

# Inhoud

	Voorwoord	7
Hoofdstuk 1	Afscheid van het linkse gedachtegoed in Amerika	22
Hoofdstuk 2	Wall Street vindt zijn religie	39
Hoofdstuk 3	Oefeningen in bellenblazen	55
Hoofdstuk 4	Een muur van geld	75
Hoofdstuk 5	Een tsunami van dollars	100
Hoofdstuk 6	De grote afwikkeling	123
Hoofdstuk 7	De puinhopen doorzoeken	151
Hoofdstuk 8	De balans terugvinden	168
	Noten	184
	Over de auteur	202
	Register	203

# Voorwoord

## (voorjaar 2009)

In oktober 2008 kregen de markten het eindelijk in de gaten: we zaten in een venijnige kredietcrisis en er stond een angstwekkende recessie voor de deur. Aandelenmarkten kelderden, valuta schommelden vervaarlijk en banken wilden zelfs niet meer aan elkaar lenen. Met gulle hand verstrekten overheden biljoenenleningen, vermogensinjecties en reddingspakketten, maar in de kredietmarkten bleef het bordje 'Gesloten' op de deur hangen. In een ongekende en eigenmachtige uitbreiding van zijn bevoegdheden verstrekte de centrale bank van de Verenigde Staten binnen een maand maar liefst 800 miljard dollar in nieuwe leningen aan banken, makelaar-handelaars, een grote verzekeraar, bedrijven die commercial paper uitgeven, en geldmarktfondsen.

Een wetsvoorstel voor een reddingspakket van 700 miljard dollar werd door het Congres geramd met de belofte dat hiermee 'de crisis bij de wortel zou worden aangepakt door giftige vermogensobjecten in de boeken van de banken op te kopen'. Onder leiding van Groot-Brittannië overtroefden Europese overheden de Amerikaanse reddingsoperatie met directe kapitaalinjecties voor banken, een meer gerichte tactiek. Minister van Financiën Henry Paulson – voorheen president van Goldman Sachs en verstokt tegenstander van overheidsingrijpen – moest knarsetandend dit voorbeeld volgen. Toen hij eenmaal over de brug was gekomen, zag hij de rij aanvragers dagelijks groeien – niet alleen banken, maar ook verzekeringsmaatschappijen en autofabrikanten klopten aan om hulp. Er was zelfs sprake van leningen aan hedgefondsen.

Nu pas beseften de ministers van Financiën in de hele wereld hoe ver de dodelijke financiële instrumenten uit Amerika waren doorgedrongen in mondiale beleggingsportefeuilles; en hoe sterk hun eigen banken, vooral in Europa, de Amerikaanse reuzen hadden nageaapt. De hoop van Europa – dat het zijn economie kon loskoppelen van Amerika – vervloog, terwijl het continent afgleed naar mingroei. De oliestaten – Rusland, Venezuela, Iran en de Arabische Staten – die hun bestedingen hadden opgehangen aan de ongebreidelde gulzigheid van de Amerikaanse consument, zagen een afgrond voor zich opdoemen. Zelfs economieën die sterke reserves en grotendeels solide praktijken hadden gehandhaafd – zoals Korea, Taiwan en Brazilië – werden door de windstoten aan het wankelen gebracht. IJsland had een riskantere route gekozen en ging gewoonweg failliet.

De mondiale crisis was echter Amerikaans fabricaat, al lieten de na-apers en meelopers zich niet onbetuigd. In wezen was de crisis er een van het klassieke ‘Argentijnse’ soort: een met geleend geld gefinancierde braspertij. We zagen overmatige consumptie van importgoederen en een nieuwe klasse superrijken die zich op de borst klopten terwijl ze niets anders tot stand hadden gebracht dan ingewikkelde ketens papieren aanspraken die door het simpele volk werden aangezien voor rijkdom. En dit was nota bene hetzelfde Amerika dat die brave ‘Consensus van Washington’ had gepredikt – meer sparen, de begroting sluitend maken en een overschot op de handelsbalans opbouwen – na de Latijns-Amerikaanse en Aziatische crisis van respectievelijk de jaren tachtig en negentig.

Deze nieuwe editie van het boek gaat ter perse in de eerste maanden van 2009. De eerste editie van dit boek werd voltooid in november 2007, toen de instorting nog maar net was begonnen. Daarom geef ik eerst een kort overzicht van de gebeurtenissen van 2007 en 2008.

Terugblikkend lijkt ‘eind voorjaar 2007’ een ander tijdperk. De financiële markten van de Verenigde Staten waren ongewoon zonnig; de consumentenbestedingen namen sterk toe; de markt voor krediet met veilige ratings floreerde en de opslag die was vereist om te beleggen in riskantere schuldvormen, was ongekend laag. De S&P 500 sprong alleen al van maart tot mei meer dan 9 procent omhoog.

De eerste aardshok kwam medio juni 2007, toen aan het licht kwam dat twee hypotheekhedgefondsen van Bear Stearns de marginverplichting niet konden opbrengen. Door een afwaardering van Moody's waren bepaalde als veilige investering beoordeelde obligaties op basis van subprime hypotheekleningen in waarde gedaald. Het fonds verkocht enkele obligaties om aan geld te komen, maar de rest bleek grotendeels onverkoopbaar, voor welke prijs dan ook. De waarde van alle subprimegerelateerde schulden kelderde. Het was een angstige ervaring, maar nuchtere mensen lieten de wereld weten dat subprime hypotheekleningen een kleine markt vormden en dat het probleem ‘ingedamd’ was.

Daarna dienden subprimegerelateerde problemen zich overal ter wereld aan. Een Londens hedgefonds van 900 miljoen dollar sloot de deuren. Er ontstond een stormloop op een grote Londense hypotheekverstrekker. Duitse en Zwitserse banken kondigden grote afboekingen aan. In augustus overspoelden de Federal Reserve (het Amerikaanse stelsel van centrale banken) en de Europese Centrale Bank hun respectievelijke economieën met vers geld.

Er kwamen alarmerende nieuwe openbaringen. Grote banken – met name Citigroup, zo leek het – hadden honderden miljarden langlopende leningen in mysterieuze entiteiten buiten de balans, de zogenoemde siv's (structured investment vehicles, gestructureerde investeringsvehikels) die ze financierden op de markt voor kortlopend commercial paper. Door de schok van de onthulling kwamen de interbancaire leningen knarsend tot stilstand. Bovendien hadden banken honderden miljarden vastzitten in overbrug-

gingsleningen ten behoeve van de met veel geleend geld gefinancierde buy-outactiviteiten van private-equityfirma's. De banken waren ervan uitgegaan dat ze deze leningen konden verkopen op dezelfde markten die nu werden overspoeld met subprime waardepapieren. Banken probeerden zich te onttrekken aan de overeenkomsten, met alle juridische touwtrekkerij van dien.

De Fed(eral Reserve) snelde te hulp met een agressieve verlaging van het basistarief voor leningen met een korte looptijd, in september en nog eens in oktober. Bernanke – hij was zojuist geïnstalleerd als voorzitter van de Fed – werd bejubeld, de aandelenmarkt schoot omhoog en de kredietmarkten kwamen sidderend weer tot leven.

Bij de bekendmaking van de bankinkomsten in oktober kwamen schokkende verliezen naar buiten, een vermogensafwaardering van circa 20 miljard dollar – voor de helft bij Merrill Lynch en Citi – maar de koersen stegen, uit opluchting dat het slechte nieuws eindelijk openbaar was. Die opluchting veranderde binnen enkele dagen in ontzetting toen zowel Merrill als Citi erkenden dat ze hun verlies hadden onderschat. En wat nog alarmerender was: in november vertelde Gary Crittenden, hoofd financiën van Citigroup, analisten dat hij niet wist hoe hij de complexe nieuwe instrumenten – de kern van het probleem bij Citi – moest inschatten.

Het fiasco van oktober zette de toon voor de volgende kwartalen. De verliezen bij de grote banken namen toe, evenals de onzekerheid over de werkelijke waarde van het bankvermogen. Ceo's werden ontslagen en dat kostte vaak handen vol geld. (Stan O'Neal, die werd afgezet als ceo van Merrill, kreeg van 2006 tot het najaar van 2007 meer dan 200 miljoen dollar.) De ingrepen van de Fed namen steeds extremere vormen aan. In december probeerde de Fed de liquiditeit van de banken te versterken door enkele van hun riskante kredietinstrumenten in te wisselen voor schatkistpromessen (treasuries). In het voorjaar van 2008 werd de Fed steeds ruimhartiger – steeds meer instrumenten werden geaccepteerd als onderpand en de Fed was bereid te lenen aan steeds meer

soorten financiële ondernemingen. Maar deze ingrepen hadden successievelijk steeds minder effect. De nerveuze markten balancerden voortdurend op het randje van paniek.

De eerste bank die omviel, was Bear Stearns, in maart. Zoals bij alle investeringsbanken leunden zijn portefeuilles sterk op geleend geld en was de bank afhankelijk van kortetermijnfinanciering. Toen de twijfel groeide over de waarde van zijn grote, ondoorzichtige hypotheekportefeuille – deze waarde kon alleen worden geraamd met modellen van Bear zelf – weigerden de geldschieters uiteindelijk de kredietlimieten op te rekken. Een faillissement werd alleen voorkomen door een gedwongen fusie met JPMorgan.

De dominostenen bleven rollen. Countrywide Financial, de grootste Amerikaanse hypotheekverstrekker, werd in mei gered door Bank of America. In augustus kwam opnieuw een schok: Fannie Mae en Freddie Mac, de hypotheekgiganten met circa 5 biljoen dollar aan hypotheeken, werden overgenomen door de overheid.

De volgende instelling die voor de bijl ging, was Lehman Brothers. Al lang bestond het vermoeden dat zijn financiële overzichten buitensporig optimistisch waren. Lehman was groter dan Bear, maar was er mogelijk slechter aan toe. Paulson en Bernanke hadden er al een tijd op aangedrongen dat de bank zijn vermogen zou verruimen. Maar Richard Fuld, reeds lang ceo van Lehman, schoof dit op de lange baan, tot hij uiteindelijk bij de overheid moest aankloppen om hulp. Hij kreeg nul op het rekest van Paulson. Aangezien er ook geen fusie in het verschiet lag, vroeg Lehman op 15 september zijn faillissement aan.

Hetzelfde weekend dat de Fed Lehman liet vallen, klopte ook de verzekeringsreus AIG – het hoofdkantoor hield zich bezig met risikante handelsactiviteiten – bij de Fed aan voor een grote ‘tijdelijke’ lening. Ook dit verzoek werd terstond van de hand gewezen – AIG was niet eens een bank. Maar AIG stond wel borg voor 300 miljard dollar Amerikaanse, door hypotheeken gedekte CDO's die in het bezit waren van Europese banken. En deze CDO's waren op dat

moment slechts de helft waard. De waarborg zou vervliegen als AIG het loodje legde en dan zouden Europese banken activa ter waarde van circa 150 miljard dollar moeten afschrijven. De telefoonlijnen op het ministerie van Financiën stonden roodgloeiend en maandagavond capituleerde Paulson – hij verstrekte een lening van 85 miljard dollar (inmiddels uitgegroeid tot 123 miljard) op zeer draconische voorwaarden.

Merrill zag het teken aan de wand en arrangeerde een snelle middernachtelijke ontsnapping met Bank of America. Die week richtten zowel Morgan Stanley als het ooit onoverwinnelijke Goldman Sachs zich tot de Fed met het verzoek om volwaardige Federal Reserve-banken te mogen worden. Daarmee zouden ze hun betrekkelijke vrijwaring van regelgeving inruilden voor de garantie van snelle hulp in crisissituaties.

Maar het faillissement van Lehman was een omslagpunt. Zelfs Paulson en Bernanke hadden niet vermoed hoe sterk het mondiale financiële stelsel was doorspekt met effecten van deze bank. Geldmarktfondsen zijn een belangrijke bron van kortetermijnliquiditeit voor banken en een van de allergrootste – het Reserve Fund, met 65 miljard dollar in Lehman-effecten – kondigde aan dat het door de dollargrens was geschoten ('break the buck'): het kon de beleggers niet de heilige één dollar per aandeel betalen. Alle geldmarktfondsen haalden onmiddellijk de kredietlimieten aan en ontketenden zo een mondiale liquiditeitscrisis.

Terwijl de paniek zich verbreidde door de wereldmarkten, kondigden Paulson en Bernanke hun reddingsplan van 700 miljard dollar aan, dat op dat moment niets meer was dan een halfbakken memo van drie pagina's.

Bijna alle Europese overheden, onder aanvoering van de Britse premier Gordon Brown, kwamen doortastend tussenbeide in de markten. In november 2008 was er nauwelijks een grote bank die niet een grote injectie belastinggeld had ontvangen. De lijst Amerikaanse banken die de federale overheid als partner hadden, werd bijna dagelijks langer.

Terwijl ik dit schrijf, duikelen de aandelenkoersen verder en blijven de kredietmarkten vrijwel katatoon. Het ijzingwekkende besef dat dit verschijnsel verder strekt dan het bankwezen, begint eindelijk door te dringen. De problemen van Amerika – en dus van de wereld – zitten veel dieper.

Het verhaal in eenvoudige cijfers: van 2000 tot 2007 bedroeg het totale bnp van de Verenigde Staten – alle goederen en diensten die het land produceerde – 92,5 biljoen (volgens de huidige waarde). De totale inkoop bedroeg echter 97 biljoen dollar, 4,5 biljoen dollar meer, bijna 5 procent van het bnp van de hele periode. De onmatige koopzucht kwam vooral op het conto van consumenten en was gefinancierd met leningen.

Van 2000 tot 2007 bedroeg de persoonlijke koopkracht die werd ontleend aan huizen – dus nettohypotheekgelden die niet werden geïnvesteerd in huisvesting of de afbetaling van de hypotheekschuld – 4,2 biljoen dollar, oftewel meer dan 6 procent van het besteedbare persoonlijke inkomen. Het aandeel persoonlijke consumptie van het bnp sprong van een langetermijngemiddelde van circa 66 procent in 2007 naar 72 procent, de hoogste waarde ooit in enig land ter wereld.

De stroom geld werd opgestuwd door een splinternieuwe kredieturbine – het schaduwbankwezen, hedgefondsen, investeringsbanken, buitenbalansvehikels en dergelijke. Begin 2007 was volgens de Fed van New York de leningportefeuille van de schaduwbanken groter dan de hele traditionele banksector. (Ze leenden niet direct aan huiseigenaren, maar kochten leningen in enorme pakketten van hypotheekbemiddelaars.)

Door de recente reddingsacties wordt een standaardmisvatting over de kredietbubbel bestendigd – dat het om een *liquiditeits*probleem gaat en niet om een *solventie*probleem. Er is een cruciaal verschil dat ik wil illustreren met enkele voorbeelden.

Voordat in de jaren zeventig van de negentiende eeuw graantermijnmarkten ontstonden, hadden Amerikaanse boeren slechts be-



perkt toegang tot kapitaal. Kooplieden namen grote risico's met de aankoop van graan en de verscheping naar het buitenland. Maar sinds toekomstige leveringen kunnen worden verhandeld voor geld, werd zwaar geïnvesteerd in de nieuwe bio-industriële boerderijen, waardoor Amerika werd voor voedsel wat Saoedi-Arabië is voor olie. Boeren en graanhandelaren kampten met een *liquiditeits*probleem en de financiële markten hadden een geniale oplossing.

Denk nu eens aan de beroemde, zij het wellicht fictieve tulpenbollenmanie in Nederland in de zeventiende eeuw. Terwijl de bollenprijzen de pan uit rezen, namen handelaren enorme risico's door te speculeren met bollen, tot iemand besepte dat bollen gewoon een soort uien zijn. Praktisch van de ene dag op de andere stortten de prijzen in. Met geen enkele lening, hoe groot ook, konden de oude tulpenprijzen worden hersteld, aangezien uien – nuchter bezien – niet veel waard zijn. Het verhaal van de tulpenbollen is een parabel van *insolventie*, niet van een gebrek aan liquiditeit. Helaas hebben de problemen met hypotheekschuld meer weg van tulpenbollen...

Op de lange termijn stijgen huizenprijzen met ongeveer 1 procent per jaar sneller dan de inflatie en volgen zo ruwweg de groei in koopkrachtig inkomen. Van 2000 tot 2006 was de inflatie vrij laag, terwijl de huizenprijzen in de belangrijkste markten meer dan 14 procent per jaar stegen, de snelste langdurige prijsstijging ooit, zonder enige demografische reden. Deze stijging trok een stroom financiën aan – en werd daardoor ook weer aangezwengeld – waardoor het heel gemakkelijk werd een huis te kopen voor een lage rente, ook al had je zelf nauwelijks of geen geld.

Als je een huis koopt met 5 procent eigen geld en de waarde stijgt netto drie jaar lang met 10 procent van de rentekosten, heb je je kapitaalinvestering er zeven keer uit. Als je het koopt met 1 procent eigen geld – dat was vrij gebruikelijk – verdien je meer dan dertig keer je geïnvesteerde vermogen. Op de efficiënte kapitaalmarkten van Amerika schoten de huizenprijzen snel omhoog op grond van de contante waarde van de potentiële vermogens-

aanwas, in plaats van de veel statischer prijs die je als koper kunt financieren op normale leenvoorwaarden.

Superefficiënte financiers boden de mogelijkheid om nieuwe bronnen van woningkrediet aan te boren zonder zelfs een huis te kopen of verkopen – door meer te lenen op het huis dat je al hebt. Banken gaven je graag een berg geld voor een aanspraak op de niet-gerealiseerde waarde van je huis. Zo iets als een termijnoptie op een tulpenbol.

De pure waanzin van de financiële machinaties in het nieuwe millennium is met geen pen te beschrijven. Om te beginnen is de verhouding vreemd/eigen vermogen uiterst hoog – in de wereld van schaduwbanken vaak maar liefst 100 op 1. Bovendien waren de favoriete instrumenten, zoals collateralized debt obligations (CDO's, een bundeling van hypotheekobligaties), nauwelijks liquide en moeilijk te verkopen als de nood aan de man komt. Erger nog: de voorkeursmethode voor de financiering van posities zijn de overnight en andere kortetermijngeldmarkten, en er zijn dus afgrijselijke discrepanties tussen activa en passiva. Bovendien zijn deze nauwelijks liquide, kortlopende CDO's met grote hefboom (geleend geld) en dergelijke effecten opgebouwd uit effecten met een groot risico van wanbetaling: voornamelijk subprime en zogenoemde 'Alt-A', oftewel niet-gedocumenteerde hypotheek. Ten slotte zorgt een nieuw soort mysterieuze kredietderivaten die zich geheel onttrekken aan de blikken van regelgevers, dat bijna alle bankportefeuilles strak gekoppeld zijn. Dus als het ergens in het systeem spaak loopt, verbreidt het euvel zich snel. Een boosaardig brein had nauwelijks een structuur kunnen bedenken die kwetsbaarder was voor rampen.

Vooral de focus op risicohypotheek is veelzeggend. Door het ruimhartige monetaire beleid van de Fed werd de opbrengst van goede hypotheek zo laag dat de banken geen provisiegenererende CDO's konden opbouwen met het rendement dat door investeerders werd nagestreefd. Dus richtten ze zich op steeds riskantere leningen en concurreerden ze zelfs om de overname van

verstrekkers van subprime hypotheeklen om te zorgen voor een productstroom. In 2006 bedroegen risicohypotheeklen ongeveer 40 procent van alle afgesloten hypotheekovereenkomsten. Gelijkwaardige verschijnselen deden zich op iets kleinere schaal voor bij met veel geleend geld gefinancierde bedrijfsovernames, bedrijfsvastgoed en autofinancieringen – allemaal min of meer het financiële equivalent van termijnopties op tulpenbollen.

De mate van onverantwoordelijkheid mag verbijsterend heten, maar de winst die hiermee werd behaald, was niet minder verbijsterend. Gegevens van het ministerie van Handel wijzen uit dat de financiële sector 41 procent van alle bedrijfswinst in 2007 voor zijn rekening nam. De onverantwoordelijkheid van de financiële sector werd geëvenaard door de onverantwoordelijkheid van de regelgevers. En dit terwijl alle ontwikkelde landen een regelgeving hebben voor hun financiële sector, juist omdat de spelers in de sector enorme winst kunnen maken door riskante manoeuvres met het geld van anderen. Als het risico slecht uitpakt, draait het publiek op voor de kosten, zoals ruimschoots is aangetoond door de gebeurtenissen van de laatste paar maanden. De Verenigde Staten vormen een unicum met hun laissez-fairehouding tegenover de financiële sector in het nieuwe millennium en de maatregelen waardoor de belastingbetaler uiteindelijk het gelag betaalt.

In de eerste editie van dit boek schatte ik dat de verliezen van de bank- en andere investeringssectoren minstens 1 biljoen dollar zouden bedragen, en gaf daarbij aan dat ze gemakkelijk het dubbele of drievoudige konden belopen als de afbouw van de schuldposities wanordelijk zou gaan. En dat lijkt nu juist het geval te zijn.

De spelers in het schaduwbankwezen worden gedwongen hun gigantische hefboomen af te bouwen, nu banken hun kredietlimieten aanhalen en een groter onderpand eisen voor riskante posities. Door deleveraging (het verkleinen van de hefboomen – de verhouding geleend/eigen geld) wordt de paniek versterkt, omdat gedwongen verkopen de prijzen drukken.

Tot en met oktober 2008 alleen al rapporteerden grote beursgenoteerde financiële instellingen verliezen van bijna 700 miljard dollar. Hierbij zijn natuurlijk niet inbegrepen de verliezen in hedgefondsen, pensioenfondsen en andere beleggers, die minstens even hoog zijn. Ook niet inbegrepen zijn de recente debacles bij Lehman, AIG, Fannie en Freddie en andere. Aangezien het Paulson-plan voor de afzienbare toekomst impliciet een voortdurende stroom bankverliezen voorziet, bedraagt het waarschijnlijke verlies nu 2 biljoen dollar of nog meer. En de feitelijke of toegezegde overheidsinjecties in banken – inclusief deals waarbij giftige vermogensobjecten ‘tijdelijk’ worden geabsorbeerd door de Fed, de diverse reddingsoperaties en het Paulson-plan – komen nu op zich al in de buurt van 2 biljoen dollar.

Er zijn meldingen dat het hamsteren van geld bij banken de normale financiering voor salarissen en voorraad bij gezonde bedrijven belemmert. Dat is een klassiek liquiditeitsprobleem en hier kunnen het Paulson-plan of vermogensinjecties voor banken uitkomst bieden. Maar hiermee wordt de daling van de huizenprijzen en andere onjuist gewaardeerde vermogensobjecten niet verholpen, tenzij ze terugkeren tot een niveau dat past bij de cash-flow en inkomsten van degenen die geld willen lenen. Volgens de meeste schattingen zullen de huizenprijzen nog 10 à 20 procent zakken en voor riskante bedrijfsobligaties, leningen met een grote hefboom, en commerciële hypotheekleningen gaat dezelfde berekening op. Nog steeds voornamelijk een kwestie van solvabiliteit dus.

Helaas is er geen gemakkelijke uitweg. Ongeveer een decennium lang hebben we valse voorspoed gekend op basis van de enorme turbine van geld dat een met geleend geld gefinancierde, op import berustende consumptiezucht faciliteerde – een klassieke ‘Argentijnse’ crisis. De rente op persoonlijk spaargeld is bijna nihil en de wereld is overspoeld met dollars. En door de nieuwe dollarzeeën uit de reddingspogingen van Bernanke/Paulson zitten we nog dieper onder water.

We hebben al tijden kritiek op de met bubbels gefinancierde braspartijen van andere landen en we hebben maatregelen bepleit om de schade te herstellen. Nu moeten we ons eigen advies opvolgen. Als we consumenten opnieuw met goedkoop geld aanzetten tot lenen en uitgeven, zal dit averechts werken. De consumptie moet juist afnemen, minstens met 4 à 5 procent van het bnp, en het geld moet worden overgeheveld naar sparen en investeren. De overvoede financiële sector moet drastisch krimpen. En we moeten de enorme scheefgroei van dollargebaseerde schuld verminderen door – voor het eerst sinds lange tijd – meer te produceren dan we kopen: door harder te werken en soberder te leven dus.

Amerika is een veerkrachtig land dat weer uit het dal zal komen. Maar de veranderingen zijn zo omvangrijk dat ze niet kunnen plaatsvinden zonder een zware recessie. En hoe sneller we deze laten komen, des te eerder is hij voorbij. Het meest toepasselijke precedent is het succes van Paul Volcker die de komeetachtige consumentenprijzen kon beteugelen na de grote inflatie van de jaren zeventig. Hij moest hiertoe een van de venijnigste recessies uit de geschiedenis op touw zetten in 1979-1981, maar baande daarmee de weg voor twintig jaar solide groei. Het alternatief is een stagnatie Japanse stijl, die zich een tiental jaren of langer kan voortslepen. Doordat nog meer biljoenen aan buitenlandse aanspraken op de schouders van de Verenigde Staten worden gestapeld, wordt de uiteindelijke rekening nog hoger door de Paulson-Bernanke-therapie.

Helaas is er misschien niets meer te doen aan de schade aan het allergrootste financiële goed van Amerika – het mondiaal vertrouwen in onze financiële markten, die tijden lang een magneet vormden voor de kapitaalstromen van de wereld.

De Duitse minister van Financiën, Peer Steinbrück, voorspelde onlangs dat de crisis in de Verenigde Staten het eind van de status van dit land – financiële supermacht van de wereld – inluit. In zijn woorden is de Verenigde Staten ‘duidelijk de herkomst en brandhaard van de crisis die zich over de wereld verbreidt als een giftig olievlek’.

In beide opzichten heeft hij gelijk, en dat is jammer. In de jaren van de Amerikaanse financiële suprematie – sinds het Marshall-plan – is het land een positieve kracht geweest, zij het af en toe vatbaar voor aanvallen van onverantwoordelijkheid. Het laatste decennium is waarschijnlijk het destructiefst van allemaal en Amerika en de rest van de wereld zullen nog lang moeten opdraaien voor het gelag.

Ik heb dit boek geschreven om het verhaal van de kredietcrisis zo kort en bondig mogelijk te vertellen. Ik neem snel met u door hoe de betreffende instrumenten werken, hoe ze worden gebruikt en misbruikt. Ik ontwar zo goed en zo kwaad wat de onopgeloste problemen zijn, waarom de situatie wankel is en zich kan ontwikkelen tot de waarschijnlijke verlies- en afwikkelingsscenario's die ik zojuist heb beschreven.

In de eerste twee hoofdstukken geef ik een beeld van de kredietbubbel van het nieuwe millennium. Een lange periode van links, overheidscentrisch beleid leidde in de jaren zeventig tot de grote inflatie, mislukte pogingen tot prijsbeheersing, totdat Paul Volcker de instorting eindelijk een halt wist toe te roepen.

De presidentsverkiezingen van 1980 betekenden een kentering: de vrijemarktideologie uit de school van Chicago kwam naar Washington en daarmee de financiële deregulering en op binnenlands terrein een besnoeiing van de macht van de gecentraliseerde overheid. De wederopbouw – op verschroeide aarde – van ons opgeblazen, op connecties berustende, uit reuzen bestaande bedrijfsleven in de eerste helft van de jaren tachtig was een cruciale voorwaarde voor het herstel van de Amerikaanse concurrentiepositie en de goudgelokte economie van de jaren negentig.

De lange financiële hausse droeg echter de kiemen van zijn eigen vernietiging in zich. In hoofdstuk 3 volg ik drie cruciale ontwikkelingen van de jaren tachtig en negentig – de geboorte van 'structured finance', de grote uitbreiding van derivatenmarkten en de mathematisering van de handel. Door de combinatie van deze

ontwikkelingen ontstond de grote kredietbubbel. In hoofdstuk 4 graven we dieper in de cijfers, en de cruciale faciliterende rol van de monetaire autoriteiten, met name in Amerika. In hoofdstuk 5 kijken we naar de ontwaarding van de dollar, het enorme dollarbezit dat werd vergaard door enkele van de meest ongere overheden van de wereld, de opkomst van sovereign wealth funds (SWF) en de vernedering dat we de familiejuwelen moeten verkopen om de rente van onze excessen uit het verleden te betalen. In hoofdstuk 6 bekijken we alle instrumenten die risico lopen, geef ik aan om welke cijfers het gaat en bekijken we de waarschijnlijkheid van verschillende afwikkelingsscenario's.

In hoofdstuk 7 bekijken we enkele ruimere financiële en macro-economische trends waardoor de zeepbel tot zulke gigantische proporties werd opgeblazen en in hoofdstuk 8 onderzoek ik ten slotte mogelijke manieren waarop de nieuwe regering het probleem beleidsmatig zou kunnen aanpakken.

Ik was altijd al onder de indruk van de cyclische theorie van de Amerikaanse politiek van Arthur Schlesinger sr. dat de politieke/economische consensus zich in cycli van 25 à 30 jaar heen en weer beweegt tussen progressief en conservatief. In de begintijd van een periode waait een frisse bries van nieuw denken door de mythen van het verleden. In een soort wet van Gresham ('slecht geld verdrijft goed geld', in dit geval 'slecht beleid verdrijft goed beleid') worden deze briesjes een windstille, waarbij de leiders gevangen raken in hun eigen mythen. Linkse cycli komen steevast aan hun eind door de corruptie van macht, conservatieve cycli door de corruptie van geld.

De huidige conservatieve vrijemarktperiode die begon met president Reagan, lijkt ondanks alle prestaties reeds lang te zijn vastgelopen in de met olie bedekte zeeën van flagrante uitspattingen. Op zijn allerminst is een herstel van redelijke financiële regelgeving geboden.

Ik wil in het bijzonder Peter Osnos van PublicAffairs bedanken. In januari 2007 begon ik aan de eerste editie van dit boek, in de verwachting dat er medio 2008 een crash zou plaatsvinden. Toen de gebeurtenissen mijn manuscripten inhaalden, versnelde hij het publicatieproces, zoals alleen Peter dit kan. Mijn waardering ook voor Susan Weinberg en Lindsay Jones bij PublicAffairs. Zij lazen met een scherp en kritisch oog en droegen er in belangrijke mate toe bij dat ik op schema bleef; en voor Melissa Raymond voor haar vaste productiehend. Tim Seldes, reeds lang mijn agent bij Russell & Volkening, was zijn gebruikelijke verstandige zelf.

Ik wil ook Nouriel Roubini van Roubini Global Economics bedanken die vanaf het begin op de hoogte was van dit verhaal en me vrij toegang gaf tot zijn ongekeerde schatkamer van bronnen; en George Soros voor zijn lange lessen in valuta-economie; en Satyajit Das, die de meeste handboeken heeft geschreven over kredietderivaten en structured finance. Sinds ik ooit onverwacht contact opnam met Das, is hij een bron van technische informatie geweest, en een prima klankbord.

Ik heb veel gevraagd van vrienden en bekenden in de sector 'structured finance' om mijn inzicht in het functioneren en de risico's van de markt te verdiepen. Zij hebben mij een gunst bewezen en ik kan hen niet allemaal met naam noemen. Ook heb ik veel gehad aan de prima verslagen over de kredietbubbel in de financiële pers. Dank dus aan Serena Ng bij *The Wall Street Journal*; Paul Davies, Henny Sender, Gillian Tett en Saskia Scholtes bij de *Financial Times* en Gretchen Morgenson en Jenny Anderson bij *The New York Times*.

Ten slotte ook mijn dank aan een aantal vrienden die het manuscript geheel of gedeeltelijk hebben gelezen en veel nuttige opmerkingen hebben gemaakt, zoals Joan Hochman, Art Spiegel, Herb Sturz, Dick Leone en Andrew Kerr. En beslist ook aan mijn vrouw Beverly, die naast haar gebruikelijke steun en hulp ook een probaat bestrijder van jargon was.