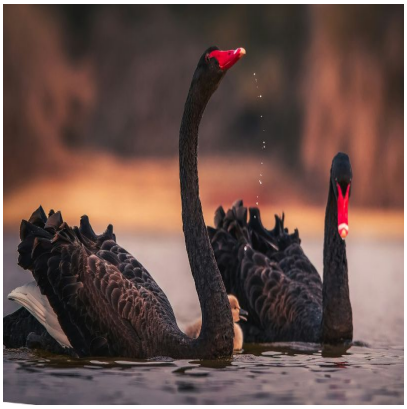

Zwarte zwanen met witte veren

Beschrijving

In de dotcomzeepbel van de jaren â??90 kregen zwarte zwanen steeds witte veren. De twee grote crises die in 1997 en 1998 de wereldeconomie op haar grondvesten deden schudden, bleken achteraf gezien slechts turboâ??s die de dotcomzeepbel nog verder opbliezen. Mogelijk dat ook deze correctie voor een vergelijkbaar turbo-effect kan zorgen.

De AziÃ«crisis (1997): De eerste zwarte zwaan

Het begon in Thailand op 2 juli 1997. Na maanden van tevergeefse verdediging van de Thaise baht, gaf de Thaise regering op en liet de munt vrij zweven. Wat volgde was een vrije val. De baht verloor meer dan 50 procent van haar waarde in enkele maanden tijd. De financiÃ«le besmetting verspreidde zich snel. IndonesiÃ« zag haar munt, de rupiah, met 80 procent kelderen. De Maleisische ringgit en Filipijnse peso verloren circa 40 procent. Zuid-Koreaâ??s won daalde met bijna 50 procent. Zelfs relatief stabiele economieÃ«n als Singapore en Hong Kong werden geraakt.

Wat begon als een valutacrisis transformeerde snel in een volledige economische meltdown. De IMF intervenieerde met reddingspakketten van in totaal $40 miljard, maar stelde strenge voorwaarden die de pijn voor gewone burgers verergerde. De wortels van de crisis lagen in een combinatie van factoren. Zo waren er overmatige private schulden gedekt door onvoldoende reserves. Verder waren er vaste wisselkoersen die speculatie uitlokten. De onrust zorgde voor massale kapitaalvlucht toen investeerders het vertrouwen verloren. Wat niet hielp waren de structurele zwakheden in het financiÃ«le systeem.

De Aziatische tijgers, ooit geprezen om hun economisch wonder, werden plotseling afgeschilderd als slachtoffers van â??crony capitalismâ??. De regionale economieÃ«n krompen met 30-40 procent, bedrijven vielen massaal om, en werkloosheid explodeerde.

De reactie van Aziatische centrale banken, een eerste Injectie van brandstof

Terwijl AziÃ« bloedde, maakte Federal Reserve-voorzitter Alan Greenspan zich zorgen over mogelijke besmetting naar Amerikaanse markten. Hij reageerde echter niet direct, maar liet dat over aan het IMF en centrale banken in AziÃ«. Indirect bleek dit de eerste grote injectie van goedkoop geld in een reeds oververhitte technologiemarkt. De NASDAQ, die rond 1.500 punten stond voor de AziÃ«crisis, schoot omhoog naar 2.000 punten in

LTCM/Rusland Crisis (1998): De tweede zwarte zwaan.

De tweede schok kwam als een dubbele klap. Rusland, dat worstelde met dalende olieprijzen en naweeÃ«n van de Aziatische crisis, kondigde op 17 augustus 1998 aan dat het zijn schulden niet kon betalen en devalueerde de roebel. De Russische effectenbeurs verloor 75 procent van haar waarde, en de roebel zakte ineen.

Bijna gelijktijdig implodeerde Long-Term Capital Management (LTCM), een hedgefonds beheerd door twee Nobelprijswinnaars in de economie en Wall Street-veteranen. LTCM had enorme hefboomposities opgebouwd van meer dan $100 miljard aan activa op een kapitaalbasis van slechts $4,8 miljard. De Russische wanbetaling veroorzaakte precies het soort marktschok waartegen LTCM niet bestand was. Binnen weken verloor het fonds 90 procent van zijn kapitaal. Het systeem kreunde onder het gewicht van deze ineenstorting. LTCM had handelsrelaties met vrijwel elke grote bank op Wall Street. Het potentiÃ«le domino-effect bedreigde het hele financiÃ«le systeem. De vlucht naar veiligheid zorgde voor onrust op de kredietmarkten wereldwijd.

De Federal Reserve organiseerde een reddingsoperatie van $3,6 miljard, niet met publiek geld maar door veertien grote banken samen te brengen die allen belang hadden bij LTCMâ??s overleven. Twee banken deden niet of beperkt mee. Lehman Brothers werd gevraagd deel te nemen maar weigerde bij te dragen aan de reddingspool. Deze beslissing was ironisch te noemen, aangezien Lehman Brothers zelf tien jaar later (in 2008) failliet ging zonder een reddingsoperatie, wat bijdroeg aan de Grote FinanciÃ«le Crisis. Bear Stearns was een andere grote bank die slechts beperkt deelnam aan de reddingsoperatie, hoewel zij zelf ook later (in 2008) in problemen kwam en werd overgenomen door JPMorgan Chase met steun van de Federal Reserve.

Greenspan, nu echt bezorgd over systemische risicoâ??s, verlaagde de rente opnieuw met nog eens drie stappen. Deze ingreep injecteerde opnieuw meer liquiditeit in het systeem. Het resultaat was spectaculair. De NASDAQ, die al hersteld was tot boven de 2.000 punten, begon nu aan een parabolische stijging die haar in slechts 17 maanden naar 5.000 punten zou brengen â?? een stijging van 150 procent.

Zwarte zwanen met witte veren

Hier ontstaat de paradox: wat normaal gesproken gezien zou worden als waarschuwingssignalen voor een oververhitte economie, werkte in de jaren negentig als katalysator. Elke crisis leidde tot meer stimulering, wat op zijn beurt de zeepbel verder opblies. Dit droeg mede bij aan het moral hazard probleem tijdens de Grote FinanciÃ«le Crisis. Investeerders zagen dat de Fed hen zou â??reddenâ?• bij problemen. Dit creÃ«erde het morele risico waarbij risicovol gedrag werd beloond. De â??Greenspan-putâ?• werd een bekend concept: de Fed zou altijd ingrijpen bij marktonrust. Met elke interventie steeg het vertrouwen dat de hausse kon doorgaan

Is het deze keer anders?

De huidige economie vertoont parallellen met de late jaren â??90. Zo is er een technologiesector die het voortouw neemt in marktwinsten. Dankzij Trump lijkt er opeens sprake van wereldwijde economische instabiliteit. Ook dit keer zal Federal Reserve uiteindelijk bereid zijn de rente te verlagen bij eerste tekenen van problemen voor het financiÃ«le systeem. Waarschijnlijk zal de Federal Reserve eerst nog afwachten, want de inflatie is nu een veel grotere zorg dan in de jaren negentig. Bovendien is de balans van de Federal Reserve al enorm opgezwollen door eerdere stimuleringsprogrammaâ??s. Verder is ook de overheidsschuld is op recordniveaus, wat de beleidsruimte beperkt. Tot slot is er meer bewustzijn over de gevaren van zeepbellen na 2000 en 2008.

Zolang beleidsmakers de neiging hebben om asymmetrisch te reageren â?? agressief ingrijpen bij neergang maar terughoudend zijn bij opwaartse excessen â?? zullen we waarschijnlijk deze cyclus blijven herhalen. De geschiedenis leert ons dat juist wanneer iedereen zegt â??deze keer is het andersâ?•, we extra voorzichtig moeten zijn. Want misschien is het ironisch genoeg juist hetzelfde als altijd: crises die leiden tot reacties die de volgende, grotere crisis voorbereiden. Wellicht is de belangrijkste les van de jaren negentig dat soms de medicijnen die we toedienen om economische pijn te verlichten, uiteindelijk de ziekte verergeren die we probeerden te genezen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief