

OVER
TIEN JAAR NA HET
UITBREKEN VAN DE
FINANCIËLE CRISIS
DE
DIJKEN

Coen Teulings

2018 Prometheus Amsterdam

Inhoud

Woord vooraf	7
1 Lehman failliet	11
2 Banken redden	27
3 De Griekse tragedie	48
4 Het land van Colijn en Calvijn	66
5 Proeftuin Japan	89
6 Crisisoverleg in Brussel	107
7 Whatever it takes	134
8 In splendid isolation	161
9 America First	181
10 Mooi Nederland, mooi Europa?	205
Verder lezen, verder kijken	225
Personenregister	245

Woord vooraf

Op 15 september 2008 ging de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers failliet. In de dagen daarna brak er chaos uit op de financiële markten zoals nog nooit eerder was vertoond. Het was het startpunt van de grootste financiële crisis die de wereld sinds de Grote Depressie uit de jaren dertig van de vorige eeuw had meegemaakt. Binnen een paar dagen dreigde 's werelds grootste verzekeraar in de val van Lehman te worden meegesleurd. Aandelenbeurzen incasseerden overal ter wereld massieve verliezen. Ook Nederland en België werden zwaar geraakt. Twee weken na de ondergang van Lehman ging de Belgische bankverzekeraar Fortis, die kort daarvoor ABN Amro had overgenomen, failliet. Het financiële stelsel stond op instorten. Vele banken in tal van landen moesten in de maanden daarna met miljarden overheidssteun worden gered.

De gevolgen waren overal in de samenleving voelbaar. De economie raakte wereldwijd in een diepe recessie, niet zonder reden de Grote Recessie genoemd. Het systeem van internationale handelskredieten kraakte in zijn voegen, waardoor de wereldhandel in enkele maanden tijd met 30 procent afnam. In Europa ging de financiële crisis naadloos over in de eurocrisis, toen Griekenland een jaar later aankondigde niet meer aan zijn financiële verplichtingen te voldoen.

tingen te kunnen voldoen. De eurocrisis hield de EU jaren in haar greep. Landen dreigden failliet te gaan, en de euro scheerde in 2012 langs de rand van de afgrond.

Net zoals de Grote Depressie van de jaren dertig heeft deze financiële crisis de wereld blijvend veranderd. Wereldwijd is het vertrouwen in de gevestigde politiek zwaar beschadigd. Populistische partijen die zich tegen de zittende politici keerden, hadden overal de wind in de rug, een verschijnsel dat zich ook in de jaren dertig had voorgedaan. Groot-Brittannië koos voor Brexit en de Verenigde Staten kozen voor Trump. Nationale agenda's wonnen het van internationale samenwerking. De onder aanvoering van de Verenigde Staten opgebouwde wereldorde kraakt door Trumps optreden in haar voegen. Trump is een handelsoorlog gestart, opnieuw een verschijnsel dat zich ook in de jaren dertig heeft voorgedaan. Vreemd genoeg lijkt juist de EU nu uit de as te herrijzen.

Dit boek doet verslag van tien jaar financiële crisis, tien jaar die de wereld blijvend hebben veranderd, en beschrijft de Nederlandse diagnose van de crisis. Die diagnose is op veel punten troebel en inconsistent. De barsten in de oude wereldorde vragen om herbezinning op de Nederlandse positie in de wereld. Met dit boek wil ik daaraan bijdragen.

Ik heb ernaar gestreefd het boek zo toegankelijk mogelijk te houden. Het boek kent daarom geen voetnoten. Aan het eind van het boek geef ik per hoofdstuk een aantal leestips met een korte omschrijving van de inhoud. De argumenten die ik in dat hoofdstuk maak zijn op die referenties gebaseerd. Behalve leestips geef ik daar ook kijktips: over de financiële crisis en alles wat daarmee samenhangt

zijn tal van boeiende films, documentaires, speeches en andere beeldverslagen gemaakt. Verder kijken levert vaak minstens evenveel genoeg en inzicht op als verder lezen. Veel van deze bronnen zijn terug te vinden op internet. Ik heb de internetlinks niet in het boek opgenomen, net zomin als de bronvermelding bij de figuren. Deze zijn echter terug te vinden op mijn website: <http://www.coenteulings.com/nl/over-de-dijken/>.

Het boek is tot stand gekomen op basis van tien jaar nauwe betrokkenheid bij de gebeurtenissen. In de loop der jaren heb ik erg geprofiteerd van discussies en gesprekken met tal van mensen, gesprekken die doorgingen tot op de dag dat ik het laatste hoofdstuk inleverde bij de uitgeverij. Ik noem in alfabetische volgorde de gesprekken met David Autor, Dick Benschop, Henk van der Berg, Olivier Blanchard, Marieke Blom, Arnoud Boot, Charles Brendon, Willem Buiters, Giancarlo Corsetti, Arnold Croiset van Uchelen, Jeffrey Frieden, Luis Garicano, Axel Gottfries, Wouter den Haan, Bernard ter Haar, Victor Halberstadt, Frank Heemskerk, Christian Hellwig, Bas Jacobs, Gert Jan Koopman, Jason Lu, Ramon Marimon, Ruud de Mooij, Jean Pisani Ferri, Morten Ravn, Pontus Rehdal, Lucrezia Reichlin, Rick van der Ploeg, Dani Rodrik, Frank van der Salm, Frank Smets, Bas Straathof, Tom de Swaan, Rutger Teulings, Nicolas Veron en Maarten Verweij, maar ik zou nog veel meer mensen kunnen noemen (met name oud-collega's bij het CPB). Zij hebben vaak zonder het te weten bijgedragen aan de totstandkoming van dit boek.

Bram van der Kroft heeft in recordtempo en met grote vasthoudendheid de plaatjes gemaakt. Hij en Maarten

de Ridder, Rem Korteweg en Marieke van Oostrom hebben scherp commentaar geleverd op eerdere versies van het boek. Dat heeft me zeer geholpen. Zonder iets af te doen aan hun bijdrage wil ik echter vooral mijn echtgenote Salome Bentinck bedanken, voor haar steun als ik tot 's avonds laat doorwerkte, maar vooral voor de vele suggesties voor verbetering. Geleidelijk aan werd ze verliefd op de keizerin van het Rijsteiland. U moet de keizerin dus niet kwalijk nemen dat ze aan het eind van het boek een beetje kribbig werd. Dat ligt aan de auteur.

Coen Teulings

18 juli 2018

1 Lehman failliet

*It never occurred to us that the Americans would let
Lehman fail.*

– stafid Jean-Claude Trichet, geciteerd in *The New York
Times*, 11 september 2009

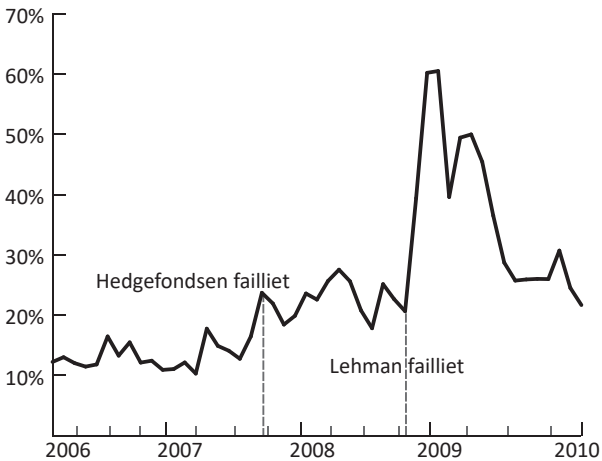
Op die historische avond van 15 september 2008 dat Lehman Brothers failliet ging, had ik een diner in kleine kring ter gelegenheid van het emeritaat van een collega-hoogleraar. Ik wisselde van gedachten met de toenmalig thesaurier-generaal op het ministerie van Financiën over het wel en wee van het eerste kabinet-Lubbers, dat aantrad midden tijdens de diepe recessie van 1982. Mijn bewondering voor dat kabinet is nog steeds groot. Dat kabinet heeft Nederland terug op de rails gezet.

Sommige gasten hadden nauwe banden met de financiële sector. Zij hielden die avond hun BlackBerry's voortdurend in de gaten. Er was iets gaande in New York, zoveel was duidelijk. Het voorafgaande jaar waren eerst de Engelse hypotheekbank Northern Rock en toen de Amerikaanse zakenbank Bear Stearns failliet gegaan. Er was dus al langer iets mis op de financiële markten. De sfeer was die avond echter ontspannen. Ik had niet de indruk

dat iemand van de aanwezigen bevroedde dat we aan de vooravond van een historische gebeurtenis stonden.

Een paar dagen later zat ik opnieuw aan bij een diner, ditmaal bij de Permanente Vertegenwoordiging van Nederland in Brussel. Aan tafel zat een aantal Nederlandse gasten, deels uit Den Haag en deels uit Brussel, om te praten over de Nederlandse positie in Europa. De mensen uit Brussel beschreven hoe die positie in de jaren daarvoor veranderd was. Nederland was aanvankelijk het oliemanetje van Europa: het kreeg altijd direct na de grote landen het woord en formuleerde dan het compromis. De Nederlanders in Brussel kregen daar in die tijd vanuit Den Haag ook alle ruimte voor. Het gaf Nederland gezag. Maar die vertrouwenspositie had de Permanente Vertegenwoordiging in Den Haag inmiddels niet meer. Gesprekken met parlementariërs die in Brussel op bezoek kwamen, verliepen steeds stroever: *'believers'* was de kwalificatie die de mensen van de Permanente Vertegenwoordiging in Brussel vaak ten deel viel.

Maar het echte onderwerp die avond was niet Brussel maar New York, de schokkende gebeurtenis die sinds de val van Lehman een paar dagen terug over elkaar heen leken te buitelen. Merrill Lynch was net overgenomen door de Bank of America; AIG, decennialang 's werelds grootste verzekeraar, was gered met een miljardeninjectie van de FED. Wat er precies gaande was, wist niemand, maar dat het nu echt menens werd, was alle aanwezigen duidelijk. Toch denk ik dat geen van de aanwezigen toen al begreep dat we tien jaar later nog zouden spreken over de gebeurtenissen die in de voorafgaande week hadden plaatsgevonden.



Figuur 1.1 De onzekerheid op de aandelenbeurs bereikt grote hoogte na de ondergang van Lehman

Noot: de VIX meet de onzekerheid over de ontwikkeling van de aandelenkoersen over het komende jaar in procenten

Er heerste chaos op de aandelenmarkt. Dat werd weer-
 spiegeld door de VIX-index: dit is een maat voor de onze-
 kerheid op de beurs over de verwachte ontwikkeling van
 de Dow Jones-index voor het komende jaar. Vóór de zomer
 van 2007 was de VIX een aantal jaren erg laag geweest.
 Er waaide een wind van optimisme over de wereld. In de
 zomer van 2007 werd die rust verstoord toen een aantal
 hedgefondsen dat handelde in vastgoedobligaties, failliet
 was gegaan. Het was het eerste teken geweest van nade-
 rend onheil. Maar wat zich in de weken na het faillisse-
 ment van Lehman afspeelde, had niemand voorzien. De
 VIX bereikte ongekende hoogtes: niemand had nog enig
 idee wat aandelen over een jaar waard zouden zijn. Er wa-

ren dagen dat de Dow Jones binnen één dag meerdere malen met 10 procent steeg en weer daalde. Wie op zo'n dag een beetje gelukkige hand had in de aan- en verkoop, kon goudgeld verdienen. Maar je kon even gemakkelijk die dag failliet gaan.

‘De interbancaire kredietmarkt zit nu al maanden op slot. Ik heb dat in mijn lange carrière als bankier nog nooit meegemaakt. Ik adviseer jullie onmiddellijk al jullie aandelen te verkopen.’ Dit zei Dolf van den Brink (tot 2002 lid van de Raad van Bestuur van ABN Amro en inmiddels overleden) precies een jaar voor het faillissement van Lehman. Wij weten nu dat hij het goed had gezien. Als de interbancaire kredietmarkt niet meer functioneert, durven banken elkaar geen krediet meer te geven. Als bankiers elkaars kredietwaardigheid niet meer vertrouwen, waarom zouden buitenstaanders, die nog veel minder informatie hebben dan die bankiers, daar dan nog wel vertrouwen in kunnen hebben? Daarmee is Van den Brink een van de weinigen die mij een jaar voor de ondergang van Lehman de ramspoed die de wereld te wachten stond hebben voorspeld. Bijzonder is ook de speech van Raghuram Rajan, de latere centrale bankier van India, op de jaarlijkse conferentie van centrale bankiers in Jackson Hole in 2005. Hij vroeg zich af of alle financiële innovatie in de voorafgaande jaren de wereld niet instabieler had gemaakt. In zijn analyse beschreef hij veel mechanismen die na de ondergang van Lehman de wereldeconomie hebben ontregeld. Ongetwijfeld waren er meer die de ernst van de situatie kenden maar die dat niet konden of wilden vertellen, al

was het maar omdat zij werkten voor instellingen die druk bezig waren hun risicovolle posities zo snel mogelijk af te bouwen. Op de financiële markten geldt immers het recht van de eerste: wie de bui als eerste ziet aankomen, heeft nog net tijd een paraplu uit de bak te pakken. Als je iets te lang wacht, zijn de paraplu's op.

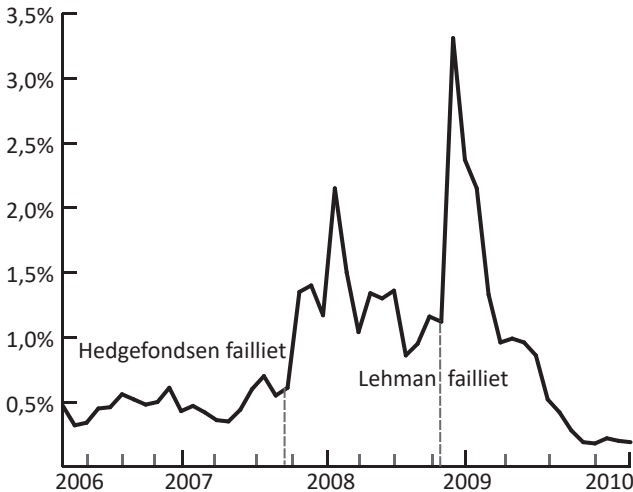
The Big Short laat dit prachtig zien. De film vertelt het verhaal van een aantal *investment bankers* die al vroeg begrepen dat er iets mis was op de Amerikaanse hypotheekmarkt. En omdat het hun vak is om met die kennis geld te verdienen, creëerden ze een nieuw soort opties dat in waarde toeneemt wanneer hypotheekobligaties hun waarde verliezen doordat huiseigenaren de rente en aflossing niet meer kunnen betalen; op de financiële markten wordt speculeren op een prijsdaling 'short gaan' genoemd, vandaar de titel van de film: *The Big Short*. Toen in de loop van 2006 de betaling van de rente en aflossing bij steeds meer huiseigenaren inderdaad stokten had de prijs van deze opties dus moeten stijgen. De handel in deze opties was echter gering, zodat er slechts af en toe een prijs kon worden genoteerd. Daarom konden deze opties niet aan de hand van marktprijzen worden gewaardeerd. In plaats daarvan werd hun waarde bepaald door gespecialiseerde bureaus. Deze bureaus wilden die opties echter aanvankelijk niet waarderen; 'juridische complicaties' was het officiële excuus. In de film wordt gesuggereerd dat die bureaus liever eerst zelf hun posities wilden afbouwen voordat zij met hun oordeel naar buiten kwamen.

Maar er waren veel meer mensen, ook onder degenen die goed ingevoerd waren in het wel en wee van financië-

le markten, die achteraf ruiterslijk toegaven dat ze het níet hebben zien aankomen. Die ruiterslijkheid past ook mij. Ook hier geeft *The Big Short* een prachtige illustratie van. Om hun nieuwe opties geregistreerd te krijgen, was de toestemming van allerlei instanties nodig. Een van de mensen die toestemming moesten verlenen keek de betrokken investment bankers meewarig aan: ‘Dus u wilt short gaan op de Amerikaanse woningmarkt? Ik wens u veel succes.’

Tot slot zijn er de mensen die achteráf zeiden dat ze het wel hadden zien aankomen. Ik vermoed echter dat weinigen het zo bont hebben gemaakt als de Amerikaanse econoom Frederic Mishkin. Rond 2009 werd hij geïnterviewd voor de film *Inside Job* over de achtergronden van de kredietcrisis. ‘In 2006 hebt u een paper gepubliceerd over de financiële stabiliteit van de IJslandse economie?’ vroeg de interviewer aan Mishkin. Dat klopte inderdaad. ‘De oorspronkelijke titel van die paper is *Financial Stability in Iceland*. Maar waarom staat die paper op uw cv vermeld onder de titel *Financial Instability in Iceland*?’ De vraag was interessanter dan het antwoord. Zoals Nederlanders die een rekening hadden bij de IJslandse internet spaarbank Icesave zich zullen herinneren, bleek de economie van IJsland allesbehalve stabiel te zijn. Icesave ging in 2008 failliet.

De rente voor interbancaire leningen waar Van den Brink in de zomer van 2007 over sprak, was nog maar kinderspel vergeleken met wat er gebeurde in de weken na de ondergang van Lehman. Geen enkele bank vertrouwde nog een andere: zou de tegenpartij, als het puntje bij het paaltje kwam, in staat zijn om aan zijn verplichtingen te



Figuur 1.2 Interbancaire leenmarkt gaat op slot: renteoopslag voor leningen tussen banken boven de rente op staatsleningen schiet omhoog in september 2008

voldoen? Een bedrijf dat de pech had in oktober 2008 bij zijn huisbankier een kortlopend bankkrediet te moeten verlengen, kreeg veelal nul op het rekest. Veel bedrijven kregen daardoor financieringsproblemen.

Hoe heeft het zover kunnen komen? Er zijn vele lezingen over de oorzaak van deze crisis. Gebrekkig toezicht speelde ongetwijfeld een rol, daarover later meer. Maar de ontwikkelingen op de wereldwijde financiële markten sinds de Azië-crisis van 1997-1998 zijn minstens zo belangrijk. Tot die tijd financierden veel Aziatische landen hun snelle groei voor een belangrijk deel met de import van kapitaal. Tijdens de Azië-crisis viel die kapitaalstroom plotseling