

DE GROOTSTE SHORTSPECULATIE ALLER TIJDEN

Dit boek ben ik per ongeluk begonnen toen ik bezig was met een ander boek, over Wall Street en de Amerikaanse financiële ramp van 2008. Ik was geïnteresseerd in een handjevol beleggers dat fortuin had gemaakt doordat de markt voor *subprime* hypotheke (hypotheke uit het laagste segment, met een groot wanbetalingsrisico) crashte. In 2004 hadden de grootste zakenbanken van Wall Street een kredietderivaat bedacht dat ze uiteindelijk zelf de kop zou kosten: de *credit default swap* op gebundelde, als obligaties verpakte subprime hypotheke. Met de *credit default swap* konden beleggers gokken op de dalende prijs van obligaties – ze konden ‘short gaan’. Het was een soort verzekering, maar dan anders: de koper hoefde de verzekerde activa niet zelf te bezitten. Geen verzekeringsmaatschappij kan u legaal een verzekering op andermans huis verkopen, maar financiële instellingen kunnen u wel een verzekering aan de hand doen tegen wanbetaling op andermans beleggingen – en dat doen ze ook. Honderden investeerders liefthebberden in de markt voor *credit default swaps*, want veel mensen dachten – althans in het voorbijgaan – dat de door schulden aangezwengelde hausse

op de Amerikaanse huizenmarkt onhoudbaar zou zijn. Maar slechts vijftien waren er tot hun nek ingestapt en hadden massaal gegokt dat grote delen van de Amerikaanse financiële markt in vlammen zouden opgaan. De meesten van hen runden hedgefondsen in Londen of New York en vermeden gewoonlijk journalisten. Maar over dit onderwerp waren ze op dit moment verrassend open. Ze hadden allemaal het vreemde, eenzame gevoel de enige verstandige mens te zijn in een krankzinnige wereld. Als ze over hun ervaringen spraken, klonk het alsof ze in hun eentje in een bootje hadden zitten toekijken terwijl de Titanic op een ijsberg voer.

Een paar van deze mensen waren qua temperament niet erg tot eenzaamheid en stilte geneigd. Onder hen was Kyle Bass, directeur van het hedgefonds Hayman Capital uit Dallas. Bass was achter in de dertig en geboren en getogen in Texas; hij had in de eerste jaren van zijn carrière, waarvan hij er zeven bij Bear Stearns had gewerkt, obligaties verkocht voor financiële instellingen op Wall Street. Eind 2006 richtte hij een hedgefonds op met als kapitaal de helft van de 10 miljoen dollar die hij in zijn tijd op Wall Street had gespaard, plus nog eens 500 miljoen dollar die hij van anderen had losgekregen. Hij zette alles in op het instorten van de markt voor obligaties van subprimehypotheken. Vervolgens vloog hij naar New York om zijn oude vrienden te waarschuwen dat ze bezig waren massaal op het verkeerde paard te wedden. Bij Bear Stearns hadden de handelaren geen belangstelling voor wat hij te zeggen had. ‘Bekommer je maar om je eigen risico’s, dan maken wij ons zorgen over de onze’, had een van hen gezegd. Toen ik eind 2008 naar Dallas ging om Bass op te zoeken, was de markt voor subprimehypothekobligaties ingestort en had deze Bear Stearns meegetrokken in de val. Bass was nu rijk en zelfs een beetje beroemd in investerings-

kringen. Maar na het debacle met de hypothecaire obligaties richtte hij zich op iets nieuws; nadat hij zijn winst had genomen, werd zijn allesoverheersende belangstelling gewekt door... overheden. De Amerikaanse overheid was op dat moment druk bezig de subprimehypotheken van Bear Stearns en andere Wall Street-banken over te nemen. De Federal Reserve (Amerikaanse centrale bank) zou uiteindelijk op verschillende manieren de risico's opvangen van de onbetrouwbare effecten, voor een totaal van bijna 2 biljoen dollar. Andere overheden in de rijke, ontwikkelde wereld namen soortgelijke maatregelen: de slechte leningen, aangegaan door goedbetaalde bankiers uit de privésector, werden overal overgenomen door overheden en centrale banken.

Kyle Bass meende dat de financiële crisis nog niet voorbij was. Zij werd alleen verstikt door het volledige vertrouwen en krediet van rijke westerse regeringen. Ik heb een dag lang naar hem en zijn collega's geluisterd en bijna duizelingwekkende gesprekken aangehoord over waar dit toe zou kunnen leiden. Ze hadden het niet langer over het kelderen van een paar obligaties. Ze hadden het over de financiële ineenstorting van complete landen.

En ze hadden een gloednieuwe beleggingstheorie. Deze luidde grofweg als volgt. Vanaf 2002 had zich een periode van schijnbloei voorgedaan in een groot deel van de rijke, ontwikkelde wereld. Wat leek op economische groei, was bedrijvigheid die werd gevoed door geld dat mensen leenden – geld dat ze waarschijnlijk niet konden terugbetalen. Volgens hun ruwe telling waren de schulden van bedrijven, consumenten en overheden over de hele wereld sinds 2002 meer dan verdubbeld, van 84 biljoen naar 195 biljoen dollar. 'Een dergelijke accumulatie van schulden hebben we nog niet eerder meegemaakt in de wereldgeschiedenis', aldus Bass. Heel

belangrijk was het feit dat de grote banken die zo veel krediet hadden verleend, niet langer als privéondernemingen werden beschouwd, maar als verlengstukken van hun overheid, die in een crisissituatie zeker gered zouden worden. De schulden van rijke landen waren al gevaarlijk hoog en namen in reactie op de crisis snel toe. Maar de schulden van deze landen waren niet langer alleen de officiële overheidsschulden. In de praktijk hoorden er ook de bankschulden bij, die bij een volgende crisis aan de overheid zouden toevallen. ‘We probeerden er eerst achter te komen’, zei Bass, ‘hoe groot het bancaire systeem was, in het bijzonder in verhouding tot de inkomsten van de overheid. We hadden zo’n vier maanden nodig om deze gegevens te verzamelen. Die had niemand.’

Het optellen van de cijfers leverde verbazingwekkende totalen op: Ierland had met zijn grote, alsmaar toenemende tekorten bijvoorbeeld een totale schuldenlast van meer dan vijftwintig keer de jaarlijkse belastinginkomsten. De schulden van Spanje en Frankrijk bedroegen meer dan tien keer hun jaarinkomsten. Historisch gezien gaan overheden van landen met zulke hoge schuldenlasten vaak failliet. ‘De enige manier waarop deze landen nog gered kunnen worden’, zei Bass, ‘is als ze echte begrotingsoverschotten tot stand brengen. Maar dat zie ik pas gebeuren tegen de tijd dat de hemel met een dreun naar beneden flikkert.’

Toch vroeg hij zich af of hij misschien iets miste. ‘Ik ging op zoek naar iemand, wie dan ook, die iets wist van de geschiedenis van failliete overheden’, zei hij. Hij kwam uit bij dé expert over het onderwerp, Harvard-professor Kenneth Rogoff, die toevallig net samen met zijn collega Carmen Reinhart een boek over de geschiedenis van de overheidsfaillissementen aan het schrijven was, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. ‘We liepen met Rogoff de

cijfers door', zei Bass. 'Hij keek er alleen naar, leunde achterover in zijn stoel en zei: "Niet te geloven dat het zo erg is." Ik zei: "Wacht even. U bent de expert op het gebied van overheidsfinanciën. U bent de man bij wie iedereen aanklopt bij problemen met overheidsbegrotingen. U hebt samen met Ben Bernanke op Princeton gedoceerd, u hebt Larry Summers aan zijn tweede vrouw voorgesteld. Als u het niet weet, wie dan wel?" Ik dacht: *holy shit*, wie let er eigenlijk nog wel op?'

Vandaar zijn nieuwe beleggingstheorie: de subprimehypotheekcrisis was meer symptoom dan oorzaak. De diepere sociale en economische problemen die de aanleiding vormden, bestonden nog steeds. Als beleggers dit eenmaal doorhadden, zouden ze de grote westerse landen niet langer als risicovrij beschouwen en een hogere rente bedingen als ze geld aan deze landen leenden. Door de gestegen rente op hun leningen zouden deze landen dieper in hun schuldenlast wegzinken, waardoor de rentetarieven die ze moesten betalen, verder zouden stijgen. In een paar bijzonder alarmerende gevallen – Griekenland, Ierland, Japan – zou bij een geringe stijging van de rente de begroting al volledig worden opgeslokt door de rentebetalingen op de schulden. 'Als Japan bijvoorbeeld tegen de Franse tarieven moest lenen', zei Bas, 'zou de overheid alleen al aan de rentelasten failliet gaan.' Als de financiële markten dit beseften, zou het beleggerssentiment meteen veranderen. En als het beleggerssentiment veranderde, zouden deze regeringen meteen niet meer aan hun betalingsverplichting kunnen voldoen. ('Als je het vertrouwen eenmaal kwijt bent, krijg je het niet meer terug. Dat gebeurt gewoon niet.') En wat dan? De financiële crisis van 2008 werd uitsluitend opgeschort omdat beleggers meenden dat overheden de bedragen konden lenen die nodig waren om hun banken te

redden. Wat zou er gebeuren als de regeringen zelf niet langer geloofwaardig waren?

Er zou nóg een financiële crisis uitbreken, een grotere – voor Kyle Bass was het alleen nog de vraag wanneer. Eind 2008 dacht hij dat Griekenland waarschijnlijk als eerste failliet zou gaan en misschien de ineenstorting van de euro zou veroorzaken. Hij meende dat dit binnen twee jaar zou gebeuren, maar was niet overtuigd van zijn timing. ‘Laten we zeggen dat het nog vijf jaar duurt in plaats van twee’, zei hij. ‘Of zeven jaar. Moet ik wachten tot ik hun hete adem voel voordat ik mijn positie inneem of moet ik mezelf nu meteen positioneren? Het antwoord luidt: nu meteen. Op het moment dat mensen denken dat een land echt failliet kan gaan, wordt het duur. Als je wacht, moet je betalen voor het risico.’

Toen we elkaar voor het eerst ontmoetten, had hij net zijn eerste credit default swaps gekocht op landen die volgens hem en zijn team van analisten de meeste kans maakten hun schulden niet te kunnen afbetalen: Griekenland, Ierland, Italië, Zwitserland, Portugal en Spanje. Hij kocht deze rechtstreeks bij grote firma’s op Wall Street waarvan hij het gevoel had dat men ze als laatste zou toestaan om failliet te gaan: Goldman Sachs, JP Morgan en Morgan Stanley. Maar omdat hij betwijfelde of ze in staat waren een ernstiger crisis te doorstaan, eiste hij dat ze dagelijks een onderpand op de transacties stortten. De prijzen die hij betaalde, lijken achteraf gezien laag. Een verzekering voor het faillissement van de Griekse regering kostte hem bijvoorbeeld 11 basispunten, wat wil zeggen dat Hayman Capital een premie van 1100 dollar per jaar betaalde om een miljoen dollar aan Griekse staatsobligaties te verzekeren tegen wanbetaling. Bass gokte dat als Griekenland in gebreke bleef, zoals onvermijdelijk zou gebeuren, het land gedwongen zou worden om ongeveer 70 procent van

de schuld te betalen, dat wil zeggen dat elke 1100 dollar die hij inzette, 700.000 dollar zou opbrengen. ‘Mensen geloven niet dat een ontwikkeld land failliet kan gaan, omdat we zo iets nooit eerder hebben meegemaakt’, zei Bass. ‘En het is niet in iemands belang om er aandacht aan te besteden. Zelfs niet in dat van onze eigen beleggers. Ze zeggen tegen ons: “Ja, jullie hadden gelijk met die subprimes. Maar jullie zijn altijd op zoek naar uiterst zeldzame gebeurtenissen en jullie denken dat ze vaker voorkomen dan het geval is.” Maar ik ben niet op zoek gegaan naar deze positie. Ik probeerde te begrijpen hoe de wereld in elkaar zat en toen stuitte ik hierop.’ Nu hij doorhad hoe de wereld werkte, vervolgde hij, begreep hij niet dat een weldenkend mens nog iets anders kon doen dan zich voorbereiden op de volgende, nog grotere financiële catastrofe. ‘Het is misschien niet het einde van de wereld’, zei hij. ‘Maar een heleboel mensen gaan veel geld verliezen. Het is ons doel om niet tot die categorie te behoren.’

Hij was heel overtuigend. Maar ook totaal ongeloofwaardig. Een man in een kantoor in Dallas die beweert van alles te weten over de toekomst van landen waarin hij nauwelijks een voet heeft gezet... Hoe wist hij hoe een groep mensen die hij nooit had ontmoet, zich zou gedragen? Terwijl hij over zijn ideeën vertelde, had ik een ervaring die ik vaak heb als ik naar mensen luister die volkomen zeker lijken over gebeurtenissen die verre van zeker zijn. Ik werd enerzijds overtuigd door zijn betoog en begon me zorgen te maken dat de wereld op instorten stond, maar anderzijds vermoedde ik ook dat hij gek was. ‘Dat is geweldig’, zei ik, maar ik dacht tegelijk aan de vlucht die ik moest halen. ‘En toch, zelfs als je gelijk hebt, wat kan een normaal mens hieraan doen?’

Hij keek me aan alsof hem net een belangwekkend fenomeen was opgevallen: de domste man ter wereld.

‘Wat zeg je tegen je moeder als ze vraagt waar ze haar geld moet onderbrengen?’ vroeg ik.

‘Vuurwapens en goud’, zei hij eenvoudig.

‘Vuurwapens en goud’, herhaalde ik. Hij was dus inderdaad gek.

‘Geen futures goud’, zei hij, zonder een idee te hebben van wat ik ondertussen dacht. ‘Baar goud moet je hebben.’ Hij legde uit dat wanneer de volgende crisis toesloeg, de markt voor goudfutures waarschijnlijk zou vastlopen, omdat er meer openstaande futurescontracten waren dan er fysiek goud bestond. Mensen die dachten dat ze dit edelmetaal bezaten, zouden tot de ontdekking komen dat ze alleen velletjes papier in handen hadden. Hij opende zijn bureaulade, haalde er een reusachtige baar goud uit en liet hem op het bureau vallen. ‘We hebben hier een heleboel van ingekocht.’

Ik giechelde nerveus en wierp een blik op de deur. De toekomst is een stuk moeilijker te voorspellen dan mensen op Wall Street je willen doen geloven. Iemand die op zo’n spectaculaire manier gelijk had gekregen over het instorten van de markt voor subprimehypotheekobligaties, zou gemakkelijk het idee kunnen krijgen dat hij ook in andere ingewikkelde zaken op spectaculaire wijze gelijk had. Ik was hoe dan ook te geïnteresseerd in wat er net in Amerika was gebeurd om me druk te maken over wat er in de toekomst in de rest van de wereld ging gebeuren – dit leek in die tijd een triviale kwestie. En Bass had nog maar weinig belangstelling voor wat er net in Amerika gebeurd was omdat hij de ontwikkelingen in de rest van de wereld op dat moment belangrijker vond. Ik verontschuldigde me, vertrok uit Dallas en vergat hem min of meer. In de tijd dat ik het boek schreef, stond Kyle Bass dus in de ijskast.

Toen veranderde de financiële wereld nogmaals – en

precies op de manier die Kyle Bass zich had voorgesteld. Hele landen dreigden failliet te gaan. Wat in eerste instantie vooral een verhaal over Wall Street leek, werd een verhaal over alle landen die in contact stonden met Wall Street. Ik schreef het boek over de Amerikaanse subprimehypotheekcrisis en de mensen die er rijk door werden, maar reisde ook naar die andere landen, gewoon om te zien wat er speelde. Maar ik reisde met een prangende vraag in mijn hoofd: hoe kon een hedgefondsmanager in Dallas zelfs maar op het idee komen dat dergelijke vreemde dingen gingen gebeuren?

Tweënhalf jaar later, in de zomer van 2011, keerde ik terug naar Dallas om Kyle Bass die vraag te stellen. De Griekse credit default swaps waren van 11 basispunten gestegen naar 2300; Griekenland stond op het punt te bezwijken onder de nationale schuld. Voor Ierland en Portugal waren grootschalige reddingsoperaties nodig geweest; ook Spanje en Italië, die nog niet zo lang geleden als risicoloos werden beschouwd, stonden nu op de rand van de financiële ineenstorting. Bovendien wilde het Japanse ministerie van Financiën een delegatie naar de Verenigde Staten sturen om bij grote obligatiebeleggingsfondsen als Pimco en Blackrock te leuren met tienjarige Japanse staatsobligaties ter waarde van een half biljoen dollar. 'Nooit eerder hebben mensen hun geld onder dergelijke omstandigheden hoeven te beleggen', zei Bass. 'Onze belangrijkste posities zijn nu Japan en Frankrijk. Als de dominostenen vallen, is Frankrijk er veruit het ergste aan toe. Ik hoop alleen dat de VS niet als eerste instort. Ik heb er al mijn geld op ingezet dat dit niet zal gebeuren. Dat is mijn grootste angst, dat ik me vergis in de volgorde van de gebeurtenissen. Maar van het uiteindelijke resultaat ben ik volkomen zeker.'

Hij bezat nog steeds baren gouden en platina, waarvan de

waarde inmiddels ruwweg was verdubbeld, maar hij bleef zoeken naar andere objecten die hun waarde zouden behouden als fiduciair geld binnenkort veel minder waard zou worden, zoals volgens hem zou gebeuren. Amerikaanse stuivers (*nickels*) bijvoorbeeld.

‘Het metaal in een stuiver is 6,8 cent waard,’ zei hij. ‘Wist je dat?’

Dat wist ik niet.

‘Ik heb net voor een miljoen dollar stuivers gekocht’, zei hij en vervolgde, misschien omdat hij meende dat de rekening te moeilijk voor me was: ‘Dat zijn 20 miljoen stuivers.’

‘Je hebt 20 miljoen stuivers gekocht?’

‘Uh-huh.’

‘Hoe koop je 20 miljoen stuivers?’

‘Dat is heel moeilijk’, zei hij en legde vervolgens uit dat hij zijn bank had gebeld en de medewerkers had moeten overhalen om 20 miljoen stuivers te bestellen. De bank had dit uiteindelijk gedaan, maar de Federal Reserve stelde vragen. ‘De Fed belde mijn man bij de bank’, zei hij. ‘Ze vroegen hem: “Waarom wilt u al die stuivers?” Dus belde mijn bankman mij en vroeg: “Waarom al die stuivers?” En ik zei: “Ik ben gewoon dol op stuivers.”’

Hij haalde een foto van zijn stuivers tevoorschijn en gaf hem aan mij. De munten lagen opgestapeld op grote houten pallets in een kluis van Brink’s in het centrum van Dallas.

‘Heus, binnen twee jaar veranderen ze de metaallegering van de stuiver’, zei hij. ‘Je moet echt je bank bellen en nu een voorraad kopen.’

Ik betwijfel of Kyle Bass ooit de soort figuur was die met plezier op een kantoor naar een computerscherm zat te staren. Hij genoot van zijn ontwortelde leven. We sprongen in zijn Hummer, die was volgeplakt met bumperstickers (‘God zegen

onze troepen, vooral onze scherpschutters') en vol speciale opties zat om er maximaal plezier uit te kunnen halen (door op een knop te drukken kon hij bijvoorbeeld net als James Bond de weg achter hem met reusachtige punaises besproeien). Met brullende motor reden we Texas Hill Country in, waar Kyle Bass met het vermogen dat hij met de subprimecrisis had verdiend, een soort fort had gekocht: een ranch met een woning van 3700 vierkante meter op duizenden hectare grond in the middle of nowhere, met een eigen watervoorziening en voldoende automatische wapens, scherpschuttergeweren en explosieven om een heel bataljon van bewapening te voorzien. Die avond scheurden we in een Amerikaanse legerjeep over zijn land en schoten we op bevers met de allernieuwste scherpschuttergeweren van het Amerikaanse leger, uitgerust met infraroodtelescopen. De bevers sloopten volgens hem zijn waterleidingsysteem. 'Je kunt van die explosieven kopen op internet', zei hij, terwijl we door de gele heuvels hotsten. 'Ze veroorzaken een moleculaire reactie. Ik laat er honderden kilo's van bezorgen door FedEx.' De weinige bevers die de nachtelijke geweeraanval overleefden, zouden de volgende ochtend bij het ontwaken merken dat hun dammen min of meer waren verdampt.

'Het lijkt niet echt een eerlijke strijd', zei ik.

'Bevers zijn knaagdieren', zei hij, alsof de zaak daarmee was afgedaan.

Wat hij verder ook deed, hij vermaakte zich kostelijk. Hij had tweeënhalf jaar lang het internationale financiële systeem en de mensen die dit runnen, gevolgd en zijn negatieve indruk was er alleen maar door bevestigd. Maar hij liet zich niet ontmoedigen. Hij vond het opwindend inzicht te hebben gekregen in schijnbaar onbegrijpelijke gebeurtenissen. 'Ik ben niet iemand die per se zijn leven lang negatief wil doen', zei