle seizoenen.

Deze oplossing komt voort uit Kings traumatische ervaring als president van de centrale bank ten tijde van val van Northern Rock en de redding van de Royal Bank of Scotland: hoewel hij aanvankelijk tegen een bail-out van Northern Rock was, zag hij zich gedwongen tot het verschaffen van liquiditeit vanwege het gevaar voor het financiële systeem, zonder enig zicht te hebben op de kwaliteit van het onderpand. Met zijn PFAS-plan wil hij



Mervyn King  
*The End of Alchemy: Money, Banking, and  
 the Future of the Global Economy*  
 W.W. Norton & Company

voorkomen dat de centrale banken ooit nog in een dergelijke positie geraken: hij wil niet ex post, zoals tijdens de problemen tijdens de crisis gepoogd werd te doen, maar ex ante de centrale bank de kwaliteit van de activa van de banken laten beoordelen, dus vóórdat de banken bij een crisis (bankrun) beroep moeten doen op een kredietlijn bij de centrale bank, die in zo'n geval geen andere optie heeft dan krediet te verlenen.

Het PFAS-plan vormt daarmee een alternatief voor andere veelvuldig naar voren gebrachte oplossingen, zoals het Chicago-plan van *full reserve banking*, waarbij banken bij kredietverlening niet meer geld mogen scheppen dan wat zij aan kasreserves aanhouden, en het

voorstel van Anat Admati en Martin Hellwig uit 2013 om de banken minimaal een kapitaalratio van 25 procent ten opzichte van hun totale activa aan te laten houden. Het Chicago-plan, dat in de jaren twintig van de vorige eeuw werd ontwikkeld door Irving Fisher, Frank Knight en Henry Simons en werd ondersteund door Milton Friedman, James Tobin en Hyman Minsky, zou de kredietverlening door banken te zeer beperken, met negatieve gevolgen voor economische groei en werkgelegenheid. De Admati-Hellwig-variant geeft banken weliswaar de mogelijkheid om bij hun kredietverlening meer geld te scheppen dan zij aan kasreserves aanhouden, maar zij beoordeelt niet *ex ante* de kwaliteit van het onderpand van bankactiva.

Met zijn PFAS-plan geeft Mervyn King in zijn opus magnum een oplossing die niet alleen origineel en opmerkelijk is te noemen, maar tevens het probleem van de onzekere kwaliteit van het onderpand van de bankactiva zelf probeert op te lossen. Vanwege de negatieve gevolgen voor de kredietverlening door banken adviseert King wel om het PFAS-plan niet direct, maar geleidelijk in te voeren over de komende twintig jaar. Daarnaast kan men zich afvragen of zijn plan niet tot te veel discretie bij centrale banken leidt – dit hangt echter ook af van de concrete invulling. Al met al is het boek een *must read* voor (centrale) bankiers, economen, politici, studenten en andere geïnteresseerden.

**SYLVESTER EIJJFINGER**

Hoogleraar aan Tilburg University en  
 president van Tilburg University Society