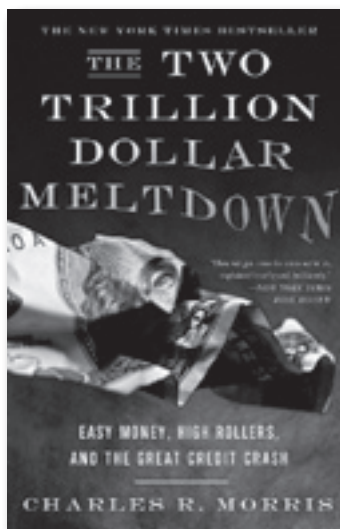


De redactie nodigt lezers uit boeken te recenseren voor deze rubriek

Als een tegenvoorbeeld volstaat om een stelling te weerleggen, dan is de populaire stelling dat de kredietcrisis onvoorspelbaar was onhoudbaar. Morris signaleerde in zijn recentelijk geactualiseerde *The two trillion dollar asset meltdown* de crisis begin 2007. Anderhalf jaar voor de val van *Lehman Brothers*, twee jaar voor het Haagse crisisoverleg, en toen bonussen van tweehonderd miljoen dollar nog heel gewoon waren.

De analyse van Morris begint met het loslaten van de goudstandaard in 1971 om de Vietnam-oorlog te bekostigen. Hierdoor werd een waardedaling oftewel depreciatie van de dollar mogelijk; zo verdubbelde de dollargenoteerde goudprijs bijvoorbeeld meermalen in de jaren zeventig. Vervolgens beschrijft Morris het verloop van de aandelenbubbel aan de hand van drie voorbeelden. De daling van de Dow Jones met 22 procent tijdens de Wall Street crash in 1987 is het bekendste voorbeeld, maar ook de *Savings and Loans*-crisis van Amerikaanse spaarbanken begin jaren tachtig en het faillissement van het hedgefund LTCM in 1998 na de val van de roebel lieten een derangerend financieel systeem zien. Dit systeem werd na elke crash aan de gang gehouden door renteverlagingen van de Federal Reserve, waarmee de consumptenvraag hoog bleef en schulden goedkoop konden worden geherfinancierd. Zo was de reële rente in de periode van 2001 tot 2004 met een nominale rente van een procent negatief, waarmee geld lenen gratis was. Hiermee belandt het boek bij de recentere gebeurtenissen die de krantenlezer goeddeels bekend zijn maar waarover het boek aardige gegevens geeft. Zo vervijfenvoertigvoudigde de Collateralized Debt Obligation-markt (door banken doorverkochte schulden aan pensioenfondsen, hedgefonds en verzekeraars) tussen 2001 en 2007 naar een waarde van 45 miljard. De huizenprijzen stegen in deze periode jaarlijks met veertien procent, terwijl de totale waarde van effecten toenam van honderd procent naar 370 procent van het nationaal inkomen. Verder daalde de spaarquote, waarmee het aandeel van consumptie in het nationaal inkomen van 66 procent in 1980 steeg naar 72 procent. Het tekort op de betalingsbalans steeg van 1,3 naar 4,8 procent; tegelijkertijd nam het aandeel dat naar de productiefactor arbeid ging in de vorm van lonen af van 60 procent in 1980 naar 56 procent in 2007. Kortom, Amerika consumeert meer dan het produceert, verdeelt die consumptie steeds meer onder kapitaalverschaffers en financiert die met obligaties die steeds ongeloofwaardiger worden omdat het tekort op de betalingsbalans en het overheidstekort



Morris, C. (2007) *The two trillion dollar meltdown; easy money, high rollers, and the great credit crash*. Philadelphia: PublicAffairs.

steeds groter worden. De laatste fase van deze onhoudbare toestand wordt gevormd door het opkopen door de Federal Reserve, ofwel de belastingbetaler, van bedrijfsobligaties. Hiermee is de geldpers definitief aangezet, tenzij de obligaties later teruggeplaatst worden, wat de auteur evenwel als ongeloofwaardig betwist.

De auteur onderscheidt drie overeenkomsten in de crashes van de afgelopen decennia die hem al voor 2007 tot de overtuiging brachten dat de huidige crisis niet een breuk is met de afgelopen decennia maar de onvermijdelijke uitkomst ervan. Ten eerste ontstond een ongereguleerd schaduwbankensysteem van hedgefonds. Dit vergrootte het tweede probleem, moreel gevaar. Vermogensbeheerders en

banken nemen grote risico's met andermans geld. De winsten daarvan zijn geprivatiseerd en worden daarmee geïnternaliseerd, de verliezen worden evenwel niet geïnternaliseerd want ze zijn gecollectiviseerd. De markt, zo stelt de auteur, is daarmee geen oplossing voor het probleem van moreel gevaar. Derde probleem zijn wiskundige risicomodellen die gezond verstand vervangen door incorrecte aannamen, bijvoorbeeld over kredietwaardigheid, en een historische blik inruilen voor tijdreeksen die hooguit 25 jaar teruggaan, ongeveer zeven decennia te weinig.

Het boek is zeer kritisch getoet, zonder evenwel de voordelen van marktwerking en financiële innovatie onbenoemd te laten, of te stellen dat de overheid voor alles een oplossing is. Minpunt van het boek is dat er soms meer beweerd dan aangetoond wordt. Zo stelt Morris dat hedgefonds elkaar tegen een hoge prijs en met terugkoopbepaling aandelen verkochten, om de *marked-to-market*-waarde van hun activa hoog te houden. Interessant en relevant, maar dat is geen substituuut voor het staven van die bewering. Het opmerkelijkste aan Morris' analyse blijft evenwel dat deze vóór de crisis geschreven is. Een toevalstreffer, gevolg van de omstandigheid dat er altijd wel mensen zijn die de grote ineenstorting aankondigen, en er dus altijd wel iemand gelijk heeft? Nee, daarvoor is de analyse van Morris uiteindelijk te lucide, geïnformeerd en overtuigend. Zijn uitgangspunt daarbij is eenvoudig: *"unsustainable trends have the tendency to stop"*. Het beste risicomodel blijkt gezond verstand, een sceptische houding en een historische blik. Het zag de grootste crisis van de afgelopen decennia in ieder geval aankomen.

DAVID HOLLANDERS

Promovendus Universiteit van Tilburg