



## Zeepbellen begrijpen om ze te vermijden



Ivan Van de Cloot  
Hoofdeconoom  
Itinera Institute

*Wat aan de huidige financiële crisis zo uniek is, is dat zoveel mensen het zagen komen. Bovendien waren diegenen die wezen op de zeepbel hoegenaamd geen marginale denkers. Er waren zowel pure academici als Yale-professor Robert Shiller en Nouriel Roubini en echte beursgoeroe's zoals Stephen Roach die aan de alarmbel trokken. Vele commerciële banken baseerden zelfs hun groeiverwachtingen op de crash van de woningprijzen in de Verenigde Staten. Het best verkochte financiële boek van 2007 was de Black Swan van Nassim Taleb die al jaren stond te roepen dat het financiële systeem gebaseerd was op roekeloze schuldenposities vanwege de banken. Als zoveel mensen het huidig cataclysmen zagen aankomen, is de vraag of er geen preventieve schadebeperking mogelijk was. In elk geval zouden we naïef ons kunnen afvragen of de financiële markten geen zelfcorrectiemechanismen bevatten. Uiteraard niet moet je nu vaststellen, tenzij je een implosie van het financiële systeem als een dergelijk mechanisme beschouwd.*

Hadden de klokkenluiders hun inzichten daarentegen niet kunnen gebruiken in hun persoonlijk voordeel? Deze enigszins cynische vraag behoeft een uitgebreid antwoord. Ten eerste is er de vaststelling dat erg abstract ingestelde mensen de financiële wereld als een intellectuele uitdaging beschouwen. Weinig academisch geschoolde economen houden zich bezig met actief beheer van hun persoonlijke financiën. Of dit te maken heeft met een zekere nochalantie voor praktische zaken of een meer fundamentele levenshouding varieert nogal. Aristoteles maakte destijds het fundamentele onderscheid tussen de oikonomia en chremastike. Oikonomia betrof de leer van de volkshuishouding of hoe de economie ordenen voor het bevorderen van de maatschappelijke welvaart. Chremastike slaat dan eerder op de handigheid om snel rijk te worden. Het is een leerrijke oefening in mensenkennis om dit onderscheid ook vandaag nog toe te passen.

Ten tweede zijn er de professionals die werkzaam zijn in de financiële sector zelf. Voor hen is een zeepbel een fundamenteel existentiële moeilijkheid. De analist die op basis van fundamentele analyse tot de conclusie kwam dat in 1998 de beurs overgewaardeerd was en daaruit de conclusie trok dat het de moment was om te verkopen, zou ongetwijfeld niet lang zijn job behouden hebben. De beurs zou immers nadien nog een enorme rally meemaken alvorens in te storten. Elk jaar tot voor de crash zou de analist geconfronteerd worden met de prestaties van de "benchmark". Fundamenteel is een zeepbel een psychologisch gegeven en de timing bepalen voor het barsten ervan hachelijk. Op een bepaald moment transformeert de marktplaats van aandelen in een pyramidespel. Ondanks dat een aandeel fundamenteel overgewaardeerd is, kan het immers blijven stijgen zolang er achter elke koper een andere staat die het effect nog tegen een hogere prijs wil kopen. We zien hier de kuddegeest in werking en gedurende een zekere tijd is die onverwinnelijk. Des te groter de zeepbel wordt, des te minder sceptici er nog over zijn om tegen de stroom in te gaan. Te vroeg gelijk hebben is een fenomeen waar de financiële sector heel moeilijk mee overweg kan.

In elke periode van collectieve waanzin verschijnen er ook boeken die exemplarisch zijn voor de gekte. Voor de ICT-bubble was dit ongetwijfeld het in 1999 verschenen "Dow 36000" waarin vlak voor de dot-com bubble barstte, geargumenteed werd dat de beursindex nog met driehonderd procent diende te stijgen. Interessant genoeg was één van de auteurs in de laatste verkiezingen een prominent adviseur van de Republikein John McCain. Voor de zeepbel die nu aan het leeglopen is, zijn er misschien minder evidente kandidaten.

Het in 2004 gepubliceerde "The wisdom of crowds" maakt toch een goede kans. De centrale stelling is dat een grote groep leken onder bepaalde voorwaarden altijd tot betere inschattingen komt dan een expert. Het archetypische voorbeeld is een historisch experiment uit 1907 waarbij kermisgangers het gewicht moesten raden van een os. Het gemiddelde van de bijna 800 schattingen lag slechts één pond naast het echte gewicht van het rund, dat 1197 pond bedroeg. Interessant wordt het uiteraard pas als we naar de voorwaarden kijken voor een gunstig resultaat van zogenaamde 'verkiezingsmarkten'.

Ten eerste vereist de hypothese van de "wijze massa" dat er een diversiteit is van opinies. Daar loopt het in sociale processen zoals de beurs en de vastgoedmarkt natuurlijk onmiddellijk mis. Typisch voor de dergelijke markten is namelijk de kuddegeest waardoor prijsbewegingen altijd gerationaliseerd worden. Opeens waren er talloze redenen waarom de verhouding tussen de woningprijs en de huurprijs geen goede maatstaf meer was om de overwaardering van vastgoed te meten. Ten tweede vereist de wijsheid van de massa dat

---

de leden ervan onafhankelijk van elkaar tot een oordeel komen. Quod non in de financiële markten.

Geloof het of niet maar de gebundelde en “herverpakte” schuldentitels waar onze banken zo gretig in belegd hebben gaat uit van de idiote veronderstelling dat de kans dat een gezin niet in staat is om zijn hypotheekschuld af te lossen niet samenhangt met de wanbetaling van andere gezinnen. Dit was immers het gevolg van het gebruik van de prijzen van kredietderivaten (credit default swap) om te bepalen wat de correlatie was tussen wanbetalingen op hypotheekschulden. De markt voor die derivaten bestaat echter nog geen tien jaar en gedurende die periode waren er nooit grote aantallen wanbetalingen voorgekomen. We zaten immers in een vastgoedzeepbel. In tegenstelling tot een statisticus gaat een econoom er gewoon vanuit dat als de conjunctuur verslechtert massaal mensen werkloos worden en hun hypotheek niet kunnen aflossen.

We zitten nog steeds in een fase van denial. Ontkenning bij bankiers dat ze over de schreef zijn gegaan met hun leverage (ratio activa/eigen vermogen bij sommige banken oplopend tot 40 en meer tegen 20 bij banken met minder excessen zoals Santander en HSBC), ontkenning bij het beleid dat de crisis niet zomaar zal overgaan. Het ordewoord is nog steeds stellen dat de gebundelde schuldtitels (CDO) niet zo slecht zijn als vandaag de markt aangeeft. De werkelijkheid is echter dat de originele waarde van de producten geen rekening hielden met de intransparantie ervan en dat in feite het toekennen van een afwaardering een rationele erkenning is van die fundamentele onzekerheid.

Economen maken een onderscheid tussen risico en onzekerheid waarbij het tweede impliceert dat men zelfs niet meer kan inschatten welke risico's er in het spel zijn. Een deel van de mist van onzekerheid rond de toxische producten begint nu op te klaren doordat JP Morgan voor 102 miljard dollar aan CDO's geliquideerd heeft. Nu blijkt dat voor de beste tranches van de kredietwaardigste CDO's (AAA) slechts 32% gerecupereerd kon worden. Voor de zogenaamde mezanninetranche van de triple A was dit slechts 5%. Dit is slechter dan zelfs op dit moment van totaal wantrouwen wordt ingeprijsd in de markt.

### **Ivan Van de Cloot**

Hoofdeconoom Itinera Institute,  
een onafhankelijke denktank  
voor duurzame economische groei en  
sociale bescherming

---