

E

LKE

week worden er wel een paar boeken gepubliceerd over de kredietcrisis. Een deel van die boeken is van de hand van gelegenheidsschrijvers die elke hype volgen en er als de wiedeweerga een boek over volpennen. Een ander deel van de crisisboeken behandelt alleen de crisis in de financiële sector of het antwoord van de overheid daarop. Verrassend weinig boeken gaan over de woningmarkt, terwijl die toch duidelijk de aanleiding voor de crisis vormde. In deze bespreking behandel ik twee boeken die expliciet aandacht besteden aan de woningmarktproblemen in de Verenigde Staten en één boek dat de crisis in een breder historisch perspectief plaatst.

Dat staat als een huis!

De crisis op de Amerikaanse woningmarkt

De kredietcrisis van de afgelopen jaren ontstond door problemen op de woningmarkt in de Verenigde Staten. Die brachten uiteindelijk de financiële sector ten val. Of was het wellicht andersom? Manuel Aalbers schetst het scenario dat waarschijnlijk ten grondslag lag aan de wereldwijde financiële crisis. **door Manuel Aalbers**

Van de drie hier besproken boeken kreeg Robert Shillers *The Subprime Solution* veruit de meeste media-aandacht. Met 178 tekstpagina's lijkt het een echt boek, maar wie het kleine paginaformaat, het grote lettertype en andere lay-outtrucjes in ogenschouw neemt, beseft dat het hier om een lang essay gaat, dat op het hoogtepunt van de crisis is geschreven. Shiller, hoogleraar economie aan Yale University, is bekend vanwege zijn boek

Irrational Exuberance uit 2005, maar ook omdat hij al sprak over woningmarktzeepbellen en de onafwendbare crisis toen de meeste Amerikanen nog niet wisten wat een *subprime loan* was, ook al hadden velen er wel een op hun woning afgesloten.

In *The Subprime Solution* legt Shiller uit hoe de zeepbel in de Amerikaanse woningmarkt tot zulke grote verliezen in zowel de woning- als de financiële markt

THE SUBPRIME SOLUTION. HOW TODAY'S GLOBAL FINANCIAL CRISIS HAPPENED AND WHAT TO DO ABOUT IT
door Robert J. Shiller.
Princeton University Press.
Princeton, NJ 2009. 208 pag. € 19,50

FORECLOSED. HIGH-RISK LENDING, DEREGULATION, AND THE UNDERMINING OF AMERICA'S MORTGAGE MARKET
door Dan Immergluck.
Cornell University Press.
Ithaca, NY 2009. 251 pag. € 22,95

THE ASCENT OF MONEY. A FINANCIAL HISTORY OF THE WORLD
door Niall Ferguson.
Penguin. New York 2009.
448 pag. € 15,95

kon leiden. Dat is inmiddels een bekend verhaal, maar dat komt deels doordat Shillers boek veel gehoor heeft gekregen en het onder journalisten wellicht het

breedst gelezen crisisboek is. Shiller betoogt dat de zeepbel die tot de hypotheekcrisis leidde zo enorm kon worden opgeblazen omdat de samenleving zeepbellen niet begrijpt en er daarom niet mee om kan gaan. 'The housing bubble was a major cause, if not *the* cause, of the subprime crisis and of the broader economic crisis we now face', zo stelt hij op pagina 29. Het probleem is dat Shiller suggereert dat de woningmarkt de financiële markt ten val bracht, terwijl het meer voor de hand ligt te veronderstellen dat de zeepbel op de woningmarkt opgeblazen werd door de financiële markt. Uit verschillende passages blijkt dat Shiller deze mening deelt, maar toch geeft hij er de voorkeur aan de wortels van de kredietcrisis in de woningmarkt te situeren in plaats van te beginnen met de financiële markt. Dit is geen simpel woordspelletje, maar een belangrijk onderscheid: heeft de zeepbel op de woningmarkt geleid tot een enorme groei van de hypotheekmarkt en luidde zij daarmee de crisis in, zoals Shiller beweert, of begon het allemaal met het opblazen van de hypotheekmarkt door de financiële sector, die daarmee zowel de zeepbel op de woningmarkt voedde als de kredietcrisis ontketende, zoals ik een paar jaar geleden heb beargumenteerd?

Het interessantste deel van Shillers boek is in mijn ogen het hoofdstuk met beleidsaanbevelingen. Behalve een aantal kortetermijnoplossingen bespreekt Shiller drie langetermijnoplossingen: het verbeteren van de financiële informatie-infrastructuur, het creëren van nieuwe

financiële merken zodat meer risico's afgedekt kunnen worden en het ontwikkelen van financiële instrumenten die tot meer consumentenzekerheid leiden. Het kan niet ontkend worden dat Shiller graag tegen algemeen aanvaarde 'waarheden' aantrapt: hij ziet geen probleem in de ongebreidelde toepassing van mathematische financiële theorieën en pleit niet voor minder, maar juist voor meer van dergelijke toepassingen, omdat ze volgens hem het 'sociale welzijn in de breedte verbeteren' (p. 118). Voor Shiller betekent meer beschikbare informatie simpelweg meer macht, zowel voor de financiële sector als voor toezichthouders en consumenten. Hoe goed politici en toezichthouders ook zullen luisteren naar Shillers tips om de financiële geletterdheid te verbeteren (en hij heeft veel goede tips!), toch zal dat nooit leiden tot een samenleving waarin de informatie-asymmetrie tussen grote financiële conglomeraten en consumenten volledig verdwenen is. Het is een mythe dat het verder uitvouwen van complexe mathematische financiële theorie door consumenten begrepen zal worden en dat de financiële sector de verleiding zal kunnen weerstaan om nieuwe winstmogelijkheden uit te venten. Was dit niet hoe we in de kredietcrisis terecht kwamen?

Shiller stelt, zoals gezegd, ook voor om nieuwe markten te creëren, zodat meer risico's kunnen worden verhandeld en er meer mogelijkheden komen om je tegen risico's in te dekken. Hij suggereert om het soort derivatenmarkten dat voor *futures* bestaat ook op toekomstige woning-

prijzen los te laten. Met een verwijzing naar collega-econoom Milton Friedman (volgens Naomi Klein de hoofdschuldige van menige crisis) beweert Shiller dat professionele handelaren markten eerder zullen stabiliseren dan destabiliseren, omdat ze anders geld zullen verliezen. Hij wil dolgraag geloven dat dergelijke markten het ontstaan van zeepbellen kunnen voorkomen en hoewel dit zeker mogelijk is, gebeurt het vaker dat derivatenmarkten verantwoordelijk zijn voor oververhitting en het uitspatten van zeepbellen. De bewegingen op derivatenmarkten zijn vaak extremer en onrustiger dan op goederenmarkten. Wat Shiller voorstelt, betekent het introduceren van de volatiliteit van financiële markten in woningmarkten. Klinkt bekend?

Dan Immerglucks *Foreclosed* verscheen net als *The Subprime Solution* op het moment dat de Amerikaanse hypotheekcrisis zich tot een mondiale kredietcrisis aan het ontwikkelen was. Net als Shiller zag Immergluck de crisis al een paar jaar aankomen (zie bijvoorbeeld zijn boek *Credit to the Community* uit 2004). En net als Shiller besteedt Immergluck een aantal hoofdstukken aan de ontwikkelingen op de woning- en hypotheekmarkt en legt hij uit hoe deze ontwikkelingen hebben bijgedragen aan de crisis. *Foreclosed* eindigt eveneens met beleidsaanbevelingen. Toch is het een heel ander boek. Waar Shiller veranderingen op de hypotheekmarkt simpelweg opsomt, legt Immergluck uit in welke context deze verande-

ringen plaatsvonden, hoe ze door de lobby van de bouw- en vooral financiële sector werden gestimuleerd en wat de gevolgen daarvan waren voor de praktijk van hypotheekverlening. Shiller laat zien welke stappen tot de crisis in 2007 leidden, maar Immergluck geeft bovendien

'Het probleem is dat Shiller suggereert dat de woningmarkt de financiële markt ten val bracht, terwijl het meer voor de hand ligt te veronderstellen dat de zeepbel op de woningmarkt opgeblazen werd door de financiële markt.'

aan hoe zich door de jaren heen al verschillende problemen en kleinere crises voordeden voordat de crisis in 2007 losbarstte.

Immergluck ontkracht de gedachte dat *subprime lending* iets van de laatste tien jaar is. Zo gaat hij in op de eerste *subprime*-crisis, die in 1995 begon. Die kreeg indertijd al weinig aandacht, maar in

Vrij Nederland schrijft helder, open en betrokken over film, kunst, cultuur, politiek en alles wat het leven de moeite waard maakt. Profiteer nu van ruim 70 procent korting en ontvang 12 weken Vrij Nederland in de bus voor maar 15 euro. Ga nu naar www.vn.nl of bel 0800-0220660. De VN-app voor iPad is voor abonnees gratis tot 2012

Vrij Nederland

Lang leve de inhoud

2007 leken de media die eerste crisis zelfs volledig vergeten te zijn. Volgens Immergluck komt dat niet alleen doordat die crisis kleiner van omvang was, maar ook doordat zij vooral lage inkomensgroepen en Afro-Amerikanen trof, en nauwelijks de overwegend blanke middenklasse die er in 2007 wel stevig van langs kreeg.

Een specifiek probleem van de recente kredietcrisis was dat de woningmarktsector de financiële markt slecht begreep, en vice versa. Dit is niet alleen een van de onderliggende oorzaken van de hypotheek- en kredietcrisis, maar het is ook een van de redenen waarom zo weinig specialisten een dergelijke *meltdown* hadden voorzien. Het feit dat zo weinig experts op beide terreinen deskundig waren, pakte desastreuus uit voor beide markten. Een dergelijke dubbele expertise was ook zeldzaam bij onderzoekers en beleidsmakers. Zelfs vandaag de dag lees je zelden of nooit een academisch of beleidspaper waarin de auteur blijkt geeft van een gedegen kennis van beide onderwerpen. Woningmarktverhandelingen staan niet zelden vol met clichés over financiële markten en financiële verhandelingen herhalen de ene misvatting over de woningmarkt na de andere. (Een van de meest wijdverbreide misvattingen is dat *subprime loans* op grote schaal etnische minderheden en lage inkomens-

‘De eerste *subprime*-crisis die in 1995 begon kreeg weinig aandacht doordat zij vooral lage inkomensgroepen en Afro-Amerikanen trof, en nauwelijks de overwegend blanke middenklasse die er in 2007 wel stevig van langs kreeg.’

groepen toegang tot de koopwoningmarkt hebben verschaft.) Immergluck is een van de uitzonderingen: hij is planoloog en beleidsonderzoeker met een achtergrond in de woningmarkt, maar begrijpt ook de financiële markten goed. Professionals, onderzoekers en beleidsmakers aan beide kanten van de kloof zouden zichzelf een dienst bewijzen met uitvoerige bestudering van *Foreclosed*.

Wat Immerglucks boek ook rijker maakt dan dat van Shiller, is het hoofdstuk dat ingaat op de stadssociologische en sociaalgeografische aspecten van de hypotheekcrisis. Zo legt Immergluck bijvoorbeeld haarfijn uit waarom executieverkopen (*foreclosure sales*, vandaar de titel van het boek) niet alleen individuele huishoudens treffen, maar ook de buurten en steden waarin deze huishoudens wonen. Leegstaande panden hebben een negatieve impact op de buurt, niet alleen omdat ze criminaliteit aantrekken maar ook omdat ze de woningprijzen drukken. Gemeenten lopen door executieverkopen niet alleen vastgoedbelasting mis, maar



Liggen de wortels van de kredietcrisis nu in de woningmarkt of in de financiële markt?

draaien ook vaak op voor de kosten van overlast en sloop en voor het in stand houden van voorzieningen in wijken die langzaam leeglopen. Bovendien heeft de crisis, net als de eerste *subprime*-crisis, een duidelijk etnische – en wellicht zelfs racistische – component, zoals ook blijkt uit de dit jaar te verschijnen bundel *Subprime Cities*.

Het laatste hoofdstuk van *Foreclosed* bevat veel suggesties om de Amerikaanse hypotheekmarkt te repareren. Immergluck begint met zeven principes voor hypotheekregulering om vervolgens vijf aanpassingen in de regulatiestructuur voor te stellen en vier verbeteringen in hypotheeksecuritisatie (het doorverkopen van hypotheekportefeuilles op de financiële markt). Hij stelt ook, net als Shiller, kortetermijnoplossingen voor om de ergste pijn zo snel mogelijk te verzachten. Hoewel we inmiddels een paar jaar verder zijn, zouden politici en toezichhouders, ook in Europa, er goed aan doen *Foreclosed* erbij te pakken om overhaaste of ondoordachte oplossingen te voorkomen. Immerglucks boek verdient intussen een nieuwe editie, waarin de auteur in zou kunnen gaan op de vraag hoe de wereld de afgelopen jaren is veranderd en welke impact die veranderingen hebben op zijn beleidsaanbevelingen.

Niall Fergusons *The Ascent of Money*, tot slot, biedt in tegenstelling tot veel andere geschiedenisboeken geen chronologisch overzicht, maar een thematische bespreking van de toenemende invloed van het geldwezen door de tijd heen. Deze invloed – we kunnen van ‘financialisering’ spreken – is in de twintigste eeuw in een stroomversnelling geraakt, waardoor zich in die eeuw ook duidelijke verschillen aftekenen tussen opeenvolgende decennia. Om *The Ascent of Money* te lezen, heb je geen geschiedenis- of economiediploma nodig. Net als in de gelijknamige tv-serie van de BBC verplaatst Ferguson zich in zijn boek soepel door de tijd en over de wereld. Op het ene moment bespreekt hij – met een paar verwijzingen naar Shakespeare’s *De koopman van Venetië* – woe-

kerars in het Venetië van de veertiende eeuw, om vervolgens direct over te stappen naar de arme buurten van het hedendaagse Glasgow, waar geldleners gevangen raken in een vicieuze cirkel van lening op lening op lening.

Ferguson ziet de recente kredietcrisis als het gevolg van zes aan elkaar verwante financiële trends, die zich op verschillende schaalniveaus bevinden. Door deze trends in een historisch perspectief te plaatsen, verrijkt hij niet zozeer ons begrip van de recente crisis, als wel dat van de rol van financiën in de samenleving in bredere zin. Hoewel het grootste deel van *The Ascent of Money* voor de kredietcrisis is geschreven, heeft Ferguson nadien een nawoord toegevoegd, getiteld ‘The Descent of Money’. In dat nawoord volgt hij een evolutionair perspectief waarvan niet alle lezers erg onder de indruk zullen zijn – het geeft sterk de indruk in haast te zijn geschreven. Helaas onderbouwt Ferguson in dit nawoord zijn stelling dat de toegenomen invloed van financiën per saldo positief is geweest, in het geheel niet. Wel laat hij zien dat crises geen zeldzaamheid meer zijn en dat het uitvouwen van de financiële sector leidt tot meer volatiliteit in de rest van de samenleving. De vraag dringt zich op of we ook *too much of a good thing* kunnen hebben.

In zijn inleiding bespreekt Ferguson kort drie lessen die hij zelf heeft geleerd door dit boek te schrijven. Deze drie lessen blijken zeer relevant voor ons begrip van de kredietcrisis. Allereerst beweert hij dat armoede niet het resultaat is van uitbuiting van de armen door de financiële sector. Dit lijkt op het eerste gezicht niet te rijmen met het werk van Immergluck en anderen, die beweren dat *subprime lending* deels was bedacht om winst te maken ten koste van lagere-inkomensgroepen. Maar wat Ferguson bedoelt, is dat landen of buurten die geen efficiënte toegang tot de kredietmarkt hebben, het kwetsbaarst zijn voor uitbuiting – precies wat Immergluck en verschillende auteurs in de bundel *Subprime Cities* betogen. Ten tweede stelt Ferguson dat geld onze

overdrijvingsinstincten voedt en dat zowel *booms* als *busts* in beginsel het gevolg zijn van onze emotionele volatiliteit. Dit kunnen we zien als een opening tot dialoog met Shiller, die immers veel aandacht besteedt aan de invloed van menselijk gedrag binnen de financiële wereld. We kunnen het echter ook zien als kritiek op Shiller, omdat die de volatiliteit die financiële markten eigen is, wil introduceren op de woningmarkt, die zich juist kenmerkt door weinig tolerantie voor onzekerheid. Ten slotte geeft Ferguson aan dat de timing en omvang van financiële crises moeilijk te voorspellen zijn omdat die afhangen van veel niet-lineaire en chaotische verbanden.

In het hoofdstuk over zeepbellen legt Ferguson uit dat alle financiële zeepbellen drie gemeenschappelijke karakteristieken hebben. Ten eerste is er altijd sprake van veel informatie-asymmetrie, waarbij insiders hun voordeel uitbuiten (hoor ik daar iemand *credit default swaps*

‘Woningmarktverhandelingen staan niet zelden vol met clichés over financiële markten en financiële verhandelingen herhalen de ene misvatting over de woningmarkt na de andere.’

of *collateralized debt obligations* roepen?). Ten tweede speelt internationaal geldverkeer iedere keer een belangrijke rol en ten derde ontstaat een zeepbel alleen als er tevens sprake is van *easy money creation*. In dit opzicht vormen de opkomst en neergang van de markt voor de verhandeling van hypotheekportefeuilles in

de VS een perfect voorbeeld. Drie andere elementen benoemt Ferguson niet expliciet, maar bespreekt hij vertellenderwijs wel: fraude en ander onwettig gedrag spelen telkens een rol, zoals ook de recente crisis laat zien; dat geldt eveneens voor psychologische factoren, zoals het feit dat mensen vaak in illusies *willen* geloven; en tot slot wordt een zeepbelcrisis vaak voorafgegaan door deregulering.

Tot slot een paar woorden over Fergusons hoofdstuk 'Safe as Houses', waarin hij ingaat op de fascinatie met vastgoed in de Engelssprekende wereld. De hoofdstuktitel verwijst naar het idee dat eigenwoningbezit zekerheid biedt, terwijl telkens blijkt dat woningprijzen niet

constant stijgen en zelfs periodiek aan grote dalingen onderhevig zijn, waardoor veel mensen hun woning en/of veel geld verliezen. Ferguson bespreekt de noodzaak van het bezit van vastgoed in Engelsprekende landen, maar ook de uitsluiting van eigendom door zowel publiek als privaat beleid. Ferguson gaat nauwelijks in op de vraag waarom eigenwoningbezit zo populair is, ondanks de onzekerheden waarmee het toch gepaard gaat. Die populariteit valt deels te verklaren door de ongebreidelde subsidies (bijvoorbeeld de hypotheekrenteaftrek in Nederland), maar bijvoorbeeld ook door het gebrek aan alternatieven in landen waar huren gestigmatiseerd is (dit stigma is in ons

land veel minder sterk). Het probleem is natuurlijk dat zowel eigenwoningbezit als uitsluiting daarvan schade kan aanrichten: het bezit van een woning brengt veel risico's met zich mee, maar het niet kunnen kopen van een huis impliceert minder mogelijkheden om vermogen op te bouwen en vaak (zeker buiten Nederland) uitsluiting van goede buurten, goede scholen en historisch gezien ook van stemrecht.

Manuel Aalbers is als universitair docent verbonden aan de afdeling Geografie, Planologie en Internationale Ontwikkelingsstudies van de Universiteit van Amsterdam.

Overige literatuur

- M.B. Aalbers (red.). *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*. Wiley-Blackwell. Oxford 2011.
- N. Klein. *The Shock Doctrine*. Allen Lane. London 2007.
- D. Immergluck. *Credit to the Community: Community Reinvestment and Fair Lending Policy in the United States*. Sharpe. Armonk 2004.
- R.J. Shiller. *Irrational Exuberance. 2nd edition*. Princeton University Press. Princeton 2005.