

Het slechtste van twee werelden.

Even gloorde er hoop voor de beleggende wereld. De Amerikaanse overheid had een plan om het financiële stelsel te redden. Omdat alle hoofdrolspelers in dit plan tot op heden steevast de verkeerde keuzes maakten op basis van deficiënte probleeminschattingen kwam kennelijk bij velen de gedachte op dat er misschien wel helemaal geen probleem was. De reactie was misschien daarom euforisch. Toen de hoogbegaafde leider zelf, zich eloquent en spiritueel als altijd, tot de natie richtte met een dramatische oproep aan het congres om zijn minister van financiën en voormalig topbankier onmiddellijk en zonder diepgaand overleg een "license to steal" te geven, haalde menigéén in Wallstreet opgelucht adem.

Het reddingsplan voorzag in zijn initiële vorm in de opzet van een instituut dat alle slechte c.q. giftige debetposities van banken zou overnemen. De kosten hiervan werden geraamd op ca \$ 700,- mld. Om een beeld te krijgen van de omvang van het probleem en van de mogelijke effectiviteit van de voorgestelde maatregelen zijn hier een aantal zaken op een rij gezet.

De omvang van het probleem wordt, dat is inmiddels duidelijk, niet alleen bepaald door de gebeurtenissen op de hypotheekmarkt. Andere schulden en derivaten zijn weliswaar op dit moment minder zichtbaar, ze zijn zeker zo gevaarlijk. Belangrijk is ook wie (naast speculerende Wallstreet bankiers) de houders zijn van explosief of giftig financieel materiaal.

De rentedragende schulden van de VS zijn in kaart gebracht in de kwartaalrapportage van de FED. Gezien de eigendomsverhoudingen in de FED en de relaties met toonaangevende banken is die rapportage waarschijnlijk niet doeltreffend negatief voor de grote banken. De rentedragende schulden vertegenwoordigden in het tweede kwartaal van 2008 volgens de FED een waarde van ca \$ 51.000,- miljard. Daarvan namen de huizenhypotheken ruim \$ 12.100 mld voor hun rekening, de commerciële hypotheken hadden een waarde \$ 2.600 mld. De overige schulden zijn overheidsleningen, consumptieve kredieten, credit cards en bedrijfsleningen.

Van de hypotheken op woonhuizen is het nu algemeen bekend dat er grote problemen zijn. De prijzen van huizen zakken, er zijn hypotheken verstrekt aan personen die niet kredietwaardig zijn en derivaten die op deze leningen zijn gebaseerd trekken nu een spoor van vernietiging door de financiële wereld.

De markt voor commercieel vastgoed verslechtert op dit moment snel, de daarvoor verstrekte hypotheken (\$ 2,6 triljoen) bevatten op dit moment al veel potentiële schade.

Alleen al de overname van de verplichtingen van de FM's belooft een bedrag van \$ 5.400 mld. In de pijlijn zitten daarnaast nog tegenvallers bij de volgende groepen/activiteiten.

- Over te nemen schulden van lokale overheden, (\$ 160 mld),
- uitgevers van asset backed securities, (\$ 21.000,- mld),
- niet bancaire uitgevers van hypotheken (\$ 500,- mld),
- financiële coöperaties (\$ 350,- mld),
- levensverzekeraars (\$ 70,- mld),
- pensioenfondsen (niet te overzien)
- hulp aan omvallende reuzen uit de auto motive sector en andere bedrijfstakken (niet te overzien) .

Het is niet gemakkelijk in te zien, zelfs voor aan "vrije markt " excessen gevende Amerikanen, waarom bijvoorbeeld lokale overheden, blue collar workers of pensioenfondsen niet geholpen moeten worden en hooggesalarieerde speculerende bankiers wel.

Op basis van diverse soorten leningen zijn derivaten geconstrueerd. Het totaalbedrag daarvan bedraagt ruim \$ 180.000 mld. De mate waarin kapitaaldekking bij de grote Wallstreet banken aanwezig is voor derivaten is gevaarlijk laag. Problemen zullen hieruit met zekerheid voortkomen. De omvang van dit gevaar is zelfs niet bij benadering te bepalen. Zeker is wel dat als de derivatenhoop aan de onderkant gaat schuiven, er "Financial massdestruction" (Warren Buffet) zal plaatsvinden.

Waarschijnlijk zijn de derivaten op dit moment de kern van het systeemrisico waarmee de financiële wereld op dit moment te maken heeft. Ironischerwijs heeft een instrument dat bedoeld was risico te verdelen en daarmee te neutraliseren geleid tot het ontstaan van een niet adresseerbaar veel groter risico.

De zekerheid van crediteuren van banken is minder dan het lijkt. De bij de FDIC (Federal Deposit Insurance Company) aangesloten banken garanderen teruggave tot \$ 100.000,-. Het realiteitsgehalte van die belofte is twijfelachtig als in aanmerking wordt genomen dat:

- de FDIC niet meer dan \$ 78,- mld ter beschikking heeft om claims van gedupeerden te honoreren,
- er naar schatting 1479 aangesloten primaire banken, met \$ 2.400 mld aan verplichtingen, gevaar lopen om te vallen en
- volgens dezelfde schattingen 158 aangesloten spaarbanken met \$ 756 mld aan vorderingen, in de gevarenzone verkeren.

Hoewel het bovenstaande als overzicht niet volledig is moge wel duidelijk zijn dat de omvang en diepte van het probleem zodanig is dat het uitgetrokken bedrag van \$ 700 mld zelfs geen bruikbaar begin van een oplossing kan bieden. Kort samengevat \$ 700 mld is veel te weinig!

Een geheel andere vraag die opkomt naar aanleiding van de plannen van de regering Bush is, los van morele afwegingen, die naar de haalbaarheid van het genoemde bedrag. Of anders gesteld:

- is de regering van de VS in staat zich te houden aan het genoemde bedrag van \$ 700 mld en vooral
- kan de markt een dergelijk groot bedrag aan?

De eerste vraag is met het voorgaande van een aantal bedenkingen voorzien. Er aan toegevoegd kan worden dat de prijs die voor de nagenoeg waardevolle vorderingen van de banken betaald gaat worden niet alleen een moreel maar ook een economisch probleem is. Een marktconforme, dus lage, prijs zal namelijk de meeste noodlijdende banken alsnog over de rand van de financiële afgrond duwen.

In relatie tot de tweede vraag kunnen de volgende opmerkingen worden gemaakt.

- De tekorten van de Amerikaanse federale overheid worden voor 2009 geraamd op ca \$ 500,- mld. In dat bedrag zijn de oorlogsuitgaven en die voor social welfare niet verdisconteerd. Het hulpprogramma betekent dus minimaal een verdubbeling van het begrotingstekort. Het lijkt gezien de te verwachten vraageffecten niet verstandig dit geld direct via belastingverhogingen op te halen.
- De kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid zal, als het geld monetair wordt gefinancierd via treasuries, (hier en daar in Amerikaanse teksten gespeld als trash sure is) schade oplopen.
- De gevolgen voor de rente waartegen geleend moet worden zijn te voorzien, de prijs van krediet zal omhoog gaan.
- Door de hogere rente worden de problemen op de kredietmarkten (dus ook op de geteisterde hypotheekmarkten) niet opgelost, integendeel meer leners zullen in de problemen komen.
- Niet alleen hypotheekleningen worden duurder, ook leningen voor consumptie en investeringen zullen minder betaalbaar worden. Door de grote vraag naar geld door de overheid vindt een "crowding out" van kleinere minder solvente beleggers plaats. In de reële economie komen zowel consumptieve bestedingen als investeringen onder druk te staan. De gevolgen voor de welvaart van de gemiddelde Amerikaan laten zich gemakkelijk raden.
- De gevolgen van de monetaire financiering voor de interne en externe waarde van de dollar kunnen desastreus zijn. De mogelijkheid in het buitenland kredieten op te nemen wordt daardoor, ondanks de hogere rente, hoogst waarschijnlijk niet groter.

De plannen van Paulson en Bush voorzien in hun huidige vorm in hulp aan een aantal machtige financiers door ze te verlossen van slechte vorderingen. De prijs waartegen dit gebeurt is voorsnog een open end regeling. De minister van financiën wordt in zijn uitvoering van deze plannen door niemand gecontroleerd. E.e.a. geschiedt op kosten van de belastingbetaler, die (direct of indirect) te maken gaat krijgen met een teruggang van de koopkracht. Indien de overheid zich houdt aan de \$ 700 mld dan zullen vele financiers alsnog het loodje gaan leggen omdat het bedrag domweg niet toereikend is. De belangen van de "gewone" slachtoffers van de bancaire goklust zijn door de onvoldoende funding van de FDIC verre van zeker gesteld.

Het enthousiasme dat op de beurzen losbrak toen de machtsovername van Paulsen bekend werd gemaakt is eigenlijk onbegrijpelijk. Gewone aandeelhouders hebben in die plannen immers voorgoed het nakijken! De kans is bovendien groot dat de nadelen van overheidsingrijpen nl: gebrek aan tucht van de markt en machtsconcentratie, worden gecombineerd met de nadelen van niet ingrijpen. De ineerstorting van financiële markten gaat in dat scenario door omdat de ingrepen, gegeven de uitgetrokken middelen en de omvang van de problemen, niet effectief (kunnen) zijn terwijl de concentratie van ongecontroleerde macht zich versnelt.

Het apocalyptisch taalgebruik bij het aan de man brengen van de "reddingsplannen" deed denken aan de onderbouwing van een "war on error"

Niet duidelijk werd wie nú de boosdoener is.