
DE KREDIETCRISIS

EEN CRISIS VAN HET NEOLIBERALISME?

NICK MASTENBROEK

INHOUD

Inleiding.....	4
1 liberalisme	6
Het klassiek liberalisme.....	7
Het modern liberalisme	9
Een schizofreen gedachtegoed.....	10
Het neoliberalisme	11
De Chicago school.....	12
Friedrich von Hayek.....	14
Friedmans voorlopers	15
Het ordoliberalisme van Rüstow.....	16
Bevordering van de markt.....	17
Een werkelijk ‘nieuw liberalisme’	20
Monetair beleid	22
Romantisch liberalisme	24
De gemene deler.....	25
Definitie neoliberalisme	26
2 Liberale hervormingen	27
Nieuw-rechts.....	28
De Derde Weg.....	29
neoliberaal beleid?.....	31
Een veranderende maatschappij.....	32
De opkomst van de financiële sector.....	34
Schuldgebaseerde groei	35
Een nieuw financieel systeem.....	37
Ontstaan van de secundaire hypotheekmarkt.....	37
De opkomst van de schaduwbanken	39
Regelgeving	41
Conclusie liberale hervormingen	43
3 De zaden van crisis	43
De toename van de geldhoeveelheid.....	44
Groeiende publieke en private schulden.....	46
De invloed van het buitenland	48
De rol van de Fed	54
Opblazen van de prijzenbel	56
Uitgebreid huiseigenaarschap.....	57
De honger naar risico.....	61
De zaden voor crisis	63
4 De financiële crisis.....	64
De run op de banken.....	65
De bankencrisis	66
Het instorten van de kredietmarkt.....	69
“De markt voor tweedehands auto’s”.....	69
Het einde van een instituut	71
Een internationale recessie	73
De bijzondere positie van de banken.....	73
Vraaguitval.....	75
Conclusie internationale crisis	77

5. Conclusie	78
De lange aanloop naar crisis	78
Intensiteit crisis	80
Een neoliberale crisis?	81
Een blik vooruit.....	83
Overzicht van gebruikte bronnen en literatuur	85
Geraadpleegde bronnen	85
Geraadpleegde Literatuur	85

INLEIDING

1 april 2009, *The City*, Londen: de deuren van bankgebouwen zijn gebarricadeerd en 5.000 politieagenten staan klaar voor een confrontatie met een groep actievoerders. Bankiers komen die dag voor één keer in spijkerbroek naar kantoor, uit angst voor ranselpartijen. Het was niet bepaald het te verwachten tafereel in het doorgaans zo keurige financiële hart van Engeland. De gebeurtenissen die dag waren een gevolg van de woede die zich sinds het uitbreken van de kredietcrisis steeds meer had gericht op bankiers als veroorzakers van de economische crisis. Vooral nadat diezelfde banken na het uitbreken van de economische malheur door de overheid met miljarden werden gesteund terwijl elders ontslagrondes en faillissementen elkaar opvolgden. Volgens de actievoerders moesten de verantwoordelijken maar eens een lesje worden geleerd...

Het zou uiteindelijk allemaal wel meevallen die eerste dag van april in de Engelse hoofdstad, op wat lichte materiële schade na.¹ Dat kan echter van de crisis die de oorzaak van de woede tegen de bankiers vormde helaas niet gezegd worden. Wereldwijd kromp het BNP in 2009 met gemiddeld 2,5 %, de internationale handel daalde zelfs met bijna 10%.² Een dergelijke krimp van de mondiale economie was niet meer voorgekomen sinds de Grote Depressie van de jaren dertig van de vorige eeuw en deed dan ook al snel de herinneringen van omvallende banken en massale werkeloosheid weer herleven.

Ook dat bleek gelukkig schromelijk overdreven. Overheden hadden hun lessen uit het verleden geleerd, zij voorkwamen het omvallen van zogenaamde systeembanken en wisten de verleiding tot het nemen van protectionistische maatregelen die in de jaren '30 zoveel kwaad hadden gedaan, in ieder voorlopig, grotendeels te weerstaan. Toch was de recessie die volgde de hevigste sinds de Grote Depressie en is op dit moment nog steeds onduidelijk hoe lang het zal duren voordat de wereldwijde economie deze daadwerkelijk te boven zal zijn.³

De bankiers kregen dus door velen de schuld in de schoenen geschoven: Deze overbetaalde kapitaalcowboys hadden met hun (in het beste geval) incompetentie of (in het slechtste geval) pogingen tot zelfverrijking, de wereld regelrecht richting een economische ramp gestuurd. Een dergelijke analyse lijkt overdreven en is in ieder geval beperkt. Hoewel zeker verkeerde inschattingen zijn gemaakt door de financiële sector in de aanloop naar de crisis, is lastig vol te houden dat dit de enige verklaring is voor de wereldwijde recessie van vandaag de dag. De personen in kwestie bewogen zich namelijk binnen een kader dat op een bepaalde manier geschapen was. Beter gezegd, achter de individuele acties van de bankiers gaat een manier waarop de huidige economie is ingericht schuil. In plaats van te verzanden in een

¹ 'anti-capitalist demos spiral into violence' *Financial times* (1 april 2009) te raadplegen op: <http://www.ft.com/cms/s/0/c88f8eec-1ec4-11de-b244-00144feabdc0.html#axzz1CtBiUewz>

² *Global Outlook november 2009 main report*. The Economist Intelligence Unit, November 2009

³ Casper van Ewijk en Coen Teulings, *De grote recessie, het centraal planbureau over de kredietcrisis* (Amsterdam 2009) 64

ideologisch geladen spelletje zwarte pietten, kan beter een kritische blik op het systeem als geheel geworpen worden.

De Depressie leidde destijds tot een kritische heroverweging van het tot dan toe gevoerde economisch beleid, Vrij brede overeenstemming bestond dat overvloedig liberalisme aan de kern van de problemen had gelegen. Dit leidde ertoe dat de liberale doctrine van *laissez faire* werd ingeruild voor het economisch management van Keynes. De daarop volgende jaren stonden in het teken van vraagstimulering: gestreefd werd naar een minimale werkeloosheid en, indien nodig, verhoogde overheidsuitgaven wanneer de consument het af liet weten. Ook dit systeem strandde echter nadat het niet bleek opgewassen tegen de economische schokken van de jaren zeventig. In de plaats hiervan zou een beleid van deregulering en een terugtrekkende overheid vanaf de jaren tachtig dominant worden, wat de basis vormde van de huidige economische inrichting. Het lijkt erop dat als gevolg van de huidige gang van zaken een kritische heroverweging van onze economische inrichting opnieuw op zijn plaats is.

Net als na de depressie wordt de huidige recessie in sommige hoeken geweten aan een te liberaal stelsel. In het bijzonder wordt de oorzaak gezocht in het neoliberalisme, de (gedachte achter de) steeds verdere uitbreiding van de markt, ten koste van de staat. Het leidde tot de kritiek dat onvoldoende toezicht en te groot vertrouwen in marktwerking heeft geleid tot de huidige crisis, met als gevolg dat de oplossing is gelegen in meer toezicht en minder marktwerking. Hiermee komen de huidige critici erg dicht bij de opvattingen tijdens het interbellum, toen de Depressie werd verklaard als het falen van de doctrine van *laissez faire*. Dit is op zich opmerkelijk omdat het neoliberalisme juist een poging behelsde om de geleerde lessen te verwerken in het liberale gedachtegoed.

De vraag is dan ook in hoeverre het aanwijzen van neoliberalisme als oorsprong van de crisis terecht is. Dit is van belang omdat het antwoord hierop bepaald in welke richting onze economische inrichting zich de komende periode zal ontwikkelen. Het is in ieder geval een misvatting de mate van overheidsafzijdigheid aan de vooravond van de crisis te vergelijken met die tijdens het Interbellum. Alle pogingen tot de creatie van een kleinere overheid sinds de jaren tachtig ten spijt, de staat is nog steeds een veel actievere participant in het dagelijks leven dan destijds het geval was.

Om tot een afweging van de rol van neoliberalisme in de crisis te komen zal allereerst gekomen moeten worden tot een duidelijke definitie van neoliberalisme. Hoe onderscheidt het zich van 'gewoon' liberalisme en wat zijn de onderscheidende kenmerken? De betekenis van dit begrip is in de afgelopen jaren sterk veranderd en zelfs enigszins vervallen tot de status van politiek scheldwoord. De eerste pagina's van deze tekst zullen zich daarom moeten buigen over een invulling van neoliberalisme die zowel recht doet aan de huidige als de oorspronkelijke betekenis.

Daarvoor zal na deze inleiding begonnen worden met een beschrijving van de liberale ideologie, om daarna duidelijk te kunnen maken hoe het neoliberalisme hierbinnen te plaatsen valt. Vervolgens kan werk gemaakt worden van de zoektocht naar de betekenis van neoliberalisme. Deze begint bij de Chicago school die veelal wordt geduid als liberaal centrum. Vervolgens zal gekeken worden naar historisch gebruik van de term neoliberalisme om uiteindelijk tot de conclusie te komen dat de begrippen minder ver van elkaar verwijderd zijn als op het eerste gezicht lijkt.

Ideeën alleen kunnen echter moeilijk ergens voor verantwoordelijk te houden zijn. Daarvoor is het van belang dat ze geïmplementeerd worden. Vervolgens zal dan ook beschreven worden hoe onder invloed van deze ideeën de Amerikaanse maatschappij sinds de jaren tachtig veranderde. Deze veranderingen vormde echter voornamelijk een kader. De directe aanleidingen voor de crisis gaan niet veel verder terug dan de komst van het nieuwe millennium. Over deze ontwikkelingen zal het derde deel zich buigen. De enorme aandacht die aan de huidige recessie wordt besteed is echter voornamelijk het gevolg van zijn ongekenne diepte. De oorzaken van deze intensiteit vonden voor een deel na het uitbreken van de crisis plaats waardoor deel vier zich zal wijden aan een beschrijving hiervan. Ten slotte zal in het laatste deel een conclusie worden opgemaakt met een antwoord op de vraag in hoeverre neoliberalisme voor de huidige situatie verantwoordelijk dient te worden gehouden

1 LIBERALISME

Liberale gedachten vonden hun oorsprong in het Verlichtingsdenken van de achttiende eeuw, toen de feodale standenmaatschappij plaats maakte voor een kapitalistische samenleving. Het waren de ideeën van een bourgeoisie die in opstand kwam tegen de gevestigde orde van aristocraten. Het liberalisme had in deze begintagen daardoor een radicaal, bij vlagen zelfs revolutionair, karakter: liberale ideeën speelden een belangrijke rol in de Engelse, Amerikaanse en Franse revolutie en de opstanden in het revolutiejaar 1848.⁴

Gedurende de achttiende en negentiende eeuw werden liberale ideeën echter steeds meer gemeengoed in Europa.⁵ Hiermee kwam een einde aan het feodale stelsel dat eeuwenlang de maatschappelijke verhoudingen had bepaald. Ervoor in de plaats kwam een kapitalistische samenleving gebaseerd op liberale waarden. Met elk liberaal succes verloor het gedachtegoed

⁴ Andrew Heywood, *Political ideologies, an introduction* (3de druk; New York 2003) 26 of uitgebreider in John P. McKay, Benett D. Hill en John Buckler, *A history of western civilization* (7de druk; Boston en New York 2003) 691-704

⁵ Hoewel hier tegen in is te brengen dat bijvoorbeeld de effecten van de Franse Revolutie door het congres van Wenen werd teruggedraaid, de opstanden in 1848 hun doelen ook nooit echt bereikten en de Duitse liberalisering grotendeels werd teruggedraaid toen Bismarck de middenklasse niet meer nodig had in zijn strijd tegen de adel zouden al deze ontwikkelingen (en nog vele anderen) bijdragen aan een gestage opmars van het liberalisme gedurende de achttiende en negentiende eeuw.

echter aan zijn aanvankelijke progressiviteit en meer een rechtvaardiging van de nieuwe status quo: een kapitalistisch systeem, onder leiding van een nieuwe, burgerlijke, elite.⁶

Ondanks dat de industriële revolutie ongekeerde welvaartsgroei mogelijk gemaakt had, was dan ook lang niet iedereen gelukkig met deze nieuwe maatschappij. De fabrieksarbeider had weliswaar voor op zijn horige voorvader dat hij bij wet gelijk was aan de fabriekseigenaar waar hij voor werkte, het verschil in leefomstandigheden tussen de onderkant van de samenleving en de maatschappelijke elite was nog steeds levensgroot.⁷

Met andere woorden, gelijkheid voor de wet had niet geleid tot gelijke kansen, wat een aantal intellectuelen tegen de borst stuitte. Hun ideeën zouden de geboorte van het socialisme betekenen maar ook een herziening van het liberalisme beginnen. Een onderscheid daardoor ontstond tussen 'klassiek' en 'modern' liberalisme. De grote verschillen tussen deze twee stromingen maken het liberalisme tot een soms wat schizofrene ideologie.

HET KLASSIEK LIBERALISME

Liberalisme was oorspronkelijk dus in grote mate een reactie op zijn feodale voorganger, waarvan de kern had bestaan uit groepen. Personen ontleenden hierin hun rechten aan lidmaatschap van een familie, dorp, gemeenschap of stand. De ongelijkheid die dit had gebracht, bewoog de liberalen ertoe het individu in plaats van de groep centraal te stellen. Rechten werden bij deze nieuwe ideologie op persoonlijke titel gevoerd. De gelijkheidsgedachte zorgde er zo voor dat de feodale privileges als lid van een groep in het liberalisme werden vervangen door natuurrechten die verkregen werden als mens. Centraliteit van de persoon zorgde echter tegelijkertijd voor een grote aandacht voor ieders unieke talenten en dus de verschillen tussen de individuen.

Beïnvloed door het utilitarisme gingen liberalen ervan uit dat voor een ideale maatschappij een zo groot mogelijk geluk moest worden nagestreefd. Doordat de samenleving voor liberalen niet meer was dan de som van zijn delen kon hiertoe volstaan worden met maximalisatie van elk persoonlijk geluk. Doordat liberalen, met een groot vertrouwen in de rede, het individu zelf het best in staat achtten dit na te streven, richtten zij zich voornamelijk op het wegnemen van belemmeringen bij het nastreven van persoonlijk geluk.

Als gevolg van het geweldsmonopolie is de staat bij uitstek in staat de vrijheid van zijn burgers te beperken waardoor diens macht beperkt moest worden. Overheidsactiviteit was in de ogen van de liberalen vaak het gevolg van paternalisme. Dat was in hun ogen 1) onnodig omdat

⁶ Zowel Marxisten als Hayek waren van mening dat kapitalisme en liberalisme hand in hand gingen Heywood, *Political ideologies* 27

⁷ Weliswaar waren de leefomstandigheden van de fabrieksarbeider waarschijnlijk beter te noemen dan die van een horige boer, de mogelijkheden van de rijke fabriekseigenaren waren wellicht nog een grotere verbetering ten opzichte van hun aristocratische voorgangers. In ieder geval valt wat te zeggen voor de stelling dat de enorme welvaartsgroei eind negentiende eeuw niet gelijk verdeeld was.

individuen in staat zijn hun eigen keuzes te maken, 2) zorgelijk omdat beslissingsmakers mogelijk suboptimale besluiten nemen en 3) potentieel zelfs desastreus omdat beleidsbepalers als redenerende wezens op zoek naar een maximaal geluk, hun eigenbelang een rol kunnen laten spelen bij het formuleren van beleid.

Tegelijkertijd was een sterke staat nodig om de vrijheid van zijn burgers te garanderen: Een leger was nodig ter voorkoming van buitenlandse overheersing en een politie en juridisch apparaat moesten leden van de samenleving tegen elkaar beschermen en toezien op naleving van gemaakte afspraken (lees: naleving van contracten afdwingen). Behalve deze basale functies diende de staat zich echter zoveel mogelijk afzijdig te houden, waardoor de klassiek liberale staat ook wel als 'nachtwakersstaat' wordt omschreven.

Het liberalisme kende, als emancipatoire beweging, een grote drang tot gerechtigheid. Doordat liberalen individuele verschillen benadrukten en gelijkheid een voornamelijk juridische invulling gaven, betekende rechtvaardigheid voornamelijk dat iedereen kreeg wat hem toekwam. In een liberale maatschappij met minimale belemmeringen, was iedereen verantwoordelijk voor eigen slagen of falen. Inkomensongelijkheid was dan ook geen probleem op zich, zolang het een verschil in talent of wil om te werken weerspiegelde.

Waarschijnlijk door de beperkte rol die het liberalisme voorzag voor de overheid, werd veel aandacht besteed aan de inrichting van de private sector. Liberalisme kreeg hierdoor een sterk economische inslag.⁸ Een terugtrekkende overheid maakte plaats voor vrije markten waarin zowel kopers als verkopers baat hadden bij elke transactie, aangezien deze gebeurde op basis van vrijwilligheid.⁹

Door het aantal aanbieders en vragers konden hierin koper noch verkoper invloed uitoefenen op de prijs. Doordat niemand individueel de markt kon beïnvloeden maar wel baat had bij de gemaakte transacties, was de markt zelfregulerend. Overheidsingrijpen was bij correct werkende markten daarom overbodig. Sterker nog, 'als geleid door een onzichtbare hand' leidde vrije markten tot optimale uitkomsten waar de overheid alleen maar van kon dromen.¹⁰ Doordat markten elk individueel geluk maximaliseerden, kon interventie de resultaten in het beste geval evenaren maar waarschijnlijker verstoren. Daarom diende de overheid zich te beperken tot het afdwingen van gesloten contracten en eventueel investeren in 'onmisbare publieke werken en instellingen die voor private partijen onrendabel waren.'¹¹

⁸ Het is natuurlijk ook mogelijk dat liberalen als gevolg van hun economische oriëntatie een kleine rol voor de overheid voorzagen. Belangrijk is hier echter niet wie er eerder was, de kip of het ei, maar dat beiden met elkaar verbonden zijn en de één zonder de ander nooit had kunnen bestaan.

⁹ Om hiertoe te komen ging Smith er vanuit, net als zijn voorgangers in de politieke sfeer, dat het utilitarisme gelijk had in de veronderstelling egoïstisch zijn en op zoek naar materiële bezittingen.

¹⁰ Adam Smith, *The wealth of nations* (paperback editie Londen, enz. 1999)

¹¹ McKay, *A history of western civilization* 655

Extreme toepassing van dit principe leidde tot de doctrine van *laissez faire* waarbij de overheid een werkelijk minimale rol werd toegedicht in de economie. Maximale werktijden of regels tegen kinderarbeid werden hierbij gezien als marktverstoringen die meer kwaad dan goed deden. Deze liberale stroming was nauw verbonden met de opkomst van de industriële samenleving en het kapitalisme en werd dan ook wel, naar de 'geboorteplaats' van het kapitalisme, 'Manchester liberalisme' genoemd.¹²

HET MODERN LIBERALISME

In de jaren dertig van de vorige eeuw raakte het (klassiek) liberale gedachtegoed in zwaar weer. De associatie met een kapitalistisch systeem dat de zaden voor fascisme, communisme en de Grote Depressie leek te hebben gezaaid zorgde voor een crisis van het liberalisme. In brede kring werd gezocht naar een nieuwe maatschappelijke inrichting waarbij een grote mate van overeenstemming bestond dat deze een zekere mate van sociale planning zou moeten behelzen.

Het 'modern liberalisme' (of sociaal liberalisme) was een reactie op de kapitalistische samenleving die was ontstaan uit het klassiek liberalisme. Modern liberale geluiden waren al te horen sinds het einde van de negentiende eeuw maar kwamen pas werkelijk op de voorgrond gedurende de jaren 1930, toen deze het begin inluiden van de sociaaldemocratie en de verzorgingsstaat. Het idee dat vrije markten automatisch het algemeen belang dienden werd ter zijde geschoven waardoor de rol van de staat een nieuwe invulling kreeg.

Voor de klassiek liberalen was vrijheid de afwezigheid van belemmeringen geweest. Modern liberalen waren van mening dat deze vrijheid kon, en moest, worden versterkt door het vergroten van ieders keuzemogelijkheden. Dit vergde een grotere rol voor de overheid, bijvoorbeeld in het onderwijs. Gerechtigheid kreeg zo een bredere dan enkel juridische betekenis en ging een bepaalde mate van gelijkheid inhouden. De afwezigheid van dwang raakte in deze stroming ondergeschikt aan de mogelijkheid tot persoonlijke ontwikkeling.

Gebleken was dat in de kapitalistische samenleving de afwezigheid van overheidsbelemmering geen gelijkheid van kansen had gebracht. Modern liberalen stelden dat, wanneer de markt hier niet in voorzag, de overheid deze gelijke kansen moest garanderen. Zodoende vervingen zij een negatief voor een positief vrijheidsbegrip.¹³ Dit betekende tevens dat individuen niet langer geacht werden enkel eigenbelang na te streven maar een zekere mate

¹² Mckay stelt dat in de vroege negentiende eeuw het liberalisme werd omarmd door ondernemers en een doctrine werd die geassocieerd werd met het bedrijfsleven. Hoewel het liberalisme al van origine de ideologie van de burgerij was zal het hen inderdaad niet slecht uit zijn gekomen dat zij verboden op basis van dit gedachtegoed konden verbieden als belemmeringen op vrije concurrentie en het 'recht op werken'. Lees Mckay, *A history of western civilization* 762.

¹³ Isaiah Berlin, "two concepts of liberty" in *Four essays on liberty* (Oxford 1969). Negatieve vrijheid is de afwezigheid van dwang en staat tegenover positieve vrijheid die een maximum aan keuzes inhoudt. Gedurende de negentiende eeuw zou er een liberale stroming ontstaan die zich, beïnvloed door de sociale misstanden van die tijd, zou gaan richten op positieve vrijheid.

van altruïsme toegedicht kregen waardoor het mogelijk werd beleidsmakers te vertrouwen in hun nastreven van algemeen belang.

Deze nieuwe kijk op overheid en individu had natuurlijk ook gevolgen voor de kijk op de economie, vooral toen de Grote Depressie werd uitgelegd als het falen van de vrije markt. Laissez faire werd verworpen op basis van de groeiende complexiteit van de markten en het gebleken onvermogen van de markt om gelijke kansen te creëren.¹⁴ Dit alles leidde tot een groeiende rol voor de overheid. Deze ging bijvoorbeeld, op basis van de ideeën van John Maynard Keynes, door middel van 'economisch management' de economische conjunctuur bestrijden.¹⁵

Deze nieuwe liberale traditie had een socialistische zweem, waardoor deze stroming niet altijd vanzelfsprekend als onderdeel van het liberalisme wordt gezien. Toch bleven liberale kernwaarden in het gedachtegoed overeind: ondanks de grotere rol voor de staat, kwam het individu vóór de samenleving en hoewel de overheid zijn burgers tot bepaalde acties mocht (of zelfs moest) verleiden, mochten deze nergens toe gedwongen worden. Het individu bleef dus ook in deze nieuwe stroming onafhankelijk en met een eigen verantwoordelijkheid. Met recht kan dan ook gesproken worden van een liberaal gedachtegoed.¹⁶

EEN SCHIZOFREEN GEDACHTEGOED

Liberalisme kan in brede zin gezien worden als een ideologie die streeft naar optimale vrijheid voor het individu. Een verschillende interpretatie van deze vrijheid zorgt echter voor vrij grote verschillen tussen verschillende liberale stromingen. Het klassiek liberalisme had geleid tot wat ook wel Manchester liberalisme genoemd wordt en kende een negatief vrijheidsbegrip. Het vreesde de publieke sector en was (daardoor) sterk op markten gericht en dus economisch georiënteerd. Het ging uit van individuen die uit waren op maximalisatie van hun eigen geluk en dat de ideale maatschappij werd bereikt door hen daar zo min mogelijk in te belemmeren.

Eind negentiende eeuw ontstond in reactie hierop een socialere vorm van liberalisme die een positieve vrijheid nastreefde en uitging van een gelijkheid van kansen. Elk individu moest zichzelf ten volle kunnen ontwikkelen, gerechtigheid werd vervangen door rechtvaardigheid. Hiervoor was aan de ene kant een actievere overheid nodig en aan de andere kant een zekere sociale verantwoordelijkheid voor de leden van de samenleving.

¹⁴ Wat zeer opmerkelijk is omdat zogenaamde marktfundamentalisten juist het omgekeerde volhouden met hun stelling dat de economie te complex is voor een planner om te begrijpen en planning als gevolg daarvan leidt tot op zijn best suboptimale uitkomsten.

¹⁵ Keynes keek in tegenstelling tot de klassieke liberalen naar de vraagzijde van de economie. Waar de klassieke liberalen werkeloosheid zagen als een overschot aan aangeboden arbeid dat kon worden gecorrigeerd door lagere lonen wees Keynes erop dat dit op zijn beurt kon leiden tot verminderde bestedingen. De dalende vraag zou op zijn beurt de prijs wederom onder druk zetten waarmee een vicieuze cirkel geboren was. Door de bestedingen te vergroten kon de overheid de vraag in stand houden en de vicieuze cirkel doorbreken. Sterker nog, doordat elke investering de werkgelegenheid doet groeien is de groei van de vraag groter dan het geïnvesteerde bedrag. Keynes doopte dit verschijnsel de multiplier.

¹⁶ Heywood, *political ideologies* 60

HET NEOLIBERALISME

In zijn huidige context wordt neoliberalisme voornamelijk gezien als (de theorie achter) de ontwikkeling van een terugtrekkende overheid sinds de jaren zeventig van de vorige eeuw.¹⁷ Hoewel deze beweging ook als 'gewoon' liberaal te duiden zou kunnen zijn, lijkt de toevoeging 'neo' voornamelijk gehanteerd te worden wanneer deze geacht wordt het gevolg te zijn van een extreme vorm van laissez faire liberalisme met een dogmatisch vertrouwen in markten ten gunste van het bedrijfsleven.¹⁸

Van een duidelijke definitie is echter helaas geen sprake. De bindende factor bij het gebruik van de term lijkt voornamelijk een verondersteld blind vertrouwen in vrije markten dat door de gebruiker van de term meestal wordt afgekeurd. Het is dan ook geen verrassing dat de term neoliberalisme voornamelijk negatief gebruikt wordt.¹⁹ Veronderstelde neoliberalen classificeren zichzelf dan ook liever als (klassiek) liberaal, libertair of zelfs conservatief.²⁰

Een belangrijke oorzaak voor het ontstaan van de negatieve en radicale invulling van de term neoliberalisme is waarschijnlijk de gewoonte van Chileense intellectuelen om sinds de jaren zestig, dus nog voor de coup tegen Allende, marktbevorderende hervormingen als *neoliberalismo* te typeren. Onder leiding van de *Chicago boys*, Pinochets economische adviseurs die hun opleiding aan de *Chicago School of Economics* hadden genoten, werd eind jaren zeventig in Chili een radicale liberale hervorming van de economie ingezet.

Pinochets programma beperkte zich echter niet tot de economie maar strekte zich uit over de inrichting van de samenleving als geheel.²¹ Doordat Pinochets beleid in zijn geheel door tegenstanders als neoliberal werd getypeerd kreeg de term een negatieve klank van radicale hervormingen tegen de wil van het volk en raakte het geassocieerd met in wezen rechts, conservatief, beleid.²²

Doordat voorstanders van de markteconomie steeds vaker andere termen gebruikten werd neoliberalisme niet alleen steeds minder positief gebruikt, maar ging ook de noodzaak voor een precieze definitie verloren: in een debat onder tegenstanders kon inperking van de betekenis als bagatellisering van 'het probleem' worden uitgelegd.²³ De negatieve, conservatieve invulling

¹⁷ Heywood, *Ideologies* 54 maar ook wanneer uitgegaan wordt van andere definities vind het zijn oorsprong in de privatiseringen onder leiding van Thatcher en Reagan of bijvoorbeeld Pinochet in Chili

¹⁸ Een overzicht van verschillende definities van neoliberalisme wordt gegeven in Bruce J. Caldwell, 'The Chicago School, Hayek, and neoliberalism' (2009) te raadplegen op SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1356899> 10-11

¹⁹ Taylor C. Boas en Jordan Gans-More, 'Neoliberalism: from a new liberal philosophy to anti-liberal slogan' (2009) te raadplegen op springerlink.com, 6-9

²⁰ Oliver M. Hartwich, 'Neoliberalism: the genesis of a political swearword', *CIS occasional paper 114* (2009) 5,

²¹ Over het beleid van de Chicago Boys: Rossana Castiglioni, "The politics of retrenchment: The quandaries of social protection under military rule in Chile, 1973-1990" *Latin American politics and society* 22 december 2001

²² Boas en Gans, 'Neoliberalism' 11-15

²³ Boas en Gans, 'Neoliberalism' 20

van het begrip neoliberalisme zou zich, via Chili, eerst door Zuid-Amerika verspreiden en, eenmaal dominant in de Spaanse literatuur, uiteindelijk voortvloeien in het Engelse gebruik.²⁴

Door de negatieve connotatie en slechte definiëring biedt een dergelijke omschrijving van neoliberalisme helaas weinig houvast om de rol van het gedachtegoed in het ontstaan van de kredietcrisis te toetsen. Ook als typering van de door Pinochet voorgestane Chileense maatschappijinrichting lijkt neoliberalisme weinig handvatten te bieden voor het verklaren van een internationale recessie met zijn oorsprong in de VS.

Gelukkig wordt door gebruikers van de term vaak verwezen naar de Chicago school als liberaal centrum, waarschijnlijk niet in de laatste plaats door diens rol in de opleiding van Pinochets economische adviseurs. In het bijzonder wordt daarbij gewezen op de ideeën van Milton Friedman en Friedrich von Hayek. In deze richting zal de zoektocht naar een liberale ideologie die ten grondslag kan hebben gelegen aan de huidige economische crisis zich dan ook in de tekst hieronder voortzetten.²⁵

DE CHICAGO SCHOOL

De Chicago school dankt zijn naam aan de belangrijke rol van de universiteit van Chicago, de economische faculteit in het bijzonder, in de opleiding en recrutering van een groot deel van diens leden. Dat wil niet zeggen dat alle leden van de Chicago school aan dit instituut verbonden zijn, noch dat het exclusief bevolkt wordt door voorstanders van deze stroming. Ondanks dat kan met recht gesproken worden van een bijzondere kijk op de economie aan deze universiteit.

Milton Friedman was sinds 1946 verbonden aan de universiteit van Chicago, waarschijnlijk diens bekendste econoom en direct betrokken bij de opleiding van de Chicago Boys waardoor zijn veronderstelde centrale rol in het neoliberalisme te begrijpen valt. Desalniettemin noemde Friedman zichzelf liever klassiek liberaal.²⁶

De bijzondere positie van de Chicago school is nauw verbonden aan de gekozen onderzoeksmethoden. Kwantitatieve analyse zou een belangrijke component worden van de bezigheden van de leden van de Chicago school. Om deze te beoordelen werd uitgegaan van een aantal vooronderstellingen, die gezamenlijk gezien kunnen worden als de 'Chicago kijk' op de economie. Deze komt neer op de gedachte dat concurrentie markten onherroepelijk tot evenwicht van vraag en aanbod drijft, ook wel de aanname van een "*Tight prior equilibrium*" (TP) genoemd.²⁷

²⁴ Boas en Gans, 'Neoliberalism' 13-16

²⁵ Gezien de rol van Friedman en de Chicago school in de opleiding van de Chicago Boys een extra aanwijzing dat dat de huidige invulling van het begrip in Chili ontstond.

²⁶ Milton Friedman, *Capitalism and freedom* (herziene versie; Chicago en Londen 1982) Inleiding, in het bijzonder op pagina 6

²⁷ Melvin W. Reder, 'Chicago economics: permanence and change' *Journal of economic literature* (1982) 9-13

Dit gezegd hebbende, dienen de verschillen tussen Chicago economen en 'normale' economen niet te worden overdreven. Chicago economen onderscheiden zich voornamelijk door de richting van hun onderzoek en een aantal van hun aannames. De kern van TP is veronderstelde 'pareto-optimaliteit', actoren worden geacht de middelen ter hun beschikking op zo'n manier in te zetten dat deze hun doelen optimaal verwezenlijken zonder dat dit onevenredig ten koste gaat van anderen. Deze is echter nauwelijks revolutionair, gezien de belangrijke rol die al door de eerste liberalen werd toegedicht aan rationaliteit, en kent aanhang binnen een veel bredere groep economen.²⁸

Ten tweede wordt verondersteld dat de meeste individuele actoren de prijs van goederen en diensten die zij kopen of verkopen, als onafhankelijk van het gekochte of verkochte aantal zien. Ten derde gaan zij er vanuit dat prijzen waarop transacties plaats vinden evenwichtsprijzen zijn die in het teken staan van optimalisatie van alle betrokken actoren. Ten vierde wordt prijsinformatie volgens hun ideeën, als een artikel, aangeschaft in een hoeveelheid waarbij de marginale kosten gelijk zijn aan de prijs. Ten slotte nemen zij aan dat monopolie nog overheidsbemoeienis de relatieve prijzen of hoeveelheden op lange termijn daadwerkelijk kunnen beïnvloeden en dus geen apart prijsmodel behoeft.²⁹

Waar Chicago economen zich voornamelijk mee onderscheiden van de rest van de economische professie is de stelling dat hoewel deze vooronderstellingen niet altijd stand houden, zij een voldoende benadering van de werkelijkheid zijn om op basis van het stochastische model van de markt (het klassieke prijsmodel) dat hieruit volgt, voorspellingen gedaan kunnen worden over de werkelijke markt wanneer "verwachte prijs" te vervangen voor "prijs" en "verwachte hoeveelheid" voor "hoeveelheid". Sterker nog, de uitkomsten met betrekking tot de gedeeltelijke afgeleiden van de verschillende functies in dit model, zijn volgens hen de **enige** juist bron van economische bevindingen.³⁰

Onderscheid tussen het klassieke prijsmodel en de werkelijke markt verdween dus in Chicago, zonder ruimte te laten voor alternatieven. Dit beïnvloedde de manier waarop zij naar hun eigen en andermans economisch onderzoek keken en dus het type beleid dat de voorkeur kreeg. In een dergelijk systeem was monopolie, in ieder geval wanneer sprake was van vrije toetreding, vrijwel altijd hoogstens een tijdelijk ongemak. Daarnaast werd volgehouden dat deze vaker werd verondersteld dan dat er ook daadwerkelijk sprake van was en het vermogen van een monopolist om de reële prijzen te beïnvloeden enigszins gebagatelliseerd.³¹

Hetzelfde geldt voor het veronderstelde effect van overheidsbeleid. Net als een monopolist is deze niet in staat de reële prijzen zodanig te beïnvloeden dat interventie het

²⁸ Reder, 'Chicago economics' 11

²⁹ Reder, 'Chicago economics' 11

³⁰ Reder, 'Chicago economics' 12

³¹ Reder, 'Chicago economics' 15-16

gewenste effect heeft. Daarentegen voorkomt het in de betrokken markten wel het tot stand komen van een evenwichtsprijs en dus suboptimale oplossingen. Dit leidt ertoe dat de Chicago school een extreem minimale overheid voorstaat.³²

Wat Chicago economen verder onderscheid van hun collega's is dat hun dogmatische toepassen van het vrije marktmodel ertoe leidt dat ze geen rekening houden met transitiekosten. Daarnaast zijn zij bereid om elke uitkomst van de vrije markt als ideaal te accepteren, zonder daarbij te kijken naar de mogelijke gevolgen op sociaal vlak. Dit alles is mede het gevolg van de verre horizon die zij hanteren bij het beoordelen van de uitkomsten van beleid. De misstanden die in de tussenstand moeten worden doorstaan worden daarbij gezien als noodzakelijk kwaad. Het doel heiligt voor hen de middelen omdat het alternatief van maximale economische vrijheid de concentratiekampen van de Tweede Wereldoorlog zijn. Dit zorgt ervoor dat Chicago economen soms bereid zijn vrij minimale verbetering van de economische vrijheid onevenredig boven andere waarden te stellen.³³

FRIEDRICH VON HAYEK

Wanneer Hayek gezien moet worden als neoliberaal dient dit gedachtegoed breder gedefinieerd te worden dan enkel de Chicago school. Ondanks dat Friedrich von Hayek in 1950 in dienst van de universiteit van Chicago trad, als politiek filosoof, en hij daarvoor al een belangrijke rol speelde in de financiering van een vrije marktstudie door het Volker fund, waren de verschillen tussen hem en Friedman op fundamentele punten als methodologie en monetaire theorie te groot om hem te zien als volwaardig lid van de Chicago school.³⁴

Hayek is in brede kringen bekend als voorvechter van *laissez faire*, echter niet helemaal. De Oostenrijker dankt die reputatie waarschijnlijk in grote mate aan de radicaliteit van zijn boek '*The road to serfdom*'³⁵ toen dat in 1944 uitkwam, op het moment dat het liberalisme zijn langste tijd gehad leek te hebben.³⁶ Zijn standpunten waren onder een dergelijk gesternte mogelijk radicaal, gezien de latere herwaardering van liberale ideeën zijn deze dat inmiddels veel minder.

Hayek stelde dat de economie te complex was om een planner in staat te stellen alle benodigde informatie te vergaren en correct te verwerken. Alle goede intenties op de wereld konden daarom niet voorkomen dat een autocraat verkeerde beslissingen zou nemen. Het prijsmechanisme in een vrije markt verwerkte informatie echter automatisch en leidde zo vanzelf tot efficiënte uitkomsten. Inefficiëntie was echter nog het minste probleem van planning.

³² Reder, 'Chicago economics' 15-16

³³ M. Bronfenbrenner, 'Observations on the Chicago school(s)', *The journal of political economy* (1962) 73-74

³⁴ Caldwell, 'The Chicago school' 1-6 verwijst wat betreft de rol van Hayek in de vorming van de Chicago school naar Rob van Horn en Phillip Mirowski, 'The rise of the Chicago school of economics and the birth of neoliberalism' (2008) in Philip Mirowski en D. Plehwe (ed) *The making of the neoliberal thought collective* (Cambridge en Harvard, nog uit te geven)

³⁵ Friedrich von Hayek, *The road to serfdom* (Chicago 1944)

³⁶ Walter Block, 'Hayek's road to serfdom', *journal of libertarian studies* 12 (1996)

Net zoals Friedman was Hayek van mening dat een sturende overheid niet zonder dwang kon en dus vrijheidsbeperkend werkte, waar nog bij kwam dat interventies zelfversterkend waren door onbedoelde neveneffecten en uiteindelijk dus leidden tot totalitarisme.

In tegenstelling tot wat van een marktfundamentalistische neoliberaler verwacht kan worden was Hayek echter tevens (onder andere) voor overheidsbeïnvloeding van de economische conjunctuur,³⁷ een wettelijk maximum aantal werkuren,³⁸ een sociaal vangnet³⁹, het organiseren van concurrerende markten,⁴⁰ het overnemen van taken waar de vrije markt niet in voorziet,⁴¹ het corrigeren van meelifersproblemen,⁴² een staatgeleide ongevallen- en ziektekostenverzekering⁴³ en het openbreken van monopolies door de overheid.⁴⁴ Hij nam het traditionele liberalisme kwalijk nooit een juridisch raamwerk te hebben ontworpen om een blijvende marktwerking te garanderen. Regels waren in zijn ogen nodig om concurrentie te bevorderen en monopolie te voorkomen.⁴⁵

Wanneer neoliberalisme als een vorm van laissez faire liberalisme wordt gezien is de rol van Hayek dus moeilijk te plaatsen. Dit blijkt wanneer hij in 'The road to serfdom' stelt: *"The attitude of the liberal toward society is like that of the gardener who tends a plant and, in order to create the conditions most favorable to its growth, must know as much as possible about its structure and the way it functions."*⁴⁶

Hayek moet dan ook in de eerste plaats worden gerekend tot de Oostenrijkse school, die in zijn geheel bezwaren heeft tegen de wiskundige modellen en het monetarisme van de Chicago school. In plaats van rekenkundige modellen gaven deze economen voorkeur aan het streven naar kennis door observatie van menselijk handelen en experimenten en in monetair opzicht bepleiten ze een vaste geldhoeveelheid in plaats van een variabele.

FRIEDMANS VOORLOPERS

Ook voordat Friedman de dominante kracht aan de Chicago school zou worden, was er echter al een groep economen in Chicago die zich onderscheidde door hun vertrouwen in de vrije markt. Mannen als Jacob Viner, Henry Simons, Frank Knight en Lloyd Mints waren vooraanstaande economen die in de jaren dertig pleitten voor werking van de vrije markt, ondanks de tanende populariteit van het liberale gedachtegoed.⁴⁷

³⁷ Hayek, *The road to serfdom* 18

³⁸ Hayek, *The road to serfdom* 37

³⁹ Hayek, *The road to serfdom* 120

⁴⁰ Hayek, *The road to serfdom* 38

⁴¹ Hayek, *The road to serfdom* 110

⁴² Hayek, *The road to serfdom* 22

⁴³ Hayek, *The road to serfdom* 120-212

⁴⁴ Hayek, *The road to serfdom* 111

⁴⁵ Caldwell, 'The Chicago school' 22 verwijst naar Hayek, "positive task of liberal legislation"[1973] 1978 p145

⁴⁶ Hayek, *The road to serfdom* 18

⁴⁷ Reder, 'Chicago economics' 3

In plaats van de imperfecte of monopolistische concurrentie en Keynes' *General theory*⁴⁸ hielden zij vast aan het klassieke prijsmodel dat uitgaat van een evenwichtsprijs waar vraag en aanbod gelijk zijn.⁴⁹ Ondanks hun affectie voor de vrije markt sloten zij echter allerminst de ogen voor de gevaren van marktmacht en onderkenden zij de verschillen tussen de werkelijke en de ideale markt.⁵⁰

Als gevolg hiervan keerden zich even vurig tegen private machtsconcentratie en vakbonden als tegen oveheidsactiviteit. Dat zij hierin ver konden gaan blijkt bijvoorbeeld uit het standpunt van Simons die voor voor nationalisering van sectoren waar de markt slecht werkte pleitte.⁵¹ Vrije markten waren voor hen eerder een middel dan een streven. Zij waren minder gericht op economische vrijheid en efficiënte allocatie van goederen en meer ethische kwesties als inkomens- en welvaartsverdeling dan de huidige Chicago school.⁵²

Het idee om het Volker fund vanaf een instituut te laten financieren dat van Chicago een centrum zou maken voor studie naar ideeën voor een vrije markt kwam van deze zelfde Simons. Zijn vroegtijdig overlijden zou er uiteindelijk toe leiden dat Aaron Director leiding zou gaan geven aan deze studie, waar onder andere Milton Friedman aan zou deelnemen. Onder invloed van deze studie zouden hun ideeën zich ontwikkelen van een punt waar deze zich nauwelijks onderscheidden van die van Simons tot de standpunten die tegenwoordig worden geassocieerd worden met de Chicago school.⁵³ Onder leiding van Aaron Director maar vooral Milton Friedman zou gedurende de jaren vijftig deze economische stroming dominant worden aan Chicago.⁵⁴

Oorspronkelijk was het liberalisme van de Chicago school dus een veel verfijndere kijk dan de invulling die er sinds de vrijwel exclusieve associatie met de ideeën van Friedman aan gegeven wordt. Hiermee waren zij onderdeel van een vrij brede liberale beweging die probeerde het liberalisme los te koppelen van de doctrine van laissez faire. De verschillende bijeenkomsten die hiervoor werden georganiseerd mondten uiteindelijk uit in de Mont Pelerin Society.

De verschillen tussen de deelnemers waren vrij aanzienlijk hoewel vrijwel iedereen kon vinden in de noodzaak het liberalisme te herzien wat leidde tot de naam 'neoliberalisme'. De bedenker van deze term was Alexander Rüstow en zijn gedachtegoed omhelsde in grote lijnen de contouren van dit nieuwe liberalisme.

HET ORDOLIBERALISME VAN RÜSTOW

⁴⁸ John Maynard Keynes, *General theory of employment, interest and money* (Londen: 1935), wordt beschouwd als Keynes' magnum opus en betekende een directe aanval op de tot dan toe heersende klassiek liberale opvattingen.

⁴⁹ Reder, 'Chicago economics' 16

⁵⁰ H. Laurence Miller, 'on the "Chicago school of economics"', *The Journal of political economy* 70 (1962) 66

⁵¹ Henry Simons, 'A positive program for laissez faire. In Henry Simons, *Economic policy for a free society* (Chicago: 1934/1948) 43

⁵² Bronfenbrenner, 'the Chicago school' 73

⁵³ Caldwell, 'The Chicago School' 6,12-13

⁵⁴ Reder, 'Chicago economics' 9-10

Het neoliberalisme heeft dus, in ieder geval etymologisch, zijn wortels in het interbellum. Het liberale gedachtegoed was in deze periode, als gevolg van de veronderstelde rol in het uitbreken van de Depressie en de opkomst van totalitaire systemen, in het verdomhoekje terecht gekomen en er bestond vrij brede overeenstemming dat de toekomstige maatschappijinrichting aanzienlijke socialistische elementen diende te bevatten.

In 1932 lieten de economen Walter Eucken en Alexander Rüstow, onafhankelijk van elkaar, echter een ander geluid horen dat het begin zou inluiden van een nieuwe liberale stroming. Eucken stelde in een artikel dat de politisering van de economie had geleid tot de overheersing van de overheid door belangengroepen wat uitmondde in de onwenselijke situatie van onsamenhangende, elkaar vaak tegenwerkende, overheidsinterventies in de economie.⁵⁵

Alexander Rüstow, een gewezen socialist, zou deze overmatige overheidsbemoedienissen aanwijzen als de belangrijkste oorzaak van de Depressie en oproepen tot de creatie van een kleine, sterke staat met als voornaamste doel het bevorderen van concurrerende markten. Hij doopte zijn gedachtegoed 'neoliberalisme', om het duidelijk te onderscheiden van het, ook in zijn ogen, intellectueel failliete (*laissez faire*) kapitalisme.⁵⁶

Het epicentrum van het gedachtegoed werd de Freiburgse school, waar Eucken lid van was, hoewel ook plaats was voor een aanzienlijk aantal geestverwanten van buitenaf, zoals Rüstow. Gezamenlijk vormden zij wellicht het beste voorbeeld van niet-socialistische academici, die samen optrekken ter promotie van specifieke economische programma's. Doordat zij zich verzamelden rond het Duitse tijdschrift 'Ordo' werd eveneens gesproken van 'ordoliberalisme'.⁵⁷

Het neoliberale project was in eerste instantie een antwoord op de aanzwellende kritiek op het liberale gedachtegoed. Hun repliek bestond enerzijds uit correctie van de elementen die volgens hen hadden geleid tot de problemen van de jaren dertig, voornamelijk de doctrine van *laissez faire*, en anderzijds een kritiek op de geboden, niet-liberale, alternatieven.

BEVORDERING VAN DE MARKT

Het ordoliberalisme bestond, zoals veel liberale stromingen, voornamelijk uit economische aanbevelingen. Desalniettemin was de verwachting dat correcte implementatie een maatschappijbreed effect zou hebben doordat economie en politiek voor deze liberalen sterk verweven waren. Het streven van de ordoliberalen was niet naar zo zeer naar een efficiënte

⁵⁵ Walter Eucken, "Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus" *Weltwirtschaftliches Archiv*, XXXVI (1932) 303-304, 307-308, 319

⁵⁶ Alexander Rüstow, "Freie Wirtschaft - starker Staat. Die Staatspolitischen Voraussetzungen des wirtschaftlichen Liberalismus," in Franz Boese (ed.) *Deutschland und die Weltkrise* (Dresden Schriften des Vereins Vereins für Sozialpolitik, vol. 187) 62-69

⁵⁷ Henry M. Oliver, "German neoliberalism", *The quarterly journal of economics* 74 (1960) 117

economie als wel optimaal algemeen geluk, waarvan materieel bezit een onderdeel maar zeker niet het enige doel was.⁵⁸

Zoals van een liberale stroming verwacht mag worden was het Duitse neoliberalisme in de eerste plaats begaan met het bevorderen van de individuele vrijheid. Vrijheid was echter geen doel op zich, zoals Rüstow stelde: "vrijheid om" was belangrijker dan "vrijheid van", wat blijkt geeft van een positiever vrijheidsbeeld dan onder hun klassieke voorgangers gewoon was en meer in lijn met hun moderne collega's.⁵⁹

Centraal thema in de ordoliberalen theorie was dan ook het bestrijden van machtsconcentraties, aangezien deze de mogelijkheid schepten anderen de wil op te leggen en dus in hun vrijheid te beperken. Een belangrijk machtscentrum was de publieke sector die dan ook de nodige kritiek te verduren kreeg uit het ordoliberalen kamp. In deze kritiek waren deze Duitse neoliberalen slechts in beperkte mate te onderscheiden van hun klassiek liberale collega's.

Gewaarschuwd werd dat centrale planning leidde tot internationale desintegratie, individuele vrijheid beperkte, efficiënte plaatsing van goederen voorkwam en initiatief, spontaniteit en, daardoor, vooruitgang voorkwam. In het beste geval leidde dit tot verminderde welvaart maar, waarschijnlijker, tot totalitarisme en oorlog. Daarbij leidde centrale planning per definitie tot dwang doordat het enkel toevoegde wat in een vrije markt, op basis van vrijwillige samenwerking, niet tot stand komt.⁶⁰

Gematigder overheidsactiviteit in de vorm van interventionisme was in feite geen haar beter, ook dit was marktverstoring en leidde daardoor tot inefficiënte uitkomsten. Daar kwam bij dat onbedoelde neveneffecten nieuwe interventies uitlokten om ongewenste uitkomsten te corrigeren. Het gevaar bestond dan ook dat een enkele interventie leidde tot een soort sneeuwbaaleffect dat eindigde in een totalitair systeem. Hier wong de ordoliberalen schoen enigszins, omdat zij desalniettemin een beperkt aantal interventies nodig achtten om markten vrij en concurrerend te houden. Om deze reden richtten zij hun kritiek voornamelijk op arbitraire bureaucratische macht en hadden deze Duitse liberalen minder moeite met een, door een grondwet in toom gehouden, wetgever.⁶¹

Doordat overheidsinterventie gezien werd als een gevolg van een overmatige invloed van belangengroepen op de staat, stond een actieve overheid in de ogen van de ordoliberalen gelijk aan een zwakke overheid. Dit maakte veelvuldig overheidsingrijpen in de economie extra kwalijk

⁵⁸ Megay, 'Anti-pluralist liberalism' 429, Boas en Gans, Edward N. Megay, "Neoliberalism: the German neoliberals" *Political science quarterly* 85 (1970) 14, Carl J. Friedrich, 'The political thought of neo-liberalism', *The American political science review* 49 (1955) 511, 514

⁵⁹ Alexander Rüstow, "Weltpolitische Folgerungen", in *Hat der Westen eine Idee?*, ASM Protokoll 7 (1957) 87

⁶⁰ In deze boodschap verschilt het ordoliberalisme maar weinig van die van de Weense school. Von Mises speelde dan ook een grote rol in het ontwikkelen van dit standpunt, ondanks dat hij niet als ordoliberalen gezien moet worden. Ook lijkt het natuurlijk sterk op de boodschap die Friedrich von Hayek opschreef in *The Road to serfdom* (Chicago 1948). Friedrich von Hayek kan dan ook als een belangrijke politieke denker van de ordoliberalen gezien worden, ondanks dat zijn standpunten op een aantal vlakken voorkwamen dat hij als werkelijke ordoliberalen gezien kan worden.

⁶¹ Oliver, 'German neoliberalism' 123-127 en Megay, 'Anti-pluralist liberalism' 429-435

omdat de kans groot was dat deze ten behoeve van slechts een, door de belangengroep vertegenwoordigd, deel van de samenleving was, in plaats van de maatschappij als geheel.⁶²

Naast de overheid waren ook vakbonden mikpunt van uitgebreide kritiek. Dat hun looneisen de prijs van arbeid mogelijk boven de evenwichtsprijs brachten, werd als één van de meest zorgwekkende ontwikkelingen van de twintigste eeuw beschouwd omdat de prijs van lonen alle andere prijzen beïnvloedde. Daarnaast was het instellen van een tegenmacht om een veronderstelde bevoorrechte positie van werkgevers bij loononderhandeling, zelf zagen zij deze overigens niet, als de slechtste oplossing op een dergelijk probleem.⁶³

Ook het aan vakbondsactiviteit gelieerde streven naar volledige werkgelegenheid kon ordoliberalen allerm minst bekoren. Een zekere mate van cyclische werkeloosheid was in hun ogen inherent aan een dynamisch economisch systeem gebaseerd op keuzevrijheid van de consument.⁶⁴ De economische cyclus werd gezien als een gevolg van benodigde aanpassingen in het economische systeem als gevolg van veranderde vraag, bijvoorbeeld wat betreft de prijs of locatie van arbeid. Werkeloosheid kon daarom alleen werkelijk voorkomen worden door vraagverschuivingen te voorkomen. Daartoe diende het systeem echter te worden bevroren, wat het einde van enige keuzevrijheid zou inhouden. Ook raadden zij af recessies te bestrijden door de koopkracht te vergroten, dit bracht voornamelijk inflatie en verstoorde prijssignalen met zich mee. De benodigde aanpassingen aan het systeem zouden zich enkel ophopen waardoor uiteindelijk een zwaardere recessie zou volgen.⁶⁵

Op basis van bovenstaande mag het geen verassing heten dat ook de verzorgingsstaat door het ordoliberalisme kritisch tegen het licht werd gehouden. Huurplafonds, minimumlonen, hoge subsidies en belastingen werkten marktversturend en dienden zoveel mogelijk vermeden te worden. Het overgrote deel van de inkomensverschillen was volgens de ordoliberalen het gevolg van marktmacht, waardoor de meeste energie in het doorbreken hiervan zou moeten worden gestopt. Tot het zover was erkende de ordoliberalen de noodzaak van een bepaalde mate van sociaal beleid, zolang deze de markt zoveel mogelijk in takt liet.⁶⁶

Een lage, progressieve inkomstenbelasting en erfbelasting, die beide al een nivellerend effect hebben, moesten een paar sociale diensten, sociale verzekeringen en noodhulp financieren. Hoge inkomensafdrachten en gratis diensten verstoorden echter economische prikkels en grote overheidsuitgaven hadden een inflationair karakter. Teveel gratis diensten van de overheid zou

⁶² Walter Eucken, "Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus", *Weltwirtschaftliches Archiv*, XXXVI (1932), 303-304, 307-308, 319

⁶³ Oliver, 'German neoliberalism' 126-127

⁶⁴ Wilhelm Röpke, *Civitas Humana* (3^{de} druk; Zurich 1949) 344 Röpke, *Die Lehre von der Wirtschaft* (8^e editie) 283-284, Albert Hunold (ed) *Vollbeschäftigung, Inflation und Planwirtschaft*, p 258-259 In een bijdrage van Karl Friedrich Maier *Ordo* IV (1951) 257-259

⁶⁵ Oliver, 'German neoliberalism' 127-129

⁶⁶ Oliver, 'German neoliberalism' 139-140

daarbij mogelijk de onafhankelijkheid van de burger aantasten wat kon leiden tot demagogie en andere vormen van populisme.⁶⁷

EEN WERKELIJK 'NIEUW LIBERALISME'

Toch was het ordoliberalisme meer dan de Duitse tak van een klassiek liberale beweging. Sterker nog, Rüstow had voor de naam *neoliberalisme* gekozen om zijn ideeën duidelijk af te zetten tegen het, 'paleoliberalisme' dat, door zijn rol in de Depressie en de opkomst van totalitarisme als gevolg daarvan, ongeloofwaardig was geworden.⁶⁸

Naast een sterke afwijzing van de socialistisch getinte alternatieven was het ordoliberaal gedachtegoed ook kritisch op het kapitalistisch systeem van de negentiende en vroege twintigste eeuw. Zij waarschuwden voor het gevaar van ongecontroleerde markten omdat de mogelijke voordelen van het uitbuiten van de consument ervoor zorgden dat deze maar al te gemakkelijk in beperkte mededinging verzandden. Tevens werd door hen gewezen op de ongelijke inkomensverdeling die hier vaak het gevolg van was en de economische instabiliteit die daaruit voortkwam. Deze boodschap heeft vandaag de dag weinig aan actualiteit ingeboet, hoewel deze inmiddels opmerkelijk genoeg voornamelijk is voorbehouden aan zelfverklaarde tegenstanders van neoliberalisme.

Met dergelijke standpunten waren deze Duitse neoliberalen onderdeel van de brede modern liberale beweging, wat te verwachten valt van een liberale stroming met zijn wortels in het interbellum. Toch gingen ordoliberalen niet zo ver als de meeste van hun tijdsgenoten in een nieuwe rol voor de staat. Dit Duitse neoliberalisme was letterlijk een 'nieuw liberalisme', een liberaal alternatief, zonder de in onmin geraakte doctrine van *laissez* en de geopende achterdeur opende naar een totalitair systeem. Rüstow sprak over zijn gedachten als een compromis tussen liberalisme en socialisme en noemde het daarom een 'derde weg'.⁶⁹

Naast het beschermen van het individu voor de overheersing van een overrijvige overheid moest een ordoliberaal systeem ook protectie bieden tegen de tirannie van de markt. Omdat een zekere mate van macht nodig is om macht te breken, stonden de Duitse neoliberalen hierbij echter voor een dilemma: machtsconcentratie bij de staat leidde mogelijk tot totalitarisme terwijl ongereguleerde markten het gevaar van uitbuiting van de consument herbergde.⁷⁰

De keuze van de ordoliberalen viel op een sterke overheid, als minste van de twee kwaden. Deze streefde, in ieder geval in beginsel, een algemeen belang na. Ondernemingen vonden daarentegen hun bestaansrecht juist in het nastreven van eigen belang. Daar kwam bij dat marktmacht zich uiteindelijk vaak vertaalde in politieke invloed.

⁶⁷ Oliver, 'German neoliberalism' 127-131

⁶⁸ O.a. Hartwich, 'Neoliberalism' 16

⁶⁹ Rüstow, *zwischen Kapitalismus und Kommunismus* (Godesberg 1949)

⁷⁰ Megay, 'Anti-pluralist liberalism' 429-430

Private machtsconcentratie was volgens de Duitse neoliberalen minstens even gevaarlijk als een grote publieke sector. Een vrije, concurrerende markt bleef weliswaar de basis van de ordoliberalen maatschappij-inrichting maar, in schaal en getal, beperkte interventies werden nodig geacht om deze te garanderen. Ordoliberalen waren weliswaar van mening dat marktmacht veelal het, al dan niet bedoelde, resultaat was van overheidsbeleid, maar voegde hieraan toe dat de voordelen die te behalen waren bij het uitbuiten van de consument eveneens concurrentieverminderend konden werken. Beleid moest er dus op gericht zijn om de positie van de consument zo sterk mogelijk te maken.

Traditioneel vormt mededingingswetgeving hierin een belangrijke component, waarbij de meeste ordoliberalen een voorkeur voor de Amerikaanse mededingingswetten uitspraken. Het merendeel van de hen kon zich daarnaast vinden in de oprichting van een mededingingsautoriteit, die een aantal zelfs arbitraire macht wilden geven, ondanks de gebruikelijke nadruk op algemeen geldende regels.⁷¹ Bij juiste toepassing van neoliberale principes werd dergelijke wetgeving uiteindelijk overbodig doordat in een concurrerende markt monopolie, oligopolie en kartel moeilijk vol te houden waren.⁷²

Om concurrentie te bevorderen moest voorkomen worden dat ondernemingen te groot werden (en dus teveel macht kregen). Dit kon bijvoorbeeld door veranderde patentwetgeving,⁷³ het afschaffen van holdings⁷⁴ en een terugkeer naar volledige (financiële) aansprakelijkheid van bestuurders.⁷⁵ Dit zou ertoe leiden dat de belangen van bestuurders en onderneming meer overeen zouden komen en minder snel zou worden overgegaan tot fusies.

Een andere manier om dit te bereiken, en de invloed van aandeelhouders in de besteding van kapitaal te vergroten, was de mogelijkheden tot herinvestering van winst te verminderen. Bijkomend voordeel was dat dit tot grotere concurrentie om, en dus efficiëntere plaatsing van, kapitaal leidde. Daarnaast droeg het bij aan de de vrijheid van de consument doordat huishoudens in plaats van ondernemingen weer de spaarquote zouden bepalen.⁷⁶

De ordoliberalen gingen dus minder ver in hun afwijzing van de overheid dan hun klassiek liberale collega's. Vooral in het scheppen van algemeen geldende regels om vrije concurrerende markten te garanderen zagen zij een belangrijke rol voor de overheid.⁷⁷ Oorspronkelijk gingen zij daarin erg ver. Hun angst voor private monopolies maakte dat zij

⁷¹ Ernst Heuss en Ernst-Joachim Mestmäcker, *ORDO X* (1958) 86

⁷² Oliver, 'German neoliberalism' 143

⁷³ Walter Eucken, *Grundsätze der wirtschaftspolitik* (Tübingen 1952), 268-269; Röpke, *the social crisis of our time* (Chicago en Illinois; 1942) 231; Gernot Gather, "Reform der Patentgesetzgebung" *Ordo* II (1949) 270-307; Ernst Heuss, "Die amerikanische Antitrustpolitik im lichte der monopolbekämpfung in Europa" *Ordo* IX (1957) vooral 86-86

⁷⁴ Wilhelm Röpke, *The social crisis of our time* 232; Harold Rasch "Die Selbstfinanzierung der Wirtschaft. Ein Beitrag zur Reform des Aktiens- und Steuerrechts", *Ordo*, X (1958) 225-270

⁷⁵ Walter Eucken, *Grundsätze der Wirtschaftspolitik* 280-284, Wilhelm Röpke, *The social crisis of our time* 232, Alexander Rüstow, *Zwischen Kapitalismus und Kommunismus* 37-39, Franz Böhm, 'Die Ordnung der Wirtschaft als geschichtliche Aufgabe und rechtsschöpferische Leitung' *Ordnung der Wirtschaft* 1 1937 106-106

⁷⁶ Oliver, 'German neoliberalism' 132-133

⁷⁷ Oliver, 'German neoliberalism' 118

rekening hielden met de mogelijkheid dat aanzienlijke delen van de economie genationaliseerd moesten worden. Een groeiend vertrouwen in de mogelijkheid concurrerende markten te creëren zorgde er echter voor dat deze stelling op steeds minder steun kon rekenen.⁷⁸

Aan de andere kant moet de grotere rol die deze nieuwe liberalen toedichtten aan de staat ook niet overdreven worden. De overheid diende zich zo veel mogelijk te beperken tot het opstellen van algemene regels en ingrepen als programma's ter bevordering van de werkgelegenheid schuwen.

MONETAIR BELEID

Een ander punt waarop de 'nieuwe liberalen' duidelijk afweken van hun klassieke voorgangers, en dat in het kader van de huidige economische situatie in het bijzonder interessant is, was monetair beleid. De klassiek liberale voorkeur voor een automatische goudstandaard en sluitende overheidsbegrotingen zorgde in hun ogen voor onnodig grote conjunctuurgolven, een zekere mate van economisch management was in de monetaire sfeer ook de ordoliberalen dus niet vreemd. Zij stonden een monetair en fiscaal beleid voor op basis van algemeen geldende regels en concurrerende markten, dat dicht tegen het monetarisme van de Chicago school aanschurkte.⁷⁹

Ook dit monetair beleid moest in het teken staan van maximale consumentensoevereiniteit, dat als een gevolg van een maximale economische vrijheid gezien moet worden. De overheid moest zich daarvoor richten op het controleren van de geldhoeveelheid maar niet de verdeling hiervan. Monetair beleid in handen van politici was gevaarlijk omdat deze (soms) beslissingen namen op basis van onvolledige informatie of, nog erger, invloed van belangengroepen. Een dergelijke situatie zou dan ook leiden tot te eenvoudige beschikbaarheid van geld, wat op den duur zou dat leiden tot inflatie en dus verkeerde plaatsing van goederen zou verzorgen. Actief overheidsingrijpen was alleen toegestaan in noodgevallen, die bij uitblijven van oorlog en het voeren van een correct neoliberaal beleid afwezig zouden zijn.⁸⁰

Van groot belang was voor de ordoliberalen dat een angstgedreven vraag naar liquiditeit nooit mocht leiden tot een periode van deflatie en recessie, zoals in hun ogen tijdens de Grote Depressie het geval was geweest.⁸¹ Controle van de geldhoeveelheid betekende dan ook mede het vergroten hiervan wanneer de vraag naar geld in de markt steeg wat een zekere acceptatie van de ideeën van Keynes behelsde, ondanks een overwegend afkeurende houding ten opzichte van deze econoom.

⁷⁸ Oliver, 'German neoliberalism' 140-144

⁷⁹ Oliver, 'German neoliberalism' 123

⁸⁰ Oliver, 'German neoliberalism' 145

⁸¹ Karl Friedrich Maier, *Ordo IV* (252-254) Albert Hunold (ed) *Vollbeschäftigung, Inflation und planwirtschaft* 259-60

Van belang was wel dat deze begrotingstekorten automatisch moesten ontstaan en niet het gevolg zouden mochten zijn van arbitrair handelen van politici om overmatig gebruik van dit instrument te voorkomen.⁸² Dat geld makkelijker verkrijgbaar moest zijn tijdens recessies, betekende dan ook niet dat centrale autoriteiten moesten proberen de totale vraag op zijn piekniveau te houden, dergelijk beleid zou de economische cyclus tijdelijk onderdrukken maar uiteindelijk alsnog uitmonden in een diepere recessie.⁸³

Ondanks dat over dergelijke algemene opvattingen een behoorlijke overeenstemming bestond, was er onenigheid onder de Duitse neoliberalen over de precieze invulling van het monetair systeem. Bijvoorbeeld over de vorm die een algemene regel om de geldhoeveelheid te reguleren aan moest nemen. Een deel hield vast aan de, klassiek liberale, gouden standaard. Het probleem was echter dat dit systeem niet bestand was tegen de verwachte constante loonstijgingen als gevolg van vakbondsactie en alleen werkte wanneer deze internationaal werd ingevoerd. Bredere steun was er dan ook voor (een variant van) het Graham's plan, dat goud als basisgrondstof verving voor een aantal veelgebruikte grondstoffen. Een dergelijk systeem zorgde voor vergrote liquiditeit wanneer daar in de markt behoefte aan was en bestreed tegelijkertijd deflationaire krachten op de prijzen van belangrijke grondstoffen.⁸⁴ Dit plaatste nationale prijsstabiliteit boven internationale, maar werd stabielier geacht dan een afhankelijkheid van goud.⁸⁵

Ook was er veel sympathie voor Friedmans voorstel van 'ingebouwde stabilisatoren' omdat deze ervoor zorgden dat geld, wanneer dit nodig was, automatisch makkelijker beschikbaar raakte. Hierin moest de arbitraire macht van de monetaire autoriteiten worden beperkt en banken een volledige reserve van de belegde spaartegoeden aanhouden. Dit zorgde voor een scheiding van de spaar- en investeringsfunctie van een bank en ging zodoende private geldcreatie tegen. Het beheer van de geldhoeveelheid om begrotingstekorten of -overschotten van de overheid te faciliteren werd hierdoor de belangrijkste taak van een centrale bank, die deze met een vast percentage per jaar moest laten toenemen om te compenseren voor de loonstijgingen.⁸⁶

Door de overheidsbegroting te baseren op de door de samenleving gewenste diensten in plaats van het beschikbare budget, zouden vanzelf (remmende) overschotten tijdens economische voorspoed en (stimulerende) tekorten tijdens een laagconjunctuur ontstaan. Om de

⁸² Walter Eucken, *Grundsätze der Wirtschaftspolitik* 169, 256-264 Friedrich Lutz, "Geldpolitik und Wirtschaftsordnung" *Ordo* II (1949) 207-228, Karl Friedrich maier, "Stabilisierung des Wirtschaftsprozesses," *Ordo* IV (1951) 250-260, Wilhelm Röpke, *Internationale Ordnung – heute*, 332-45, *idem*, *The social crisis of our time* 192

⁸³ Oliver, 'German neoliberalism' 147

⁸⁴ Frank D. Graham, "Transition to a commodity reserve currency" *The American economic review* sep 1941) 520-525

⁸⁵ Walter Eucken, *Grundsätze der wirtschafspolitik* 169, 256-263 Voor meer over Grahams plan voor een grondstoffenreserve lees Hayek, "a commodity reserve currency", *The economic journal* 53, (1943), pp. 176-184, Friedman, "commodity-reserve currency", *The journal of political economy* 59 (1951), pp. 203-232

⁸⁶ Friedman, 'A monetary and fiscal framework for economic stability'; *The american economic review* vol 38 no 3 (jun 1948) pp 245-264

uitgaven te financieren moest de overheid zoveel mogelijk gebruik maken van een inkomstenbelasting, in plaats van het uitgeven van staatsobligaties die de spaarquote beïnvloedden.⁸⁷

De verwachte loonstijgingen beïnvloedden ook de discussie over valuta, vaste wisselkoersen en 'neutraal geld' waren hierdoor namelijk onmogelijk. Een jaarlijkse groei van de geldvoorraad werd nodig geacht om besparingen en investeringen gelijk te houden bij stijgende inkomens en stabiele grondstofprijzen. Dit moest er tevens voor zorgen dat stijgende productiekosten door hogere lonen niet leidden tot winstinflatie, uiteenlopende natuurlijke en marktrentes als gevolg daarvan en daardoor uiteindelijk recessie. Hoe deze situatie precies bereikt diende te worden was evenwel onduidelijk.⁸⁸

ROMANTISCH LIBERALISME

Het ordoliberalisme kende echter ook een kant waar de meeste neoliberalen zich waarschijnlijk minder in konden vinden. Het ordoliberalisme was naast een nieuw liberalisme namelijk ook een duidelijk Duits liberalisme. Van oorsprong had het liberalisme beperkt voet aan de grond gekregen in het conservatieve Duitsland. De belangrijkste liberale denkers bevonden zich van oudsher dan ook voornamelijk in Engeland en Frankrijk (en later de VS), waardoor verlichte ideeën een belangrijke rol speelden in het liberale gedachtegoed.

In Duitsland waren traditioneel romantische gedachten dominanter, wat de vorm die dit Duitse liberalisme aannam beïnvloedde. Als gevolg van het traditioneel grotere vertrouwen van onze oosterburen in de bureaucratie en de altruïstischer kijk op het individu in het modern liberalisme, werd de publieke sector door de ordoliberalen met minder argwaan bekeken dan hun Engelstalige collega's gewoon waren.

Het is zeer waarschijnlijk dat deze houding een rol heeft gespeeld in het ordoliberale vertrouwen in de publieke sector. Duitse liberalen vreesden juist de private sector, die werd gestuurd door eigenbelang. Het gevaar was in hun ogen dat private partijen zo machtig werden dat zij overheidsbeleid in hun voordeel konden beïnvloeden. Omdat deze interventies ten gunste van een specifieke partij waren, was de kans groot dat deze tegen het algemeen belang in gingen. Ordoliberalen pleitten daarom voor een sterke staat om deze te wapenen tegen private infiltratie.⁸⁹

⁸⁷ Friedman, 'A monetary and fiscal framework' 245-264

⁸⁸ Oliver, 'German neoliberalism' 146-147

⁸⁹ Friedrich, 'neo-liberalism' 512-519, Daarnaast is het neoliberalisme, in de traditie van Kant en Hegel, erg dialectisch. Het gaat uit van macht en tegenmacht, publiek tegenover privaat, voorzag op termijn geen mogelijke tussenweg tussen totalitarisme en vrije markten en had een sterke negatieve boodschap.

Megay, "Anti-pluralist liberalism" 441, De opvatting dat de staat, wanneer sterk genoeg om belangengroepen te weerstaan, zich zou onthouden van interventie en zou functioneren als neutrale waakhond van het publieke belang lijkt sterk beïnvloed door Hegel. De neoliberalen zien de staat, in tegenstelling tot Hegel, echter niet als een absolute waarde om een etisch doel na te streven maar als een pragmatisch instrument om de samenleving effectief te organiseren.

De verschillen met de Franse en Engelse versies van liberalisme waren echter groter dan enkel de kijk op de publieke sector. Hoe zeer het Duitse karakter door kon klinken in de denkbeelden van de ordoliberalen blijkt bijvoorbeeld uit de ideeën van Rüstow en Röpke. In feite pleitten zij voor een terugkeer naar een soort middeleeuws stelsel op basis van zelfvoorzienende boeren, ambachtslieden en kleine handelaren, zonder grote steden en met een belangrijke rol voor het geloof.⁹⁰ Weliswaar vormden zij met deze specifieke gedachten een minderheidsstroming binnen het ordoliberalisme, het toont aan hoe zeer Romantische elementen dit liberalisme een uitgesproken ander, vaak ook conservatiever, karakter konden geven.

Het conservatievere karakter zorgde tevens voor een verminderd vertrouwen in een democratische samenleving. Constitutionele democratie werd vaak verward met anarchistische meerderheidsdemocratie zoals de Jacobijnen in de denkbeelden van Rousseau dachten te herkennen. Democratie werd voornamelijk positief beoordeeld door de wijze waarop het de publieke macht aan banden legde.⁹¹ De wil van het volk diende echter, behalve bij de verkiezing van kundige bestuurders, een ondergeschikte rol te spelen. Beleid was het domein van bestuurders die daarbij zo min mogelijk moesten worden beïnvloed, uit angst dat dit zou leiden tot overheidsinterventies tegen het algemeen belang die daarbij ook nog eens de deur open zette voor totalitarisme.⁹²

DE GEMENE DELER

De verschillen tussen Friedman en de andere neoliberalen lijken vrij groot. Dit is echter voornamelijk het gevolg van de richting van Friedmans onderzoek. Ondanks dat de meeste energie bij hem gaat zitten in het aanvallen van de staat ontkent hij het gevaar van marktmacht zeker niet. De rest van de neoliberalen zal zich omgekeerd ongetwijfeld kunnen vinden in het door hem voorziene 'concurrerend kapitalisme', waarin alle partijen in vrije markten zaken op basis van vrijwilligheid en zodat alleen transacties plaats vinden waar beide partijen beter van worden.⁹³ Ook Friedman zag als basis voor dit concurrerend kapitalisme een belangrijke rol weggelegd voor een kleine maar sterke overheid die moest optreden als regelgever en scheidsrechter, bescherming bieden tegen interne en externe bedreigingen en de naleving van gesloten contracten afdwingen.⁹⁴

Megay, "Anti-pluralist liberalism" 431, Rustow's kijk op de geschiedenis was een constante strijd tussen hoge en lage cultuur, overheersers en overheersde, macht en tegenmacht: Rustow, *Ortsbestimmung der Gegenwart* (Zurich 1950-1957)

⁹⁰ Is opmerkelijk aangezien liberalen veelal hun ratio tegenover het geloven in een hogere macht stelden. Alexander Rüstow *Zwischen Kapitalismus und Kommunismus* 37-47, Wilhelm Röpke, *The social crisis of our time* (Chicago en Toronto 1950) 176-235, Wilhelm Röpke, *Mass und Mitte* (Erlenbach en Zurich 1950)

⁹¹ Friedrich, 'neo-liberalism' 517-518

⁹² Megay, "Anti-pluralist liberalism" 439-441

⁹³ Friedman, *capitalism and freedom* 13

⁹⁴ Friedman, *capitalism and freedom* n 25

Eveneens deelden ze een afkeur van vakbonden omdat deze inflationair werkten, een vorm van machtsconcentratie waren en hierdoor overheidsinterventie in de hand werkten⁹⁵ en waren er overeenkomsten in de vrees voor inflatie als kiem van recessie. Op monetair gebied zijn de verschillen, Hayek daar gelaten, zelf nihil. Sterker nog, de ordoliberalen baseerden zich bij hun omschrijving van het ideale financiële stelsel veelvuldig op het systeem van ingebouwde stabilisatoren van Friedman die op zijn beurt voortboorduurde op het werk van zijn voorgangers aan Chicago.⁹⁶

Hayek werd weliswaar nooit een volwaardig lid van de ordoliberalen, een classificatie als neoliberal lijkt wel vol te houden. Sterker nog, het was deze Oostenrijker die na de Tweede Wereldoorlog het initiatief nam tot het organiseren van de bijeenkomsten die zouden leiden tot de oprichting van de Mont Pelerin Society. Hij speelde een belangrijke rol in de start van een studie naar vrije markten in Chicago en legde de basis voor de politieke filosofie van de ordoliberalen.⁹⁷

DEFINITIE NEOLIBERALISME

Neoliberalisme is dus eigenlijk een historische term die de poging omschrijft van een aantal liberalen om het liberalisme te behouden nadat deze stevige kritiek te verwerken had gekregen door diens in het uitbreken van de Grote Depressie. Dit 'nieuwe liberalisme' vertrouwde weliswaar op concurrerende markten om tot een ideale maatschappijinrichting te komen, maar voorzag tegelijkertijd een belangrijke rol voor de staat om deze te creëren en te garanderen.

Tegenwoordig duidt neoliberalisme echter juist een soort laissez faire liberalisme dat aan de Chicago school zou worden aangehangen. De voorlopers van de Chicago school waren inderdaad te classificeren als neoliberalen, in de oorspronkelijke zin. Onder het intellectuele leiderschap van Milton Friedman zou deze echter een richting in slaan waar zij zich waarschijnlijk maar moeilijk mee hadden kunnen vereenzelvigen. Toch is een definitie van neoliberalisme, gezien het huidige gebruik, die de standpunten van Friedman niet omvat onmogelijk als volledig te kwalificeren.

Gelukkig zijn er dan ook, ondanks de grote verschillen op een aantal punten, ook een groot aantal overeenkomsten tussen deze verschillende liberalismen. Oorspronkelijk was Friedman namelijk hele vergelijkbare standpunten toegedaan, die hij lang niet allemaal verliet. Ook hij waarschuwde voor het gevaar van marktmacht, hoewel hij de problemen met monopolies kleiner achtte. Ook had Friedman met de oorspronkelijke liberalen het idee van een overheid als regelgever en scheidsrechter gemeen, hij was geen anarchist.

⁹⁵ Friedman, *capitalism and freedom* 119-137

⁹⁶ Reder, 'Chicago economics'

⁹⁷ Friedrich, 'The political thought of neo-liberalism'; Oliver, 'German neoliberalism' 119

De overeenkomst tussen de verschillende hierboven besproken vormen van neoliberalisme is het vertrouwen in concurrerende markten als basis van de economie. Daarnaast voorzien zij allen ook een rol voor de overheid in het instellen en onderhouden van deze markten op basis van algemene regels, hoewel de mate van activiteit die hier het gevolg van mag zijn verschilt. In enge zin kan neoliberalisme dan ook terecht gezien worden als de theorie achter de verspreiding van de markt. De associatie met laissez faire die daarmee gepaard gaat is echter onterecht, ook Friedman voorziet de noodzaak van de overheid als regelgever en scheidsrechter.

In het kader van een verklaring voor de economische crisis zou het daarnaast interessant zijn om een eventuele gedeelde houding ten opzichte van monetair beleid onder de verschillende stromingen te herkennen. Dit is alleen mogelijk wanneer wordt aangenomen dat Hayek voornamelijk als liberaal gezien wordt als gevolg van zijn pleidooi voor de markt in, onder andere, *The road to serfdom*. Op monetair vlak wijkt hij, als lid van de Oostenrijkse school, af van een verder monetaristische beweging.

2 LIBERALE HERVORMINGEN

Een liberale theorie op zich kan moeilijk verantwoordelijk worden gehouden voor de crisis, hiervoor moet deze eerst in realiteit zijn gebracht. Dat het verschil tussen theorie en praktijk soms levensgroot kan zijn bewees de grote tegenhanger van het liberalisme: het communisme. De verschillen tussen de utopie en de realiteit in de USSR had bijna niet groter kunnen zijn. Dit is het gevolg van de politieke laag tussen een academisch paradigma en uitgevoerd beleid.⁹⁸ Nobelprijswinnaar en Chicago econoom George Stigler sprak ooit, enigszins cynisch, over de invloed van economen op beleid: "*our influence appears to be powerful only when we support policies ripe for adaption.*"⁹⁹

Wat betreft neoliberalisme zou hij in ieder geval gelijk krijgen. In de jaren zeventig ontstond een nieuw-rechtse beweging die liberale economische hervormingen combineerde met een verder conservatief maatschappijbeeld, waar ook Pinochet toe gerekend kan worden. De hernieuwde populariteit van (klassiek) liberale ideeën was grotendeels het gevolg van de problemen die voortvloeiden uit economisch management en de vraaggestuurde economie. Nadat eind jaren tachtig de Sovjet-Unie als gevolg van economische problemen implodeerde ontbrak het zelfs voor de (meeste) socialisten aan geloofwaardige alternatieven, waardoor ook zij niet langer om een in zekere zin liberaal economisch programma heen konden.

⁹⁸ Stephen Walt schreef in "the relationship between theory and policy in international relations" over dit proces met betrekking tot internationale politiek in *Annual Review of Political Science* Juni 2005 23-48

⁹⁹ Stigler, 'bookshelf: economic thought over 1000 years,' *The Wall Street Journal* 2 oktober 1987 11

NIEUW-RECHTS

Liberaal ideeën kregen gedurende de jaren zeventig, als gevolg van het onvermogen van Keynesiaans beleid om antwoorden te formuleren op de economische problemen van dat moment, een nieuw gehoor. Economisch management had nieuwe uitdagingen met zich meegebracht en uiteindelijk geen uitweg geboden uit de situatie van stagflatie: hoge inflatie ondanks een stagnerende economie. Keynesiaanse vraagstimulering zou de inflatie vergroten en zodoende verdere economische achteruitgang (en dus werkloosheid en een dalende vraag) hebben gebracht. Als gevolg hiervan bevonden politici zich op een tweekoppig: met een onwerkbaar Keynesiaanse middenweg moest gekozen worden tussen een socialistische of een liberale economische inrichting. In het licht van de Koude Oorlog was die keuze waarschijnlijk snel gemaakt.

Met de komst van Ronald Reagan kregen de VS een president die, naast een hernieuwde inspanning tegen de communistische tegenstander, een liberale hervorming van de economie zou nastreven in navolging van geloofsgenoot Thatcher in Engeland.¹⁰⁰ Hun beleid van liberalisering en privatisering was sterk geïnspireerd door de ideeën van Friedman en Hayek en werd daarom als neoliberaal bestempeld.¹⁰¹ Toch kunnen Reagan en Thatcher moeilijk als liberalen gezien worden, een conservatief stempel lijkt beter op zijn plaats. Beter gezegd, deze nieuw-rechtse politici combineerden een (neo)liberale economische doctrine met een verder conservatieve kijk op de samenleving.¹⁰²

Reagans economische beleid, Reagonomics, had vier hoofddoelen: 1) een restrictief monetair beleid om de waarde van de dollar te stabiliseren en inflatie tegen te gaan; 2) een belastinghervorming ten gunste van investeringen, arbeid en economische efficiëntie; 3) het in balans brengen van de overheidsbegroting door bezuinigingen en 4) minder regelgeving.¹⁰³ Het doel was, in plaats van de op dat moment gebruikelijke stimulering van de vraagzijde van de economie, de aanbodkant te steunen. Deze 'aanbodzijde-economie' moest de productiviteit verhogen en zo economische groei brengen.

Reagans hervormingen zijn een goed voorbeeld van hoe theorie en praktijk kunnen verschillen. Zijn strijd tegen inflatie was een succes, hij deelt hierbij overigens de eer met Paul Volcker, die als Fed-voorzitter de rentes fors verhoogde. Zijn grootscheepse

¹⁰⁰ Dat van conservatieve politici werd verlangd de situatie van stagflatie op te lossen is verklaarbaar doordat het economisch management van Keynes toch voornamelijk een linkse associatie had gehad. Onder Lubbers I zou vanaf 1982 ook in Nederland door CDA en VVD fors worden bezuinigd en begonnen aan privatisering van staatsbedrijven.

¹⁰¹ Thatcher schijnt ooit, in een vergadering van haar partij, een collega die pleitte voor het bewandelen van de middenweg te hebben onderbroken door *The constitution of liberty* op de tafel te slaan en daar aan toe te voegen "this is what we believe" John Ranelagh, *Thatcher's people: an insider's account of the politics, the power, and the personalities* (Londen:1991)

¹⁰² Heywood, *ideologies* 55 omschrijft neoliberalisme als marktfundamentalisme en plaatst het in deze bredere nieuw rechtse beweging

¹⁰³ Niskanen en Moore, 'supply side tax cuts and the truth about the Reagan economic record' *Cato institute policy analysis* 261 (1996)

belastinghervormingen zouden zich daarentegen voornamelijk beperken tot belastingverlagingen. Doordat de belastingtarieven in de hoogste schijven bijna 100% waren, zal ook deze beperkte ingreep evenwel zeker van invloed zijn geweest op de productiviteitsgroei.¹⁰⁴ Dalende belastinginkomsten en snel stijgende overheidsuitgaven zorgden er tegelijkertijd wel voor dat Reagan de VS achterliet met een in recordtempo groeiende staatsschuld.¹⁰⁵

Wat betreft deregulering beperkte Reagan zich voornamelijk tot een verminderde groei van het aantal regels, veel werk van het afschaffen van oude regels werd niet gemaakt.¹⁰⁶ Zijn aversie tegen regeldruk speelde wel nadrukkelijk bij zijn benoemingen. Bijvoorbeeld toen hij Volcker, die de financiële sector wilde reguleren, verving door Alan Greenspan, een uitgesproken voorstander van deregulering.¹⁰⁷

De focus op de aanbodzijde van de economie leidde tot kritiek uit linkse hoek die van oudsher de arbeider centraal stelt. Deze keek daarom al lang voor deze beleidsverandering met schuine ogen naar de staat als mogelijk instrument van de kapitalistische klasse (of in modernere termen: het bedrijfsleven). Beleid dat diende ter verhoging van de productiviteit omvatte inderdaad maatregelen ten gunste van het bedrijfsleven en investeerders. Aan dit gehele beleid werd al snel de term neoliberalisme gekoppeld waarbij de positieve uitwerking voor het bedrijfsleven steeds centraler kwam te staan. Neoliberalisme werd zodoende soms een synoniem voor corporatisme.¹⁰⁸ Enigszins ironisch is dit wel te noemen, gezien het belang dat de oorspronkelijke neoliberalen juist hechtten aan de beperking van de invloed van de private sector op overheidsbeleid.

DE DERDE WEG

Conservatieve politici zouden geen alleenrecht houden op de adoptie van een liberale economische doctrine in hun gedachtegoed, al snel kregen zij steun uit onverwachte hoek. Vergeleken bij de corrigerende tik in het socialistische gezicht na het mislukken van economisch management, was de economische implosie van de Sovjet-Unie, vrij letterlijk, een rechtse directe.

Het mislukken van de planeconomie deed een groot aantal socialisten de vrije markt en de 'kenniseconomie', met zijn nadruk op informatietechnologie, persoonlijke vaardigheden en flexibiliteit van arbeid en ondernemen, doen omarmen. Het oorspronkelijke egalitarisme werd ingeruild voor een streven naar gelijkheid van kansen wat een zekere versobering van de verzorgingsstaat rechtvaardigde en streefde naar de modern liberale invulling van positieve

¹⁰⁴ Martin Feldstein, 'American economic policy in the 1980's: a personal view' in Martin Feldstein, ed. *American economic policy in the 1980's* (Chicago 1994) 7-19

¹⁰⁵ Feldstein, 'American economic policy' 34-48

¹⁰⁶ Hiskanen, 'economic regulation' 441-446 in Feldstein (ed.) *American economic policy*

¹⁰⁷ Joseph E. Stiglitz, 'capitalist fools' *Vanity Fair* (januari 2010) 2-3

¹⁰⁸ Naomi Klein, *De shock doctrine. De opkomst van rampenkapitalisme* (Nederlandse vertaling; Breda 2007) 12

vrijheid.¹⁰⁹ Ten slotte pleitten deze nieuwe socialisten voor een 'marktstaat' met als centrale doel de optimalisering van nationale welvaart en leefomstandigheden ten tijde van mondiale concurrentie. Dit moest gebeuren door verbetering van de infrastructuur en, nog belangrijker, vergroting van de vaardigheden en kennis van de bevolking, wat een aanbodzijde kijk op de economie inhoudt.¹¹⁰

Zij doopten hun compromis tussen een liberale economische doctrine en socialistische doelen de 'Derde Weg'. Hiermee kwamen ze, waarschijnlijk zonder het zelf te weten, erg dicht bij zowel de terminologie als de visie van de peetvader van het neoliberalisme (en gewezen socialist), Alexander Rüstow.¹¹¹ Dit socialisme had veel raakvlak met het modern liberalisme hoewel de Derde Weg als socialistische stroming een wat grotere nadruk legde op de gemeenschap. De gedachte die daaruit voortvloeide, dat iedereen naast rechten ook plichten had, was ook bij de modern liberalen al aanwezig geweest. De nadruk op de gemeenschap ging gepaard met een kritiek op het liberale individualisme, dat egoïsme in de hand had gewerkt en het algemeen belang ondermijnd. Acceptatie van de (neo)liberale economische doctrine betekende dus geenszins adoptie van de filosofische basis en de morele en sociale gevolgen hiervan. Deze Derde Weg zou gedurende de jaren tachtig en negentig in vele landen navolging krijgen.¹¹²

In de VS was Bill Clinton het belangrijkste gezicht van deze Derde Weg. Hij combineerde verhoging van belastingen en het minimumloon met een verder op economisch gebied liberaal programma van vermindering van overheidsuitgaven, vrijhandel en deregulering.¹¹³ Hij kende een groot belang toe aan een sluitende begroting als voorwaarde voor economische groei en realiseerde deze voornamelijk door de grootschalige afstoting van overheidsactiviteiten. Overheidsuitgaven daalden als gevolg van brede bezuinigingen tussen 1992 en 1999 met 14,9%.¹¹⁴

Dit zorgde voor een verminderd aantal staatsobligaties wat, in combinatie met de financiële deregulering, investeerders op grote schaal naar de aandelenmarkt trok. Deze bestonden tegelijkertijd steeds vaker uit gewone Amerikanen die probeerden te compenseren voor de bij de verwachting achterblijvende inkomensgroei. Wat volgde was een hausse op de aandelenmarkt in de jaren negentig, waarvan de effecten op de begroting van Clinton niet

¹⁰⁹ Het begrip positieve vrijheid is op zich enigszins problematisch omdat dit juist een ideaal excuus was gebleken voor autoritaire machthebbers die onder de noemer van bevorderen van positieve vrijheid hun volk onderdrukten. In het geval van de Derde Weg kan echter natuurlijk verwacht worden dat daadwerkelijk een streven naar vrijheid van belang was.

¹¹⁰ Heywood, *Ideologies* 148-152

¹¹¹ De socialistische Derde Weg: Heywood, *Ideologies* 148-151, Rüstow en de Derde Weg: Alexander Rüstow, 'Zwischen kapitalismus und kommunismus' in Nils Goldschmidt en Michael Wohlgemuth (ed), *Grundtexte zur Freiburger tradition der ordnungswirtschaft* (Tübingen 2008) 423-448

¹¹² Voorbeelden zijn: de PVDA onder Kok en Bos, New Labour onder Brown en Blair en natuurlijk Clinton in de VS.

¹¹³ Robert Pollin, 'Anatomy of clintonomics' *new left review* 3 2000 18

¹¹⁴ Pollin, 'Clintonomics' 25-27, tabel 2 bron: OMB, budget of the United States, Historical tables

onderschat mogen worden door de aanzienlijke inkomsten die deze genereerde via de belasting op kapitaalinkomsten.¹¹⁵

Onder Clinton zouden de Fed en het ministerie van Financiën meerdere malen ingrijpen bij een dreigende recessie, wat in het geval van Greenspan gezien kan worden als een breuk met zijn vanouds orthodox monetaristische inslag, ten faveure van haast Keynesiaanse vraagstimulatie door middel van controle van de geldhoeveelheid. Door deze investeerders tijdens de Mexicaanse, Aziatische en Russische crisis te redden ontstond een systeem waarin winsten werden geprivatiseerd en verliezen publiek genomen werden. Het gevolg was dat bij beleggers moreel risico ontstond doordat zij grotere risico's konden nemen dan eigenlijk verantwoordelijk was door te anticiperen op een reddingsplan.¹¹⁶

Onder leiding van Clinton groeide de financiële sector als gevolg van de enorme winsten op de aandelenmarkt en deregulering.¹¹⁷ Daar kwam bij dat de tijd voorbij was dat de gewone consument zijn spaargeld automatisch bij een bank stalde, gelokt door de hoge rendementen op de aandelenbeurs ging deze ook zelf actief speculeren. Waarschijnlijk door het gestegen belang van de financiële markt en de steeds bredere groep investeerders voelde de overheid zich genoodzaakt diens belangen te beschermen waartoe in de ideeën van Keynes een theoretische rechtvaardiging te vinden viel. Op de korte termijn zorgde dit voor een indrukwekkende economische groei gedurende de jaren negentig. Op de lange termijn droeg het bij aan een systeem waarin steeds meer investeerders steeds grotere risico's gingen nemen.

De Derde Weg was economisch een (modern) liberaal beleid, gericht op vrijhandel en een terugtrekkende overheid, gecombineerd met een soort Keynesiaans economisch management en inkomensverdeling. Interessant is dat van een grootschalig gebruik van de term neoliberalisme pas sprake is sinds de jaren negentig, meestal getypeerd als een ontwikkeling met een startpunt in de jaren zeventig.¹¹⁸ Dat pas twee decennia later de behoefte ontstond aan veelvuldig gebruik van het woord neoliberalisme zou heel goed te verklaren kunnen zijn door de problemen bij van origine linkse politici om geloofwaardig te blijven bij het doorvoeren van liberale hervormingen waar zij tot voor kort nog tegen streden. Een manier daarvoor was door hun eigen liberale beleid tegenover een ander, bij voorkeur radicaal en dogmatisch, liberalisme te stellen waar zij natuurlijk nog steeds tegen waren. Dat voor een aanduiding van een dergelijk gedachtegoed in linkse hoek gekozen werd voor de term neoliberalisme lag voor de hand.

NEOLIBERAAL BELEID?

¹¹⁵ Pollin, 'Clintonomics' 18, 28

¹¹⁶ Pollin, 'Clintonomics' 32-33

¹¹⁷ Hoewel deze twee verschijnselen natuurlijk allesbehalve los van elkaar staan

¹¹⁸ Boas en Gans, 'neoliberalism' 2

Het is van belang om een liberaal economisch programma niet te verwarren met een volwaardig liberaal beleid. Neoliberalisme had zowel in zijn Duitse als zijn Amerikaanse variant weliswaar conservatieve trekjes, maar het gaat veel te ver om nieuw-rechts gelijk te stellen aan de neoliberale theorie. Neoliberalisme was in de eerste plaats een liberale stroming. Het liberale economisch stelsel dat nieuw-rechts nastreefde stond in dienst van een sociaal en politiek allerminst liberaal systeem.¹¹⁹

Hetzelfde geldt in zekere zin voor de constructie van de Derde Weg. Zoals het ordoliberalisme oorspronkelijk een poging was geweest het liberalisme te redden van het socialistische tij was dit nieuwe socialisme een gelijksoortige poging dit gedachtegoed uit de klauwen van een liberale hegemonie te houden. Het mislukken van de planeconomie had de socialisten in zekere zin verplicht de vrije markt te omarmen. De Derde Weg bleef zonder twijfel een vorm van socialisme met forse kritiek op liberaal beleid. Om hun liberale hervormingen te kunnen rechtvaardigen moesten zij het daarom tegenover een extremer liberalisme zetten waar hun oude kritiek dan op gericht was. Hierbij kozen ze echter voor een benaming die veel dichter bij de eigen denkbeelden lag dan deze politici waarschijnlijk zelf beseften.

Doordat de term neoliberalisme steeds exclusiever onderdeel werd van een links vocabulaire, zou gebruik zich steeds meer beperken tot dat van een soort anti-ideologie. Deze stelde Derde Wegsocialisten in staat hun liberale economisch programma af te zetten tegen een 'neoliberaal' beleid dat daarvoor plaats vond en zij altijd hadden bekritiseerd. In feite werd neoliberalisme op deze manier een politiek scheldwoord.¹²⁰

EEN VERANDERENDE MAATSCHAPPIJ

De liberale hervormingen zouden de Amerikaanse maatschappij ingrijpend veranderen. De invloed van de financiële sector steeg, ten koste van de overheid en industrie. Het gevolg was in eerste instantie een indrukwekkende economische groei, oorspronkelijk toegeschreven aan een verhoogde productiviteit. Achteraf lijkt deze minstens zo zeer gebaseerd te zijn geweest op een groeiende schuldenlast waardoor uiteindelijk een correctie onvermijdelijk zou zijn.

Van oudsher was kapitaalverwerving de drijvende kracht achter economische groei geweest, waarbij de toegang tot krediet ondernemers in staat stelde meer te investeren dan het totaal aan besparingen in de voorafgaande periode. In plaats daarvan werden toekomstige winsten aangewend om ervoor te zorgen dat de lening met een kleine winst kon worden afbetaald.

De totale vraag was in dit systeem gegeven, hoewel de overheid doormiddel van zijn begroting, in ieder geval totdat kapitaalmarkten huiverig werden voor de grote schulden en

¹¹⁹ Voor meer over conservatisme en nieuw rechts in het bijzonder: Heywood, *Ideologies* 69-104.

¹²⁰ Mario Vargas Llosa, 'Liberalism in the new millenium' in I. Vasquez (ed) *Global fortune* (Washington 2000) 16

inflatie, deze tijdelijk kon beïnvloeden. Huishoudens, die ongeveer twee derde van de totale vraag uitmaakten, werden tot de jaren '80 gezien als een stabiliserende factor, doordat in tijden van laagconjunctuur werd ingeteerd op reserves die in betere tijden waren aangelegd.¹²¹

Dit veranderde toen financiële deregulering in de jaren '80 voor een groot aantal partijen de markt van consumptie- en hypothecair krediet ontsloot. Hiervoor was dit het exclusieve domein van consumentenbanken geweest die daarbij gebonden waren aan het type leningen, dat ze waar mochten uitzetten en de rentes die ze daarvoor mochten rekenen. Het verdwijnen van deze barrières als gevolg van deregulering bracht een forse strijd om klanten met zich mee, die zich als gevolg daarvan plotseling overspoeld zagen met eenvoudig verkrijgbaar krediet. Het uitblijven van diepe recessies had tegelijkertijd de noodzaak van sparen en de risico's voor investeerders schijnbaar verminderd.¹²²

Doordat de inkomensgroei achterbleef bij de verwachtingen maar de huizenprijzen stegen, groeide de vraag naar krediet bij huishoudens explosief. Stijgende huizenprijzen maakten op hun beurt weer hogere leningen mogelijk die gebruikt konden worden om consumptie te financieren. De eenvoudiger toegang tot krediet zorgde er zodoende voor dat de kredietgefinancierde consumptie door huishoudens de motor werd van de Amerikaanse economische groei. Het huis werd op deze manier een soort persoonlijke pin automaat ¹²³

De consumptiegedreven groei sinds de jaren tachtig leidde echter een situatie van dalende besparingen in tijden van hoogconjunctuur in, doordat de consumptie sneller groeide dan het inkomen. Dit vergrootte in eerste instantie het risico van oververhitting van de economie en uiteindelijk de mogelijke terugslag wanneer het economisch tij keerde.¹²⁴

Ook ondernemers zouden de gevolgen merken van de deregulering in het financiële stelsel. Als gevolg van deregulering namen de beleggingsmogelijkheden voor grote institutionele beleggers als pensioenfondsen toe. Deze grote instellingen waren beter dan kleine beleggers in staat om de prestaties van de bedrijven waarin zij hadden geïnvesteerd te controleren en druk uit te oefenen op het dagelijks bestuur. Dit zorgde voor betere rendementen op investeringen maar ook voor het groeiende belang van ondernemingen bij de dagelijkse waarde van het aandeel en winsten op korte termijn.¹²⁵

Gedurende de jaren tachtig zouden ondermaats presterende bedrijven steeds vaker te maken krijgen met vijandige overnames. Door deze nieuwe bestuurders te belonen met aandelenpakketten kwam de dagelijkse waarde van de aandelen verder centraal te staan bij de leiding van een onderneming. Productie raakte zodoende ondergeschikt aan de dagelijkse

¹²¹ Glyn, *Capitalism unleashed. Finance, globalization, and welfare* (Paperback editie, Oxford en New York; 2007) 52-53

¹²² Ewijk en Teulings, *De Grote Recessie. Het centraal planbureau over de kredietcrisis* (Amsterdam; 2009) 57-58, Glyn, *Capitalism unleashed* 52-53

¹²³ Glyn, *Capitalism unleashed* 53-54

¹²⁴ *Economic outlook june*. OESO (2004)

¹²⁵ Glyn, *Capitalism unleashed* 55-56

waarde van het aandeel waardoor een prikkel ontstond de winsten te overdrijven.¹²⁶ Dit was weliswaar kwalijk voor de prestaties op de lange termijn (in feite werd winst geleend van de toekomst), bestuurders werden op korte termijn resultaten beloond.

Toezicht werd daarbij bemoeilijkt door de complexiteit van de nieuwe financiële producten. In theorie had de verhoogde activiteit van institutionele beleggers deze ontwikkeling kunnen voorkomen doordat zij beter in staat waren bedrijfsresultaten te controleren. Hevige concurrentie zorgde echter ook daar voor nadruk op snelle resultaten, wat kuddegedrag in de hand werkte. De focus op de dagwaarde van het aandeel, de problemen bij private controle en verminderd overheidstoezicht als gevolg van deregulering zorgde in eerste instantie voor een hausse op de aandelenmarkt die een belangrijke factor van de economische groei in de jaren negentig zou vormen. Op langere termijn was het echter bijna wachten op boekhoudschandalen en prijzenbubbels.¹²⁷

DE OPKOMST VAN DE FINANCIËLE SECTOR

Het toenemende belang van de financiële sector zorgde dat de staat zich steeds vaker gedwongen zag te hulp te schieten wanneer grote financiële instellingen in de problemen kwamen.¹²⁸ De wetenschap dat de staat in geval van nood zou bijspringen gecombineerd met de mogelijkheid grotere risico's te nemen als gevolg van deregulering leidde tot een situatie die door economen 'moreel risico' wordt genoemd. Financiële instellingen konden grote risico's nemen in de wetenschap dat de staat waarschijnlijk zou inspringen wanneer het mis ging. Dit was vooral een gevaarlijke combinatie met de toegenomen concurrentie en steeds hogere rendementen die aandeelhouders verlangden.¹²⁹

Oorspronkelijk had de noodzaak tot overheidsbescherming zich voornamelijk beperkt tot consumentenbanken aangezien investeringsbanken te klein waren om een systeemrisico met zich mee te dragen. In tegenstelling tot investeringsbanken werden deze dan ook geacht voorzichtig met het spaargeld van zijn klanten om te gaan, wat overheidsingrijpen in geval van een dreigend faillissement beter te billijken maakte. Door afschaffing van de zogenaamde wet

¹²⁶ J. Coffee, 'What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's' in P. Cornelius en B. Kogut (ed), *corporate governance and capital flows in a global economy* (New York en Oxford 2003) 32 Deze twee gegevens hoeven natuurlijk niet strijdig te zijn. Een goed draaiend bedrijf zal op de lange termijn goede winsten tegemoet kunnen zien wat leidt tot een hogere waarde van het aandeel. Op korte termijn kan echter wel strijdigheid bestaan. Investerings verlagen bijvoorbeeld de winst op korte termijn hoewel deze op lange termijn wellicht de opbrengsten kunnen vergroten. Zodoende is bovenstaande tegenstelling eigenlijk een verschuiving van termijn waarop gekeken wordt.

¹²⁷ Glyn, *Capitalism unleashed* (58-61)

¹²⁸ In 1984 moest de overheid inspringen ten behoeve van Continental Illinois National Bank and Trust Company, in 1989 tekende Bush sr. een omvangrijk reddingsplan na het omvallen van verschillende kredietmaatschappijen. In 1998 springt de overheid in bij een dreigend bankroet van het hedgefonds Long Term Capital Management en bestrijdt greenspan een mogelijke recessie met het vergroten van de liquiditeit. In 2000 wordt na de dotcombust dergelijk beleid nog extremer herhaald.

¹²⁹ Glyn, *Capitalism unleashed* 70; Lawrence H. White, 'How did we get into this financial mess?' *Caton institute briefing papers* 110 (2008) 1, 2n. 4, 24

van Glass-Steagal onder Clinton vervaagde echter het verschil tussen de banken. Zakenbanken groeiden doordat zij hun activiteiten konden uitbreiden en consumentenbanken richtten vaak een zakenbank op. Niet in laatste plaats omdat deze moesten gaan concurreren met investeringsbanken, waardoor hogere winsten van hen verlangd werden.¹³⁰

Ongeveer tegelijkertijd zag een nieuwe financiële instelling het licht. Deze hedgefondsen realiseren winst door risico's te 'hedgen' (afdekken), waardoor zowel aan prijsdalingen als -stijgingen in de markt verdiend kan worden. Deze fondsen concurreerden met andere financiële instellingen om krediet maar waren veel minder gereguleerd, vanuit de gedachte dat de verantwoordelijkheid voor controle bij de kredietverstrekkers lag. Dit betekende lagere kosten waardoor andere instellingen, in een poging dezelfde winsten te realiseren, hogere risico's gingen nemen.

Op deze manier ontstond een ongelijk gereguleerd financieel stelsel waarin instellingen hevig met elkaar concurreerden om kapitaal. Een belangrijk onderdeel in de aantrekking van kapitaal is het verwachte rendement en het gelopen risico voor de investeerder. Deregulering moest leiden tot verfijndere financiële markten en een betere spreiding van risico's maar vergrootte deze dus tegelijkertijd. Door de toenemende schaal en complexiteit van activiteiten werd controle bemoeilijkt en de mogelijkheid tot zwaarwegende misrekeningen vergroot. De verwevenheid van markten zorgde er ten slotte voor dat de gevolgen eenvoudig tussen markten konden overslaan. Hoewel spreiding van risico zo mogelijkwijs de kans op een nieuwe crisis verkleinde, vergrootte de potentiële omvang.¹³¹

SCHULDGEBASEERDE GROEI

Reagan liet de VS achter met, naast een sterk gestegen staatsschuld, een groeiend handelstekort. De hoge rente en groeiende begrotingstekorten in combinatie met de lage inflatie maakte de dollar interessant voor investeerders waardoor de waarde van de dollar steeg. Dit zorgde voor dure export en goedkope import en resulteerde zo uiteindelijk in een groeiend handelstekort.¹³² Dit tekort op de handelsbalans kan dus gezien worden als het gevolg van stijgende begrotingstekorten in een periode dat een dalende spaarquote voorkwam dat deze intern gefinancierd werden. Het tekort was in feite niets anders dan een lening van het buitenland aan de Amerikaanse staat.

Op termijn kan echter niet meer worden geïnvesteerd dan gespaard, waardoor een tekort op de handelsbalans op zijn best een tijdelijke situatie is. Dit is geen probleem wanneer de gemaakte schuld het gevolg is van winstgevende investeringen aangezien in dat geval de winsten de kosten van de lening compenseren. In het Amerikaanse geval ging een groot deel van de

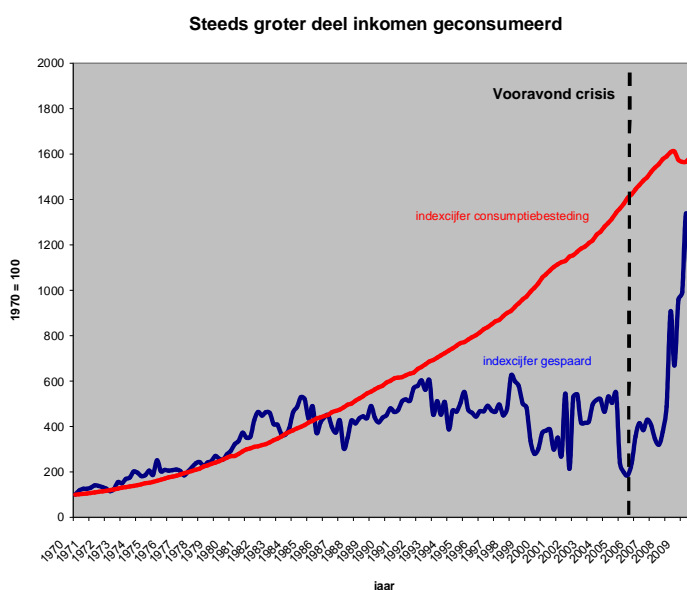
¹³⁰ Stiglitz, *capitalist fools* 3

¹³¹ Glyn, *Capitalism unleashed* 70

¹³² Feldstein, 'American economic policy' 66-76

toegenomen welvaart echter in consumptie zitten (zie figuur), waarvan de meeste consumptiegoederen als gevolg van de dure dollar ook nog eens in het buitenland werden geproduceerd (en dus daar voor winsten zorgden).¹³³

Doordat Amerikanen steeds minder geld achter de hand hielden verminderde de buffer voor een eventuele economische dip. Normaal kon in tijden van recessie worden teruggegrepen op spaargeld dat in de hoogconjunctuur opzij was gelegd. Dat was in dit geval onmogelijk doordat juist tijdens de periode van economische voorspoed de schulden opliepen. Wanneer het tot een economische dip kwam betekende dit nog meer geldcreatie als gevolg van verdere schuldengroei, een diepere dip doordat meer uitgaven moeten worden uitgesteld, of een combinatie van die twee.



Figuur 1 Steeds groter deel inkomen wordt geconsumeerd
Bron:www.bea.gov

Een devaluatie van de dollar de problemen op de handelsbalans kunnen oplossen. Een herwaardering van de Amerikaanse munt was echter politiek moeilijk realiseerbaar. Dit zou hebben geleid tot aanzienlijke inflatie in de Amerikaanse economie en verminderde exporten voor een groot aantal staten naar 's werelds belangrijkste economie.¹³⁴

Later kwam daar de bereidheid van Aziatische overheden bij om hun munt concurrerend te houden door dollars te kopen.¹³⁵ Een dure dollar zorgde voor minder Amerikaanse export terwijl de interne markt met goedkope importen werd overladen. Binnenlandse productie werd zodoende relatief steeds duurder waardoor investeringen veelal in het buitenland plaatsvonden,

¹³³ Joseph E. Stiglitz, 'The roaring nineties', *the atlantic* 2002 te raadplegen op <http://www.theatlantic.com/past/docs/issues/2002/10/stiglitz.htm>

¹³⁴ Feldstein, 'American economic polict' 73

¹³⁵ Glyn, *Capitalism unleashed* 84

wat het handelstekort verder vergrootte.¹³⁶ In 2006 waren de Amerikaanse inkomsten uit buitenlandse investeringen voor het eerst kleiner dan de kosten van rente en afgedragen winst, zodoende het tekort op de handelsbalans vergrotend.¹³⁷

EEN NIEUW FINANCIËEL SYSTEEM

Banken dienden van oudsher als tussenpersonen op de financiële markt. Zij verdienden hun bestaansrecht aan hun betere vermogen vraag en aanbod bij elkaar te brengen waardoor de transactiekosten op deze intransparante markt daalden.¹³⁸ Banken investeerden dan ook voornamelijk met vreemd vermogen, het aandeel eigen vermogen was voornamelijk bedoeld als waarborg voor de spaarder dat de bankiers het belegde geld goed zouden blijven volgen.

Niet het rendement op investeringen, maar het verschil in rente tussen (kortlopende) gemaakte en (langlopende) uitstaande schuld was daarom de belangrijkste motor van winst voor de banken. Het beeld van de bank als een luxe spaarpot is dus niet correct: banken hebben altijd maar een beperkt deel van de uitstaande verplichtingen in kas.

Zelfs de gezondste banken hebben hierdoor een beperkte liquiditeitspositie. Het gevaar ligt constant op de loer dat teveel mensen tegelijkertijd hun geld opvragen. Een betrouwbaar imago is voor banken daarom van levensbelang, verlies hiervan kan leiden tot een 'bankrun': een situatie waarin spaarders twijfelen aan de liquiditeit van een bank, hun geld massaal opnemen en daardoor de liquiditeitspositie verder ondergraven. Banken moeten om daar tegen in te dekkenvoor al hun leningen uitstaande leningen een bedrag apart leggen om te compenseren voor eventuele wanbetaling. Dit maakte dat er een maximum aan het aantal te verstrekken leningen bestond.

ONTSTAAN VAN DE SECUNDAIRE HYPOTHEEKMARKT

In 1938 werd echter, in het kader van Roosevelt's New Deal, de FNMA (*Federal National Mortgage Association*) opgericht. Deze publieke instelling, beter bekend als Fannie Mae, had als doel huizenbezit te stimuleren door verstrekte hypotheekleningen van banken over te kopen. Banken konden daardoor geld vrij maken voor nieuwe leningen. Door een groot aantal hypotheekleningen bij een enkele instelling te concentreren werd tevens het risico van wanbetaling verkleind.¹³⁹

In 1968 ging Fannie naar de beurs en kreeg het de opdracht zich te richten op de aankoop van hypotheekleningen zonder overheidsgarantie. Overheidsgegarandeerde leningen vielen

¹³⁶ David Harvey, *A brief history of neoliberalism* (Paperback versie; Oxford 2007)26

¹³⁷ Glyn, *Capitalism unleashed* 187

¹³⁸ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 14

¹³⁹ Hoe groter het aantal leningen in bezit, hoe kleiner de kans is dat deze allemaal tegelijk niet kunnen betalen en hoe dichter dit bij een gemiddelde terecht zou komen, hetzelfde principe ligt ten grondslag aan verzekeringen.

voortaan onder auspiciën van het daartoe nieuw opgerichte Gini Mae (*Government National Mortgage Association*), dat wel een publieke instelling zou blijven.

De onderneming zou echter nauwe banden behouden met de Amerikaanse overheid, getuige de presidentiële benoeming van vijf (van de dertien) leden van de raad van bestuur en een aanzienlijk aandeel preferente aandelen dat in handen van de staat bleef. Gesproken werd dan ook wel over een semipublieke instelling (*Government Sponsored Enterprise*, GSE). Naar voorbeeld van Fannie Mae werd in 1970 Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) opgericht, die moest gaan concurreren met Fannie bij de aankoop van hypotheke.

Als beursgenoteerde ondernemingen werd van Fannie en Freddie verwacht dat zij hun winsten maximaliseerden, waarvoor zij zoveel mogelijk hypotheke moesten kopen. Hiervoor maakten zij vaak gebruik van extern kapitaal. Investeerders konden bij hen beleggen in aandelen die recht gaven op een deel van de opbrengsten van een pakket hypotheke. Dit proces, waarin leningen de basis vormden voor verhandelbare effecten, werd bekend als securitiseren (*security is Engels voor effect*).

Deze *Mortgage Backed Securities* (MBS) vergrootten het aantal potentiële financiers van hypotheke, hoewel in eerste instantie de gevolgen van securitisatie vrij beperkt waren. Het risico dat werd gelopen op beleggingen was voor veel partijen eenvoudig te groot doordat het rendement op een hypotheek sterk afhankelijk is van de looptijd: wanneer een hypotheek sneller dan verwacht wordt afgelost, dalen de (absolute) rente-inkomsten en moet de investeerder zijn kapitaal eerder opnieuw investeren, mogelijk tegen een lagere rente. Aan de andere kant is het mogelijk dat door wanbetaling de schuld langer loopt dan verwacht, of zelfs nooit volledig wordt terugbetaald. Beleggingen in hypotheke zijn hierdoor nog afhankelijker van de algemene rentestand dan gewone financiële producten.¹⁴⁰

In juni 1983 werden in opdracht van Freddie voor het eerst MBS uitgeven die rekening hielden met de specifieke risicobehoefte van beleggers. Deze *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO) waren opgedeeld in tranches van senioriteit met verschillende rentes. De laagste tranches kregen een lagere rente maar werden als eerst afgelost. De kortere looptijd betekende een lager risico: de kans op wanbetaling of juist dat een deel van de hypotheke voortijdig werd afbetaald, en dus rente-inkomsten gederfd werden, groeide natuurlijk naar verloop van tijd. Het lagere risico moesten beleggers in deze tranches bekopen met een lagere rente.

Het risico op deze beleggingen werd verder verminderd doordat Fannie en Freddie tijdige afbetaling van de leningen verzekerden. Hierdoor kregen hun MBS een maximale looptijd en een minimale opbrengst. De GSE's konden deze verzekering vrij gemakkelijk verstrekken

¹⁴⁰ Een hoge rente vergroot immers de kans op wanbetaling terwijl een lage rente voortijdige aflossing van de schuld aannemelijker maakt door de prikkel tot herfinanciering die hier van uit gaat.

doordat zij strikte voorwaarden stelden aan de hypotheekleningen die zij opkochten, zogeheten 'conforming loans'. Deze bestond uit een maximumwaarde van de lening, om te voorkomen dat deze instellingen de aanschaf van villa's zouden faciliteren, en eisen aan de kredietwaardigheid van de hypotheeknemers om de kans op wanbetaling te verkleinen.

Fannie en Freddie verdienden fors aan deze garanties, daarnaast sloegen zij munt uit de grote renteversillen tussen afgesloten en uitgegeven leningen. Naast het gebruikelijke renteverskil tussen kortere en langer lopende leningen was dit ook het gevolg van de extreem lage rentes die de semipublieke instellingen betaalden door hun band met de overheid.

De markt ging uit van een impliciete overheidsgarantie op hun activiteiten. Verwacht werd dat deze bij een dreigend faillissement zich gedwongen zou zien tot een reddingsactie. Hierdoor betaalden Fannie en Freddie op hun leningen bijna hetzelfde tarief als de Amerikaanse schatkist, terwijl zij leningen konden aanbieden tegen markttarief. Hier bovenop waren zij vrijgesteld van gebruikelijke verplichte kapitaalratio's en zowel statelijke als federale belastingen, wat goed was voor een paar miljoen dollar per jaar.¹⁴¹

DE OPKOMST VAN DE SCHADUWBANKEN

De techniek van securitiseren bestond dus al sinds de jaren zeventig maar begon pas gedurende de jaren negentig pas echt aan populariteit te winnen. Innovaties zoals CMO's hadden de inkomstenstromen overzichtelijker gemaakt en wetgeving had investeren in onroerend goed vereenvoudigd.¹⁴² Al deze tijd hadden verschillende zakenbanken de hypotheekleningen van Fannie Mae en Freddie Mac gesecuritiseerd, waarbij hun hoge winsten niet onopgemerkt waren gebleven. Het viel dan ook te verwachten dat deze instellingen zouden gaan proberen vergelijkbare activiteiten te ontplooiën.

Wall Street kon echter moeilijk concurreren op de securitisatie van de veiligste hypotheekleningen door de voordelen die de GSE's genoten als gevolg van hun band met de overheid. De rest van de sector richtte zich daarom voornamelijk tot de securitisatie van 'non conforming loans', leningen die te groot waren voor Fannie en Freddie of aan personen met een mindere kredietwaardigheid en dus een groter risico hadden.

De private MBS dienden vaak als onderdeel van andere financiële producten. Door MBS opnieuw op te knippen en te bundelen konden ze gebruikt worden als bouwstenen voor *Collateralized Debt Obligations* (CDO). Doordat deze producten een stap verder van de daadwerkelijke huizenmarkt stonden waren ze in theorie veiliger. In werkelijkheid was dit vaak niet het geval doordat voor de creatie vaak gebruik werd gemaakt van bouwstenen met lagere

¹⁴¹ Richard Stevensen, 'the velvet fist of Fannie' *The New York times* 20 april 1997

¹⁴² In 1984 maakt de *secondary mortgage market enhancement act* handel in MBS eenvoudiger, de belastinghervorming van 1986 maakt het oprichten van een belastingvrije REMIC mogelijk, de *Financial institutions reform, recovery and enforcement act* van 1989 moedigde het verschaffen van leningen aan en de *Small business job protection act* vereenvoudigde in 1996 securitisering verder.

kredietbeoordelingen.¹⁴³ Zakenbanken als Lehman en Bear Stearns richtten hele productielijnen op, die liepen van afsluiting van de hypotheeken tot de verkoop van de effecten aan investeerders.

De oorspronkelijke bedoeling van CDO's was dat deze ook risico spreidden door verschillende soorten schuld te combineren. Vanaf 2003 zouden echter ook CDO's op basis van enkel hypotheekleningen te verkrijgen zijn op Wall Street.¹⁴⁴ Ondanks de risicovollere beleggingen die het onderpand van deze producten vormden, konden de veilige tranches, door ze te verzekeren bij een grote verzekeraar, vaak alsnog de hoogste kredietbeoordeling krijgen.

Deze verzekeringen heetten *Credit Default Swaps* (CDS) waarbij voor een vast bedrag het risico op een bepaalde ontwikkeling werd afgekocht. CDS konden zo verzekeren tegen wanbetaling in een hypotheekbundel maar ook het faillissement van een wederpartij. Het voordeel van CDS was dat door het risico te verkopen opnieuw kapitaal werd vrijgemaakt om rendementvol te investeren.

CDS zorgde zo voor een verdere spreiding van risico en beschikbaarheid van kapitaal, een ander belangrijk risico bleef echter bestaan: het faillissement van de verzekeraar. Dit was echter allerm minst onvoorstelbaar door de specifieke opzet van deze producten. Technisch gezien waren CDS geen verzekeringen maar verhandelbare effecten die iedereen kon aanschaffen. Omdat het aan regelgeving voor deze nieuwe financiële producten ontbrak, hoefde voor een gegarandeerde lening geen kapitaal achter te worden gehouden. Het was dus allerm minst zeker dat de houder van een swap daadwerkelijk aan zijn betalingsverplichting kon voldoen, wanneer het zo ver kwam.

Daar kwam nog een ander groot verschil met 'normale' verzekeringen bij. Normaal betalen verzekeringen uitkeringen uit de premieopbrengsten. Dit is mogelijk omdat bijvoorbeeld het jaarlijks aantal auto-ongelukken rond een gemiddelde zweeft waardoor claims kunnen worden betaald uit de premie. Waardedaling van financiële producten en faillissementen in de sector werken echter juist versterkend op elkaar. CDS konden dus niet betaald worden uit de premie-inkomsten, wat het aanhouden van voldoende kapitaal extra belangrijk maakte. Belangrijk voor de sector was echter voornamelijk dat, omdat regulering voor dit nieuwe product ontbrak, het risico van de balans mocht worden geplaatst.¹⁴⁵

De zakenbanken van Wall Street leken echter een moderne vorm van alchemie te hebben gevonden waarin oneindig risicovolle investeringen werden omgetoverd in beleggingen die bijna even veilig werden geacht als het verstrekken van een lening aan de Amerikaanse schatkist. Nog mooier was dat dit proces eindeloos herhaald kon worden waarbij riskante beleggingen keer op keer als bouwstenen konden dienen voor veilige investeringen waarbij elke keer winst kon worden gemaakt op de transactie.

¹⁴³ Johan Norberg, *Financial fiasco. How America's infatuation with homeownership and easy money created the economic crisis* (Washington 2009) 46-48

¹⁴⁴ Norberg, *Financial fiasco* 48

¹⁴⁵ Norberg, *Financial fiasco* 86-88, Gretchen Morgenson, 'behind the insurer's crisis, blind eye to a web of risk' *New York times* 28 september 2008

De nieuwe financiële producten hadden als voordeel dat risico over de markt werd gespreid en geconcentreerd bij degenen die het konden, mochten en wilden dragen. Dezelfde bundel hypotheekleningen kon zeer veilige investeringen bieden aan pensioenfondsen en hoge rendementen aan investeerders die hogere risico's wilden nemen.

Nog mooier was dat hiermee een manier was gevonden waarop pensioenfondsen via een omweg toch konden investeren in risicovolle beleggingen. Hypotheken werden zo een motor van winsten voor de hele financiële sector maar als bijverschijnsel raakte deze leningen met elke securitisatie verder versnipperd over verschillende eigenaren. Hiermee werd het steeds onduidelijker wat het werkelijke onderpand op een gehouden effect was.

De verfijning van het financieel stelsel ging gepaard met een steeds grotere intransparantie. Door telkens weer verschillende producten te securitiseren werd de aard van de onderliggende hypotheekleningen steeds onduidelijker. Deze intransparantie werd verder versterkt doordat banken de effecten niet direct uitgaven maar daartoe speciale *Special Purpose Vehicles* (SPV), ook wel schaduwbanken, oprichtten. Een groot voordeel van het gebruik van SPV's was dat deze geen kapitaal hoefde te reserveren voor risico op uitstaande leningen omdat zij formeel geen banken waren.

Deze schaduwbanken financierden hun activiteiten door het uitgeven van verhandelbare kortlopende schuldbekentenissen, zogeheten 'commercial papers'. Om er voor te zorgen dat hen hierbij een lage rente werd gerekend verstrekten de 'moederbanken' vaak enorme kredietlijnen aan deze instellingen. Deze waren echter alleen bedoeld om de kredietwaardigheid van de SPV's te verbeteren, het was nooit de bedoeling dat deze daadwerkelijk gebruikt zouden worden.¹⁴⁶

Op deze manier hadden de banken een manier gevonden om onder de kapitaalratio's uit te komen die hen waren opgelegd als gevolg van de Basel I akkoorden. Het gevolg was wel dat in het proces de hypotheekleningen van de balans waren geplaatst waardoor later onduidelijk zou zijn in hoeveel 'giftige' hypotheekleningen elke bank in zijn portefeuille had.

REGELGEVING

Gebrekkige regelgeving en toezicht zijn vaak naar voren gebracht als verklaring voor de huidige crisis. Al onder Reagan uitte deregulering zich echter meer in het uitblijven van nieuwe regels dan in het afschaffen van oude. Dit leidde ertoe dat traditionele banken met meer toezicht rekening moesten houden dan nieuwere financiële instellingen als hedgefondsen en de SPV's.

Niet onvoldoende, maar ongelijke regulering lijkt dan ook het voornaamste probleem te zijn geweest, het ontbreken van een 'gelijk speelveld'. De regelgeving die er wel was zorgde daarbij soms voor onbedoelde neveneffecten. De Basel I-akkoorden probeerden bijvoorbeeld door middel van internationaal geldende kapitaalratio's concurrentie op dit vlak tussen

¹⁴⁶ Paul J.J. Welfens, 'The transatlantic banking crisis: Lessons and EU reforms' *IZA policy paper* 2 (2009) 9

overheden te beperken, wat mondiaal beter gekapitaliseerde banken had moeten opleveren. In werkelijkheid zorgde ze er voornamelijk voor dat het aanhouden van hypotheeklen op de balans voor banken duurder werd dan het verstrekken van een kredietlijn aan een schaduwbank. Zodoende werkte deze regelgeving het verplaatsen van activa in de hand en droeg zo indirect bij aan de intransparantie van de financiële sector.¹⁴⁷

Basel II was een poging hier een oplossing voor te vinden door kapitaalratio's deels te vervangen door maatgesneden toezicht. In theorie een goed concept, maar in werkelijkheid waren de maandelijkse rapporten van de bank aan de toezichthouder zo complex dat de toezichthouder afhankelijk werd van de door de bank aangedragen modellen. Het was onwaarschijnlijk dat de toezichthouder op basis van dezelfde modellen tot andere conclusies zou komen, waardoor het toezicht de facto verder verzwakte.¹⁴⁸

Als gevolg van de algemene kapitaalratio's van Basel I verkochten banken in eerste instantie veelal de veilige tranches. Voor alle securitisaties moest eenzelfde bedrag worden aangehouden en risicovollere tranches leverden meer op. Nadat kapitaalratio's afhankelijk werden van het risico van het product, waren banken juist geneigd risicovolle obligaties te verkopen. Onbedoeld droeg dit beleid bij aan de verminderde noodzaak uitvoerig onderzoek te doen naar de kredietwaardigheid van een potentiële hypotheeknemer.¹⁴⁹

Duidelijk is hoe moeilijk het kan zijn regels van bovenaf op te leggen wanneer deze onvoldoende steun genieten bij de groep die het raakt.¹⁵⁰ Opmerkelijk is echter, dat een dergelijke houding bij banken bestond ten opzichte van regels die de solvabiliteit van ondernemingen moesten vergroten. Een mogelijke verklaring is de aanwezigheid van moreel risico in de sector. Solvabiliteit was niet langer het hoogste streven door de verwachting dat de overheid een helpende hand zou uitsteken wanneer deze in het geding kwam. Greenspan zou later bekennen dat hij, bij zijn vertrouwen in zelfregulering van de sector, er ten onrechte op had gerekend dat ondernemingen hun solvabiliteit altijd voorop hebben staan.¹⁵¹

Er was dus sprake van een principaal-agentprobleem tussen overheid en financiële sector. De kern van een dergelijke situatie is asymmetrisch verdeelde informatie en tegengestelde belangen. De ongelijke informatievoorziening maakt het voor de principaal onmogelijk de agent te controleren die, in die wetenschap, zijn eigen belang ten koste van de principaal zal nastreven. Nieuwe regels veranderen hier weinig aan, tenzij deze de belangen van principaal en agent gelijk trekken of de informatieachterstand beperken.

¹⁴⁷ Norberg, *Financial fiasco* 49-52, Banken konden zodoende hun activiteiten verplaatsen naar staten met lagere kapitaalratio's wat zorgelijk was gezien deze het belangrijkste wapen waren tegen regelmatige reddingsacties door overheden van omvallende banken.

¹⁴⁸ Norberg, *Financial fiasco* 54-55

¹⁴⁹ Norberg, *financial fiasco* 53

¹⁵⁰ zoals tevens in een andere context bleek met de recente invoering van een algeheel rookverbod in de horeca

¹⁵¹ Getuigenis van Alan Greenspan, *Financial crisis inquiry commission* 7 april 2010, te raadplegen op <http://www.fdic.gov/hearings/pdfs/2010-0407-Greenspan.pdf>

Een manier moet dus gevonden worden om solvabiliteit weer het belangrijkste streven voor financiële instellingen te maken. Vergroot toezicht is hiervoor een mogelijkheid, maar herbergt het risico van nieuwe ontduiking. Daarnaast zou regelgeving die suïcidaal gedrag onaantrekkelijk maakt niet heel ingewikkeld hoeven zijn. Zeer waarschijnlijk zou stoppen met verstrekken van 'extra levens', hoe de reddingsacties van de Amerikaanse overheid sinds de jaren negentig toch wel genoemd mogen worden, al voldoende zijn.

CONCLUSIE LIBERALE HERVORMINGEN

Neoliberalisme in de praktijk beperkte zich voornamelijk tot een vrij klassiek liberale economische doctrine in dienst van andere, bredere maatschappijvisies. Desalniettemin zouden deze hervormingen de maatschappij op belangrijke punten veranderen. Sinds de jaren tachtig werd het financiële stelsel een steeds belangrijker onderdeel van de (Amerikaanse) economie. Een van de gevolgen hiervan was een grotere aandacht voor aandeelhouderswaarde dan voorheen.

Een ander effect was een groeiend belang van het belangrijkste product van de financiële sector: krediet. Amerikaanse huishoudens en bedrijfsleven gingen steeds meer schulden aan, daartoe in staat gesteld door de alomtegenwoordige aanwezigheid van krediet. Het groeiende belang van de financiële sector maakte dat de overheid steeds meer geneigd zou zijn deze te beschermen wanneer dit nodig leek. Dit leidde echter wel tot een gedragsverandering in de financiële sector die het uiteindelijk op ramkoers met de eigen solvabiliteit zou brengen.

De grotere voorraad krediet was onder andere het gevolg van de versoepeling van investeringsmogelijkheden voor veel financiële instellingen. Dit gebeurde door middel van nieuwe financiële producten die op efficiënte wijze risico over de sector leken te doen spreiden en zodoende de kans op een crisis verkleinden. Doordat financiële markten en instellingen steeds meer en steeds ingewikkelder met elkaar verbonden raakten zou echter de omvang van een crisis, wanneer deze desondanks uit zou breken, vele malen groter zijn.

3 DE ZADEN VAN CRISIS

In het verleden is gebleken dat financiële crises meestal te wijten zijn aan een overschot van een bepaald goed, meestal monetaire middelen. Deze veroorzaken eerst een hoogconjunctuur maar uiteindelijk volgt een correctie die zich uit in een depressie.¹⁵² Een groeiende geldhoeveelheid verspreidt zich daarbij meestal niet over de gehele economie maar nestelt zich slechts in een deel hiervan.¹⁵³

¹⁵² John B Taylor, *The Financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong*, *NBER Working paper 14631* (2009)

¹⁵³ Norberg, *Financial fiasco* 11

Een dergelijke gang van zaken lijkt ook bij de huidige crisis het geval te zijn geweest. Een monetair overschot resulteerde in een prijzenbel op de Amerikaanse huizenmarkt. Toen die uiteindelijk uit elkaar spatte, werkte dit als katalysator van de gebeurtenissen die zouden leiden tot het opdrogen van de interbancaire kredietverlening en uiteindelijk de reële economie in recessie zou brengen.

Een prijzenbel zorgt er voor dat, als gevolg van speculatie, de prijs van een product hoger ligt dan de fundamentele waarde die bepaald wordt door de toekomstige inkomsten te verrekenen in de huidige waarde.¹⁵⁴ Toekomstige inkomsten zijn echter afhankelijk van verschillende onbekende variabelen en zijn daardoor alleen achteraf met zekerheid vast te stellen.

Dit biedt mogelijkheden voor speculanten die over bijzondere informatie denken te beschikken of bereid zijn te gokken op een prijsverloop. Doordat een verwachte waardestijging de huidige prijs van een product opdrijft, stimuleert dit de vraag, wat de prijs op zijn beurt verder opdrijft.¹⁵⁵ Een situatie waarin voor de meeste partijen verkoop van een goed met winst de voornaamste motivatie achter de aanschaf is, heeft echter een beperkte houdbaarheid. Topinvesteerder Warren Buffet spreekt daarom over drie "I's" in elke bubbel: "*innovators, imitators and idiots.*"¹⁵⁶ Wat ontstaat, is een soort piramidespel, waarbij de nieuwkomers de winsten van hun voorgangers bekostigen. Dit gaat alleen goed zolang er nieuwkomers zijn.¹⁵⁷

Doordat de prijs en fundamentele waarde van het product steeds verder uit elkaar komen te liggen zullen minder kopers de gok aandurven, waardoor de prijsstijging ten einde komt en speculanten uitstappen. De daaropvolgende prijsdalingen beïnvloeden op hun beurt de verwachte verkoopwaarde van een product wat de huidige prijs nog verder drukt. Bij het leeglopen van een bel verdampen zo in korte tijd grote sommen geld, met een afgenomen bestedingscapaciteit van de slachtoffers en daardoor een negatieve invloed op de economie als gevolg.¹⁵⁸

DE TOENAME VAN DE GELDHOEVEELHEID

De missie van de Amerikaanse centrale bank is onder andere het verzorgen van stabiele prijzen, onder andere door controle van de geldhoeveelheid.¹⁵⁹ Een centrale bank kan de geldhoeveelheid sturen door aanschaf van staatsobligaties (andere vormen van schulden hebben hetzelfde effect maar zijn minder gebruikelijk), het verstekken van leningen aan banken en het

¹⁵⁴ Ronald R. King e.a., "The Robustness of Bubbles and Crashes in Experimental Stock Markets". in R. H. Day and P. Chen. (ed) *Nonlinear Dynamics and Evolutionary Economics*. (New York 2003)

¹⁵⁵ J. Eatwell, J. Milgate en P. Newman (ed), *The new palgrave: a dictionary of economics* (New York en Stockholm 1987) 281

¹⁵⁶ *Charley rose show*, WNET, 1 oktober 2008

¹⁵⁷ Norberg, *Financial fiasco* 58

¹⁵⁸ Jeremy J. Siegel, 'What is an asset price bubble? An operational definition. *European financial management* 9 (2003) 11-

¹⁵⁹ Board of governors of the federal reserve system, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>

rentebeleid. Lage rentes verminderen de prikkel tot consumptie en vereenvoudigen het verkrijgen van krediet waardoor de geldhoeveelheid groeit. Aankoop van staatsschuld door burgers gaat ten koste van hun consumptie waardoor een vergroot spaarquotum de schulden van de overheid compenseert. Aanschaf door de centrale bank gebeurt daarentegen met 'nieuw' geld en vergroot zodoende de geldhoeveelheid.

Op 11 augustus 1987 benoemde Ronald Reagan de vooraanstaande monetarist Alan Greenspan tot opvolger van Paul Volcker als president van de Fed. Dit was opmerkelijk, gezien zijn eerdere pleidooi voor afschaffing van het instituut. Greenspan zag liever een door de markt geregelde geldprijs, gebaseerd op een goudvoorraad.¹⁶⁰ Toch zou deze bankpresident later niet schuwen te grijpen naar lage rentes en vergroting van de geldvoorraad wanneer recessie dreigde, waardoor zijn beleid sinds de jaren negentig, op zijn zachtst gezegd, soms Keynesiaanse trekjes ging vertonen.¹⁶¹

Greenspan (en ook zijn opvolger vanaf 2006, Bernanke) was van mening dat prijsbellen, zolang ze opbleezen, onherkenbaar waren en richtte zijn beleid daarom voornamelijk op beperking van de gevolgen doormiddel van economische stimulatie. Een centrale bank wordt echter geacht soms op de rem te trappen om oververhitting van de economie (en dus inflatie) te voorkomen. In plaats daarvan verving de Fed de rem voor een extra gaspedaal. In plaats van de economie te remmen op het hoogtepunt gaf de Fed daarmee gas bij wanneer vertraging van de groei dreigde.¹⁶²

Mede door deze vorm van actieve inmenging in de economische conjunctuur werd Greenspan lang beschouwd als de architect van de periode van 'Grote Matiging', een periode die zich tijdens zijn bankpresidentschap voltrok, waarin grote economische conjunctuurgolven tot het verleden leken te behoren en de strijd tegen inflatie definitief gewonnen scheen.¹⁶³ Zonder rempedaal zou de Fed echter in de problemen komen zodra er een scherpe bocht aan de horizon verscheen.

Toen op 11 september 2001 twee vliegtuigen niet alleen de torens van het World Trade Center maar ook het Amerikaanse consumentenvertrouwen leken te verwoesten, vreesde Alan Greenspan voor een recessie. Om dit te voorkomen vergrootte hij de geldhoeveelheid en verlaagde gedurende 2001 de rente van 6,25% naar 1,75%. De daaropvolgende periode zouden de rentes laag blijven met een stand van 1% in juni 2003 als ondergrens. Hiervan mocht verwacht worden dat deze een veel hogere inflatie zou veroorzaken dan de 2% waar de Federal

¹⁶⁰ Norberg, *Financial fiasco* 1

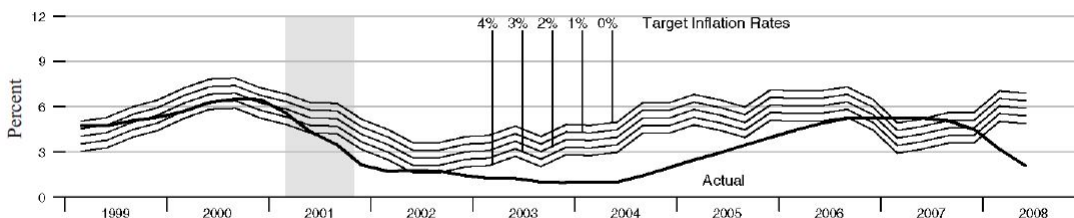
¹⁶¹ Norberg, *Financial fiasco* 3

¹⁶² Norberg, *Financial fiasco* 13

¹⁶³ Ewijk Teulings, *De grote recessie* 57

reserve officieel op mikte (zie figuur).¹⁶⁴ Dit had daar bovenop waarschijnlijk een onevenredig effect op de huizenprijzen omdat goederen met een lange levensduur over het algemeen gevoeliger zijn voor lage rentes.¹⁶⁵

Figure 1
Federal Funds Rate and Inflation Targets



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, *Monetary Trends* (October 2008).

Al dan niet door het beleid van de centrale bank was de Amerikaanse economie de klap snel weer te boven. Toch zou de rentestand van de centrale bank, de *federal fund rate*, lange tijd 1% blijven en daarna slechts langzaam worden verhoogd, uit angst voor schadelijke effecten van renteverhoging op de economische groei.¹⁶⁶ Dit leidde er echter toe dat, als gevolg van een negatieve reële rente, zo'n tweeëneenhalf jaar lang geld verdiend kon worden door te lenen.¹⁶⁷ Dit moedigde het gebruik van hefboomen aan doordat gebruik van krediet (vreemd vermogen) feitelijk goedkoper was geworden dan gebruik van eigen geld. De jaarlijkse groei van de geldhoeveelheid (M2) was in 2001 dan ook 10% en halverwege 2003 nog steeds 8%, opmerkelijk genoeg met schijnbaar minimale gevolgen voor de inflatie.¹⁶⁸

Het economisch herstel werd, voornamelijk als gevolg van de groeiende werkeloosheid die consumenten minder geneigd maakte geld uit te geven, als erg broos bestempeld. In dit licht was echter ook te verwachten dat de grotere liquiditeit in de Amerikaanse economie slechts in beperkte mate de gewenste consumptiegroei zou bewerkstelligen. Het extra geld moest evenwel een bestemming vinden en lage rentes maakten sparen onaantrekkelijk. Het extra geld zou dan ook voornamelijk worden aangewend voor investeringen. Met de crash van de aandelenmarkt van 2000 in het achterhoofd werd vastgoed een populaire bestemming.

GROEIENDE PUBLIEKE EN PRIVATE SCHULDEN

Met het aantreden van Bush had de VS een president gekregen die forse belastingverlagingen doorvoerde en de uitgaven, mede als gevolg van oorlogen in Afghanistan en

¹⁶⁴ De Taylor rule dankt zijn naam aan econoom John Taylor en is een veelgebruikte methode om te berekenen welke nominale rentestand een bepaald inflatiecijfer zal verwezenlijken. Lees: John B. Taylor, *Discretion versus Policy Rules in Practice*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (1993) 195-214

¹⁶⁵ Norberg, *Financial fiasco 5* invloed crash aandelenmarkt, White 4: invloed rente huizenprijzen

¹⁶⁶ Norberg, *Financial fiasco 4*

¹⁶⁷ Doordat de inflatie hoger was dan de rente nam de waarde van de schuld sneller af dan de rente die erover moest worden betaald.

¹⁶⁸ Data federal reserve: <http://www.federalreserve.gov/datadownload/>

Irak, sterk liet oplopen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat hij de herinneringen aan zijn republikeinse voorganger Reagan al snel deed herleven. Zijn beleid kreeg hierdoor al snel het predicaat neoliberal, hoewel hij in ieder geval even zeer geïnspireerd leek door de ideeën van Keynes als die van de neoliberalen.¹⁶⁹

Het congres schafte in 2002 een wet af die had verplicht nieuwe uitgaven of belastingverlagingen te voorzien van een begroting, waardoor vergrote overheidsuitgaven niet meer gepaard hoefden te gaan met, electoraal onwenselijke, bezuinigingen. De volksvertegenwoordigers in het Congres hoefden bij hun wetsvoorstellen ook niet te vrezen voor een presidentieel veto.¹⁷⁰ Het gevolg was dat het begrotingsoverschot van 127 miljard onder Clinton plaatsmaakte voor een tekort van 158 miljard onder Bush in 2002.¹⁷¹

Naast een groeiende overheidsschuld stimuleerde Bush met een belastinghervorming ook de private schuldgroei door rente op leningen aftrekbaar te maken en de belasting op inkomen uit kapitaal te verminderen. Deze subsidie op schuld werkte, al helemaal in een periode met lage rentes, het gebruik van grote hefboomen in de hand.¹⁷²

Hiertoe verleid door belastingverlaging en lage rentes ging de Amerikaanse consument aan de rol, terwijl het inkomen uit arbeid, zowel per uur als absoluut, van (een deel van) de beroepsbevolking eigenlijk afnam (zie figuur), · waarschijnlijk als gevolg van toenemende concurrentie uit lage loonlanden. Door de integratie van met name China en India in de internationale markt was er een leger aan arbeiders bijgekomen, die voor een fractie van het salaris van hun Westerse tegenhangers wilden werken.¹⁷³

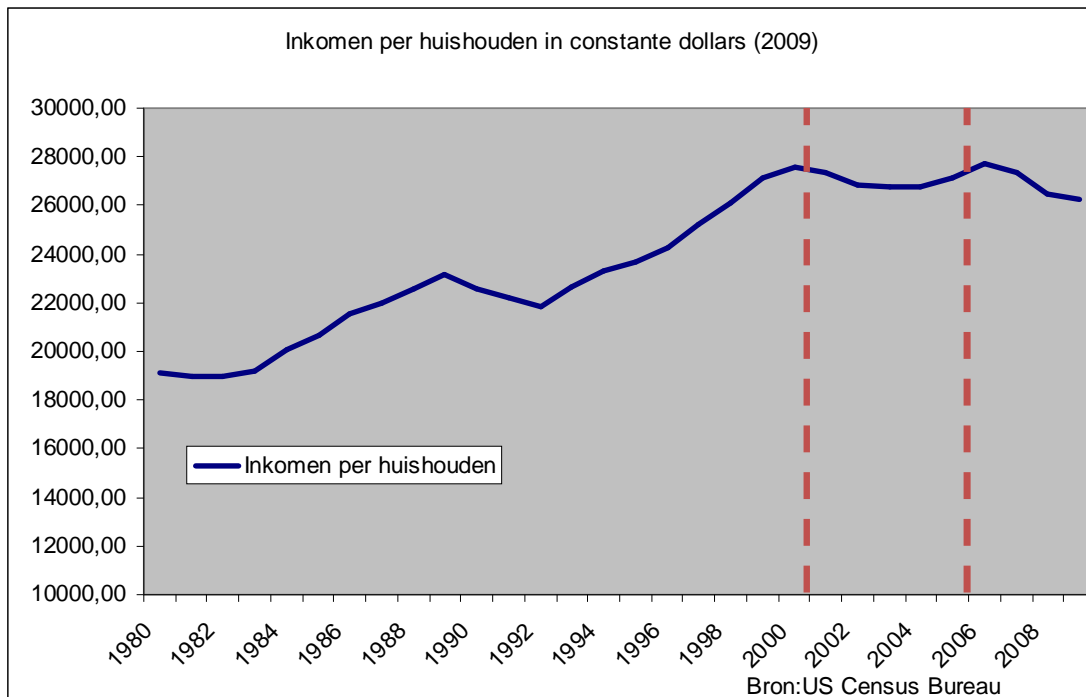
¹⁶⁹ Norberg, *Financial fiasco*

¹⁷⁰ Gedurende de eerste vijf jaar van zijn presidentschap zou Bush jr. geen enkele keer van de mogelijkheid tot veto gebruik maken.

¹⁷¹ Norberg, *Financial fiasco* 19-20 Weliswaar onder een ander economisch gesternte maar zeker ook als gevolg van bewust beleid.

¹⁷² Norberg, *Financial fiasco* 18, Joseph Stiglitz, 'capitalist fools' 4

¹⁷³ Ravi Jagannathan, Mudit Kapoor en Ernst Schaumburg, 'Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease!' *NBER Working paper 15404* (2009) 10-28



Natuurlijk waren er eerder nieuwe economieën geïntegreerd in het internationale systeem zonder dergelijke problemen. Het enorme arbeidspotentieel van deze twee Aziatische reuzen was echter zonder precedent, het is daarom zeer goed mogelijk dat de verloren werkgelegenheid ditmaal niet volledig kon worden opgevangen in andere sectoren. Op korte termijn werd het inkomensverlies op arbeid gecamoufleerd door stijgende huizenprijzen en schuldbaseerde consumptie. De stijgende huizenprijzen vergrootten namelijk (het gevoel van) de welvaart bij de Amerikaanse consument die deze door middel van extra krediet in consumptie omzette.¹⁷⁴

Deze illusoire welvaartsstijging, verminderde de gevoelde noodzaak tot sparen. De stijgende waarde van het huis werd dan ook veelal aangewend ter vergroting van krediet voor consumptie.¹⁷⁵ Een deel van deze extra welvaart werd op zijn beurt aangewend voor investering in het huis. Doordat taxatie van huizen geschiedt op basis van de gemiddelde prijzen in de buurt zorgde de waardevermeerdering van een aantal huizen voor een algehele prijsstijging. Hierdoor stegen huizenprijzen sneller als gevolg van een groeiende geldhoeveelheid dan andere goederen hadden gedaan, waarvan een deel van de overwaarde opnieuw geïnvesteerd werd en de prijzen dus verder opdreef.¹⁷⁶

DE INVLOED VAN HET BUITENLAND

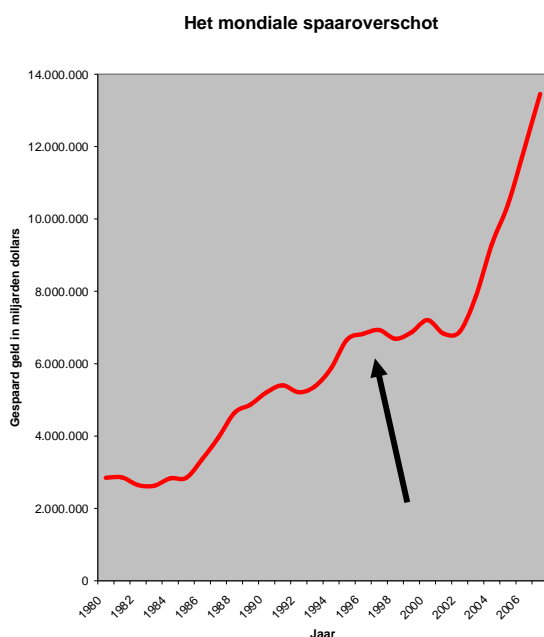
¹⁷⁴ Jagannathan e.a. 'why are we in a recession?' 10-28, Ewijk Teulings, *De grote recessie* 57-58

¹⁷⁵ Ewijk Teulings, *De grote recessie* 57-58

¹⁷⁶ Jagannathan e.a. 'why are we in a recession?' (n) 34

Groeiende schulden alleen kunnen echter de toegenomen geldhoeveelheid, en dus het ontstaan van de prijzenbel, niet verklaren. Wanneer deze schulden werden gehouden door andere Amerikanen zou immers de verhoogde spaarquote van het ene deel van de samenleving compenseren voor de dalende (of zelfs negatieve) besparingen van het andere deel. Securitatisatie had de aanschaf van Amerikaanse schuld door buitenlandse partijen vereenvoudigd. In toenemende mate werden Amerikaanse schulden echter gehouden in het buitenland, wat resulteerde in het groeiende tekort op de handelsbalans. Hierdoor leek de Fed er bij het controleren van de geldhoeveelheid een geduchte concurrent bij gekregen te hebben.¹⁷⁷

Begin deze eeuw overspoelde een golf aan kapitaal de internationale markt. Deze was, naast een los monetair beleid in de VS, vooral ontstaan door een enorme toename van wereldwijde spaargelden (zie figuur) als gevolg van een hoge olieprijs die de inkomsten van de olieproducerende landen vergrootte (en dus hun staatsinvesteringsfondsen), groeiende spaartegoeden van een vergrijzende Europese bevolking, een stijgend spaarquotum in een aantal ontwikkelende economieën en een welvaartsstijging in staten met vaak een van oudsher hoge spaarquote.¹⁷⁸

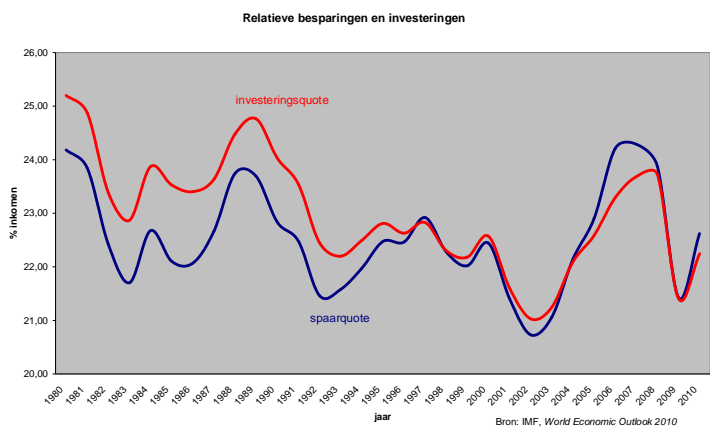


Wereldwijd steeg hierdoor het aangeboden spaargeld, eigenlijk al sinds de jaren tachtig maar werkelijk explosief sinds het nieuwe millennium. In een gesloten economisch systeem als de mondiale economie moeten investeringen en besparingen echter (uiteindelijk) gelijk zijn. Een gestegen aanbod van spaargeld in een deel van de wereld moet dan ook leiden tot een lagere

¹⁷⁷ Ewijk en Teulings, *De grote recessie 20* wijzen op de rol van de banken, Jagannathan e.a. 'why are we in a recession?' 8-9 benadrukken het gebrek aan financiële markten en de veranderende bevolkingsopmaak en Martin Wolf, *fixing global finance* (baltimore 2008) bespreekt actieve rol van de overheid die grote spaartegoeden nodig heeft voor de exportgeleide groei.

¹⁷⁸ Martin Wolf, *Fixing global finance*, Teulings bij commissie de Wit, <http://nos.nl/video/129975-cpbdirecteur-teulings-bij-de-commissiede-wit.html>,

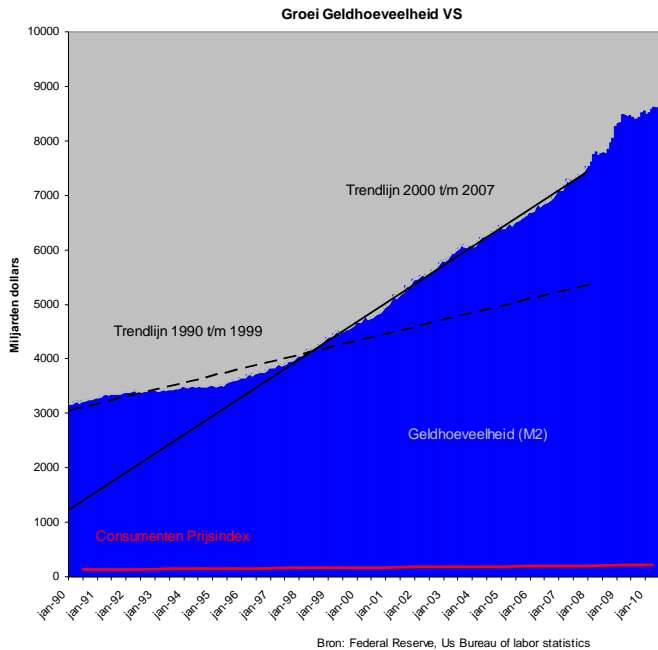
mondiale rente, die de spaarquote drukt, of een vergroot aantal investeringen. Ondanks dat sinds de millenniumwisseling inderdaad sprake was van een lage rente in zowel Europa als de VS is onwaarschijnlijk dat deze het gevolg was van buitenlandse spaartegoeden. Ten eerste omdat Europa sinds de jaren tachtig meerdere malen spaaroverschotten kende.¹⁷⁹ Ten tweede omdat deze de spaarquote negatief zou beïnvloeden. Tijdens de periode met de laagste rentestanden, rond 2002, steeg dit cijfer echter juist. De spaaroverschotten werden dan ook (meer dan) gecompenseerd door groeiende mondiale investeringen (zie figuur).¹⁸⁰



De mondiale investeringsgroei vond vrijwel exclusief in de VS plaats, wat betekende dat grote hoeveelheden buitenslands spaargeld de Amerikaanse economie in stroomden. Het gevolg was een snelle groei van de Amerikaanse geldhoeveelheid (zie figuur). Deze speelde een belangrijke rol in het opblazen van de prijzenbel wat de reden van deze kapitaalstroom van groot belang maakt in een poging de kredietcrisis te verklaren. Enerzijds is mogelijk dat een buitenlandse voorkeur voor investeringen in dollars het aangeboden krediet vergrootte, de rente drukte en dus de groei van schulden en geldhoeveelheid in de VS initieerde. Andersom kan ook een lage Amerikaanse rente ten grondslag liggen aan een vergrote vraag naar buitenslands krediet.

¹⁷⁹ World economic Outlook database, IMF (april 2010) te raadplegen op <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/download.aspx>

¹⁸⁰ John Taylor, 'The financial crisis' 7



Een grotere vraag naar krediet zou, ceteris paribus, een opdrijvend effect moeten hebben gehad op de Amerikaanse rente als gevolg van concurrentie om het beschikbare kapitaal. Dat de rente, ondanks een groeiende schuld, juist daalde, lijkt daarom te wijzen op een toegenomen aanbod van buitenlands kapitaal als oorzaak van het tekort op de Amerikaanse betalingsbalans.

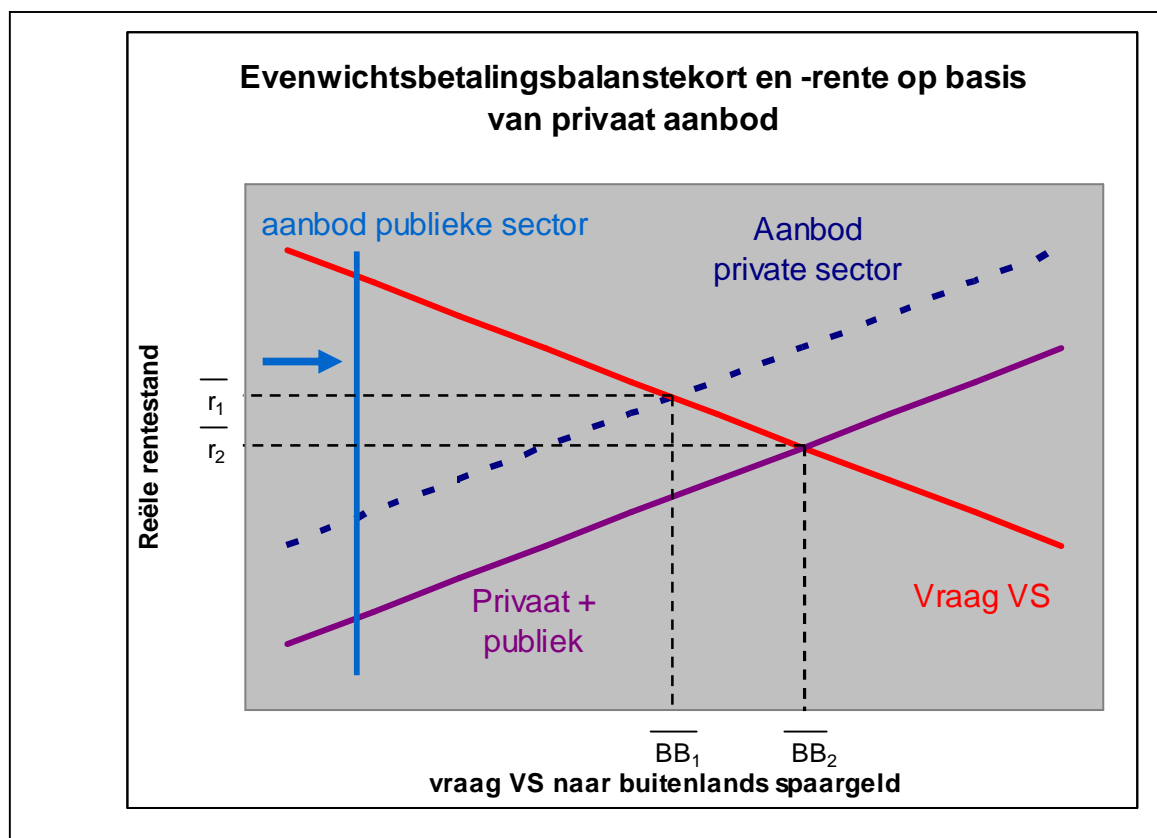
Toch had in dat geval een lagere rente normaal gesproken het aantal investeringen moeten verminderen, doordat kapitaalverstrekkers elders hogere opbrengsten konden realiseren. Zelfs wanneer dit niet het geval was zouden op termijn volgens de economische theorie de rentes moeten stijgen: schuldeisers zouden compensatie vragen voor de opdrijvende werking die een groeiende geldhoeveelheid heeft op de prijzen. In werkelijkheid vond de rente echter niet zijn weg omhoog, bleef het aanbod van kapitaal stijgen en dus de geldhoeveelheid groeien.

De oorzaak hiervoor wordt vaak gezocht in de herkomst van een groot deel van de kapitaalstromen, te weten Azië en het Midden-Oosten. In dergelijke economieën werd een groot deel van de vrijgekomen spaargelden beheerd door de overheid die bij investeringen andere doelen had dan enkel winstbejag. Met name de opkomende Aziatische economieën, China in het bijzonder, worden ervan verdacht doelbewust hun spaargelden in dollars te hebben belegd ter ondersteuning van hun 'exportgeleide groei'. Door het geld dat zij verdienden aan export te herinvesteren in het land van herkomst, werd voorkomen dat het handelsoverschot leidde tot een stijgende waarde van hun munt die hun productie minder concurrerend zou maken. Dat Amerika als 's werelds grootste en open economie door een dergelijk beleid onevenredig getroffen zou worden is zeer aannemelijk.¹⁸¹ Dit publieke aanbod was, door de geringe

¹⁸¹ Martin Wolf, *Fixing global finance*

renteafhankelijkheid van deze investeringen, (relatief) inelastisch en zorgde er voor dat de situatie van lage rentes gehandhaafd kon worden. Investeerders op zoek naar hogere rendementen werden zodoende uit de markt gedrukt.

In onderstaande figuur wordt deze situatie uitgebeeld. Hierin wordt er van uitgegaan dat de Amerikaanse vraag naar buitenlands krediet bij een dalende rente stijgt, als gevolg van dalende spaarquote en een daarmee samenhangende kleinere nationale kredietvoorraad, en het internationale aanbod daalt.¹⁸²

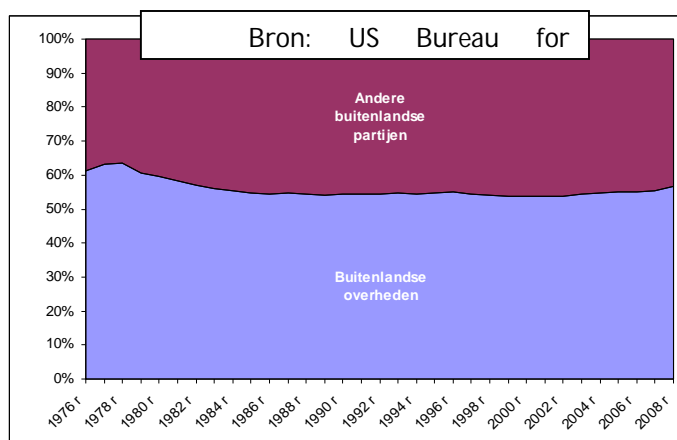


Dit inelastische aanbod van kapitaal verklaart echter niet waarom deze investeringen, gezien de lage rentes in de VS, niet via de internationale kapitaalmarkten alsnog een hoger rendement najoegen.¹⁸³ Blijkbaar was de behoefte aan kapitaal in de Amerikaanse economie groter dan elders, hoewel het veilige imago van de dollar ook een rol zal hebben gespeeld. Dit lijkt onderstreept te worden doordat de VS, in ieder geval tot 2004, de gestegen buitenlandse spaarquota overcompenseerde. Dit geeft toch eerder het beeld van een enorme honger naar krediet binnen deze economie dan dat het kapitaal met tegenzin door de strot geduwd werd door een buitenland dat van zijn spaarcenten af moest.

¹⁸² Dooley, Folkerts-Landau en Garber, 'Savings gluts and interest rates: the missing link to europe' *NBER working paper no. 11520* juli 2005

¹⁸³ Dooley e.a. 'Savings gluts and interest rates'

In plaats van een beeld van publieke investeringen die private verdringen (zoals uit bovenstaande figuur te verwachten zou zijn bij een lagere rentestand) waren in werkelijkheid deze twee sinds de jaren zeventig vrij goed in balans (zie figuur).



Daarbij hadden de opkomende Aziatische economieën weliswaar een tamelijk inelastische vraag naar dollars, volkomen renteonafhankelijk zal deze ook niet geweest zijn. Ook voor hen dienden deze spaargelden een zeker nut voor de toekomst, waardoor een zekere mate van voorzichtigheid ook voor hen geboden moet zijn geweest. Naast de Aziatische economieën was er een aanzienlijk aantal investeerders op de markt die wel, in ieder geval enig, rendement op hun investeringen verlangden. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de staatsfondsen uit het Midden-Oosten en de Europese pensioenfondsen die volliepen in aanloop naar de pensionering van de baby boomers.¹⁸⁴

De rol van buitenlandse overheden op de groeiende geldhoeveelheid lijkt dan ook voornamelijk beperkt te blijven tot die van bereidwillige verstrekker van krediet tegen een lage rente. Deze lage rentestand leidde, los van eventuele buitenlandse invloed, tot een toenemende geldvoorraad als gevolg van een dalende spaarquote en geldcreatie bij banken. Door de bereidheid lage rentes te accepteren hielden buitenlandse geldschieters deze situatie echter mogelijk langer in staat dan in een gesloten economisch systeem het geval was geweest.

De lage rente was echter waarschijnlijk eerder een gevolg van het schijnbaar uitblijven van inflatie. Grootschalige prijsverhoging leek tijdens de periode van Grote Matiging definitief beteugeld door de centrale bank en was in ieder geval niet terug te zien in de Consumentenprijsindex (CPI).¹⁸⁵ Het probleem met eenzijdige aandacht voor dit cijfer is dat in een dynamische samenleving prijzen van goederen vaak dalen waardoor prijsstijgingen van

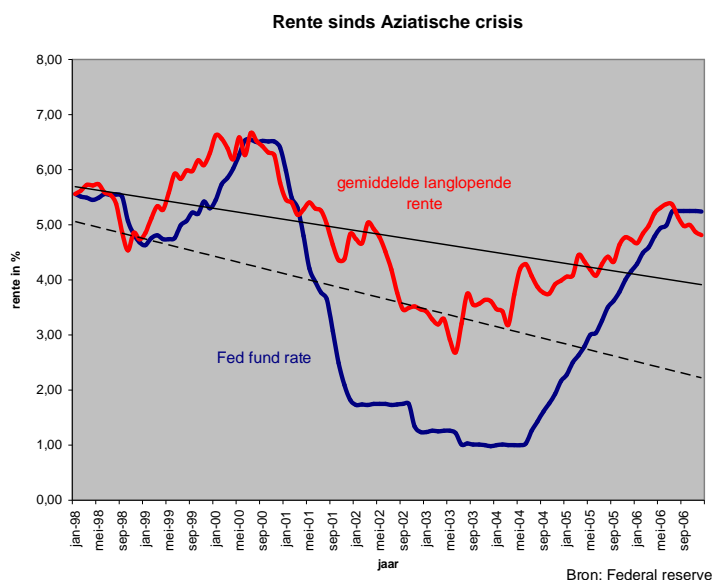
¹⁸⁴ Dit erkennen Dooley e.a. ook wel maar hun verklaring dat dit voornamelijk het gevolg is van een verwachte dollarappreciatie, gebrek aan vraag in Europa en grotere risico's van andere valuta dan de dollar lijkt achteraf de plank mis te slaan. Waarschijnlijk waren het de enorme rendementen die tegen een schijnbaar minimaal risico konden worden behaald op Amerikaanse hypotheekgerelateerde producten die investeerders massaal naar de VS trok.

¹⁸⁵ Bureau of labor statistics: <http://www.bls.gov/cpi/>

specifieke goederen dus vaak hoger dan het inflatiecijfer zijn.¹⁸⁶ Het is goed mogelijk dat de schijn van een lage inflatie een verklaring biedt voor de achteraf gezien te lage Amerikaanse rentes.

DE ROL VAN DE FED

In bovenstaande analyse wordt de rente behandeld als een evenwichtsprijs die tot stand komt in een vrije markt van vraag en aanbod. In werkelijkheid is er echter een technocratisch instituut belast met de beïnvloeding van deze markt. Te grote aandacht voor de invloed van buitenlands spaargeld gaat dan ook voorbij aan de rol van de Amerikaanse centrale bank in het bepalen van de rente. Opmerkelijk is dat tussen de huidige en de Aziatische crisis, het rentetarief van de centrale bank aanzienlijk sneller daalde dan de rente op langlopende leningen, die de Fed slechts indirect kan beïnvloeden (zie figuur).

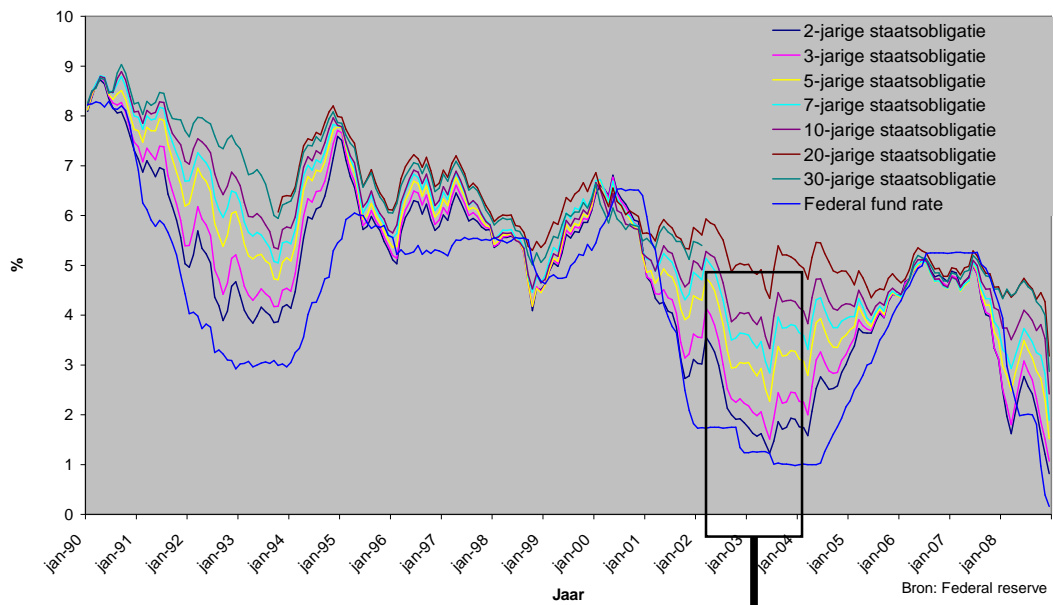


Vaak wordt gewezen op een verminderde controle op de rentestand van de Fed die zou blijken uit de verlaging van rentes op leningen met langere looptijden toen Greenspan in 2004 eindelijk zijn rentetarief verhoogde. De daling van de rentes op langlopende leningen betekende voornamelijk een vermindering van de renteversillen (zie figuur). Om hier uit te concluderen dat de centrale bank de regie over de rente kwijt was lijkt echter overhaast.¹⁸⁷ Eigenlijk is de achterblijvende daling van de rente op langlopende leningen eigenaardiger, hoewel deze verklaarbaar is door de verwachting dat de lage rentes slechts van beperkte duur zouden zijn.

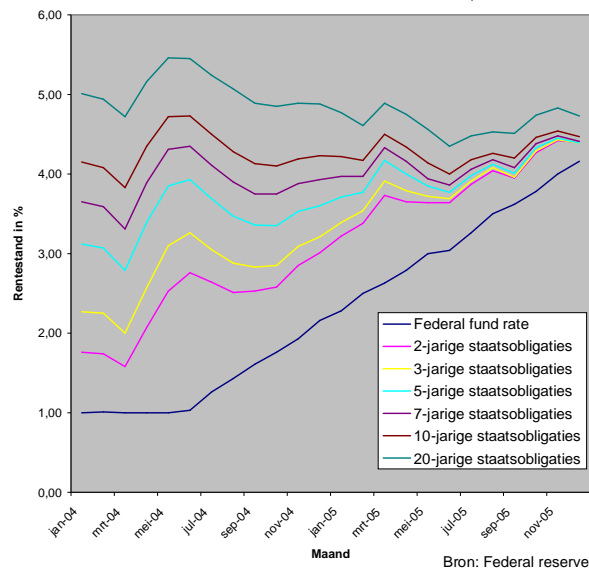
¹⁸⁶ Norberg, *Financial fiasco* 11,12: om dynamische samenleving dalen prijzen vaak waardoor prijsinflatie enkel goed vaak buiten de inflatiecijfers blijft.

¹⁸⁷ Hakan Berument en Richard Froyen, 'monetary policy and US long-term interest rates: how close are the linkages?' *Journal of economics and business* 61 (2009) 34-50

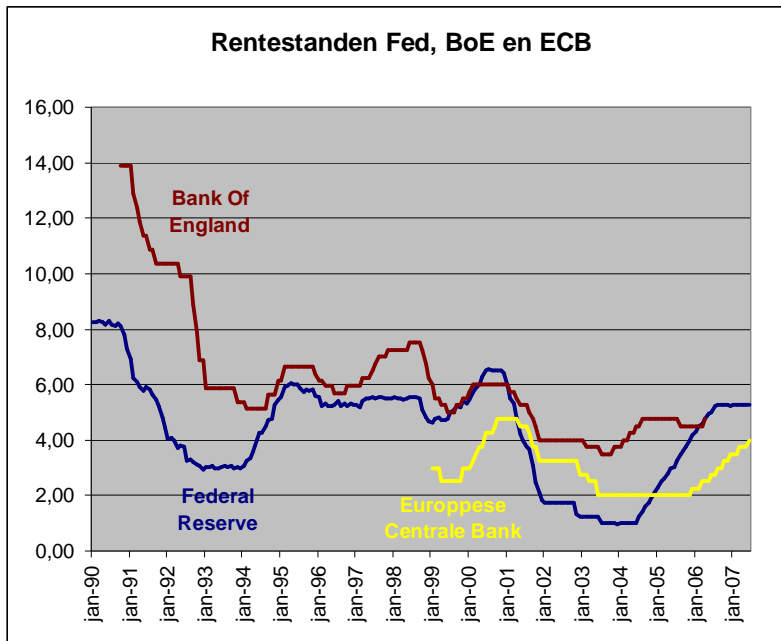
Rentestanden vanaf de jaren 90



Renteverloop 2004-2005



Dat het rentetarief van de Amerikaanse centrale bank mogelijk verkeerd gekozen was lijkt ook naar voren te komen uit de verschillen met andere Westerse centrale banken. De enorme rentedaling in de VS valt uit de toon bij het beleid van de Bank of England en de ECB die een vrij constante rente aanhielden (zie figuur). Voor een deel is dit weliswaar waarschijnlijk te verklaren doordat de Amerikaanse economie onevenredig veel last zal hebben gehad van de aanslagen van 11 september en de dot.comcrisis. Dit hoeft echter ook niet overdreven te worden, de huidige crisis heeft juist laten zien hoe een overwaardering in de Amerikaanse economie mondiale effecten kan hebben en de aanslagen op het WTC werden daadwerkelijk gevoeld als een aanslag tegen het Westen en niet alleen de VS.

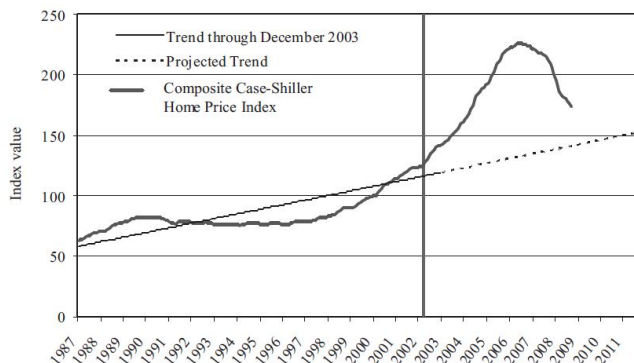


Een belangrijker verklaring voor het grote renteverskil is wellicht te vinden in de bijzondere missie van de Federal Reserve, die naast de gebruikelijke opdrachten van het bewaken van de monetaire en financiële stabiliteit, ook maximale werkgelegenheid als doel heeft meegekregen.

OPBLAZEN VAN DE PRIJZENBEL

De ruimere voorraad monetaire middelen concentreerde zich uiteindelijk onevenredig op de huizenmarkt. Huizenprijzen stegen eigenlijk al sinds mensenheugenis maar in het bijzonder sinds het einde van de jaren negentig (zie figuur). Tussen 1996 en 2006 verdubbelden de prijzen op de Amerikaanse huizenmarkt. Voor een deel zal dit het gevolg geweest zijn van belastinghervormingen die investeren in onroerend goed aantrekkelijker maakten.¹⁸⁸

Figure 2
Composite Case-Shiller Home Price Index



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis.

¹⁸⁸ Reagan maakte een begin hiermee in zijn belastinghervorming van 1986, in 1997 zou Clinton stoppen de overwaarde van een huis te belasten en de belastinghervorming van Bush jr kwam in zijn geheel ten goede aan investeerders.

Prijzenbellen zijn vaak het gevolg van speculatie en de overwaardering van de Amerikaanse huizenmarkt was geen uitzondering. Doordat de prijs van onroerend goed voor een aanzienlijk deel bestaat uit de waarde van de grond en gebruikte grondstoffen had het daarnaast een relatief waardevast imago. Dit maakte huizen een schijnbaar uitstekende investering, wat tot een groeiend aantal Amerikanen doordrong. Doordat het aandeel speculatieve huizenaankopen hierdoor steeg werd ontstond een vicieuze cirkel van stijgende prijzen en een groeiende vraag.¹⁸⁹

Van oudsher was echter lang niet iedereen in staat een huis aan te schaffen. Een belangrijk facet in het ontstaan van de prijzenbel is dan ook de grotere toegankelijkheid van huiseigenaarschap geweest. Dit leidde tevens tot de opkomst van subprime hypotheekleningen aan personen met een lagere kredietwaardigheid, inleidde. Daarnaast speelden een aantal ontwikkelingen die de aanschaf van huizen ter speculatie zullen hebben bevorderd.

UITGEBREID HUISEIGENAARSCHAP

President Clinton en zijn opvolger George Bush zouden, om verschillende redenen, serieus werk maken van de uitbreiding van huizenbezit onder Amerikanen. Het percentage huiseigenaren was de drie decennia daarvoor vrij stabiel geweest maar steeg van 64% in 1993 naar 69% in 2004.¹⁹⁰

Een belangrijk wapen in deze strijd was de *Community Reinvestment Act* (CRA), een wet die bedoeld was discriminatie bij het verstrekken van krediet tegen te gaan door banken met een federale depositoverzekering een score te geven op basis van hun percentage leningen aan huishoudens met minder dan 80% van het mediaaninkomen.¹⁹¹ Een amendement op deze wet in 1995 maakte deze score een factor in de besluitvorming over eventuele toestemming tot fusie of uitbreiding van banken. Deze score werd zeer belangrijk toen in 1999 door de Gramm-Leach-Bliley Act Amerikaanse banken hun activiteiten mochten uitbreiden buiten de staatsgrenzen.¹⁹²

Clinton wist zich bij het bevorderen van huizenbezit echter met nog een andere belangrijke troef in handen. Deze vloeide voort uit de invloed overheidsinvloed op de twee semipublieke marktleders in de verkoop van MBS, Fannie Mae en Freddie Mac. Oorspronkelijk waren deze instellingen voornamelijk gericht op het vergroten van hypotheekleningen aan middenstanders en hadden vrij strikte kredietstandaarden gehanteerd. Vanaf 1995 kregen de twee GSE's echter de opdracht om ten minste 42% van de door hen aangeschafte hypotheekleningen uit leningen aan lage inkomens te laten bestaan, aangevuld met speciale doelen voor leningen aan hele lage inkomens.

¹⁸⁹ Norberg, *financial fiasco* 5, 67-68 Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 13

¹⁹⁰ US Census Bureau "housing vacancies and homeownership" (norberg), James Galbraith, *The predator state* (New York 2008) 110

¹⁹¹ Een wet uit 1973 die discriminatie bij hypotheekverstrekking moest tegengaan door banken te verplichten hypotheekleningen over het gehele land van hun activiteiten te verstrekken en niet alleen de rijkere, blankere, gebieden te bedienen.

¹⁹² White, 'how did we get into this financial mess'

Om huizenbezit verder bereikbaar te maken zou de federale overheid onder Clinton nog slechts drie jaar stabiel inkomen verplicht stellen om te aanspraak te kunnen maken op een hypotheekgarantie en hoefde kredietverstrekkers niet langer een persoonlijk gesprek met de hypotheeknemer voeren of het huis door een onafhankelijke partij laten taxeren. Daarnaast gaat de Federal Housing Administration ook subprime leningen verzekeren tegen wanbetaling, voor dezelfde prijs als prime leningen. De benodigde aanbetaling werd verlaagd naar 3% en programma's opgezet om te voorkomen dat de hypotheeknemer deze uit eigen zak moest betalen.¹⁹³ Onder Bush werd dit beleid voortgezet en zelfs uitgebouwd. Fannie en Freddie kregen vanaf 2004 nog scherpere doelen, leningen aan lage en erg lage inkomens jaarlijks stijgen totdat 56% van de gekochte leningen moest aan lage inkomens en 28% aan hele lage inkomens waren gemaakt.¹⁹⁴

Overheidsbeleid maakte huizenbezit zo bereikbaar voor een groeiend aantal Amerikanen. Doordat de vraag, en dus de prijs, hierdoor steeg werd het voor mensen aan de onderkant van de samenleving steeds moeilijker een nieuwe woning aan te schaffen, waardoor nieuwe stimulering nodig was. Het was dan ook te verwachten dat crediteuren steeds minder kredietwaardig werden.¹⁹⁵ Het kon de belangrijkste kopers van deze hypotheekleningen, de GSE's, echter weinig schelen. Sterker nog, om politiek relevant te blijven moesten de GSE's doorgaan met hypotheekaanwinst vanwege het streven van de overheid naar grootschalig huizenbezit.¹⁹⁶

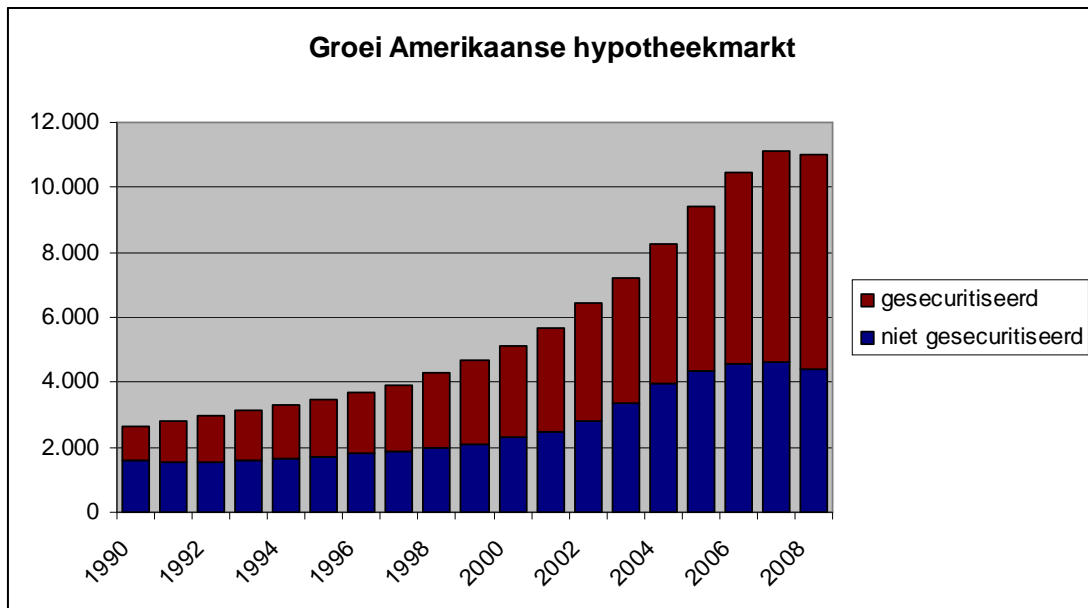
Zo lang de overheid zelf geen hypotheekleningen verstrekken, was beleid om huiseigenaarschap uit te breiden afhankelijk van de bereidheid in de markt om extra hypotheekleningen te verstrekken. Hierin speelde securitisatie een belangrijke rol omdat hiermee een hele nieuwe groep potentiële geldschieters werd ontsloten (zie figuur).

¹⁹³ Norberg, *Financial fiasco* 27-34

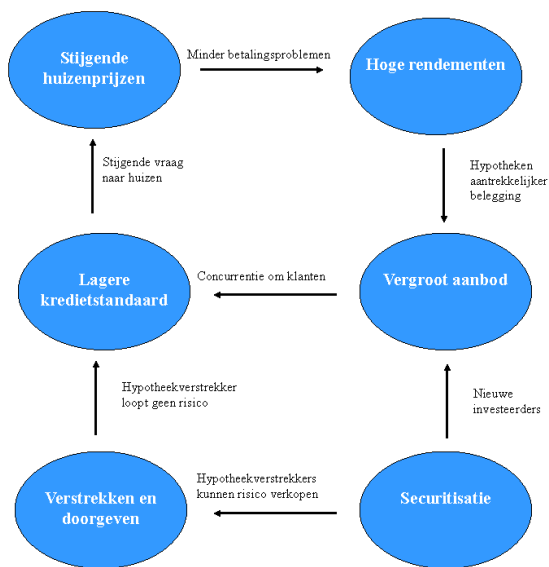
¹⁹⁴ Norberg, *Financial fiasco* 40-41

¹⁹⁵ Norberg, *Financial fiasco* 37

¹⁹⁶ Norberg, *Financial fiasco* 37-43

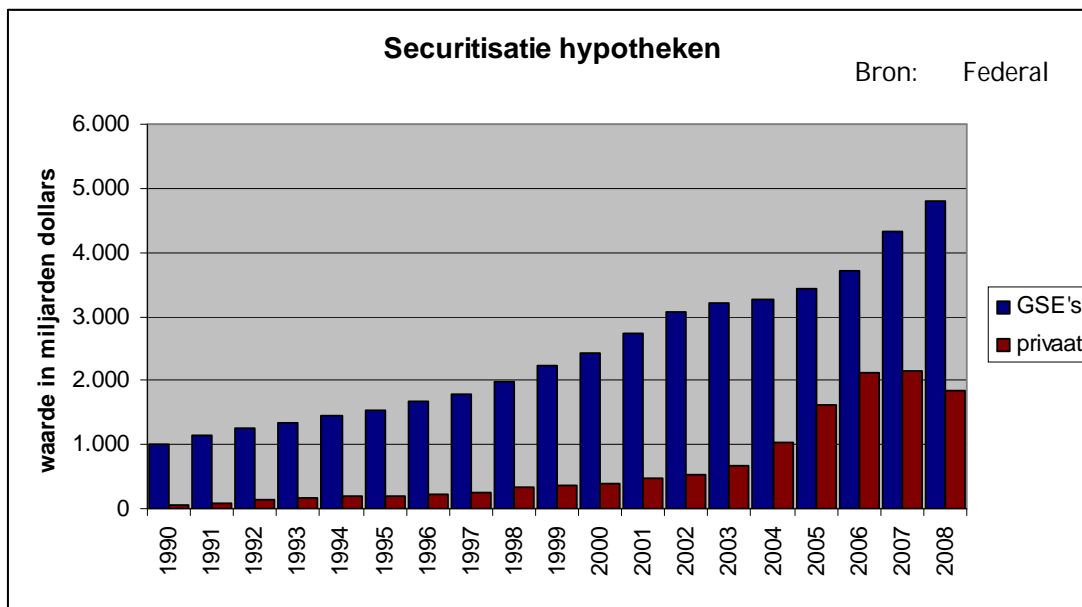


Door de stijgende huizenprijzen verminderde de risico's van wanbetaling (de hypotheeknemer kon in het ergste geval zijn huis verkopen om zijn schuld af te betalen), waardoor hypotheekbeleggingen verder in trek raakten. Zo ontstond al snel een vicieuze cirkel van groter hypotheekaanbod en lagere kredietstandaarden (zie figuur). Deze werd versterkt doordat na securitisatie de hypotheekverstrekende bank niet langer het risico liep.



Het merendeel van de hypotheek werd door Fannie Mae en Freddie Mac gekocht of gegarandeerd (zie figuur). Om hun aandeelhouders tevreden te stellen moesten Fannie en Freddie zoveel mogelijk hypotheek securitiseren, wat de vraag naar deze leningen vergrootte. Zij konden grote renteversillen uitbuiten door de impliciete overheidsgarantie en profiteerden van het feit dat zij uitgesloten waren van verplichte kapitaalratio's en (statelijke en federale)

inkomstenbelasting.¹⁹⁷ Voor een deel waren de indrukwekkende winsten van de GSE's dus het gevolg van hun specifieke, semipublieke opzet.¹⁹⁸ Hoewel de winst op deze activiteiten ten goede kwam aan alle aandeelhouders, werd het risico voornamelijk gelopen door de Amerikaanse staat. De semipublieke opzet van de instellingen was achteraf dan ook uitermate ongelukkig.¹⁹⁹



De activiteiten van Fannie en Freddie bestreken desalniettemin slechts een beperkt deel van de huizenmarkt, om te voorkomen dat deze instellingen de aanschaf van villa's zouden subsidiëren. Van oudsher werden ook scherpe eisen gesteld betreffende de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer, door het politieke momentum raakten deze echter op de achtergrond.

De invloed van de politiek lijkt zich echter te hebben beperkt tot het verruimen van de mogelijkheden voor de GSE's. Zij overtroffen de aan hen opgelegde doelen betreffende aankoop van leningen aan lage inkomens, wat erop lijkt te wijzen dat de instellingen geen problemen hadden met hun stap in subprime. Op dergelijke hypotheek kon dan ook meer rente worden gevraagd, terwijl de impliciete overheidsgarantie de ondernemingen vrijwaarde van mogelijke verliezen. Fannie Mae en Freddie Mac zouden hierdoor grote spelers in subprime hypotheek worden, waarin de markt ze moest voorzien.²⁰⁰

Naast Fannie en Freddie zouden ook andere banken zich gaan wagen aan de securitisatie van hypotheek, hiertoe aangezet door de hoge winsten van de twee GSE's. Zij konden echter moeilijk concurreren met de semipublieke instellingen op de veiligste leningen doordat zij hogere rente moesten betalen op hun leningen. De rest van de markt zou zich dan ook gaan

¹⁹⁷ Stevensen, 'The velvet fist of Fannie Mae'

¹⁹⁸ Norberg, *Financial fiasco* 33

¹⁹⁹ Wayne Passmore, 'GSE implicit subsidy and the value of government ambiguity', *Finance and economic discussion series* 2005-05, Federal reserve board, 2005, <http://www.federalreserve.org/pubs/feds/2005/200505/200505pap.pdf>

²⁰⁰ Norberg, *financial fiasco* 32-34

richten op risicovollere beleggingen en hypotheek leningen die Fannie en Freddie niet mochten securitiseren.²⁰¹

Het viel te verwachten dat de steeds verdere uitbreiding gepaard ging met steeds minder kredietwaardige hypotheeknemers aangezien een groeiend deel van de kredietwaardige Amerikanen al van een hypotheek voorzien was. De houders van MBS waren echter ver verwijderd van de schuldenaars (zowel geografisch als in contact met de schuldenaar) waardoor het oordeel van de kredietbeoordelaars erg belangrijk werd. Die zouden het overgrote deel van de beleggingen echter van zeer goede beoordelingen voorzien waardoor de vraag aanhield.²⁰² Hiervan maakten banken gretig gebruik door vooral de slechtste hypotheekleningen te verkopen. Doorverkochte hypotheekleningen zouden later veel vaker te maken krijgen met wanbetaling dan op het oog vergelijkbare hypotheekleningen die op de eigen balans waren gehouden.²⁰³

Om aan de groeiende vraag van subprime te voldoen werd af en toe bewust soepel omgesprongen met de kredietwaardigheid van de hypotheeknemers.²⁰⁴ Ook hier had de overheid aan de rem kunnen trekken maar was het tegenovergestelde het geval. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het advies van de federal reserve in Boston, die aanraadde om bij klanten uit minderheidsgroeperingen discriminatie te voorkomen door kredietstandaarden voor hen op te stellen die rekening hielden met de "economische cultuur van stedelijke, niet-traditionele klanten met lage inkomens".²⁰⁵ Hier was sprake van een toezichthouder die actief bepleit dat banken hun kredietstandaarden moesten aanpassen aan hun klanten! Voor Fannie en Freddie zorgden de lagere kredietstandaarden, door de impliciete overheidsgarantie, voor een minimaal extra risico waardoor ook in de markt vraag bleef naar hun MBS.²⁰⁶

DE HONGER NAAR RISICO

De aanschaf van een huis werd echter ook eenvoudiger door de lagere rentestand. Door de hoge renteverschillen gold dit echter voornamelijk voor hypotheekleningen met een variabele rente. Bij variabele leningen draagt de kredietnemer echter het risico op renteverhoging waardoor, toen de rentes uiteindelijk omhoog gingen, diens maandelijkse lasten mee stegen.²⁰⁷ Het rentebeleid van de centrale bank speelde zo niet alleen een grote rol in het opblazen maar ook in het doorprikken van de prijzenbel.

Het grote renteverschil zorgde er tevens voor dat het erg winstgevend was om geld voor korte periodes te lenen en vervolgens voor lange termijn uit te zetten, waardoor het verkopen

²⁰¹ Jagannathan e.a. 'why are we in a recession?' 17

²⁰² Mogelijk speelt hierin de steeds grotere financiële afhankelijkheid van de kredietbeoordelaars van de uitgevers van de financiële producten.

²⁰³ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 26

²⁰⁴ Stan Liebowitz, 'the real scandal – How feds invited the mortgage mess' *Ney York post* 5 februari 2008

²⁰⁵ closing the gap: a guide to equal opportunity lending', Federal reserve bank of Boston (1993)

²⁰⁶ Norberg, *Financial fiasco* 29

²⁰⁷ White, 'How did we get into this financial mess?' 4

van MBS extra interessant werd. De extreem lage rentes waren in feite 'gratis geld' waar aan verdiend kon worden door het uit te lenen. Hoe langer de looptijd van de lening, hoe groter het renteverhaal wat het verstrekken van hypotheekleningen met dit geld in het bijzonder interessant maakte. De gestegen gemiddelde looptijd van de leningen verminderde echter tegelijkertijd de liquiditeitspositie van de verstrekke instantie.

De lage rente zorgde er ten slotte voor dat op grote schaal gezocht werd naar investeringen met een hoger rendement. Opbrengsten uit een investering zijn echter vaak verbonden aan het genomen risico. Hogere opbrengsten op de korte termijn moeten in feite gezien worden als een verzekering tegen het risico op wanbetaling op de lange termijn. Lage rentes waren zodoende ook verantwoordelijk voor vergrote vraag naar risico.²⁰⁸

Wanneer zij wisten dat dit op de lange termijn onrendabel zou zijn zouden investeerders dergelijke risico's normaal gesproken niet zijn aangegaan. Dat er toch zulke grote risico's werden genomen valt deels te verklaren uit de ingeschatte mogelijkheid grote winsten te maken voordat de bel barstte. Onder Greenspan leek de economische conjunctuur een schim uit het verleden en mochten er problemen aan de horizon rijzen was er altijd nog de helpende hand van de overheid. Een dergelijke voorstelling van zaken verminderde natuurlijk de ingeschatte risico's bij het verstrekken van kapitaal.²⁰⁹

Dat de afnemende kredietwaardigheid en de overwaardering van onroerend goedprijzen een onhoudbare situatie waren zal zeer waarschijnlijk voor, in ieder geval een deel van, de markt geen verassing zijn geweest. Het ontbrak echter aan prikkels om naar deze wetenschap te handelen door een beloningsstructuur die zich voornamelijk richtte op de korte termijn. Bij werknemers was sprake van een sterk variabel salaris. Het idee was, dat dit excellente bankiers zou aantrekken omdat die zich in een dergelijk systeem verzekerd wisten van een goed salaris wisten. Op korte termijn waren hoog rendement als gevolg van bijzondere prestaties of van het nemen van grotere risico's echter niet te onderscheiden. De prestatiebeloning stimuleerde zo, naast excellent bankieren, het nemen van grote risico's.

Voor degenen die het zwaard van Damocles boven de markt zagen hangen was het belangrijker binnen te zijn voordat de bel knapte. Door de hoge bonussen was dit ook daadwerkelijk binnen afzienbare tijd te realiseren. Deze beloning van werknemers kwam echter niet uit de lucht vallen maar was een afspiegeling van het vergrootte belang van de aandeelhouderswaarde. Ondernemingen werden hierdoor op een korte termijn beoordeeld en vertaalden dit naar de eisen aan hun personeel.

Zo raar is het dan ook niet dat ondernemingen een beleid gingen voeren dat op lange termijn mogelijk hun eigen solvabiliteit aan zou tasten. Totdat de zeepbel knapte waren er grote

²⁰⁸ Norberg, *Financial fiasco* 18

²⁰⁹ James Stock en Mark Watson, *Has the business cycle changed and why?* NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17, pages 159-230 National Bureau of Economic Research

winsten te behalen door investering in hypotheekgerelateerde producten. Wanneer beleggers erop vertrouwden op tijd uit te kunnen stappen waren beleggingen in deze producten. Sterker nog, afzien van dergelijke investeringen zou wellicht leiden tot hoon van de aandeelhouders of zelfs een vijandige overname. Ook wanneer de overtuiging op tijd uit te kunnen stappen minder leefde konden investeringen in hypotheekproducten gerechtvaardigd worden wanneer overheidsinterventie werd verwacht na leegloop van de prijzenbel.

De afwezigheid van een markt in hypotheekgerelateerde producten maakte het daarbij onmogelijk te verdienen aan de overwaardering van de financiële innovaties.²¹⁰ Toen er in 2006 een markt voor MBS ontstond bleek de overwaardering, maar was het al te laat om de bel te voorkomen.²¹¹ Dit zorgde ervoor dat, in de woorden van Chuck Prince, CEO van de bank Citigroup, werd 'doorgedanst zolang de muziek speelde'.²¹² Ook bij de ondergang van de financiële sector zou de band zo tot het laatste moment doorspelen.

DE ZADEN VOOR CRISIS

Een toenemende Amerikaanse geldhoeveelheid die onevenredig terecht kwam in de Amerikaanse woningmarkt zorgde voor een prijzenbel die de oorsprong van de huidige financiële crisis zou vormen. Deze groeiende geldhoeveelheid was een gevolg van groeiende schulden binnen de Amerikaanse economie en een toestroom van buitenlands kapitaal. Doordat deze groeiende geldhoeveelheid niet, of onvoldoende, terug te zien was in de CPI hield de Federal Reserve te lage rentes aan waardoor een prijzenbel eigenlijk onontkoombaar werd.

Deze verscheen, deels als gevolg van overheidsbeleid, in het nieuwe millennium in de Amerikaanse woningmarkt. De stijgende huizenprijzen werkten voor een groot deel zelfversterkend en zorgden voor een gevoel van grotere welvaart onder Amerikaanse huishoudens, ondanks een teruglopend inkomen, als gevolg van concurrentie met lageloonlanden.

Doordat de lage rentes zowel een groot renteverskil als een grote groep investeerders op zoek naar rendement deden ontstaan, uitte de prijzenbel zich voornamelijk in een groeiend aantal leningen aan personen met een dubieuze kredietwaardigheid. Een overheid die huizenbezit wilde stimuleren speelde hier zeker een rol in, hoewel dit waarschijnlijk voornamelijk de specifieke locatie van de prijzenbel in de huizenmarkt beïnvloedde. De achterliggende ontwikkelingen van lage rentes die een vraag naar risico met zich mee brachten, een groeiende geldhoeveelheid en investeerders die met het uitblijven van crisis ook grote risico's durfden te nemen hadden zeer waarschijnlijk ook anders geleid tot een financiële crisis.

²¹⁰ Norberg, *Financial fiasco* 109-110

²¹¹ Norberg, *Financial fiasco* 66-67

²¹² Uitspraak Chuck Prince, CEO van Citigroup: When the music stops, in terms of liquidity, things will get complicated. But as long as the music is playing, you've got to get up and dance. We're still dancing.

Het leidde in ieder geval tot een financiële sector die op ramkoers kwam te liggen met de eigen solvabiliteit. Totdat de prijzenbel leeg liep konden echter enorme winsten worden gerealiseerd, waardoor maar weinigen problemen zullen hebben gehad met de voorname aandacht voor de korte termijn bij de keuzes in de sector. Daar komt bij dat het zeer goed mogelijk is dat ervaringen van reddingsacties uit het verleden de financiële sector erop deden vertrouwen in geval van nood opnieuw te kunnen rekenen op een Amerikaanse overheid die te hulp zou schieten.

Omdat de ruimere beschikbaarheid van liquiditeit tegelijkertijd prijzenbellen in de hand werkte, groeide bij elke economische interventie van de Fed het risico op een volgende, diepere crisis.²¹³ Greenspans rentebeleid was eigenlijk een vorm van overheidsregulering van de geldprijs. Het grootste verschil met normale prijscontrole was hierbij dat de waarde van geld de prijs van alle andere producten ook beïnvloedt.²¹⁴

4 DE FINANCIËLE CRISIS

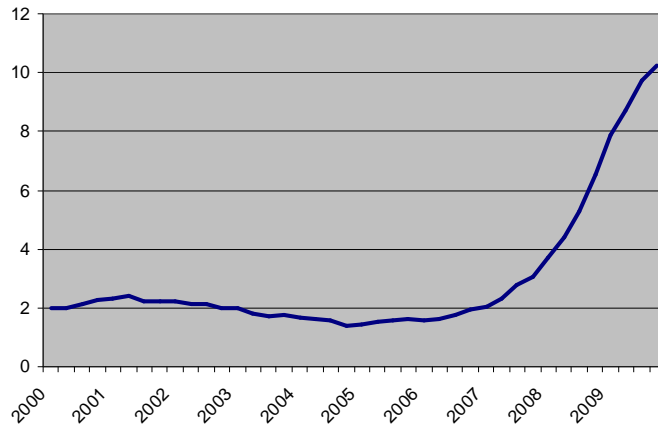
The Economist schreef in 2004 over de twee wetten van een prijzenbel: (1) Deze blaast altijd langer op dan iedereen verwacht, (2) maar loopt uiteindelijk altijd leeg.²¹⁵ De bel op de Amerikaanse huizenmarkt was wat dat betreft geen uitzondering. Gedurende 2006 bleek een groeiend aantal huiseigenaren niet in staat zijn hypotheeklasten op te brengen (zie figuur). Voorheen zou dit meestal geleid hebben tot heronderhandeling van de schuld, aangezien executieverkopen vaak niet de hele schuld dekken en de bank er bij gebaat was een zo groot mogelijk deel van het verstrekte krediet terug te zien. Huiseigenaren hadden eveneens baat bij heronderhandeling omdat dit uithuiszetting voorkwam.

²¹³ Greenspan, toespraak voor de economic club in New York, New York City, 19 december, 2002. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040223>

²¹⁴ Norberg, *Capitalism unleashed* 12

²¹⁵ 'Homing in on the risks', *The economist* 3 juni 2004

kans op wanbetaling op woninghypotheken bij consumentenbanken



De securitisatie van hypotheekleningen bemoeilijkte onderhandelingen doordat de leningen vaak niet langer in handen van de verstrekende bank maar waren verdeeld over verschillende financiële instellingen. Daar kwam bij dat in de jaren voorafgaand aan de crisis steeds vaker huizen werden aangeschaft als investering in plaats van huisvesting. Doordat in een aantal staten hypotheeknemers schuldenvrij wegliepen wanneer zij de huissleutel bij hun bank inleverden, ontbrak ook bij hen de noodzaak tot heronderhandeling van de schuld.

Het gevolg was een groeiend aantal executieverkopen, wat de huizenprijzen drukte, terwijl de bouw van nieuwe woningen nog in volle gang was. Doordat de vraag als gevolg van een dalend aanbod van hypotheekleningen ook afnam, werd de vicieuze cirkel van prijs- en vraagstijging doorbroken en maakte plaats voor een neerwaartse spiraal van huizenprijzen.

DE RUN OP DE BANKEN

Een groeiend aantal wanbetalingen en dalende huizenprijzen zorgde voor verminderde inkomsten op MBS en dus een matigende populariteit van deze producten. De werkelijke problemen ontstonden echter pas toen de kredietbeoordelaars zich genoodzaakt zagen de beleggingen in hypotheekfondsen te herwaarderen. De markt stond op zijn kop, wat was het nut van een kredietbeoordeling, wanneer deze moest worden aangepast aan de economische omstandigheden? Zonder een betrouwbare beoordeling was het risico op MBS onduidelijk waardoor investeerders massaal hun geld terugtrokken.

Voor de schaduwbanken die langlopende verplichtingen aan beleggers hadden bekostigd met kortlopende schuldpapieren was dit een catastrofe. Deze terugtrekking van kortlopend krediet was in feite niets anders dan een moderne bankrun. Alleen al in 2007 verloor de sector op deze manier 1/3 van zijn financiering.²¹⁶ Doordat de schaduwbanken niet afhankelijk waren

²¹⁶ Gillian Tett en Paul J. Davies, 'out of the shadows: How banking's secret system broke down' *Financial times* 16 december 2007

van spaargeld vertaalde deze run zich weliswaar niet in lange rijen bezorgde klanten voor het hoofdkantoor, het resultaat was hetzelfde. Investeerders vreesden illiquiditeit en trokken zoveel mogelijk kapitaal terug terwijl de getroffen banken steeds meer moeite kregen dit te verstrekken.

Doordat bij schaduwbanken veel met vreemd vermogen werd gewerkt was er sprake van grote hefboomen. Een kleine verandering van de kredietwaardigheid kon hierdoor grote gevolgen voor de financiering hebben. Deze kwam in het geding doordat de dalende waarde van MBS het verschil tussen eigen en vreemd vermogen op de balans vergrootte, terwijl het nieuwe economische gesternte eigenlijk kleinere hefboomen wenselijk maakte, om in te dekken tegen een onzekerder toekomst.²¹⁷ De SPV's moesten om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen zich dus steeds vaker wenden tot de verkoop van activa. Omdat tegelijkertijd het vertrouwen in hypotheekbeleggingen een flinke deuk had opgelopen, konden zij maar moeilijk kopers vinden.

De SPV's konden de verliezen al snel niet meer opvangen waardoor de moederbanken leningen moesten verstrekken. Om het benodigde kapitaal hiervoor vrij te maken waren deze vaak ook afhankelijk van de kapitaalmarkt, deze was echter nauwelijks in een bui om te lenen waardoor banken vaak giftige leningen terug op hun balans moesten nemen. Tot voor kort stabiele banken konden zo plotseling op het randje van insolventie balanceren.²¹⁸

DE BANKENCRIJS

Ondertussen zou de situatie op de huizenmarkt steeds verder verslechteren waardoor de banken steeds verder in problemen kwamen. Tot september 2007 beperkte deze zich tot een, weinig tot de verbeelding sprekende, terughoudendheid bij het verstrekken van nieuw krediet. Dit veranderde toen in deze maand een traditionele run plaats vond op de Engelse bank Northern Rock, die zichzelf in hoge mate aan de hypotheekmarkt blootgesteld had. Tussenkomen van de Engelse overheid zou uiteindelijk voorkomen dat de bank omviel maar de werkelijke schade was toen al lang geleden, de beelden van lange rijen spaarders die hun geld kwamen opnemen waren de hele wereld over gegaan en hadden herinneringen aan de Grote Depressie doen herleven.

Als gevolg van de problemen in de schaduwbanksector en de matigende economie werden steeds meer banken steeds vaker met wanbetalingen geconfronteerd, waarbij de waarde van het onderpand op dergelijke leningen vaak daalde. Dit was in eerste instantie het geval bij hypotheekleningen, al snel zouden echter allerlei instellingen in de problemen komen en dus het type activa ook verscheidene worden.

Als reactie op de boekhoudschandalen eind jaren negentig, werd financiële instellingen vanaf 2007 (toen de bankencrisis in volle gang was) verplicht moeilijk te waarderen activa als

²¹⁷ Jagadeesh Gokhale, 'Financial crisis and public policy' *Cato institute policy analysis* 634 (2009) 6

²¹⁸ Norberg, *Financial fiasco* 74

MBS tegen de actuele marktwaarde op de balans te houden, in plaats van tegen bijvoorbeeld de aankoopwaarde of verwachte verkoopwaarde. Hierdoor werd het proces van afschrijving en verkoop van activa zelfversterkend.²¹⁹

Een toenemend aantal banken zag zich genoodzaakt om te herkapitaliseren door een waardedaling van hun activa. Het gestegen aanbod van deze producten dat daar het gevolg van was, had zelfs bij een onveranderde vraag al de prijs gedrukt. Doordat potentiële kopers er vanuit gingen dat banken hun slechtste producten als eerste zouden verkopen daalde de waarde nog sneller.²²⁰

Het aanbod was gegroeid doordat veel banken financiële producten aanboden die gebruikt waren als onderpand op niet afbetaalde leningen waarbij het al lang niet meer alleen om hypotheekbeleggingen ging. Door het complexe karakter was het moeilijk deze producten te waarderen, normaal werd hiervoor vertrouwd op het oordeel van de kredietbeoordelaars maar dat was in dit geval juist waardeloos gebleken.²²¹

De banken konden bijna niet anders dan aan de noodrem trekken. Wie kon begon te lenen bij de Fed maar tevens zou een vermindering van het uitstaande krediet de kapitaalpositie moeten herstellen. Dit was echter slechts in zeer beperkte mate mogelijk doordat banken geld juist vaak voor langere periodes uitleenden. Banken stopten dus voornamelijk op grote schaal met het verstrekken van nieuw krediet, als gevolg van de grote hefbomen, in een veelvoud van de benodigde bedragen. Daar kwam nog eens bij dat banken als gevolg van de veranderde economische situatie lagere hefbomen gingen nastreven. Het gevolg was een enorme afname van beschikbaar krediet.²²²

Banken zijn van nature schuw om kapitaal op te halen op de kapitaalmarkt en met een goede reden. Het wenden tot de kapitaalmarkt geeft namelijk een slecht signaal over de liquiditeitspositie van een bank en kan daardoor een run uitlokken. Banken zullen dus alleen in geval van uiterste nood naar dit middel grijpen. Omdat investeerders dit begrijpen zullen zij wanneer het daadwerkelijk zo ver komt hoge rentes vragen omdat de bank blijkbaar met de rug tegen de muur staat en om te compenseren voor het risico dat de bank in de looptijd van de lening omvalt. ²²³ Ondanks dat moesten banken zich in toenemende mate wenden tot de kapitaalmarkt om liquide te blijven. De stijgende vraag naar krediet leidde daarbij uiteraard tot hogere rentes terwijl de dalende waarde van aandelen (en andere activa) zorgde voor een verminderd onderpand, in een periode dat hogere onderpanden gewenst waren.

De Federal Reserve probeerde de interbancaire kredietmarkt op gang te houden door de rentes steeds verder te verlagen en de markt te overspoelen met liquide middelen. De benarde

²¹⁹ Stephen Taub, 'FAS 157 could cause huge write-offs' *CFO* 7 november 2007

²²⁰ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 45, Gokhale, 'Financial crisis' 14

²²¹ Gokhale, 'Financial crisis' 9-10

²²² Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 46-47

²²³ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 45

positie van een groot aantal banken was echter inmiddels al lang niet meer te wijten aan een liquiditeitsprobleem in de sector maar aan een gebrekkige solvabiliteit van een aantal banken. Deze hadden simpelweg waardeloos werk geleverd en zij kregen dat nu om de oren, alle liquiditeit in de wereld zou hier geen oplossing voor brengen.

Het beschikbaar maken van krediet was een afdoende oplossing geweest wanneer een irrationele paniek er tijdelijk voor had gezorgd dat banken kapitaal oppotten. In dit geval was het achterliggende probleem echter de onbekende kapitaalpositie van de wederpartij. Het was zeer waarschijnlijk dat een aantal banken niet te kampen had met een simpel liquiditeitsprobleem maar in plaats daarvan insolvent was, het probleem was dat niemand wist welke. Het gebrek aan kredietverschaffing in de markt was dus verre van irrationeel!²²⁴

De meest waarschijnlijke slachtoffers waren Fannie Mae en Freddie Mac, aangezien zij gebruik maakten van kapitaalratio's van ongeveer 60:1, ongeveer twee keer zo veel dan de al slecht gekapitaliseerd veronderstelde zakenbanken. Kleine afschrijvingen op MBS konden voor deze instellingen dus immense gevolgen hebben. Sterker nog, alleen al het vermoeden van een waardedaling had de kredietverlening in ernstige problemen kunnen brengen. Deze wetenschap zorgde ervoor dat alleen de vrees voor verliezen bij deze bedrijven de kredietverstrekking kon doen opdrogen met mogelijk grote gevolgen: banken mochten ongelimiteerde verplichtingen houden aan de GSE's en buitenlandse (centrale) banken waren grootaandeelhouders.²²⁵ Op 13 juli 2007 zag de Amerikaanse overheid zich dan ook genoodzaakt een reddingsplan voor de ondernemingen op te stellen en een kleine maand later, op 7 september, werd zelfs besloten tot nationalisatie. Het oorspronkelijke vermoeden in de markt van een impliciete overheidsgarantie was gegrond gebleken.

Bear Stearns zou als eerste Amerikaanse particuliere bank in serieuze problemen komen. Het aandeel Bear Stearns werd voor de crisis verhandeld tegen een prijs van \$133 maar was maandag 10 maart 2008 nog slechts \$62 waard. De weer erop daalden de waardepapieren, als gevolg van geruchten over liquiditeitsproblemen bij de bank, tot \$30. De volgende maandag (17 maart) deed JP Morgan een bod voor een meerderheidsbelang tegen twee dollar per aandeel. In een paar dagen tijd was vrijwel de volledige waarde van het bedrijf verdampt, wat een psychische dreun voor de hele sector moet zijn geweest.²²⁶

Bear Stearns leek door zijn beleggingen in hypotheekproducten ten dode opgeschreven. Het weekend van deze fatale week kwamen daarom ambtenaren van het ministerie van Financiën en de centrale bank en de topmannen van Bear Stearns en diens belangrijkste concurrenten samen. Het doel was een reddingsplan te formuleren en zo een intensivering van

²²⁴ Paul Krugman, 'after the money's gone' *New York times* 14 december 2007, Taylor, 'The financial crisis' (N) 10

²²⁵ "Fannie and Freddie Ride Again" *The economist* 9 juli 2007; Charles Duhig, 'Doubts raised on big backers of mortgages' *New York times* 6 mei 2008

²²⁶ Norberg, *Financial fiasco* 80

de problemen in de sector te voorkomen. Besloten werd dat JP Morgan de bank op 30 mei zou overnemen voor tien dollar per aandeel.²²⁷

HET INSTORTEN VAN DE KREDIETMARKT

De gifbeker was hierna echter nog lang niet leeg. De maandag na de bekendmaking van de overname van Bear Stearns door JP Morgan waren de aandelen van zakenbank Lehman Brother's bijna in waarde gehalveerd. Alles wees erop dat dit het volgende slachtoffer was en Richard Fuld, Lehman's CEO, begreep dat Lehman niet zelfstandig de crisis zou overleven. Bij zijn zoektocht naar potentiële kopers stuitte hij echter op een markt die liever wachtte op het laatste moment, in de hoop bij een overheidsgeleide overname op het laatste moment betere voorwaarden te kunnen bedingen.²²⁸

Zodoende zaten dezelfde spelers die hadden gewerkt aan een reddingsplan voor Bear Stearns in het weekend van 12 tot 14 september wederom met elkaar om tafel, in een ultieme poging Lehman van een faillissement te redden. In tegenstelling tot de vorige keer bleek het echter onmogelijk een koper voor de tanende zakenbank te vinden. De overheid beoordeelde dat Lehman geen systembank was en bleek niet zo bereidwillig tot concessies als de markt misschien gehoopt had, het betekende het einde van een bijna 160 jaar oud instituut.²²⁹

Hierna zou het snel afgelopen zijn met het tot voor kort zo succesvolle concept van de zakenbank op Wall Street. Op dezelfde dag dat Lehman Brother's bankroet werd verklaard nam Bank of America Merrill Lynch over en de kelderende aandelenkoersen van Morgan Stanley en Goldman Sachs deden het vermoeden rijzen dat deze ondernemingen de volgende in de rij waren. Om dit te voorkomen werd hen, in tegenstelling tot Lehman, toegestaan spaartegoeden te gaan accepteren. Het betekende de redding van Morgan Stanley en Goldman Sachs, maar het einde van de gespecialiseerde zakenbank op Wall Street.²³⁰

"DE MARKT VOOR TWEEDEHANDS AUTO'S"

Lehman was betrokken bij enorme bedragen aan zakendeals en een van de belangrijkste uitgevers van commercial papers, die plotseling allemaal vast zaten in het faillissement. Schuldeisers die op korte termijn hun geld terug hadden verwacht kwamen hierdoor in problemen. Het gevolg was dat de waarde van het belangrijke geldmarktfonds *Reserve Primary Fund* naar beneden moest worden bijgesteld, een unieke situatie. Geldmarktfondsen werden tot

²²⁷ Weliswaar een stuk meer dan het oorspronkelijke bod van twee dollar maar minder dan $\frac{1}{13}$ van de waarde van het bedrijf slechts een aantal maanden eerder en $\frac{1}{6}$ van de waarde aan het begin van de week!

²²⁸ Yalman Onaran en John Helyar, 'fuld sought buffet offer he refused as Lehman sank' Bloomberg.com, 10 november 2008 <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aZ1syPZH.Rzy&refer=home>

²²⁹ Norberg, *Financial fiasco* 82-83

²³⁰ Norberg, *Financial fiasco* 86

dan toe namelijk gezien als extreem veilige beleggingen, een net iets winstgevender vorm van geld onder het matras bewaren.

De herwaardering van de Reserve Primary bewees het tegendeel en een massale vlucht uit geldmarktfondsen was het gevolg. Dit leidde tot grote problemen bij de vele instellingen die van dergelijke fondsen afhankelijk waren voor hun financiering.²³¹ Een totaal van 150 miljard dollar, ongeveer $\frac{1}{20}$ van de totale waarde van de fondsen, werd binnen een kort tijdsbestek bij deze fondsen opgevraagd. Om in deze liquiditeit te voorzien wendden de fondsen zich op grote schaal tot commercial papers, waarop de rente als gevolg hiervan steeg van twee naar acht procent.

Daar zou het echter niet bij blijven. Met enig gevoel voor dramatiek kan gesteld worden dat het de sterfelijkheid van de financiële sector toonde. Lehman was een meer dan anderhalf eeuw oud instituut op Wall Street, wanneer deze bank kon vallen kon iedereen dat overkomen. Kredietverstrekkers moesten dan ook serieus rekening gaan houden met de mogelijkheid van faillissement van de wederpartij.²³²

Het intransparante karakter van de sector maakte echter dat de kans hierop moeilijk in te schatten was. Voor de buitenstaander was onmogelijk te beoordelen of een bank krediet nodig had als gevolg van een klein liquiditeitsprobleem of dat deze volkomen insolvabel was. Hierdoor moest bij elk financieringsverzoek rekening worden gehouden met de mogelijkheid van insolvabiliteit, wat de rentes opdreef.

Hogere rentes zouden echter niet het aanbod vergroten doordat verwacht kon worden dat alleen banken in nood deze hoge rentes zouden accepteren. Banken die nog niet het water aan de lippen hadden staan zouden immers bang zijn voor het signaal dat zij naar de markt zouden sturen door dergelijke rentes te accepteren. Door als verzekering tegen wanbetaling de rente te verhogen hadden kredietverstrekkers dus de kans op wanbetaling vergroot. De enige manier om zich hier tegen in te dekken was een verdere renteverhoging, die tot dezelfde problemen zou leiden. Deze vicieuze cirkel van stijgende rentes eindigde uiteindelijk in een situatie waarbij gezonde banken niet langer wilden lenen en kredietverstrekkers als gevolg daarvan geen kapitaal meer beschikbaar stelden. De informatieasymmetrie als gevolg van intransparante bankbalansen leidde zo uiteindelijk tot het einde van de interbancaire kredietmarkt.

In de economie wordt een dergelijke situatie omschreven als een '*market for lemons*', waarmee wordt verwezen naar het gelijknamige artikel van George Akerlof. In dit artikel beschrijft hij hoe in een tweedehandsautomarkt (een lemon is een auto met een mankement), een situatie waarin adverse selectie en asymmetrische informatie een einde kunnen brengen aan

²³¹ Norberg, *Financial fiasco* 69-70, Diya Gullapalli en Shefali Anand, 'bailout of money funds seems to stanch outflow' *Wall street journal* 20 september 2008

²³² Gokhale, 'The financial crisis' 6

een markt.²³³ Het einde van de kredietmarkt was een ramp voor een sector waarin de meeste ondernemingen afhankelijk waren van kortlopende leningen om in hun liquiditeit te voorzien.

HET EINDE VAN EEN INSTITUUT

Achteraf valt te twijfelen over de juistheid van de beslissing van de Amerikaanse staat om Lehman Brother's niet als systeembank te bestempelen. Het faillissement van deze instelling betekende dat voor het eerst op grote schaal CDS werden uitgekeerd. Deze producten werden echter al lang niet meer alleen gebruikt om risico te verkopen maar waren in feite een soort side bets geworden op mogelijke faillissementen.²³⁴ De markt in CDS was hierdoor in de jaren voor de crisis namelijk gestegen tot een nominale waarde van 55 biljoen (10^{12}) dollar, waarvan niemand precies wist hoe deze verdeeld was.²³⁵

Omdat geen geld hoefde te worden achtergehouden om in te dekken tegen een mogelijke uitkering van een CDS bestond de vrees in de markt dat, wanneer één of meerdere partijen niet aan deze zijn verplichtingen kon voldoen, een sneeuwbaaleffect van omvallende financiële instellingen zou ontstaan. Vooral over de kapitaalpositie van AIG, de marktleider in het verstrekken van CDS werd steeds meer getwijfeld. Het bedrijf had CDS ontdekt als een manier om snel veel geld te verdienen. De risico's leken minimaal en aan elke verstrekte swap werd een premie verdiend. In de risicomodellen had het bedrijf echter geen rekening gehouden met de mogelijkheden van waardedalingen van de effecten of de eis van wederpartijen een (verhoogd) onderpand op CDS aan te houden. Na het faillissement van Lehman gebeurden beide.

AIG moest hierdoor een steeds groter deel van zijn balans reserveren voor onderpand terwijl de waarde van de activa daalde. Dit zorgde ervoor dat de verzekeraar steeds meer overgeleverd was aan extern kapitaal, in een markt die dat steeds minder graag verstreekte. Uiteindelijk zou alleen interventie van de Amerikaanse overheid AIG kunnen redden.²³⁶

Met de val van Lehman was het hek van de dam. Omdat een van Wall Streets toonaangevende zakenbanken was opgehouden te bestaan, maar wellicht nog wel meer door de onduidelijkheid wie nu wel op overheidssteun kon rekenen en wie niet. Waarom had de overheid wel toegezien op redding van Bear Stearns, het nodig geacht Fannie Mae, Freddie Mac en AIG zelfs te nationaliseren, maar Lehman aan zijn lot overgelaten? Waarom mochten JP Morgan en

²³³ 'The market for lemons', *The quarterly journal of economics* 84 (1970) 488-500, Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 38, 40-41 figuur 2.2 uit Datastream, Val Lehman zorgt voor paniek op kapitaalmarkt waardoor interbancaire rente omhoog schiet. Gokhale, 'The financial crisis' 9, Krediet heeft vertrouwen nodig. Is gebaat bij transparantie. Nu bepaald niet geval. Daardoor stijgen rentes. Op gegeven moment daalt aanbod leningen bij stijgende rente doordat bereidheid hoge rente te betalen negatief teken kredietwaardigheid is.

²³⁴ Sterker nog, geld kon al verdiend worden door een koper te vinden die meer voor de swap wilde betalen dan dat de instelling zelf had betaald voor het afsluiten.

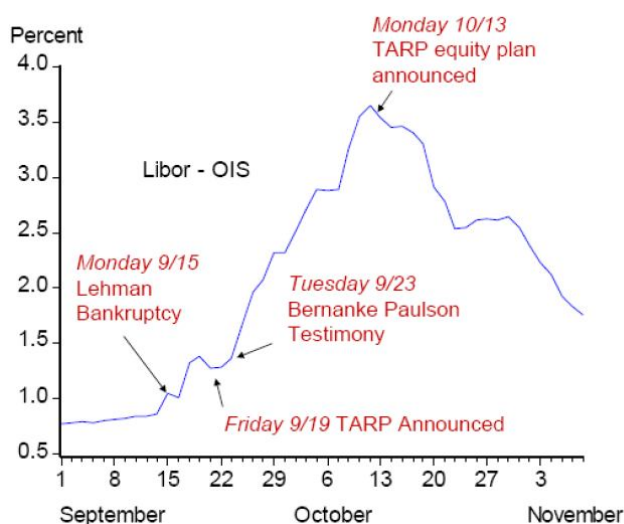
²³⁵ Norberg, *Financial fiasco* 88, Welfens, 'The transatlantic banking crisis'

²³⁶ Norberg, *Financial fiasco* 90

Goldman Sachs uiteindelijk wel hun kassen openstellen voor spaartegoeden terwijl dit aan Lehman was geweigerd? Wat was eigenlijk een systeembank?

Het onduidelijke beleid zorgde voor wat Higgs in een poging de Depressie in de jaren '30 te verklaren ooit *'Regime uncertainty'* (hierna: beleidsonduidelijkheid) had gedoopt: ondernemers hebben graag een duidelijk beeld van de toekomst bij het beslissen over eventuele investeringen.²³⁷ Een ambivalent overheidsbeleid kan deze negatief beïnvloeden. Onduidelijkheid over welke bank uiteindelijk de steun van de overheid zou genieten zorgde er zodoende voor dat investeerders hierop niet langer durfden te anticiperen waardoor zij de kredietverstrekking in zijn geheel stopzetten.²³⁸

De aanwezigheid van beleidsonduidelijkheid lijkt te worden aangetoond door de spreiding tussen de Libor (waartegen banken op de Engelse kapitaalmarkt lenen) en OIS (de verwachte federal fund rate voor de komende drie maanden) stand. Door de OIS af te trekken van de verwachte Liborstand blijft de rente als gevolg van risicoverwachtingen van andere oorzaken dan rentebeleid van de centrale bank over. Opvallend is dat het verschil tussen deze twee omhoog schoot na afloop van de uitleg van Bernanke en Paulson van TARP (*Troubled Asset Relief Plan*): het Amerikaanse reddingsplan voor de financiële sector. In tegenstelling tot de gehoopte uitleg wat de markt van de overheid kon verwachten, was deze erg vaag, wat de onzekerheid in de markt vergroot zal hebben (zie figuur).²³⁹



²³⁷ Higgs, 'Regime uncertainty: why the Great Depression lasted so long and why prosperity resumed after the war.' *The independent review* 4 (1997) 561-590

²³⁸ Het is overigens zeer goed mogelijk dat dit precies was wat deze daarmee voor ogen had toen het Lehman voor de haaien gooide. Ergens moest een keer een lijn in het zand getrokken met de boodschap dat de overheid niet zou blijven inspringen ten gunste van de financiële sector. Deze boodschap kwam dan echter wel rijkelijk laat en, bedoeld of niet, versterkte de chaos in de financiële sector.

²³⁹ Taylor, 'The financial crisis'

EEN INTERNATIONALE RECESSIE

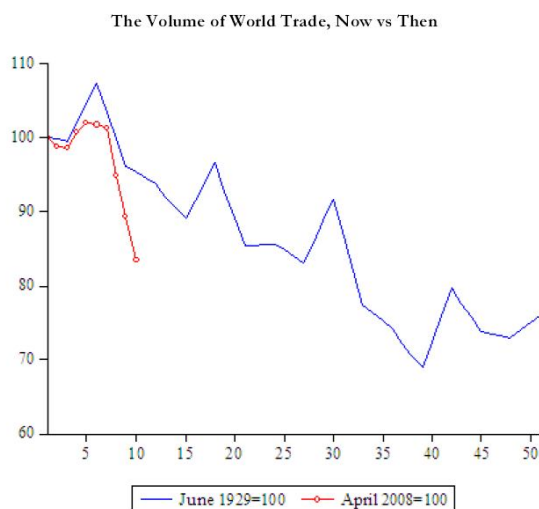
Het zou niet bij een Amerikaanse bankencrisis blijven. In de laatste twee maanden van 2008 en de eerste van 2009 daalde de wereldhandel spectaculair: In november met acht procent, december met drie procent en de januari daarop met zeven procent (zie figuur).

Figure: World trade goods, volume, seasonally adjusted



Bron: CPB World trade monitor

Een dergelijke daling van de internationale handel was sinds de Tweede Wereldoorlog niet meer voorgekomen. Sterker nog, het was een grotere dip dan de eerste maanden van de Grote Depressie (zie figuur), die steeds meer als referentiekader leek te gaan gelden.²⁴⁰



Bron: CPB World Trade monitor, mei 2009

DE BIJZONDERE POSITIE VAN DE BANKEN

De diepte en wijdverbreidheid van deze recessie is deels te verklaren uit de bijzondere rol van de banken in de huidige crisis. In iedere recessie verminderen de financieringsmogelijkheden voor het bedrijfsleven door dalende aandelenkoersen en investeerders die zoeken naar veiliger investeringen. Normaal vervullen banken echter de rol van veilige haven, waardoor bancaire

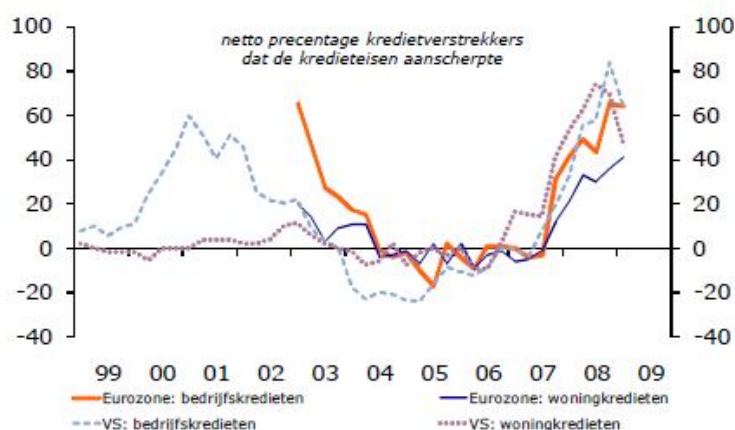
²⁴⁰ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 55 CPB world trade monitor

kredietverstrekking de economie (deels) op gang kan houden. In dit geval waren de banken juist het epicentrum van de crisis, zij hadden niet alleen de slechte producten verkocht, maar zaten zelf ook tot aan de nek in deze risicovolle investeringen. Banken waren daardoor allesbehalve het veilige nest voor investeerders, die in grote mate hun heil elders gingen zoeken.²⁴¹

In een poging hun balans op orde te brengen verminderden de banken, zo goed en zo kwaad als dat kon, het uitstaande krediet. Dit betekende in eerste instantie voornamelijk het verminderd honoreren van nieuwe financieringsverzoeken, wat zich vertaalde in strengere kredietstandaarden (zie figuur). Dit betekende een forse daling van het beschikbaar werkkapitaal voor ondernemingen, al helemaal gezien de algemene verminderde kredietwaardigheid als gevolg van de slechtere economische omstandigheden.

De productie daalde en als gevolg daarvan de economische groei. Doordat ook veel buitenlandse banken geïnvesteerd hadden in slechte leningen beperkten deze problemen zich allerminst tot de VS. Omdat de hogere kredietstandaarden ook voor hypotheek golden daalde de vraag naar huizen verder en daarmee de waarde van hypotheekgerelateerde producten.

Figuur 8: Ontwikkeling kredietvoorwaarden in het eurogebied en de Verenigde Staten



Bron: Reuters EcoWin, Rabobank

Bancair krediet was voor de crisis (in Europa) verantwoordelijk voor ongeveer de helft van de bedrijfsfinanciering. In de afgelopen jaren was bancaire kredietverlening van 82% van het BBP in 1995 tot bijna 140% hiervan in 2008 gestegen.²⁴² Door de verliezen op de aandelenmarkt en het instorten van de markt op handelspapier raakten bedrijven waarschijnlijk nog afhankelijker van deze financieringsvorm, terwijl het aanbod daalde. Alleen de uitgifte van

²⁴¹ White, 'How did we get into this financial mess?' 5, Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 27

²⁴² Hans Stegeman en Danijela Piljic, 'De financiële crisis. Hoe de economie wordt meegezogen.' *Rabobank kennis en economisch onderzoek* (2009)

obligaties bleef redelijk op peil, hoewel ook deze leningen als gevolg van de economische situatie duurder werden.²⁴³

Het is dan ook geen wonder dat een crisis bij de banken tot problemen bij een groeiend aantal ondernemingen in reële economie leidde. Het negatieve effect dat dit had op de economische groei zorgde er tevens voor dat het risico op wanbetaling bij verstrekte leningen groeide. Kredietverstrekkers kwamen daardoor nog verder in problemen en ook hier ontstond weer een vicieuze cirkel. Ditmaal van economische achteruitgang, verminderde kredietverstrekking en afnemende kredietwaardigheid.²⁴⁴

Opmerkelijk is dat de afname van de mondiale handel groter was dan de internationale productievermindering. Dit is waarschijnlijk voor een deel te verklaren doordat overzeese handel, nog meer dan andere economische activiteit, sterk afhankelijk is van krediet in de vorm van handelskrediet. Als gevolg van de crisis gingen banken echter juist op zoek naar minder riskante vormen van kapitaalverstrekking waardoor het beschikbare handelskapitaal fors daalde.²⁴⁵

VRAAGUITVAL

De afname van bancaire kredietverstrekking is echter niet de enige verklaring voor de internationale recessie. De indrukwekkende afname van de wereldhandel was minstens even zeer het gevolg van een verminderde vraag en de opzet van de internationale productielijnen.

De lagere waarde van de aandelen zorgde niet alleen voor problemen bij de getroffen ondernemingen maar ook voor een dalend vermogen van de gemiddelde Amerikaan. Direct, door waardeverlies van de aandelenportefeuille, of indirect, via bijvoorbeeld lagere pensioenuitkeringen. Daar kwam bij dat veel huishoudens verder welvaartsverlies leden doordat zij de waarde van het huis fors zagen dalen. Naast een verminderde rijkdom hield dit ook een verminderde toegang tot krediet in.²⁴⁶

Hiernaast speelden ook psychologische effecten een grote rol. De dalende waarde van de huizenprijzen beïnvloedde het vertrouwen in de toekomst van de consument, dat al een stevige knauw had gekregen door de aanhoudende stroom van slecht nieuws uit de financiële sector. Consumenten hielden daarom hun hand op de knip, om zich in te dekken tegen een onzekere toekomst.²⁴⁷

²⁴³ Stegeman en Piljic, 'De financiële crisis' 16

²⁴⁴ Ewijk en Teulings, *De grote recessie* 50

²⁴⁵ Marc Auboin en Moritz Meier-Ewert, 'Improving the Availability of Trade Finance during Financial Crises' *WTO Discussion Paper 2* (2003).

²⁴⁶ Jagannathan, 'Why are we in a recession?' 34-47, White, 'How did we get into this financial mess?'

5 Kredietverlening verminderd, los van verslechterende financiële positie banken zorgt dalende huizenprijs ook voor verminderde consumptie

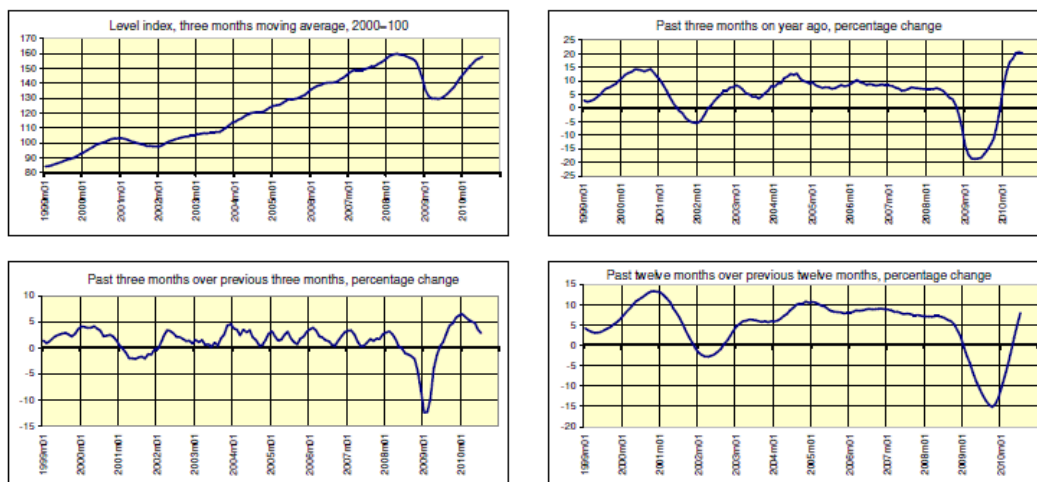
²⁴⁷ Robert J. Shiller, 'Historic turning points in real estate' *Cowles foundation discussion paper* 1610 (2007)

Normaal zou deze vraaguitval voor een deel zijn opgevangen doordat het gespaarde geld door banken gebruikt werd om investeringen te financieren. Ditmaal waren zij echter zelf naarstig op zoek naar liquiditeit. De toegenomen spaargelden werden dan ook niet gebruikt voor investeringen, waarmee de economie op gang gehouden had kunnen worden, maar ter versterking van de eigen balans.²⁴⁸

Globalisering en de, daarmee gepaard gaande, opkomst van internationale productielijnen speelde ook een rol. Dat de wereldhandel sneller daalde dan de mondiale productie is waarschijnlijk, in ieder geval deels, te verklaren doordat sinds 1982 de internationale handel ook sneller groeide dan de productie. Vrij algemeen wordt aangenomen dat dit een gevolg is van de opkomst van internationale productienetwerken waarin veel deelproducten dubbel geteld worden.²⁴⁹

De internationalisering van de productieketen zorgde er in ieder geval voor dat de economische neergang in hoog tempo tussen de verschillende schakels werd doorgegeven. Door de ingewikkelde internationale productielijnen, waarin producenten vaak onbekend zijn met het eindproduct waaraan zij bijdragen, was iedereen bezig zijn eigen voorraden te minimaliseren. Het is dan ook goed mogelijk dat een deel van de intensiteit van de dip te wijten was aan de overreactie van producenten, aangezien een foutieve inschatting ergens in de schakel snel uitstraalde op de rest van de productielijn. Dat hier sprake van is geweest lijkt te worden onderschreven door het vrij voorspoedige herstel van de wereldhandel (zie figuur) ondanks een blijvende laagconjunctuur in een groot aantal economieën.

Figure 1: World merchandise trade, volume, seasonally adjusted



Bron: CPB World trade monitor juli 2010

²⁴⁸ Ewijk en Teulings, *De grote recessie*

²⁴⁹ CPB World trade monitor, mei 2009 10

CONCLUSIE INTERNATIONALE CRISIS

Het verschil tussen de leegloop van de prijzenbel op de huizenmarkt en eerdere periodes van waardedaling van bepaalde goederen was de positie van de banken. Voorheen waren zij als veilige haven voor investeerders een middel geweest om de financiering van de economie (deels) op de been te houden. Vooral de centrale positie die de banken hadden in de aanschaf van de slechte financiële producten zorgde ervoor dat zij ditmaal deze rol niet konden spelen. Securitiserings had via de SPV's de banken mogelijk gemaakt risico's op hypotheek tegen lagere kapitaalratio's op de balans te noteren, ten koste van de transparantie van de boeken van de banken.

Een overwaardering van de huizenmarkt leidde zo uiteindelijk tot een financiële sector die balanceerde op de rand van de afgrond. Het leeglopen van deze prijzenbel deed het aantal wanbetalingen stijgen en verminderde het onderpand op hypotheek waardoor hypotheekverstrekkers in problemen kwamen. Het gevolg was een moderne vorm van een run op de banken. Investeerders (vaak gewoon andere banken) verlengden investeringen (met een korte looptijd) niet waardoor de banken zichzelf met een liquiditeitsprobleem geconfronteerd zagen.

Verstoken van krediet, was de verkoop van activa de enige manier waarop deze financiële instellingen hun balans op korte termijn op orde konden krijgen. Door de grote hefboomen moest echter een veelvoud van het benodigde krediet verkocht worden. Het vergrote aanbod zorgde voor een waardedaling van deze producten, hetgeen zowel toegang tot krediet als herstel van de balans door middel van verkoop van activa verder bemoeilijkte. Daarnaast zorgde het ervoor dat in ieder geval bij een aantal instellingen een liquiditeitsprobleem kon uitgroeien naar een solvabiliteitscrisis.

Als gevolg hiervan stegen de rentes in de sector waardoor krediet nog moeilijker te verkrijgen was. Duidelijk werd dat zonder overheidsingrijpen mogelijk het complete financiële stelsel zou instorten wat leidde tot reddingsacties voor Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac en AIG maar niet voor Lehman. Het bankroet van Lehman was waarschijnlijk in ieder geval deels het gevolg van de wens van de Amerikaanse toezichthouder een signaal aan de markt te geven dat de Amerikaanse overheid niet zou blijven inspringen en instellingen hun eigen verantwoordelijkheid moesten nemen. Toch heeft deze de gevolgen van het faillissement zeer waarschijnlijk onderschat. Door het faillissement van Lehman droogde de interbancaire kredietverstrekking definitief op en ontstond onzekerheid wat nu van de Amerikaanse overheid verwacht kon worden.

Het opdrogen van kredietstromen beperkte zich niet alleen tot de financiële sector. Juist door de liquiditeitsproblemen en de economische achteruitgang stegen de kredietstandaarden terwijl de kredietwaardigheid van menig onderneming juist achteruit was gegaan wat

financiering voor de productie bemoeilijkte. Naast de verminderde kredietverstrekking week de huidige crisis ook af door de grote vraaguitval waarmee deze gepaard ging. Dit zorgde er voor dat productie internationaal werd teruggeschoefd en de wereldhandel voor het eerst sinds de Tweede Wereldoorlog in zijn achteruit ging.

5. CONCLUSIE

De beelden van rijen bezorgde klanten voor de kantoren van Northern Rock, omvallende banken, een spectaculaire afname van de wereldhandel en een mondiale daling van de economische groei, ze deden terecht de herinneringen aan de Depressie herleven toen eind 2007 de kredietcrisis gestalte begon te krijgen. Dit zorgde er voor dat, eveneens vergelijkbaar met de jaren dertig, opnieuw een forse kritiek is ontstaan op de neoliberale maatschappijinrichting als oorzaak van de crisis. Dit is opmerkelijk omdat deze juist een poging behelsde de kritiek van de jaren dertig in het liberalisme te verwerken.

Voor een deel is dit waarschijnlijk het gevolg van de betekenisverandering die deze term onderging nadat Friedman het intellectueel leiderschap aan de Chicago school verwierf. Daarnaast speelt ook dat een crisis bij uitstek een gelegenheid is voor tegenstanders van een systeem om een podium te verwerven, zoals de liberalen zelf ook demonstreerden in de jaren zeventig. Het correct op waarde schatten van deze kritiek is van groot belang. Economische crises zijn, in ieder geval met de huidige economische kennis, niet te voorkomen. Het trekken van de juiste lessen kan echter wel leiden tot een duurzamer systeem in de toekomst. In dat kader is het maar zeer de vraag in hoeverre het neoliberalisme verantwoordelijk moet worden gehouden voor de huidige economie.

DE LANGE AANLOOP NAAR CRISIS

Deregulering verminderde het toezicht op de daden van de bankiers en vereenvoudigde zo hun nastreven van eigen belang. De vraag is echter in hoeverre de overheid, wanneer de wil daartoe wel had bestaan, in staat was geweest de financiële sector hiervan te weerhouden. De ervaringen met de kapitaalratio's van Basel-I doen wat dat betreft somber stemmen. Zoals op een ander gebied bijvoorbeeld de ervaringen met het downloadverbod op auteursrechterlijk materiaal eveneens heeft bewezen, is het stellen van regels door een overheid nog bepaald geen garantie voor naleving. Deze valt of staat bij voldoende draagvlak. In plaats van te berusten in de constatering dat de oorzaak van de crisis gelegen is in de daden van bankiers in die hun eigen belang voor het algemene stelden, kan de vraag beter gesteld worden hoe het mogelijk was dat bij een aantal ondernemingen blijkbaar toekomstige solvabiliteit niet langer een dergelijk belang was.

De bankiers kwamen niet alleen uit eigen belang tot hun daden, met de focus op de korte termijn kwamen zij wel degelijk tegemoet aan de wensen van hun principaal, of dit nu hun aandeelhouders of werkgevers waren. Een deel van de verklaring hiervoor is gelegen in de gevolgen van deregulering van de sector. Liberalisering van de financiële wereld vergrootte de mogelijkheden van institutionele beleggers die zich ontwikkelden tot grote, actieve aandeelhouders. Deze trend was echter al gaande sinds de jaren tachtig waardoor het onwaarschijnlijk lijkt dat deze een bepalende rol speelde in het ontstaan van een crisis dik twee decennia later.

Deregulering speelde zodoende een rol in het ontstaan van de crisis, hoewel over de grootte van die rol gediscussieerd kan worden. Deregulering is echter niet per definitie hetzelfde als liberalisering. Weliswaar bestaat elk liberaal programma onder andere uit een lijst met punten waar een terugtrekkende (waarmee lang niet altijd afwezig wordt bedoeld) overheid wenselijk is, hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor anarchisten, die echter voorlopig weinig schuld aan de crisis krijgen toegeschreven.

Naast een terugtrekkende overheid is er nog een veelvoud aan andere oorzaken te noemen voor de kredietcrisis. De prijzenbel op de huizenmarkt werd gevoed door een overheid die zich actief inzette om huizenbezit te stimuleren. Dit vertaalde zich niet alleen in hogere prijzen door een verminderde vraag maar ook in een verminderde kredietwaardigheid van de hypotheeknemers. Een deel van de nieuwe huiseigenaren was afkomstig uit een laag van de samenleving die voorheen, naar nu schijnt terecht, huizenbezit buiten bereik had geweten. De stijgende huizenprijzen zorgden er ook nog eens voor dat de schuld die zij hiervoor moesten aangaan groeide, wat hun kredietwaardigheid natuurlijk alleen maar verder verminderde.

Een belangrijke ontwikkeling in de stijging van de huizenprijzen was de opkomst van securitisaties. Enerzijds zorgde deze handeling er voor dat financiering van hypotheeklen vereenvoudigde, anderzijds verminderde het de noodzaak tot het controleren van de kredietwaardigheid van de hypotheeknemer. Doordat met het securitiseren van hypotheeklen veel geld verdiend werd is het mogelijk dat deze producten ook zonder overheidsbemoeienis populair waren geworden. Doordat de stimulering van huiseigenaarschap de huizenprijzen opdreef werden hypotheekbeleggingen in ieder geval wel aantrekkelijker dan zij anders geweest waren.

Dat hypotheeklen in toenemende mate werden verstrekt aan personen met op zijn minst dubieuze kredietwaardigheid was bepaald geen geheim. Dit betekent dat de sector de hoge risico's bewust nam. Deels zal dit veroorzaakt zijn doordat het risico onderschat werd door de hoge kredietbeoordelingen die veel van deze producten alsnog kregen. Tegelijkertijd was er echter een enorme honger naar rendement in de sector. Deze was het gevolg van de lage rente, het streven naar steeds hogere winsten en moreel risico als gevolg van verwacht overheidsingrijpen in geval van crisis.

Achteraf is de opzet van Fannie en Freddie als semipublieke instellingen ongelukkig gebleken. Als gevolg hiervan konden deze ondernemingen veel geld verdienen voor hun aandeelhouders door een enorme hoeveelheid risicovolle hypotheek te garanderen, die daardoor een impliciet overheidsgarantie kregen. Tegelijkertijd zorgde de lage rente van de Fed enerzijds voor een zoektocht naar rendement en anderzijds het eenvoudiger beschikbaar raken van krediet. Het gevolg was dalende kredietstandaarden, een groeiende geldhoeveelheid en grote hefboomen die de basis vormden van een systeem dat instortte toen de rentes uiteindelijk weer stegen.

De groeiende geldhoeveelheid vergrootte op zijn beurt de kans op prijzenbellen. De Fed beperkte zich echter tot het bestrijden van de gevolgen hiervan in plaats van ze te voorkomen. Doordat de voornaamste instrumenten die hiervoor werden ingezet een verhoogde liquiditeit en lagere rente waren, zorgde elke 'reddingsactie' voor een verhoogde kans op een, potentiële grotere, nieuwe bel.

Dat deze zich juist in de huizenmarkt nestelde is extra ongelukkig omdat een leegloop van een bel in huizenprijzen een enorm gevolg voor de welvaart heeft. De waarde van het huis is namelijk een veel groter onderdeel van de totale welvaart van een grotere groep mensen dan bij de meeste andere goederen. Het beleid dat voorkomen van prijzenbellen geen hoge prioriteit gaf maakte dat het eigenlijk wachten was totdat deze zou opblazen in een dergelijke cruciale markt. Dat de bel juist in de huizenmarkt terecht kwam werd echter beïnvloed door de lage rentes van de Fed die hypotheek goedkoper maakte en de overheidsstimulering van huizenbezit.

INTENSITEIT CRISIS

De intensiteit van de huidige crisis kent een aantal oorzaken. De grotere welvaartseffecten van huizenprijzen zorgde voor een vraaguitval terwijl de centrale rol van de banken ervoor zorgde dat deze de opgedroogde investeringsstroom niet konden opvangen, waardoor producenten problemen met kredietvoorziening te kampen kregen.

De intransparante bankbalansen speelden een belangrijk onderdeel bij het verlies van vertrouwen in de kredietwaardigheid. Hierdoor was onduidelijk wat het risico bij het verstrekken van kapitaal aan zo'n financiële instelling was. De markt begon echter pas echt rekening te houden met dit risico na het faillissement van Lehman. Dat de Amerikaanse overheid bereid was een dergelijk instituut ten onder te laten gaan was een schok voor een sector die zich kort daarvoor nog onsterfelijk had gevoeld.

Achteraf is veel kritiek geuit op de beslissing Lehman bankroet te laten gaan. Dat de bank aan zijn lot werd overgelaten had echter waarschijnlijk niet zo zeer te maken met een afzijdige overheid maar eerder een onderschatting van de gevolgen en de wens een boodschap aan de

markt te geven dat wie zijn billen brandt af en toe ook op de blaren moet zitten, in plaats van te vertrouwen op een overheid die aan komt snellen met een met publiek geld betaald EHBO-kitje.

Achteraf had de zakenbank meer systeemrisico dan voorstanders van een faillissement hadden verwacht. Het is echter maar zeer de vraag welke gevolgen een nieuwe reddingsactie had gehad. Dat de interbancaire kredietverlening stokte lijkt in ieder geval een teken van een vermindering van het moreel risico in de sector, wat op de lange termijn een pluspunt zou kunnen betekenen. Een uiting van laissez faire was het in ieder geval niet. De markt anticipeerde natuurlijk niet voor niets op een reddingsplan voor Lehman en leek daar ook lang gelijk in te krijgen. In tegenstelling tot de ervaring bij Bear Stearns klapte de deal rond Lehman echter op het laatste moment.

Wat de overheid voornamelijk kwalijk lijkt te kunnen worden genomen is dat na de beslissing Lehman te laten vallen beleidsonduidelijkheid de paniek in de markt vergrootte. Doordat onduidelijk was wat van de overheid verwacht kon worden vergrootte het risico op investeringen met ernstige gevolgen voor de kredietvoorziening, niet alleen voor de banken maar de hele economie.

Dat de crisis zodanig uit de hand kon lopen is voornamelijk het gevolg van het opdrogen van de interbancaire kredietmarkt. Doordat banken liquiditeit gingen hamsteren stokte intensiverde de problemen in een markt die in grote mate afhankelijk was van kortlopende kredieten om de boeken dagelijks op orde te krijgen. Ook betekende de centrale rol van de banken in deze crisis voor grotere problemen bij de producenten die plotseling een belangrijke bron van werkkapitaal zagen verdwijnen.

Het einde van de interbancaire kredietverstrekking was het gevolg van de intransparante opzet die leidde tot een zogenaamde market for lemons en de beleidsonduidelijkheid over wie op overheidssteun kon rekenen. Deregulering zorgde er weliswaar voor dat de crisis de specifieke vormen kon aannemen zoals deze nu deed, het is zeer de vraag in hoeverre het mogelijk was geweest voor de overheid om met beleid te blijven voorlopen op de innovatie in de sector. Dit is nodig om te voorkomen dat een deel van de sector niet ongereguleerd is.

EEN NEOLIBERALE CRISIS?

Er zijn dus op zijn minst grote vraagtekens te zetten bij de invloed van neoliberalisme op de kredietcrisis. Deze bewering lijkt vooral gestoeld te zijn op het gegeven dat er sprake is geweest van deregulering sinds de jaren tachtig en de associatie van Greenspan, als vooraanstaand monetarist, en George Bush, als republikein, met deze term. Greenspan bekeerde echter gedurende de jaren negentig waarna hij haast Keynesiaanse inmenging met de economie niet zou schuwen. De uitverkiezing van George Bush als neoliberaal is evenmin onomstreden. Deze heeft

hij waarschijnlijk te danken aan de overeenkomsten met Ronald Reagan die zich naar eigen zeggen liet inspireren door Friedman en Hayek.

De gelijkenis beperkt zich echter voornamelijk tot lidmaatschap van dezelfde partij, de verwikkeling in een duur militair conflict en grote begrotingstekorten als gevolg daarvan, allen toch met moeite als typisch neoliberaal te typeren. Een andere overeenkomst, een flinke belastingverlaging, is dat wel maar een magere basis om Bush als neoliberaal te typeren.

Daarnaast werd de basis voor de huidige crisis al gelegd voor Bush. Voornamelijk het jaar 2000 lijkt van groot belang te zijn geweest met de hervorming van het financiële stelsel door de Gramm-Leach-Bliley Act, de trendbreuk bij de huizenprijzen en de groei van de geldhoeveelheid, dalende reële inkomens en een forse renteverlaging. Wat Bush voornamelijk kan worden kwalijk genomen is dat hij niets deed om deze ontwikkelingen een halt toe te roepen en ze zelfs intensiverde. Hoe dergelijk beleid als neoliberaal getypeerd zou kunnen worden blijft echter een vraag.

Ook is onduidelijk hoe neoliberalisme er voor gezorgd kan hebben dat solvabiliteit niet langer het hoofddoel van sommige ondernemingen was. Liberalisme is juist een ideologie die uitgaat van eigen verantwoordelijkheid wat het nemen van onverantwoorde risico's onmogelijk moet maken. Deregulering zorgde er weliswaar voor dat deze situatie makkelijker onopgemerkt kon blijven maar kan deze in zijn eentje onmogelijk veroorzaakt hebben. Daarvoor was een situatie nodig waarin bepaalde spelers er vanuit gingen dat zij eventuele verliezen niet zelf zouden leiden.

De crisis lijkt voornamelijk ontstaan te zijn door te eenvoudig verkrijgbaar geld waarvoor door neoliberalen juist gewaarschuwd werd wanneer politici aan de monetaire knoppen zouden gaan draaien. Weliswaar was Greenspan op papier geen politicus, totaal onafhankelijk van de ontwikkelingen in het Witte Huis was hij zeker niet. Daarnaast werd hij geacht bij zijn beleid rekening te houden met de bestrijding van werkloosheid, wat hem een politiekere taak gaf dan veel van zijn buitenlandse collega's.

Ook het vertrouwen in algemene regels in plaats van ad hoc interventie lijkt achteraf terecht te zijn geweest. De crisis nam pas werkelijk zorgwekkende vormen aan nadat onduidelijk werd wat van de overheid verwacht kon worden. Zonder een oordeel te geven over de juistheid van specifieke keuzes wie wel en niet van de ondergang te redden had wellicht veel leed voorkomen kunnen worden wanneer lang voor de crisis duidelijk was geweest wie wel en, vooral, wie niet op overheidssteun hoefde te rekenen.

Neoliberalisme probeert juist doormiddel van concurrentie de consument te beschermen tegen de kwade bedoelingen van anderen. Een situatie waarin een aantal spelers in de markt hun eigen belangen konden nastreven ten koste van anderen lijkt daarom eigenlijk bij voorbaat niet

liberaal. Het probleem zit hem dan ook voornamelijk in de gedeeltelijke invoering van (neo)liberale ideeën.

Daarbij moet wel worden geconstateerd dat volledige invoering van welke ideologie dan ook onmogelijk is. Ideologieën zijn bij voorbaat utopisch en in elke bestuursvorm die enige vorm van consensus vereist is sprake van een gemengd beleid. Om enig oordeel te kunnen geven zal dus toch gekeken moeten worden naar gevolgen van de onvolledige invoering van neoliberale ideeën.

De belangrijkste invloed van neoliberalisme is de verantwoording van een terugtrekkende overheid geweest, waarin hem het verschil met anarchisme schuilt, dat ondanks hetzelfde negatieve programma in brede kring geen rol in de crisis krijgt toebedeeld. Liberalisering van de economie maakte immers onder andere securitisering mogelijk, zorgde voor uitbreiding van het aantal financiers voor hypotheek, verminderde toezicht op de sector en verminderde de eisen die gesteld moesten worden aan kredietwaardigheid.

Dit betekent echter allerm minst dat neoliberalisme als bron van inspiratie heeft afgedaan. Het neoliberale idee van deregulering speelde dan mogelijk een rol in het ontstaan van de ergste crisis in driekwart eeuw, het was eveneens een factor in de economische groei in de tussentijd. Daarbij was het slechts een onderdeel van een breder spectrum van ongelukkig gekozen economische inrichting. Het gevaar van een aantal van deze andere ontwikkelingen werd door neoliberalen juist voorspeld en van alternatieven voorzien. De les die voornamelijk geleerd lijkt te moeten worden is dat een dogmatisch vertrouwen in welk beleid dan ook onverstandig is. Dat de specifieke vorm die deregulering heeft aangenomen een aandeel had in de crisis wil nog niet zeggen dat de gehele gedachte van verminderde regeldruk een verkeerde is.

Deregulering is daarbij een belangrijk onderdeel van liberalisme in het algemeen. Toch zullen hoogstwaarschijnlijk maar weinig tegenstanders van het neoliberale systeem terug willen naar de feodale standenmaatschappij of een communistisch systeem voor staan. Dat is het succes van het liberalisme maar tegelijkertijd de zwakte. Grote onderdelen van dit gedachtegoed genieten zo'n grote steun dat ze voor lief worden genomen dat voornamelijk de uitwassen onder de aandacht komen, waarvoor dus vaak de term neoliberalisme gereserveerd is.

EEN BLIK VOORUIT

Liberaal beleid was dus zijdelings betrokken bij het uitbreken van de kredietcrisis. Gezien de invloed die zowel regering als centrale bank in de opbouw van de crisis hadden is daarnaast moeilijk vol te houden dat een afwezige overheid verantwoordelijk was voor de huidige recessie. Weliswaar speelde liberalisering en een dogmatisch vertrouwen in het zelfreinigende vermogen van markten een rol, de invulling zoals die uiteindelijk gestalte kreeg had ook niet de voorkeur van (neol)liberalen. De huidige crisis toonde juist weer aan dat teveel marktmacht tot

overheidsinterventie leidt, ditmaal als gevolg van systeemrisico. De hierop volgende reddingsplannen voor ondernemingen buiten de financiële sector als autofabrikanten versterkt dit beeld verder.

Vanuit dit perspectief is de blik op de toekomst somber. Een crisis die het gevolg was van een overschot aan monetaire middelen en lage rentes wordt opgelost door exorbitante verhogingen van de geldhoeveelheid en historisch lage rentestanden terwijl aan de achterliggende problemen weinig gedaan lijkt te worden. Regulering van de sector moet een vergelijkbare crisis in de toekomst voorkomen. Dergelijke regulering is zeer goed mogelijk maar gezien de bijzondere samenloop van omstandigheden die deze crisis creëerden zou de grootste vrees niet een herhaling van deze situatie moeten zijn.

De onderdelen die uiteindelijk een crisis vormen, krijgen kunnen juist kans zich te vormen doordat niemand de noodlottige gevolgen hiervan vooraf aan ziet komen. Regelgeving om herhaling te voorkomen heeft dan ook wel wat weg van het aanleggen van de waterlinie na de Franse overheersing. Deze slaagde er inderdaad in de enorme hordes aan bloeddorstige Franse landlegers voor altijd buiten de grenzen te houden, maar kon niet voorkomen dat Nederland in 1940 binnen enkele dagen bezweek onder een invasie van de Duitse oosterbuur.

Voorlopig blijven vele instellingen in de financiële sector systeemrisico dragen en richt de aandacht op de bonussen zich voornamelijk op de hoogte in plaats van de prikkels voor de lange termijn. Tegelijkertijd draaien de geldpersen op volle toeren om de kapitaalinjecties in de financiële sector te bekostigen en de economie op stoom te houden. De logica achter problemen als gevolg van een overvloedige geldhoeveelheid proberen op te lossen met extra geld heeft enig inlevingsvermogen. Het is daarom zeker niet onwaarschijnlijk dat het ergste nog in het verschiet ligt, al dan niet in een dubbele dip dan wel in een nieuwe zeepbel en daarop volgende depressie.

Het zal krachtig leiderschap vergen om een dergelijke situatie te voorkomen, een wrang beeld in het tijdperk van de wederopstand van het populisme.

OVERZICHT VAN GEBRUIKTE BRONNEN EN LITERATUUR

GERAADPLEEGDE BRONNEN

- Board of Governors of the federal reserve system:
<http://www.federalreserve.gov/datadownload/>
- Bureau of labor statistics: <http://www.bls.gov/cpi/>
- Bureau of economic analysis: www.bea.gov
- *Charley rose show*, WNET, 1 oktober 2008

GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Akerlof, George, 'The market for lemons', *The quarterly journal of economics* 84 (1970) 488-500
- Auboin, Marc en Moritz Meier-Ewert, 'Improving the Availability of Trade Finance during Financial Crises' *WTO Discussion Paper 2* (2003).
- Berlin, Isaiah, "two concepts of liberty" in *Four essays on liberty* (Oxford 1969)
- Berument, Hakan en Richard Froyen, 'monetary policy and US long-term interest rates: how close are the linkages?' *Journal of economics and business* 61 (2009) 34-50
- Block, Walter, 'Hayek's road to serfdom', *journal of libertarian studies* 12 (1996)
- Boas, Taylor C., en Jordan Gans-More, 'Neoliberalism: from a new liberal philosophy to anti-liberal slogan' (2009) te raadplegen op springerlink.com
- Böhm, Franz, 'Die Ordnung der Wirtschaft als geschichtliche Aufgabe und rechtsschöpferische Leitung' *Ordnung der Wirtschaft* 264
- Bronfenbrenner, M., 'Observations on the Chicago school(s)', *The journal of political economy* 73 (1962)
- Castiglioni, Rossana, "The politics of retrenchment: The quandaries of social protection under military rule in Chile, 1973-1990" *Latin American politics and society* 22 december 2001
- Coffee, J. 'What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's' in P. Cornelius en B. Kogut (ed), *corporate governance and capital flows in a global economy* (New York en Oxford 2003)
- Dooley, Folkerts-Landau en Garber, 'Savings gluts and interest rates: the missing link to europe' *NBER working paper no. 11520* juli 2005
- Duhig, Charles, 'Doubts raised on big backers of mortgages' *New York times* 6 mei 2008
- Eatwell, J., J. Milgate en P. Newman (ed), *The new palgrave: a dictionary of economics* (New York en Stockholm 1987)
- Eucken, Walter "Staatliche Strukturwandlungen und die Krisis des Kapitalismus" *Weltwirtschaftliches Archiv*, XXXVI (1932)
- Eucken, Walter *Grundsätze der wirtschaftspolitik* (Tübingen 1952)
- Ewijk, Casper van en Coen Teulings, *De grote recessie, het centraal planbureau over de kredietcrisis* (Amsterdam 2009)
- Federal reserve bank of Boston, 'closing the gap: a guide to equal opportunity lending' (1993)

- Feldstein, Martin, 'American economic policy in the 1980's: a personal view' in Martin Feldstein, ed. *American economic policy in the 1980's* (Chicago 1994)
- *Financial times*, 'anti-capitalist demos spiral into violence' (1 april 2009) te raadplegen op: <http://www.ft.com/cms/s/0/c88f8eec-1ec4-11de-b244-00144feabdc0.html#axzz1CtBiUewz>
- Friedman, Milton 'A monetary and fiscal framework for economic stability'; *The American economic review* vol 38 no 3 (jun 1948) pp 245-264 (1951), 203-232
- Friedman, Milton, "commodity-reserve currency", *The journal of political economy*
- Friedman, Milton, *Capitalism and freedom* (herziene versie; Chicago en Londen 1982)
- Friedrich, Carl J. 'The political thought of neo-liberalism', *The American political science review* 49 (1955)
- Galbraith, James *The predator state* (New York 2008)
- Gather, Gernot, "Reform der Patentgesetzgebung" *Ordo* II (1949)
- Glyn, Andrew *Capitalism unleashed. Finance, globalization, and welfare* (Paperback editie, Oxford en New York; 2007)
- Gokhale, Jagadeesh, 'Financial crisis and public policy' *Cato institute policy analysis* 634 (2009)
- Graham, Frank D. "Transition to a commodity reserve currency" *The American economic review* sep 1941)
- Greenspan, Alan, Getuigenvoor de *Financial crisis inquiry commission* 7 april 2010, te raadplegen op <http://www.fcic.gov/hearings/pdfs/2010-0407-Greenspan.pdf>
- Greenspan, Alan, toespraak voor de economic club in New York, New York City, 19 december, 2002. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040223>
- Hartwitch, Oliver M., 'Neoliberalism: the genesis of a political swearword', *CIS occasional paper* 114 (2009)
- Harvey, David, *A brief history of neoliberalism* (Paperback versie; Oxford 2007)
- Hayek, Friedrich von "a commodity reserve currency", *The economic journal* 53, (1943), pp. 176-184
- Hayek, Friedrich von, *The road to serfdom* (Chicago 1944)
- Heuss, Ernst en Ernst-Joachim Mestmäcker, bijdrage in *ORDO X* (1958)
- Heuss, Ernst, "Die amerikanische Antitrustpolitik im lichte der monopolbekämpfung in Europa" *Ordo IX*
- Heywood, Andrew, *Political ideologies, an introduction* (3de druk; New York 2003)
- Higgs, Robert, 'Regime uncertainty: why te Great Depression lasted so long and why prosperity resumed after the war.' *The independent review* 4 (1997) 561-590
- Hunold, Albert (ed), *Vollbeschäftigung, Inflation und Planwirtschaft*, *Ordo IV* (1951) 257-259
- IMF, *World economic Outlook database*, (april 2010) te raadplegen op <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/weodata/download.aspx>
- Jagannathan, Ravi, Mudit Kapoor en Ernst Schaumburg, 'Why are we in a recession? The financial crisis is the symptom not the disease!' *NBER Working paper 15404* (2009)
- Keynes, John Maynard, *General theory of employment, interest and money* (Londen: 1935)
- King, Ronald R., "The Robustness of Bubbles and Crashes in Experimental Stock Markets". in R. H. Day and P. Chen. (ed) *Nonlinear Dynamics and Evolutionary Economics*. (New York 2003)
- Klein, Naomi *De shock doctrine. De opkomst van rampenkapitalisme* (Nederlandse vertaling; Breda 2007)
- Krugman, Paul, 'after the money's gone' *New York times* 14 december 2007,
- Laurence Miller, H., 'on the "Chicago school of economics"', *The journal of political economy* 70 (1962)
- Liebowitz, Stan 'the real scandal – How feds invited the mortgage mess' *Ney York post* 5 februari 2008

- Lutz, Friedrich, "Geldpolitik und Wirtschaftsordnung" *Ordo* II (1949)
- Maier, Karl Friedrich, "Stabilisierung des Wirtschaftsprozesses," *Ordo* IV (1951)
- McKay, John P., Bennett D. Hill en John Buckler, *A history of western civilization* (7de druk; Boston en New York 2003)
- Megay, Edward N., "Neoliberalism': the German neoliberals" *Political science quarterly* 85 (1970)
- Morgenson, Gretchen, 'behind the insurer's crisis, blind eye to a web of risk' *New York times* 28 september 2008
- Niskanen en Moore, 'supply side tax cuts and the truth about the Reagan economic record' *Cato institute policy analysis* 261 (1996)
- Norberg, Johan, *Financial fiasco. How America's infatuation with homeownership and easy money created the economic crisis* (Washington 2009)
- OESO, *Economic outlook june* (2004)
- Oliver, Henry M., "German neoliberalism", *The quarterly journal of economics* 74 (1960)
- Onaran, Yalman en John Helyar, 'fuld sought buffet offer he refused as Lehman sank' *Bloomberg.com*, 10 november 2008 te raadplegen op <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aZ1syPZH.Rzy&refer=home>
- Passmore, Wayne 'GSE implicit subsidy and the value of government ambiguity', *Finance and economic discussion series* 2005-05
- Pollin, Robert 'Anatomy of clintonomics' *new left review* 3 (2000)
- Rasch, Harold, "Die Selbstfinanzierung der Wirtschaft. Ein Beitrag zur Reform des Aktiens- und Steuerrechts", *Ordo*, X (1958)
- Reder, Melvin W., 'Chicago economics: permanence and change' *Journal of economic literature* (1982)
- Röpke, Wilhelm, *Die Lehre von der Wirtschaft* (8^e editie)
- Röpke, Wilhelm, *the social crisis of our time* (Chicago en Illinois; 1942)
- Röpke, Wilhelm *Civitas Humana* (3^{de} druk; Zurich 1949)
- Rüstow, Alexander, "Freie Wirtschaft - starker Staat. Die Staatspolitischen Voraussetzungen des wirtschaftlichen Liberalismus," in Franz Boese (ed.) *Deutschland und die Weltkrise* (Dresden Schriften des Vereins Vereins für Sozialpolitik, vol. 187)
- Rüstow, Alexander 'Zwischen kapitalismus und kommunismus" in Nils Goldschmidt en Michael Wohlgemuth (ed), *Grundtexte zur Freiburger tradition der ordnungsökonomik* (Tübingen 2008) 423-448
- Rüstow, Alexander "Weltpolitische Folgerungen", in *Hat der Westen eine Idee?*, ASM Protokoll 7 (1957)
- Rustow, *Ortsbestimmung der Gegenwart* (Zurich 1950-1957)
- Rustow, *zwischen Kapitalismus und Kommunismus* (Godesberg 1949)
- Shiller, Robert J. 'Historic turning points in real estate' *Cowles foundation discussion paper* 1610 (2007)
- Siegel, Jeremy J., 'What is an asset price bubble? An operational definition. *European financial management* 9 (2003)
- Smith, Adam *The wealth of nations* (paperback editie Londen, enz. 1999)
- Stegeman, Hans en Danijela Piljic, 'De financiële crisis. Hoe de economie wordt meegezogen.' *Rabobank kennis en economisch onderzoek* (2009)
- Stevensen, Richard, 'the velvet fist of Fannie' *The New York times* 20 april 1997
- Stigler, 'bookshelf: economic thought over 1000 years,' *The Wall Street Journal* 2 oktober 1987
- Stiglitz, Joseph E. 'capitalist fools' *Vanity Fair* (januari 2010)
- Stiglitz, Joseph E., 'The roaring nineties', *the atlantic* 2002 te raadplegen op <http://www.theatlantic.com/past/docs/issues/2002/10/stiglitz.htm>

- Stock, James en Mark Watson, *Has the business cycle changed and why?* NBER Macroeconomics Annual 2002, Volume 17, pages 159-230
- Taub, Stephen, 'FAS 157 could cause huge write-offs' *CFO* 7 november 2007
- Taylor, John B The Financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong, *NBER Working paper 14631* (2009)
- Taylor, John B., 'Discretion versus Policy Rules in Practice,' *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (1993) 195-214
- Tett, Gillian en Paul J. Davies, 'out of the shadows: How banking's secret system broke down' *Financial times* 16 december 2007
- Teulings, Coen, verklaring voor commissie de Wit, <http://nos.nl/video/129975-cpbdirecteur-teulings-bij-de-commissiede-wit.html>,
- The Economist Intelligence Unit, *Global Outlook november 2009 main report* November 2009
- *The economist*, 'Homing in on the risks', 3 juni 2004
- *The economist*, 'Fannie and Freddie Ride Again' 9 juli 2007
- US Census Bureau 'housing vacancies and homeownership', te raadplegen op <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/>
- Vargas Llosa, Mario , 'Liberalism in the new millenium' in I. Vasquez (ed) *Global fortune* (Washington 2000)
- Walt, Stephen, 'the relationship between theory and policy in international relations' *Annual Review of Political Science* Juni 2005 23-48
- Welfens, Paul J.J. 'The transatlantic banking crisis: Lessons and EU reforms' *IZA policy paper* 2 (2009)
- White, Lawrence H. 'How did we get into this financial mess?' *Caton institute briefing papers* 110 (2008)
- Wolf, Martin, *fixing global finance* (baltimore 2008)