

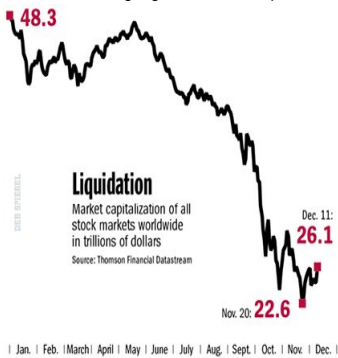
## Crisis en katharsis

De "financial instability hypothesis" zoals die is geformuleerd door de Amerikaanse econoom Hyman Minsky is een bruikbaar denkkader om het mechanisme achter de zich voltrekende financiële systeemcrisis enigszins te begrijpen. Minsky stelt dat de ontwikkeling van het financiële deelsysteem vanuit een situatie van stabiliteit door een endogeen proces uiteindelijk altijd zal uitmonden in financiële chaos. Het is een zich herhalend fenomeen dat zich op grote en kleine schaal in alle geleidingen van het financiële systeem kan voordoen. Zeer schematisch kunnen de kenmerken van het proces als volgt worden beschreven:

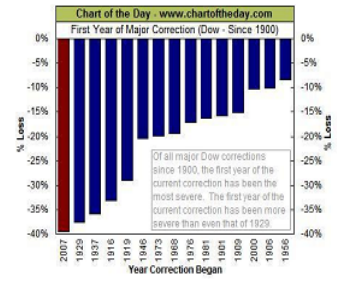
- De ontwikkeling begint met een stabiele fase; deze wordt gekenmerkt door duurzame structuren. Leningen worden inclusief rente terugbetaald uit bestaande goedgeplande inkomsten. De gepercipiëerde veiligheid van deze fase is de voedingsbodem voor toekomstig riskant gedrag.
- Daarna volgt een speculatieve fase, hierin wordt de rente nog uit de lopende inkomsten betaald, doch aflossingen worden steeds frequenter doorgerold naar de toekomst. Dit riskanter gedrag wordt niet door het systeem afgestraft.
- De afnemende discipline brengt het systeem geleidelijk aan in de fase van het schuldenpiramidespel; daarin kunnen rente en aflossing door veel actoren alleen worden betaald als de schulden verder worden vergroot.
- Vroeg of laat volgt de collaps; zoals alle piramideschema's gehoorzamen overrijpe financiële stelsels aan de "wet van groei of implodeer". Zodra nieuwe voeding voor het systeem ontbreekt, bijvoorbeeld door een wegvallen van assetinflatie op één van de deelmarkten, dan zakt een deel van het stelsel, meestal onverwacht, snel en ongecontroleerd, in elkaar; daarbij meerdere (of alle) deelsystemen en soms zelfs de reële economie met zich meeslepend.

De duidende kracht van de theorie van Minsky is al verschillende malen gedemonstreerd, meestal waren de crises zowel in tijdsduur als in breedte vrij beperkt. Monetair kunstgrepen om de werking van het proces te vertragen verergeren, indien toegepast, de omvang van de chaos tijdens de afwikkeling van de eindfase. Door het herhaaldelijke uitstel van de eindafrekening voor kredietballonnen door de FED waren de risicolijnen in 2006 verlengd tot in het hart van het financiële systeem. Er is daarom ditmaal waarschijnlijk sprake van een mondiale systeemcrisis met vergaande gevolgen voor de reële economie. De tekenen die daarop wijzen zijn veelvuldig en onmiskenbaar:

- Na een eerste ronde van steunoperaties t.b.v. banken is deze week op grote schaal een tweede ronde gestart. Het totaal van de gesupleerde bedragen per bank is inmiddels vaak groter dan de balanswaarde van de betrokken banken zelf. Nationalisering van banken is hier en daar al een realiteit. Een groeiend aantal economen bepleit thans een min of meer systematische nationalisering van de uit "wandelande doden" bestaande financiële sector om een grondige zuivering, o.a. door isolatie van giftige assets in separate vehikels (b.v. "bad banks"), gemakkelijker te maken.
- Op beurzen vindt een lang niet gekende afbraak van vermogen plaats; de afnemende marktkapitalisatie is een vorm van assetdeflatie die overal gevolgen zal hebben voor de koopkracht en de werkgelegenheid. De aan "Der Spiegel" ontleende grafiek hiernaast laat zien wat in december wereldwijd de omvang was van het vermogensverlies bij beleggers in aandelen.
- De afbraak van waarde beperkt zich niet tot de aandelenmarkten; ook de onroerend goed markten doen, zeker in de VS, volop mee bij de vernietiging van welvaart. In de grafiek zijn de ontwikkelingen afgezet (als percentage) tegen het bruto binnenlands product van de VS. De er uit blijkende verandering van de vermogenspositie van de gemiddelde Amerikaan zet de euforische verwachtingen van de afgelopen week in een schril licht.



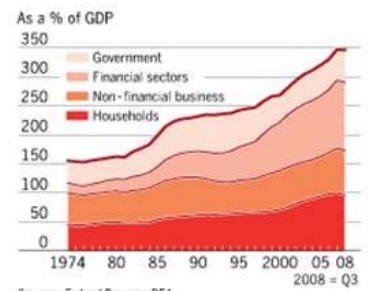
- Niet alleen de omvang van het waardeverval is significant. Minstens even veelzeggend is het tempo van de implosie. De door velen als "benchmark" gebruikte crash van 1929 is dit jaar overtroffen in termen van rampspoed en heftigheid. In het Eurogebied was de klap op de beurzen, hoewel de economische terugval minder was, zelfs nog zwaarder dan in de VS. Verliezen van meer dan 60% in één jaar waren geen uitzonderingen.



- De financiële tijdbom die credit default swaps (CDS) heet is nog niet afgestaan maar dat kan ieder moment gebeuren. Het betreft hier een complex van verzekeringsverplichtingen op (bedrijfs)leningen van meer dan \$ 50,000 mld. Als de reeks faillissementen in de reële sector van de economie werkelijk van start gaat dan wordt "sauve qui peut" het motto.

- De schulden in de VS zijn, hoewel hier en daar gebagatelliseerd, in 2008-Q3 dus exclusief de nog in te boeken stimuleringsprogramma's, gekomen op een niveau van 350% van het nationaal product. Dat ligt 100% boven het niveau waarop de grote depressie startte. Gezien de voornemens van de federale overheid een ronduit gevaarlijke situatie. Twijfels ten aanzien van de houdbaarheid van het stimuleringspakket zijn dan ook niet ongegrond. Een bijkomend probleem is de deplorabele positie van de staten en de lokale overheden. Het jaar 2009 zal door 45 staten met een (constitutioneel verboden) tekort op de begroting worden afgesloten. Bij de gemeenten is de situatie zo mogelijk nog nijpend.

### US sectoral debt ratios



- NB: het GEAB (Global European Anticipation Bulletin), voorspelt een faillissement van de Amerikaanse overheid in de zomer van 2009.
- Dalende rente en verdamping van waarde op de aandelenmarkten en op de markten voor onroerend goed heeft de positie van pensioenfondsen ernstig aangetast. Pensioenstelsels die grotendeels gebaseerd zijn op kapitaalvorming (zoals o.a. in de VS, UK, Canada, Nederland en Denemarken) zullen daarvan de gevolgen ondervinden en gaan wankelen of erger.
- De liquiditeitscrisis onttaardt thans in een brede solvabiliteitscrisis die zich manifesteert in vele sectoren van de economie. Bepalend voor het onderscheid is de mate waarin defecten nog reparabel zijn. Een liquiditeitsprobleem is doorgaans met een lening op te heffen. Een solvabiliteitscrisis openbaart zich niet zelden als een serie financiële zwarte gaten. De nabije omgeving verdwijnt er in en dat vergroot de massa dus de aanzuigende werking van de zwarte gaten verder. Geldschepping (lenen) ten behoeve van uitzichtloze activiteiten is contraproductief en gevaarlijk; schulden accumuleren erdoor terwijl er géén of negatieve toegevoegde waarde wordt gecreëerd. Het is een nog niet beantwoorde vraag of geldschepping, zolang de financiële zwarte gaten actief zijn, elders in de economie inflatie kan veroorzaken.
- Berichten uit Azië en Europa bevestigen het internationale karakter van de crisis. In het EU-gebied worden problemen met banken en sterke terugval van productie, export en werkgelegenheid gerapporteerd. Een aantal Oost-Europese landen balanceert op de rand van een bankroet. Aziatische landen melden voorsnog vooral gevaarlijk inzakkende productie en exporten, wegvallende investeringen en snel toenemende werkloosheid.

In een situatie zoals die hiervoor met ruwe streken is geschetst, kan het niet lang duren voordat het tot in de haarvaten van de maatschappij gaat doordringen dat de crisis waarin de economie nu wereldwijd is gekomen ernstiger en hardnekkiger is dan was gecommuniceerd. Het bewustzijn dat overheden de controle hebben verloren en dat de huidige (werkgelegenheid) en toekomstige (pensioenen) bestaanszekerheden voor velen gedurende een langere periode op de tocht staan (en misschien al zijn verdwenen) kan dan gemakkelijk leiden tot angst en maatschappelijke onrust. Monetair autoriteiten en leiders die kennelijk niet weten dat ze niet in staat zijn stenen in brood te veranderen bieden nu eenmaal niet veel aanknopingspunten voor optimisme op de korte termijn.

Op de lange termijn ligt het anders. Een crisis reinigt het systeem, meestal hardhandig en ten koste van verwoesting. Als fase in een proces beschouwd is een crisis de overgang van een pré-chaotische situatie die voornamelijk bestaat uit bedreigingen naar een nieuwe stabiele omgeving die vooraf niet vermoede kansen biedt.

