Terug naar ouderwets financieren met middelen die iedereen begrijpt

Tekst:
Prof. Dr. A.W.A. Boot
Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam
(Gepubliceerd: 20 september 2008 NRC)

De jaren 20 waren met name voor Amerika euforische jaren totdat de beurscrash van 1929 daar een abrupt einde aan maakte. Deze episode doet denken aan de achter ons liggende jaren 90. Net als in de jaren 90 onderging de maatschappij in de jaren 20 grote veranderingen. Was het in de jaren 90 de ICT-revolutie (toepassingen van informatie- en communicatietechnologie), in de jaren 20 was het de toepassing van elektriciteit. De economie realiseerde in beide decennia grote productiviteitsstijgingen en hoge werkgelegenheid, in combinatie met lage inflatie. Het meest opvallende zijn ongetwijfeld de extreem hoge rendementen op de effectenbeurs in beide decennia. Zowel van 1923 tot 1929 als van 1994 tot 2000 steeg de beurs met 17 procent per jaar na inflatie.

Euforie gaat bijna altijd hand in hand met excessen. Zo was in de jaren 20 en de jaren 90 sprake van (naar later bleek) veel te hoge investeringen in het 'nieuwe', bijvoorbeeld in telecom eind jaren 90. In zo'n klimaat worden aandelenkoersen opgestuwd, iedereen wil meedoen, het feest moet vooral doorgaan – waarbij manipulatie niet wordt geschuwd. Zie de piramide-achtige beleggingen in aandelen net voor de beurscrash van 1929 en de accountingschandalen rond 2000.

Aan alle euforie komt ooit een einde en dat gaat zelden zachtzinnig. De euforie van de jaren 90 leidde weliswaar tot een zeer zware correctie op de beurs, maar de koersval had een beperkt negatief effect op de economie als geheel en op financiële instellingen in het bijzonder.

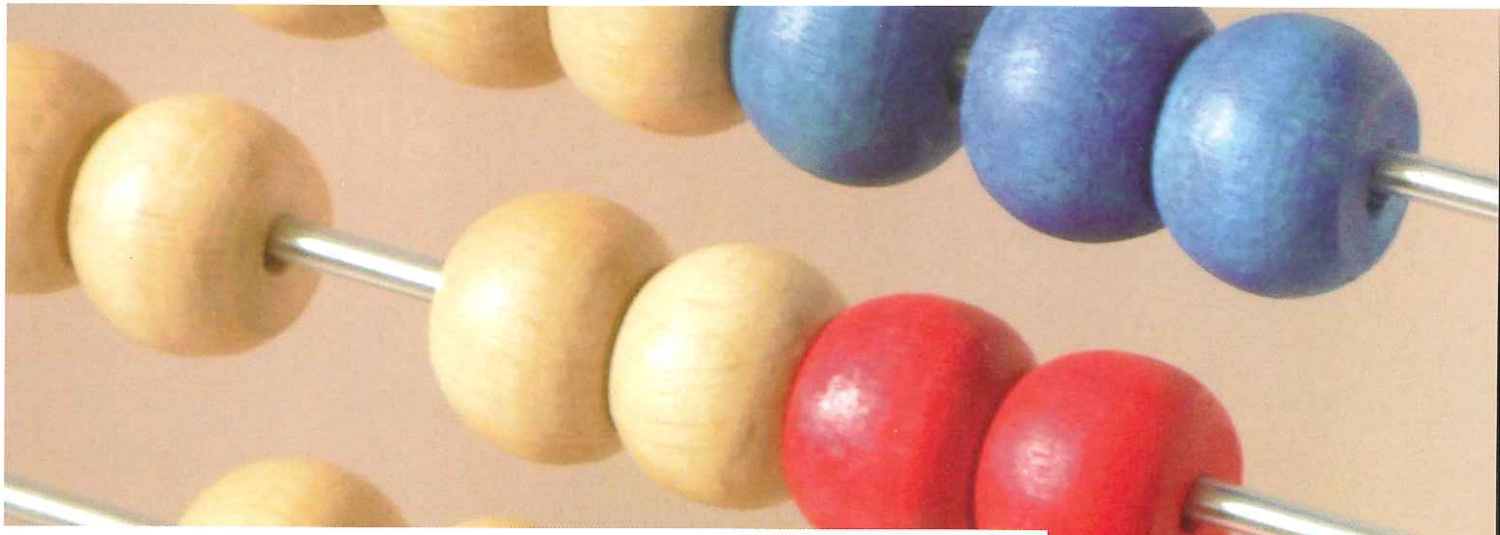
Maar, en dat is weer een verschil tussen 1929 en nu: toen verergerden de banken de crisis. Zij waren spinnen in het web van de beurshausse, via leningen betrokken bij de financiering van aandelenportefeuilles, en raakten dus prompt in financiële moeilijkheden toen de beurskoersen kelderden. Natuurlijk, er waren meer oorzaken van het massaal falen van banken toen. Zo kenden banken in die jaren ook geen betrouwbare verzekering van deposito's, dus bank runs waren onvermijdelijk. Ook was de Amerikaanse centrale bank tijdens de crisis van 1929 terughoudend in het verschaffen van liquiditeit. Wijlen Milton Friedman zag dit als de grootste fout van de centrale banken in de vorige eeuw, en als de voornaamste oorzaak van de diepte van de crisis van de jaren 30. Immers, een krapgeld politiek in een periode van tegenspoed verstikt de economie.

Bij de koersval van 2001 en in de huidige crisis is lering getrokken uit deze les. Het monetair beleid is ruim: de geldhoeveelheid wordt op peil gehouden. Agressieve liquiditeitsinjecties naar individuele banken moeten er daarnaast voor zorgen dat iedereen toegang heeft tot genoeg 'smeerolie', en niet ten onder gaat aan een gebrekkige toegang tot liquide middelen terwijl de desbetreffende instelling solvent is. De agressiviteit waarmee dit laatste nu gebeurt, is echter uniek. Het risico bestaat dat zwakke partijen die mogelijk wel solvabiliteitsproblemen hebben, hier lang van hebben kunnen profiteren en op die manier de oplossing van de crisis niet alleen hebben vertraagd, maar ook verergerd. Het doet lijken op Amerikaanse luchtvaartondernemingen die, als ze in financiële moeilijkheden zitten, zich jarenlang verschuilen achter 'Chapter 11' – een soort surseance procedure – en doorvliegen zonder echt aan hun gezondheid te werken.

Hier is een vergelijking met de Zweedse bankcrisis van begin jaren 90 op zijn plaats. Deze kon snel worden opgelost omdat de Zweedse overheid de zieke banken meteen overnam en reorganiseerde. De huidige crisis heeft echter een moeilijker te behappen oorzaak (subprime hypotheken verstopt in allerlei complexe instrumenten), een veel grotere schaal en een betrokkenheid van zeer diverse en met elkaar verweven financiële instellingen. Het 'geredde' AIG bijvoorbeeld was een verzekeraar die nogal ver van zijn leest was afgeraakt en zakenbankje speelde op een ongekende schaal. Een breed reddingsplan voor de 'overname' van de financiële sector, of althans de slechte delen daarvan, door de Amerikaanse overheid, is dan ook uitermate complex.

De complexiteit van vandaag maakt het ook moeilijk om zich voor te stellen dat in 1933 de toenmalige president Franklin D. Roosevelt een algemene sluiting van alle banken afdwong (bank holiday) om vervolgens na het passeren van noodwetgeving solvabele instellingen weer toe te staan de deuren te openen.

Het historische plaatje zou niet compleet zijn als de grote internationale macro-economische instabiliteit van zowel de jaren 30 als nu zou worden genegeerd. Destijds bleef de crisis niet beperkt tot de Verenigde Staten. Hoewel een veel minder grote verwevenheid van de wereldeconomie toen voor de hand lag, was na de Eerste Wereldoorlog sprake van een nauwe verwevenheid van Amerika en Europa. De Europese landen waren door de Eerste Wereldoorlog verzwakt. Duitsland en het Verenigd Koninkrijk waren sterk afhankelijk van export, en dus kwetsbaar. Bovendien zorgde de zogeheten goudstandaard voor relatief vaste wisselkoersen, en deze prijsde het Verenigd Koninkrijk uit de markt met betalingsbalanstekorten, en dus een kapitaalbehoefte als resultaat. Duitsland zat met zijn opgelegde torenhoge herstelbetalingen. Dus bleef Amerika over als de internationale financier en dat maakte de wereld sterk gevoelig voor de crisis die op donderdag 24 oktober 1929 uitbrak. De kredietcrisis van vandaag is automatisch een internationale crisis vanwege de verwevenheid in het financieel systeem. Maar



"De voedingsbodem van de huidige crisis is natuurlijk het onverantwoorde gedrag van financiële instellingen."

ook de grote internationale kapitaalstromen door de lage besparingen in de VS (met dito betalingsbalanstekort) en de extreem hoge besparingen in bijvoorbeeld China, versterken de verwevenheid en maken het financieel stelsel steeds belangrijker. Deze kredietcrisis is dan ook een wereldwijde crisis.

De voedingsbodem van de huidige crisis is natuurlijk het onverantwoorde gedrag van financiële instellingen. Al dan niet door kuddegedrag gedreven hebben zij veel te veel risico's genomen. Maar toezichthouders treft ook blaam: zij hebben belangrijke steken laten vallen. Ik kan mij niet aan de indruk onttrekken dat de veerkracht die het bankwezen heeft getoond bij de koersval op de beurs in 2001, toezichthouders in slaap heeft gesust met de gedachte dat de sterke verwevenheid van het bankwezen een teken van kracht was. Risico's werden breed gedragen en het systeem als geheel toonde stabiliteit. Nu staat iedereen weer met beide benen op de grond. De verwevenheid van het systeem is een probleem en geen teken van kracht.

Huis-, tuin-, en keukenbanken die louter verantwoorde leningen verstrekken en zich financieren met deposito's (en goed zijn gekapitaliseerd) hebben geen probleem. Banken die of problematische activa hebben (rare instrumenten of slechte hypotheken), of zich (te) kort financieren op de financiële markt of weinig kapitaal hebben, hebben een probleem. En het probleem is groter naarmate ze er meer dan één van hebben. Alle drie tegelijk is overigens dodelijk.

Zij kunnen kiezen tussen twee strategieën: zich stilhouden en hopen dat het overwaait, of snel aansluiting zoeken bij sterkere spelers voordat het monster van de kredietcrisis hen vermorzelt. Afwachten wordt steeds minder een optie, de hoop dat het overwaait wordt inmiddels wel erg zwaar op de proef gesteld. Aansluiting



zoeken bij sterkere broeders wordt steeds populairder. Merrill Lynch (Bank of America), HBOS (Lloyds TSB), Washington Mutual (nog onbekend), en Morgan Stanley (geruchten over Wachovia) hebben deze week hiervoor de deur opengezet. Zij accepteren hiermee het verlies van een onafhankelijk voortbestaan. De activiteiten kunnen echter doorgaan, en liquidaties worden hiermee voorkomen.

Hoewel onvermijdelijk, heeft de kredietcrisis hiermee wel een nieuwe fase bereikt. Sommigen komen met een positieve interpretatie. De markt wordt opgeschoond, de zwakke broeders verdwijnen. De financiële sector wordt gesaneerd. Je kunt het ook negatiever bekijken. Marktpartijen hebben eigenlijk de handdoek in de ring gegooid en zijn opzoek naar dekking. In het geval van de zakenbanken die intrekken bij commerciële banken (de huis-, tuin-, en keukenbanken met deposito's) komt weer een extra rekening te liggen bij de overheid. De bescherming die depositohouders krijgen – veelal gegarandeerd door de overheid – is blijkbaar belangrijk om een stop te zetten op de ontmanteling van zakenbanken. De overheid heeft hiermee weer extras risico's op zich genomen.

Een andere consequentie is dat er nog grotere banken ontstaan. Dit creëert grote problemen voor de toekomst. Individuele banken worden onmisbaar, en overheden worden overgeleverd aan deze spelers. Wat betekent dit voor de stabiliteit van het financieel systeem? Een van de belangrijkste onderzoeksvelden op bancair terrein is het verband tussen concurrentie en stabiliteit.
De traditionele visie is minder concurrentie, meer winsten en dus minder kans dat je omvalt. De moderne visie is dat banken die de concurrentie niet aankunnen (door eigen zwakte bijvoorbeeld) rare sprongen gaan maken om toch overeind te blijven: dus meer risico's nemen om, als het goed uitvalt, te kunnen overleven. Meer respectabele banken zullen echter door concurrentie scherp worden gehouden en dus tijdiger kunnen inspelen op bedreigingen en effectiever kunnen opereren.

Zonder concurrentie valt iedereen in slaap en ontdekken we morgen opeens dat er een paar dinosaurussen ontstaan zijn die geen levensvatbaarheid hebben. Dat is niet bepaald goed voor de stabiliteit. Bank of America, die nu zo trots is omdat ze een overwinnaar is (na de overname van Merrill Lynch), is de reïncarnatie van een bank met dezelfde naam die de grootste bank van de wereld was in de jaren 60, maar failliet ging in de jaren 80. De risico's zijn dus verre van denkbeeldig.

Vrije-markteconomen zullen ook zeggen dat monopoloïde situaties niet goed zijn voor innovatie en vernieuwing. Innovatie en vernieuwing zijn de kern van menselijke vooruitgang en het democratisch kapitalistische systeem. Maar de maatschappelijke toegevoegde waarde van innovaties in de financiële sector behoeft wel enige nuancering.

Innovaties in termen van producten die in de huidige crisis zo'n belangrijke rol spelen, hebben, om het zacht uit te drukken, meer schade berokkend dan voordelen opgeleverd. Echter, de wenselijkheid van deze innovaties verdient het voordeel van de twijfel. Voor toezichthouders en overheden is er wel een heel belangrijke les: innovaties toestaan in de financiële markten zonder deze eerst zelf te begrijpen, en zonder gelijktijdig een toezichtstructuur te ontwerpen, is levensgevaarlijk. Het publieke belang is te groot. Het had dus bijvoorbeeld nooit zo mogen zijn dat een niet gereguleerde markt in derivaten ontstond die alle spelers als dominosteentjes aan elkaar koppelt. Helaas is dat precies wat is gebeurd bij Bear Stearns, AIG en in iets mindere mate bij Lehman Brothers.

De infrastructuur van het toezicht moet gelijke tred houden met de uitbreiding van nieuwe activiteiten. En helaas, dit zal betekenen dat innovaties iets worden afgeremd. Is dit erg? Natuurlijk niet. De financiële sector heeft gewoon een te groot publiek belang om daar te lichtvaardig over te doen. Enige afremming is geen bezwaar. Kijk naar de farmaceutische industrie. Hoe lang duurt het wel niet voordat een nieuw medicijn toestemming krijgt op de markt te komen? Daar zeggen we toch ook niet: we moeten vooral de innovatie niet afremmen dus laat iedereen lekker zijn gang gaan?

Maar er is veel meer nodig. De oneindige en ongrijpbare verwevenheid in de financiële sector moet op enige wijze worden beheerst. Zoals het nu is geregeld, is het voor toezichthouders niet te overzien en maatschappelijk onacceptabel. De kredietcrisis van 2008 en de lessen die hieruit worden getrokken raken het hart van het kapitalisme.

Honderd jaar later zal deze crisis niet vergeten zijn. Als, net als in 1929, ook van deze crisis zou worden gezegd „that it shook capitalism to its foundations" zou mij dat niet verbazen. ■