



TPEdigitaal
Jaargang 3 nr. 1
April 2009

Thema:
Van Kredietcrisis naar Recessie:
oorzaken en oplossingen

Ten geleide thema: Van Kredietcrisis naar Recessie: oorzaken en oplossingen
Crisis op Financiële Markten: hebzucht en risicobeheer	1
<i>André Lucas</i>	
Financiële prikkels in het overheidsbeleid en in de financiële sector ..	14
<i>Gerrit Zalm</i>	
Hoe crisisbestendig is ons begrotingsbeleid?	23
<i>Wouter Bos</i>	
Vuur met vuur bestrijden.....	32
<i>Eric Bartelsman</i>	
De kredietcrisis- oorzaken, gevolgen en beleid	48
<i>Michiel Bijlsma, Albert van der Horst en Suzanne Kok</i>	

TPEdigitaal is een uitgave van de Stichting TPEdigitaal te Amsterdam.
ISSN: 1875-8797

**Thema:
Van Kredietcrisis naar Recessie:
oorzaken en oplossingen**

Ten geleide

Op 21 oktober 2008 vond aan de Vrije Universiteit (VU) te Amsterdam ter gelegenheid van het 60 jarig bestaan van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde een lustrumsymposium plaats, met als thema 'Prudentia in financieren en begroten'. Daags daarvoor werd de dies van de VU gevierd, die in het teken stond van de crisis op de financiële markten. De kredietcrisis was op dat moment wereldwijd in volle gang. De gevolgen van de kredietcrisis voor de reële economie waren op dat moment nog niet zo duidelijk. De wereldwijde recessie zou pas in 2009 een feit zijn.

In dit themanummer van TPEdigitaal, dat als titel heeft 'Van Kredietcrisis naar Recessie: oorzaken en oplossingen', worden de diesrede van André Lucas, uitgesproken op 20 oktober 2008, alsmede de bijdragen van Wouter Bos en Gerrit Zalm aan het lustrumsymposium van 21 oktober 2008 weergegeven.

De diesrede van Lucas beschrijft hoe financiële innovaties, met name securitisaties, en historisch lage renteniveaus, aanleiding hebben kunnen geven tot de financiële crisis. Lucas wijst op het belang van transparantie en op de behoefte aan nieuwe regels die financiële instellingen prikkelen de systeemrisico's een betere plek te geven binnen datzelfde systeem.

Ook Zalm gaat in zijn bijdrage in op de rol van financiële prikkels in de financiële sector als één van de oorzaken van de financiële crisis. Hij betoogt dat financiële prikkels in de financiële sector weliswaar volop aanwezig zijn, maar dat ze niet goed gericht en niet goed doordacht waren. Wat Zalm betreft kan de financiële sector op dit gebied nog wel wat leren van de overheid en de eenvoudige particulier.

Bos gaat in zijn toespraak in op geschiedenis en toekomst van ons begrotingsbeleid. Gezien de actualiteit van het moment werpt hij ook de vraag op van de crisisbestendigheid van ons begrotingsbeleid.

De hierboven beschreven bijdragen waren uiteraard gebaseerd op de kennis van dat moment, oktober 2008. In dit themanummer zijn tevens twee artikelen opgenomen waarin de oorzaken en gevolgen van de kredietcrisis, alsmede

de oplossingen c.q. het benodigde beleid, met de kennis van nu geanalyseerd worden.

Bartelsman rekt in zijn artikel af met pre-Keynesianen en Keynesianen. Hij betoogt dat de crux van de oplossing zit in het wegnemen van onzekerheid over de toekomst. Paradoxaal genoeg moet er volgens hem meer risicozoekend gedrag bij private partijen worden uitgelokt, gezien het effect hiervan op innovatie en productiviteit. Het macro-economisch risico moet wel juist ingeschat en geprijsd worden, waarbij er ook een rol voor de overheid weggelegd kan zijn in de vorm van het bieden van een macro-risico verzekering, aldus Bartelsman.

In het laatste artikel van dit themanummer waarschuwen Bijlsma, van der Horst en Kok voor dreigende Keynesiaanse vraaguitval doordat vraag en aanbod van kapitaal elkaar niet kunnen vinden. Begrotingsbeleid zou zo'n vraaguitval moeten voorkomen. Verder wijzen zij op het belang van herziening van regulering en toezicht op de financiële sector.

Crisis op Financiële Markten: hebzucht en risicobeheer

André Lucas

De VU heeft dit jaar als thema gekozen voor ‘de menselijke maat’. Daarom neem ik u voor mijn verhaal over financiële crises allereerst graag mee naar Topeka, Kansas. In Topeka woont Kathleen Arborgast (Figuur 1).

Figuur 1 Kathleen Arborgast, Topeka, Kansas



Kathleen is 64 jaar oud en slachtoffer van de kredietcrisis. Door haar eerdere scheiding en het daarop volgende bankroet valt haar hypotheek in de zogenaamde subprime klasse. Kathleen woont samen met haar zoon en kleinzoon in één huis, maar het is voor haar steeds moeilijker de rente- en afbetalingslasten van de hypotheek op te brengen. Haar zoon wordt momenteel omgeschoold na een eerder ongeluk op zijn werk en brengt daarom nu geen salaris binnen. Ook de alimentatie-inkomsten voor haar kleinzoon zijn afgebroken door haar ex-schoondochter. Kathleen heeft goede hoop, zeker als haar zoon straks weer aan het werk kan, maar nu is het leven zwaar. Zij is een van de vele gezichten achter de kredietcrisis. Een wereldwijde crisis, maar ook een crisis met menselijke maat. Een crisis met individueel, reëel leed en reële zorgen.

Er wordt echter lang niet altijd genuanceerd gepraat over de slachtoffers van de kredietcrisis. Zo schrijft een zekere Tony op internet:

"Victims ... not ... greedy and stupid ... yes"

En dat zijn belangrijke vragen. Wie zijn nu de eigenlijke slachtoffers van de crisis, en wie zijn de eigenlijke schuldigen. Mensen als Kathleen die subprime leningen aangingen? De vertegenwoordigers die de leningen aan de man brachten? De handelaars bij de grote zakenbanken die de leningen verpakten en doorverkochten? De banken, verzekeraars en pensioenfondsen die de verpakte leningen opkochten en verder doorverkochten? De regelgevers en toezichhouders die de markt vrij spel lieten? En misschien nog belangrijker dan het aanwijzen van slachtoffers en schuldigen: kunnen we een dergelijke financiële crisis in de toekomst voorkomen?

Dit korte artikel geeft een rondleiding langs de crisis waarin we ons bevinden, de aanleiding daartoe, en hopelijk ook een indicatie van de weg eruit. Aan de hand van de drieslag verleden, heden en toekomst, wil ik u drie dingen meegeven. Allereerst hoe verbazingwekkend snel en innoverend de financiële wereld is. Ten tweede hoe belangrijk het is dat risico gedragen wordt, maar dan ook op de GOEDE manier. En ten derde, welke rol de VU in dit alles probeert te spelen.

Het natuurlijke startpunt van mijn verhaal ligt bij de val van het Bretton Woods systeem in 1971. Tijdens het Bretton Woods systeem waren valuta en de hoeveelheid goud binnen de centrale bank aan elkaar gekoppeld in ruwweg vaste verhoudingen met af en toe een bijstelling. Na de val van het systeem in 1971 konden valuta's dagelijks volkomen vrij ten opzichte van elkaar fluctueren. De gevolgen daarvan zijn goed te zien in de figuur hier achter mij voor de koers van de dollar ten opzichte van de pond. Tot 1971 is de wisselkoers extreem stabiel, terwijl in de periode daarna de koers enorm beweegt.

Er zitten duidelijke voordelen aan het baseren van een wisselkoers op een vaste basis zoals goud. Goud is tastbaar, is iets reëls, en kan niet van de een op de andere dag verdwijnen. Het geeft ogenschijnlijk stabiliteit. Het is dan ook niet verwonderlijk dat de bekende econoom John Maynard Keynes een sterk tegenstander was van een financieel systeem zonder een dergelijke basis. Hij schrijft:

"There is no subtler or surer means of overturning the existing basis of society than to debase the currency. The process engages all the hidden for-

ces of economic law on the side of destruction, and does it in a manner which only one man in a million is able to diagnose."

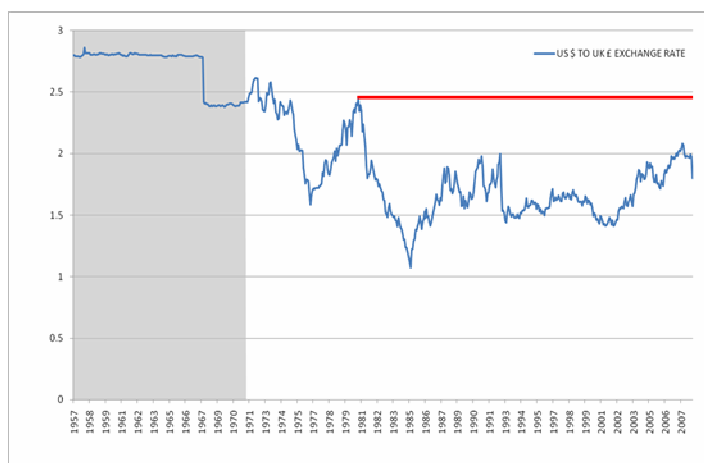
“One in a million.” Dat zijn er dus niet zo veel. En het moet dan ook iets gevaarlijks betreffen als het gaat om “all the hidden forces of economic law on the side of destruction.”

Het loslaten van de op goud gebaseerde basis voor de wisselkoers heeft overduidelijk geresulteerd in een enorme beweeglijkheid van de koers en alle daarmee samenhangende onzekerheden en risico's. Het heeft echter ook een ander tijdperk ingeluid: dat van financiële innovatie.

Innovatie is niet slechts voorbehouden aan technische wetenschappen. Ook binnen de financiële sector vindt zeer veel innovatie en productontwikkeling plaats. Financiële innovatie biedt allerlei nieuwe economische mogelijkheden. Mogelijkheden die leiden tot een hogere welvaart en tot een betere afstemming van wat mogelijk is op dat wat mensen graag willen. Om een korte indruk te geven, laat ik u delen in een aantal financiële innovaties van de afgelopen jaren.

Sinds de val van het Bretton-Woods systeem is er dus een aanzienlijke fluctuatie in wisselkoersen (Figuur 2).

Figuur 2 Wisselkoers Amerikaanse \$ naar Engelse £, 1957 – 2007.



Voor een individuele handelaar kan dit onwenselijk zijn. Stel, een John uit Londen koopt een grote lading dvd's van Jackie uit Californië. De betaling en levering vinden pas over drie maanden plaats en luidt in een vaste hoe-

veelheid dollars. De dvd's zijn op dit moment goedkoper in de VS, maar als de wisselkoers te veel stijgt, is Johns winst al snel verdwenen. Om dit risico af te dekken, kan John een tweede overeenkomst afsluiten waarbij hij een vaste wisselkoers afspreekt voor het bedrag van de transactie. De tegenpartij in deze tweede overeenkomst is typisch een financiële instelling. Na het afsluiten van een dergelijke overeenkomst is de nieuwe wisselkoers, hier aangegeven met de rode lijn in Figuur 2, voor John weer even vast en zeker als in de tijd van Bretton-Woods. In feite schuift hij het wisselkoersrisico door naar de financiële instelling.

Soortgelijke afspraken als voor wisselkoersen zijn ook te maken voor andere bronnen van onzekerheid. Te denken valt aan aandelenprijzen: misschien wilt u niet dat het aandelenkapitaal in uw pensioenfonds te laag eindigt. Of de rente: misschien wilt u liever een vaste dan variabele maandlast op uw hypotheek. Al dit soort financiële innovaties zijn deel van ons dagelijks leven.

Een goede *investment banker* gaat echter verder. Waarschijnlijk is hij nog in staat zijn schoonmoeder te verpakken in een nieuw financieel product en te verkopen op de markt.

Wat dacht u bijvoorbeeld van een popster als David Bowie die voor 55 miljoen dollar obligaties liet uitgeven op een deel van zijn toekomstige royalties. Op die manier had Bowie direct geld beschikbaar, terwijl de financiële markt het risico overnam dat de royalties zouden tenvallen.

Of wat te denken van een financiële innovatie waarbij de graanprijs en graanlevering in Malawi in noodsituaties werd afgedekt via private partijen. De kosten van deze financiële innovatie waren ruwweg hetzelfde als de kosten van een graanleveringsprogramma door de overheid, maar met name de tijdige afleveringsplicht zoals geregeld via de financiële contracten en private partijen werkte beter in de praktijk. Op die manier komt financiële innovatie ook direct de bevolking ten goede.

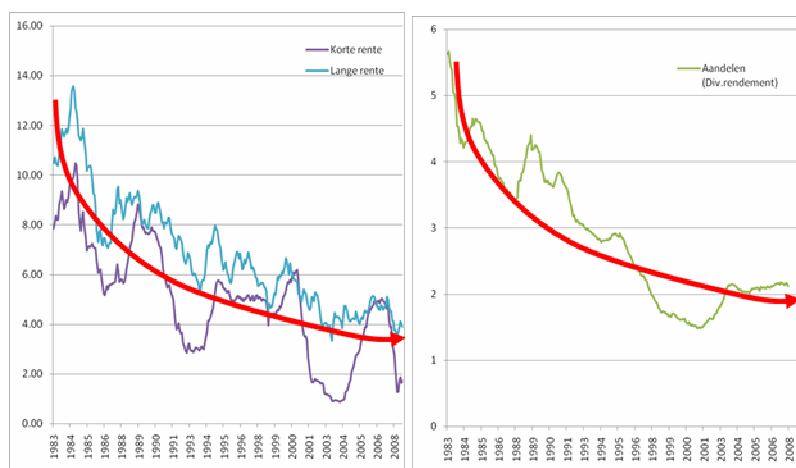
En zo kunnen we nog een poos doorgaan met innovaties. Fluctuaties in energieprijzen kunnen worden afgedekt met energiederivaten. De risico's van grote aardbevingen en orkaanschade kunnen worden verhandeld met catastrofe-obligaties. Het risico van slecht weer kan worden afgedekt. Niet door plotseling de zon te laten verschijnen, maar door geld uit te keren als de temperatuur gemiddeld te laag of te hoog is. Dat is bijvoorbeeld handig voor boeren om het risico van een te droge zomer af te dekken, of

voor pretparken en bierproducenten om het risico van een natte zomer af te dekken.

Nu kan ik de indruk wekken dat het doel van financiële innovatie altijd het afdekken van risico is, alsof risico iets is dat we zo veel mogelijk moeten vermijden. Ik denk echter dat we het er allemaal over eens zijn dat het nemen van risico hoort bij het leven. Het gaat erom die risico's te lopen die men aankan en die bijdragen aan het welzijn. Financiële innovatie maakt het mogelijk een markt voor risico te creëren, zodat risico terecht komt op die schouders waar het thuishoort. Volgens het grondprincipe van de financiële economie wordt de drager van risico namelijk altijd beloond in de vorm van een zogenaamde risicopremie. Op die manier wordt de ondernemingslust van mensen bevorderd, krijgen goede ideeën de benodigde financiering, en draagt de financiële sector via innovatie bij aan de reële economische groei en ontwikkeling.

Naast innovatie is een tweede puzzelstukje voor de huidige crisis de ontwikkeling van de rente, zoals te zien in de linkerhelft van Figuur 3.

Figuur 3 Ontwikkeling rente en dividendrendement op aandelen, 1983-2008

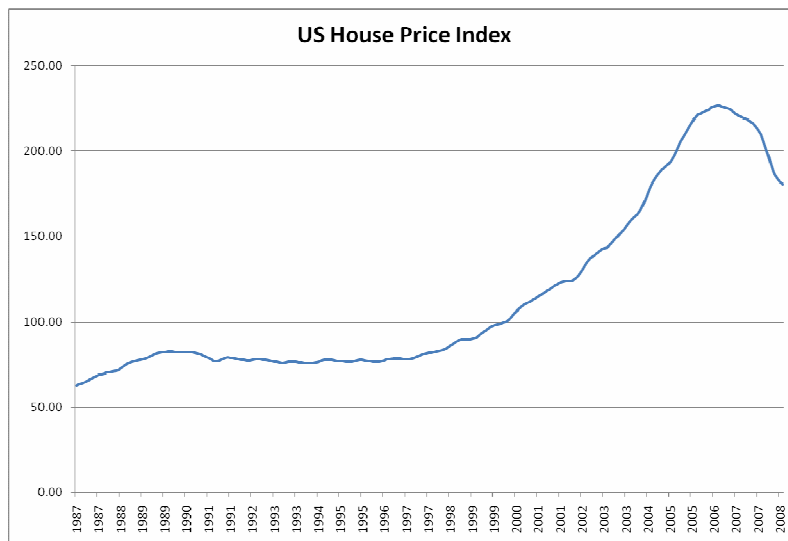


Sinds 1980 is de rente ruwweg in een continue baan naar beneden gegaan tot de lage niveaus aan het begin van deze eeuw. Met een dergelijk lage rente is beleggen in obligaties niet erg aantrekkelijk. In de rechterhelft van Figuur 3 is bovendien te zien dat de verwachte rendementen op aandelen, zoals gemeten aan de hand van het dividendrendement, op datzelfde mo-

ment ook erg laag waren. Het is dan ook niet vreemd dat er de afgelopen 10 jaar een jacht plaatsvond naar hoger renderende producten, als alternatief voor de standaardobligaties en aandelen. Alternatieve producten, geconstrueerd door financiële whizzkids.

En zo komen we aan bij het heden van de kredietcrisis. Figuur 4 laat de ontwikkeling van de huizenprijs zien sinds 1987. Duidelijk is te zien dat sinds het midden van de jaren 90 de Amerikaanse markt gekenmerkt wordt door sterk stijgende huizenprijzen. Eén van de innovaties waar die stijgende huizenprijzen aanleiding toe gaven, waren agressieve hypotheekvormen voor de minder tot niet-kredietwaardige leners. Een idee hierachter was dat de waarde van het onderpand de slechte kredietwaardigheid van de lener binnen korte tijd wel zou compenseren.

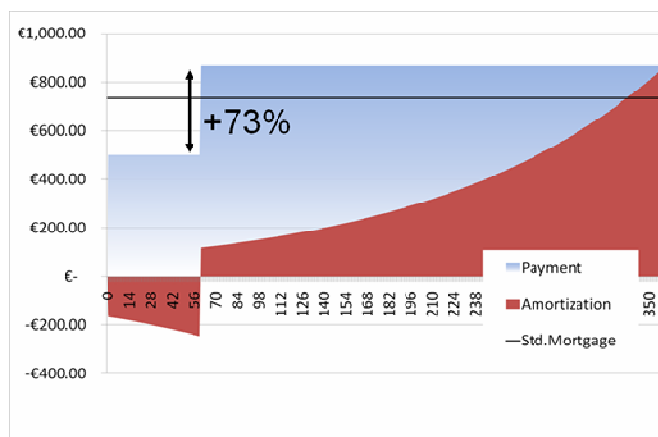
Figuur 4 Ontwikkeling huizenprijzen VS, 1987-2008



Een van de gevaarlijkste lokkertjes om mensen aan een hypotheek te krijgen waren de zogenaamde Adjustable Rate Mortgages. Daarbij heeft de lener gedurende de eerste periode van bijvoorbeeld 60 maanden relatief lage maandlasten. Na die 60 maanden worden de maandlasten bijgesteld, om de korting van de eerste 60 maanden goed te maken. Een simpel realistisch voorbeeld (Figuur 5) laat zien dat de lastenverzwaring na de bijstelling enorm is: 73%. Een dergelijke verhoging is veelal de doodsteek voor de

veelal toch al kwetsbare subprime hypotheekklanten. Veel van hen worden dan ook juist op zo'n moment in een faillissement gedreven.

Figuur 5 Hypotheeklasten 'Adjustable Rate Mortgage'

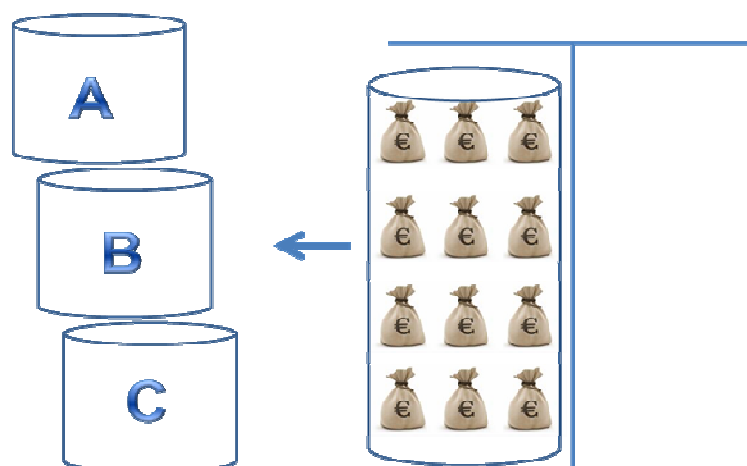


Nu is een bankroet voor een individu natuurlijk een uitermate akelige gelegenheid. Maar het is minstens zo belangrijk te begrijpen hoe dergelijke individuele situaties hebben kunnen uitgroeien tot de huidige crisis op wereldschaal. De belangrijkste schakel daarvoor is een goed begrip van een andere financiële innovatie, namelijk securitisatie.

Het principe achter securitisatie is eenvoudig en heeft veel weg van de speeltoestellen die de meesten van ons wel eens gezien hebben bij een speelplaats. Daarbij wordt water gepompt in de bovenste bak, en loopt dat water vervolgens door naar de lager gelegen bakken.

Stel u een bank voor, in Figuur 6 weergegeven door de bankbalans.

Figuur 6 Securitisatie en bankbalans



Links, aan de bezittingenkant van de bank, staat een bak vol hypotheek, hier weergegeven door 12 geldzakjes, voor iedere hypotheek één. Het principe van securitisatie is als volgt. De bank verkoopt zijn hypotheekportefeuille op de financiële markt via een aparte juridische entiteit: een zogenaamd Special Purpose Vehicle (SPV) of Structured Investment Vehicle (SIV).

De hypotheekvorderingen worden vervolgens opgeknipt in verschillende schijven, ook wel tranches genoemd. Ik neem hier als voorbeeld drie schijven. Het Special Purpose Vehicle moet, om de aankoop van de hypotheekportefeuille van de bank te kunnen betalen, eerst zelf aan geld komen. Hij doet dat door voor ieder van de tranches aparte obligaties uit te geven en die te verkopen. Deze obligaties worden door beoordelingsbureau van een kredietwaardigheidbeoordeling voorzien, en vervolgens verkocht aan banken, verzekeraars, pensioenfondsen en andere beleggers. Vervolgens worden de 12 hypotheek uit mijn voorbeeld afbetaald. Ik geef dit aan met de emmertjes die één voor één worden leeggegooid in de A bak. De afbetalingen op de hypotheek worden gebruikt om allereerst de kopers van de A-obligaties af te betalen. Pas als deze al hun geld hebben ontvangen, lopen de betalingen over naar de volgende schijf, de B-obligaties. Nu kan het zo zijn dat er af en toe een hypotheek bijzit die niet volledig wordt afgelost omdat de huiseigenaar bankroet is. Op dat moment is er een probleem. Iemand moet de verliezen van de niet betaalde hypotheek dragen. Het is duidelijk dat de kopers van de laagste schijf, de C-obligaties, het hoogste risico lopen. Zij zijn de eersten die niet al hun geld terugkrijgen. Vanwege dit hoge risico kunnen we deze laatste schijf dan ook aanduiden met de term 'toxic waste'. De houder van de C-schijf wordt voor dat hoge risico gecompenseerd door een hogere risicopremie, ofwel een hoger verwacht rendement.

Hopelijk is het duidelijk dat we op deze manier, via het ophakken en prioriteren van vorderingen, uit relatief onbetrouwbare hypotheek toch hoogwaardige A-obligaties kunnen bakken. Door de A-schijf hoog genoeg te positioneren, wordt het risico van wanbetaling voor deze schijf minimaal. De markt voor securitisatieproducten is de afgelopen 10 jaar enorm gegroeid. In 2006 bedroeg de markt al 4 tot 5 keer het Nederlands bruto binnenlands product. En securitisatie als instrument voor het opnieuw verpakken en doorschuiven van risico's naar geïnteresseerde partijen is ook niet iets wat snel zal verdwijnen van het wereldtoneel, ook niet na de malaise van de huidige crisis.

Er zijn duidelijk ook nadelen verbonden aan financiële innovatie via securitisatie. Als eerste noem ik de toxic waste. Dit zijn de meest risicovolle

producten in de securitisatie. De vraag is: wie koopt dit radioactieve afval? Veel van dit afval blijft achter bij de banken. En dat is zorgelijk: op deze manier kunnen banken een deel van hun bezittingen, hier links op de balans, vervangen door 'toxic waste'. De omvang van de balans blijft weliswaar gelijk, maar de risicograad wijzigt substantieel.

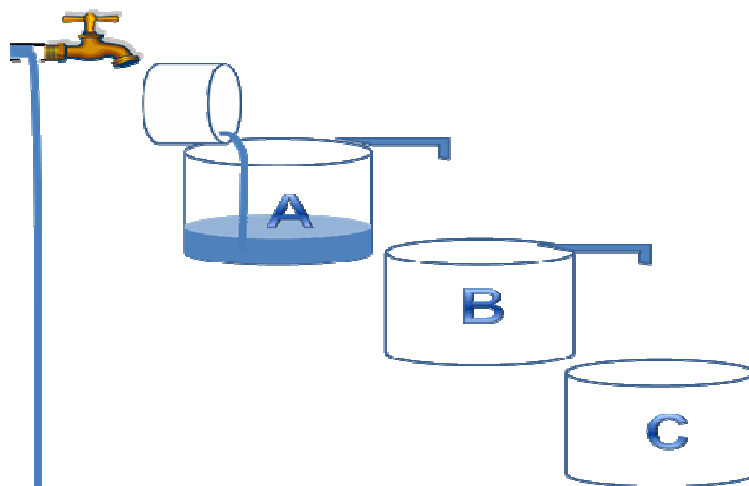
Een tweede probleem is de intransparantie van de producten. In ons voorbeeld bestonden de emmertjes met geld uit hypotheekaflossingen. Niets weerhoudt financiële instellingen er echter van de tranches te laten afbetalen met andere producten, bijvoorbeeld met de uitbetalingen van B-schijven van andere securitisaties. Theoretisch is het zelfs mogelijk om toxic waste opnieuw te verpakken om te kijken of er met behulp van kernafval nog een hoogwaardige obligatie kan worden gebakken. Er is voldoende zelfdiscipline nodig bij financiële instellingen om een gedegen vooronderzoek te doen naar de precieze herkomst en risico's van de onderliggende activa in gesecuritiseerde risico's. Dat is nodig vanuit stabiliteitsoverwegingen, maar evenzeer vanuit de morele verplichting van financiële instellingen richting hun aandeelhouders, klanten, en andere belanghebbenden.

De kaarten voor het nemen van deze verantwoordelijkheid zijn echter niet goed geschud. Zowel de drijfveren van het individu als de prikkels in het financiële systeem zijn en waren op veel plekken geperverteerd en een continue voedingsbodem voor financiële crises zoals die waar we ons vandaag in bevinden. De hebzucht is diep geworteld in ons menselijk wezen.

Het derde probleem is dat het zelfs voor experts extreem moeilijk is de risico's van securisatietransacties te doorgronden en te meten. Zoals we eerder zagen worden de verschillende schijven gevuld met de individuele hypotheekaflossingen. Maar wat nu als alle emmertjes in de figuur gevuld worden vanuit dezelfde kraan (Figuur 7).

Het principe blijft hetzelfde, maar de risico's worden veel groter. Er hoeft namelijk maar iets te gebeuren met de kraan, of alle schijven lopen een substantiële kans op een groot verlies. Dit zijn de risico's die de menselijke maat overstijgen. In het geval van de huidige consternatie op de financiële markten kunnen we denken aan tegenvallende macro-economische omstandigheden, instortende huizenprijzen, en een algehele paniek in de financiële wereld

Figuur 7 Securitatisatie



Het is duidelijk dat deze risico's niet op de juiste manier zijn verwerkt in de aan- en verkoopprijzen van de securitisatieproducten, en in het aan- en verkoopgedrag van de betrokken partijen.

Dat brengt mij als laatste ook bij de implicaties voor de regulering van financiële instellingen. Als *punchline* van deze diesrede wil ik u graag meegeven dat we na moeten denken over nieuwe, en mogelijk controversiële manieren van regulering van financiële markten. Alleen op die manier kunnen we situaties als vandaag in de toekomst voor zijn. Ik noem drie aandachtspunten.

De stabiliteit van het financiële systeem hangt samen met het vertrouwen dat wij erin hebben. Vandaar dat overheden er deze weken terecht ook alles aan doen om dat vertrouwen te herstellen via uitgebreide garantieregelingen, deelnemingen, en nationalisaties.

Het belang van zulke operaties is makkelijk duidelijk te maken. Stel, een bank heeft 100 miljard euro aan bezittingen. Een typische bank financiert deze bezittingen met ruwweg 92 miljard euro aan kortlopend vreemd vermogen, en 8 miljard of minder aan aandelenkapitaal. Stel de bezittingen dalen met 1 miljard, ofwel 1%. Om de balans in evenwicht te houden, moet het eigen vermogen dan afnemen van 8 naar 7 miljard, ofwel met 12,5%. Daar zit dus een hefboom tussen van 12,5. Als het eigen vermogen nul wordt, is de bank failliet en komen onze spaartegoeden in het gedrang.

Door de hefboom van 12,5 gebeurt dit al als de bezittingen met slechts 8% dalen. Het is dus cruciaal voor de gezondheid van een bank, dat de financiële buffer goed is afgestemd op de risicograad van de bezittingen. Mijn eerste punt is dat dit ook met de nieuwe regelgeving voor banken nog steeds niet het geval is. Ons voorbeeld van securitisatie heeft laten zien dat buffers voor producten met een hoog toxic-waste-gehalte zo'n tien keer zo hoog moeten zijn als nu vereist.

Mijn tweede punt betreft de Achilleshiel van de huidige regelgeving. De ontwikkeling is er de afgelopen jaren voornamelijk op gericht geweest de risico's op instellingsniveau te beperken. Door nauwkeurige regels te formuleren voor het buffervermogen individuele instellingen, was het idee dat het financiële systeem als geheel een veiliger plek zou worden. De grote vraag in het licht van de huidige crisis is: is dat ook gelukt? Een blik in de krant leert het tegendeel.

De toenemende homogeniteit in risicomanagementsystemen en beleggingsstrategieën heeft de kans op het bankroet van een individuele instelling weliswaar teruggebracht, maar heeft tegelijkertijd de kans op een gezamenlijke, diepere systeemcrisis verhoogd. Door risico's over en weer te delen tussen instellingen, is het moeilijk van deze risico's af te komen in een zwaar onder druk staande markt, zeker als alle instellingen onderhevig zijn aan dezelfde regels.

Waar behoefte aan is, is aan diversiteit in regelgeving. Een aantal instellingen moet de rol van de aasgier en de pissebed kunnen spelen in het financiële systeem. Zij moeten de boel op kunnen ruimen en liquiditeit kunnen verschaffen als andere instellingen er bij neervallen. De analogie met ecosystemen is duidelijk: de meest robuuste ecosystemen zijn die met zo veel mogelijk soorten. Op een zelfde manier kan heterogeniteit in regelgeving een cruciale component zijn voor het beheren van de stabiliteit in de financiële sector. Sommige instellingen dienen zwaarder gereguleerd worden, en andere minder of niet. Op die manier kunnen sommige instellingen in de markt stappen op het moment dat andere er door de regels uit moeten stappen. Dit zorgt voor een dempende werking in het financiële systeem.

Een saillant detail is dan natuurlijk wel dat de tendens in de reguleerderswereld precies omgekeerd is. Vergelijkbare kaders worden op verschillende plekken naar voren geschoven als 'best practice'.

En dat brengt mij bij mijn derde punt van kritiek. Het meest irritante aspect aan de huidige crisis, zeker als je een diesrede aan het schrijven bent, is het

ontbreken van overzicht. Door de verwevenheid in de financiële wereld is er niemand die geloofwaardig en met autoriteit kan zeggen hoe de verbindingen tussen instellingen lopen, hoe groot de gevaren van domino-effecten zijn, en hoe een neerwaartse spiraal in de ene markt zal leiden tot problemen in een andere markt.

Het ontbreken van dit inzicht staat onder economen bekend als asymmetrische informatie. “Omdat ik als bank niet weet welke posities jij als bank hebt ingenomen, durf ik je geen geld meer uit te lenen.” Daardoor stukt het financiële systeem. Deze vertrouwenscrisis kan je visualiseren door het rentepercentage te berekenen dat banken vragen voor onderlinge leningen. Dat percentage is te zien hier achter mij. Normaal gesproken is dit percentage, en dus het wantrouwen, laag. Tijdens de crisis is het echter fors omhoog gegaan. De recente, Europees gecoördineerde overheidsgaranties van onder andere minister Bos voor onderlinge bankleningen, voor Nederland ter waarde van 200 miljard euro, lijken de afgelopen twee weken gelukkig te hebben geleid tot enig herstel van het vertrouwen, zoals gemeten aan de hand van de interbancaire rente. Garantieregelingen zijn echter slechts een tijdelijke oplossing. Voor je het weet zorgen ze namelijk zelf weer voor verkeerde prikkels in het systeem.

De terugkomst van het vertrouwen in het interbancaire verkeer kan alleen structureel worden gerepareerd door het stimuleren van transparantie: een beter inzicht in de cruciale aspecten van de door banken ingenomen posities en onderlinge verbindingen. Het ontbreken van een dergelijk inzicht is niet meer van deze tijd. Veel financiële instellingen hebben met de komst van de nieuwe regels veel geïnvesteerd in informatiesystemen die de risico's op instellingsniveau meetbaar maken. De managers moeten ‘in control’ zijn van hun onderneming. Het lijkt hoog tijd dat de overheden dit door henzelf geïnitieerde voorbeeld volgen door fors te investeren in een informatiesysteem dat de risico's op wereldniveau inzichtelijk maakt. Dat zou getuigen van echt leiderschap en een opening geven naar een nieuw regulerend raamwerk.

Als we het banksysteem vergelijken met een aantal passagiers op een veerboot, dobberend op de grillige golven van mondiale risico's, dan willen we niet alleen dat elke passagier in de boot rechtop blijft staan. We willen ook snel in de gaten hebben of de passagiers niet zo (met touwen) aan elkaar vastzitten, dat ze allemaal overboord slaan als er maar één overboord slaat. En ook willen we het overzicht hebben of alle passagiers niet soortgelijke posities innemen, zodat de boot zelf omslaat en (lees: het complete systeem) bij de minste schok ten onder gaat.

We zijn dus op zoek naar nieuwe regels die financiële instellingen automatisch prikkelen de systeemrisico's een betere plek te geven binnen datzelfde systeem: een dynamisch stelsel van kapitaalbuffers dat zich automatisch aanpast aan toenemende verwevenheid en dreigende domino-effecten.

Tenslotte wil ik nog een paar zinnen wijden aan de toekomst. De financiële wereld is de afgelopen tien jaar volop in beweging. De academische wereld probeert daar aan bij te dragen middels onderwijs en onderzoek. Op verschillende plekken in Europa en daarbuiten worden vanuit de overheid EN vanuit de private sector miljoenen verzameld om expertisecentra op dit terrein op te zetten. Op deze manier gaat Europa de concurrentie aan met de Verenigde Staten. Je zou kunnen zeggen dat op dit moment de kaarten worden geschud welke landen en instituten over 5-10 jaar binnen Europa de topscholen zullen zijn op het gebied van de financiële economie. Ook Nederland, en in het bijzonder de vrije Universiteit, zetten er op in om bij de wereldtop te horen.

De Vrije Universiteit clustert met de start dit jaar van de VU University Amsterdam School of Finance haar expertise. Zo versterkt zij haar rol als partner in publiek-private initiatieven zoals de Duisenberg School of Finance en Netspar. Ook geeft zij zo invulling aan haar maatschappelijke roeping om bij te dragen aan de ontwikkeling van de financiële sector: een snelle, opwindende sector die overloopt van innoverende ideeën. Een sector die door innovatie ook kan bijdragen aan het ondernemerschap en aan het dragen van productieve risico's. Maar ook een sector die zonder goed regulerend kader, onder invloed van perverse financiële prikkels, en zonder een juist beheer van risico's wel heel snel het slechtste in de mens kan laten bovendrijven.

Als VU schrijver vind ik het dan ook gepast dit verhaal af te sluiten met een Bijbels citaat uit de brief aan de Hebreeën:

Laat jouw leven niet beheersen door geldzucht, neem genoeg met wat je hebt. God heeft immers zelf gezegd: 'Nooit zal ik je afvallen, nooit zal ik je verlaten.'

Financiële prikkels in het overheidsbeleid en in de financiële sector

Gerrit Zalm

1 Inleiding

Het onderwerp ‘financiële prikkels’ is voor economen bekend terrein. In de eerste lessen economie maak je al kennis met het prijsmechanisme. Een wijziging in de prijs leidt tot reacties van vraag en aanbod. Bij een hogere prijs wordt het aanbod vergroot, omdat aanbieders dan meer kunnen verdienen. De vraag gaat omlaag omdat afnemers kiezen voor andere producten.

In mijn betoog ga ik in op het gebruik van financiële prikkels in het overheidsbeleid, om de werkgelegenheid en de economische groei te bevorderen en om het beroep op de sociale zekerheid af te remmen. Daarna ga ik in op de rol van financiële prikkels in de financiële sector en maak een vergelijking met het overheidsbeleid en met redeneringen, die we in ons privéleven toepassen.

2 Financiële prikkels in het overheidsbeleid

Bij het overheidsbeleid werden financiële prikkels aanvankelijk maar beperkt toegepast als beleidsinstrument. Het benutten van indirecte belastingen en subsidies, om de vraag naar bepaalde goederen en diensten af te remmen of te stimuleren, is al wel lang gebruikelijk. Overigens vind je buiten de kring van algemeen economen nog steeds hardnekkige ontkenningen van de werking ervan, vooral als het om het autogebruik gaat.

Bij de sociale zekerheid en de directe belastingen, zoals de inkomstenbelasting, is er decennia lang weinig aandacht voor de invloed op het functioneren van de arbeidsmarkt en de economie.

Symptomatisch is het optrekken van de netto-minimum-uitkering tot aan het nettominimumloon (de netto-netto koppeling) in de jaren zeventig. Het wordt aangeduid als een teken van beschaving. Over de gevolgen voor de arbeidsmarkt en de economie wordt niet gerept. Het toptarief in de inkomstenbelasting is in die tijd 72%, ook bij uitgekeerde winsten waarover al eerder meer dan 40 % vennootschapbelasting is geheven. De discussie over sociale zekerheid, sociale premies en inkomstenbelasting wordt gerekend tot het zuivere politieke domein, met rechtvaardigheid als dominante invalshoek. Daar hebben economen geen grotere wijsheid in te brengen dan anderen. Volledige werkgelegenheid en economische groei kan worden gerealiseerd via een intelligent bestedingsbeleid. De macro-economie heeft de oplossing hiervoor en de micro-economie is voor zaken als groei en werkgelegenheid van weinig betekenis. Dit is, wellicht enigszins gechargeerd, de dominante opvatting begin jaren zeventig.

De eerste scheur in die opvattingen wordt veroorzaakt door het CPB. Medio jaren zeventig komt het CPB met een analyse, met behulp van een jaargangenmodel, die een relatie legde tussen de ontwikkeling van de collectieve lasten en de werkgelegenheid. In een notendop is de analyse als volgt. Een stijging van de collectieve lasten leidt direct of indirect tot een stijging van de arbeidskosten. Direct als werkgeverslasten worden verhoogd. Indirect als de lasten voor werknemers worden verhoogd, want dat zal via cao-onderhandelingen deels op de werkgevers worden afgewenteld door hogere looneisen. Stap twee in de redenering is dat hogere arbeidskosten negatief uitwerken op de werkgelegenheid. Niet alleen door een verslechtering van de internationale concurrentiepositie, maar ook doordat arbeidsintensieve productiecapaciteit wordt vervangen door kapitaalintensieve productiecapaciteit.

Dit lijkt nu een vrij onschuldige en plausibele redenering maar destijds leidde het tot felle debatten. Er was sprake van een economendebat. Vermoedelijk was de oppositie tegen de analyse ook ingegeven door teleurstelling over de teloorgang van het louter politieke domein. Tot dan toe kon de discussie over de omvang van de collectieve sector worden gevoerd los van economische restricties. De CPB-analyse gaf aan dat de groei van de publieke uitgaven ook een economische prijs heeft in termen van werkgelegenheid. Vooral degenen die de collectieve uitgaven een warm hart toedragen vonden het moeilijk dat te erkennen.

Toch is de introductie van het afwentelingsmechanisme in de modellen van het CPB en de erkenning daarvan door de beleidsmakers, vooral macro-economisch van aard. Het betreft vooral de negatieve gevolgen van het

financieren van welvaartsstaatvoorzieningen. De analyse had geen betrekking op de welvaartsstaatvoorzieningen zelf.

Wat betreft de beheersing van de sociale zekerheid werd vooral gevaren op bureaucratische mechanismen. Bij de bijstand was er een handboek met regels opgesteld door het rijk, de gemeenten voerden de bijstand uit en declareerden de uitgaven bij het Rijk. Naast het vertrouwen dat gemeenten het netjes zouden doen, stuurde het rijk af en toe accountants en inspecteurs ter controle. Bij de Ziektewet en Arbeidsongeschiktheidswet (WAO) werd vertrouwd op artsen, keuringsartsen en arbeidsdeskundigen. Bedrijven werden uitsluitend collectief aangeslagen voor Ziektewet en WAO, door middel van een – steeds stijgende – doorsneepremie. Veel of weinig ziekteverzuim, veel of weinig uitstoot naar de arbeidsongeschiktheidswet, voor een individueel bedrijf maakte het niet uit: alles komt uit een grote collectieve pot. Als werkgever was je ook verplicht aangesloten bij een collectieve verzekeraar die daardoor onbedreigd zijn gang kon gaan.

In de sociale zekerheid en in de belastingheffing zijn in de loop der tijd belangrijke hervormingen doorgevoerd. Rode draad van die hervormingen is: meer gebruik maken van financiële prikkels. Niet alleen richting burgers, maar ook richting bedrijven en uitvoeringsorganisaties. Richting burgers is van belang het loslaten van de netto-netto koppeling door het introduceren van arbeidskortingen in de loon- en inkomstenbelasting. Werk mocht weer gaan lonen. Het versoberen van de WAO en de WW maakten ook werken aantrekkelijker. De hervorming van VUT en prepensioen leidde ertoe dat vervroegd uittreden niet meer gratis is, maar ten koste gaat van het pensioen op 65-jarige leeftijd. De invoering van een aparte tarieven en een aparte box in de inkomstenbelasting voor inkomen uit ondernemen, stimuleerde het zelfstandig ondernemerschap.

Richting bedrijven is het per individueel bedrijf financieel risico dragen voor ziektewet en arbeidsongeschiktheid een belangrijke stimulans om alert te zijn op ziekteverzuim, arbeidsomstandigheden en arbeidsklimaat. Bij de uitvoering van de sociale zekerheid is het verleggen van de financiële verantwoordelijkheid bij de Bijstandsuitvoering naar de gemeenten een belangrijke prikkel voor gemeenten om zorgvuldig om te gaan met de bijstand. De collectieve uitvoeringsorganisatie voor de arbeidsongeschiktheidsregelingen (UWV) wordt geprikkeld, omdat werkgevers niet meer verplicht zijn zich daar bij aan te sluiten. Bedrijven kunnen ook eigen risico drager gaan worden of zich particulier gaan verzekeren.

Deze wijzigingen in financiële prikkels hebben resultaat gehad. Over baanloze groei, een thema uit de jaren tachtig, wordt niet meer gesproken. De Nederlandse werkgelegenheid is ten opzichte van het midden van de jaren negentig met bijna anderhalf miljoen banen toegenomen. Ook in vergelijking met de Eurozone-landen is de ontwikkeling van de werkgelegenheid gunstiger en de werkloosheid lager. Het beroep op een uitkering door mensen beneden de 65 jaar is afgenomen. Dit geldt zowel voor de bijstand als voor de Ziektewet, de WAO en de Werkloosheidswet. Aan de massale uittocht naar VUT en prepensioen is een einde gekomen; de arbeidsdeelname van 55-plussers en 60-plussers neemt toe. Het aantal zelfstandige ondernemers beweegt zich in een opgaande lijn.

Al met al mag vanuit de optiek van economie en arbeidsmarkt van een succesvolle introductie van financiële prikkels in de sfeer van de sociale zekerheid en belastingen worden gesproken.

3 Financiële prikkels in de financiële sector

Aan de huidige crisis in de financiële sector liggen diverse oorzaken ten grondslag:

- Het enorme spaartekort in de Verenigde Staten als gevolg van een extreme voorkeur voor lenen bij gezinnen, bedrijven en overheid
- Een te lang volgehouden, te sterk monetair verruimend beleid in de VS
- Een verbrokkeld toezicht op de financiële sector in de Verenigde Staten, maar ook in Europa
- De search naar high yields als het rendement op staatspapier laag is, met bijbehorende onderschatting van risico's
- Bescheiden kapitaalvereisten voor banken
- De ondoorzichtigheid en onoverzichtelijkheid van interne risicomodellen voor de leiding en de toezichthouders

Om er maar een paar te noemen. Ik beperk mij verder tot de rol van financiële prikkels in de financiële sector.

Heeft men in de financiële sector voldoende oog gehad voor financiële prikkels? Financiële prikkels waren er genoeg. De bonussen voor de bedrijfsleiding zijn niet van de lucht en soms vele malen groter dan het basis-salaris. De fees van ratingagencies als ze een opdracht binnen slepen, zijn ook niet mis. Hedge-fonds beheerders worden beloond met een basisper-

centage over het ingelegde geld met daarenboven een veel groter percentage over de gemaakt winst. Traders op de effectenbeurs krijgen een basissalaris met daarnaast een bonus, gebaseerd op hun bijdrage aan de jaarwinst van het bedrijf. Dealmakers voor private equity transacties bij een bank, ontvangen een persoonlijke fee voor iedere deal die ze binnen weten te halen. Hypotheek-bemiddelaars krijgen een percentage van iedere hypotheek die ze aanbrenge.

Financiële prikkels zijn volop aanwezig, maar zijn ze ook goed gericht en goed doordacht? Hier kan de financiële sector nog wel wat leren van de overheid en van de eenvoudige particulier.

Vergelijk de hervorming van de Bijstandswet met de vernieuwing van het model van hypotheek-verstrekking: het zogenaamde “originate and distribute” model. Bij de hervorming van de Bijstandswet waren we ons er zeer van bewust dat gemeenten zich anders zouden gedragen, als zij voortaan voor eigen rekening en risico de bijstand uitvoeren, in plaats van de kosten bij het rijk te declareren. Hoeveel het zou opleveren, wisten we niet precies. Wel was het op voorhand duidelijk dat de oude statistische relaties tussen werkgelegenheid, werkloosheid en bijstandsvolume niet meer op zouden gaan. De beoogde gedragsverandering trad inderdaad op. Door de verschuiving van het financiële risico naar de gemeenten werden zij scherper bij de toelating tot de bijstand, actiever bij fraudebestrijding en creatiever bij het toeleiden van potentiële bijstandsgerechtigden naar werk. Het succes van dit gebruik van financiële prikkels voor gemeenten is zo evident gebleken, dat de aanvankelijke tegenstanders van de nieuwe Bijstandswet, nu ook voorstanders zijn geworden.

De introductie van het “originate and distribute” model in de financiële sector bij kredietverlening, is sterk vergelijkbaar met de hervorming van de Bijstandswet. Alleen hier ging het precies de andere kant op. Onder het oude model van kredietverlening werden kredieten verschaft, die gedurende de looptijd voor rekening en risico kwamen van de instelling die het besluit nam om het krediet te verlenen. Via securitisatie werd het risico verplaatst naar beleggers, die de pakketten leningen of delen daarvan kochten. Op grond van statistische analyses werd door beleggers en hun riskmanagement afdelingen geconcludeerd dat de risico's van zo'n belegging beperkt waren. Over het hoofd werd gezien dat hypotheekverschaffers zich anders gaan gedragen, als zij weten dat zij niet zelf het kredietrisico gaan lopen, maar iemand anders. Historische data worden dan irrelevant, want zo'n regimewijziging leidt tot een gedragswijziging. De misrekening van

beleggers werd nog groter, toen bleek dat huizenprijzen niet alleen kunnen stijgen, maar ook kunnen dalen.

Het is niet de enige weeffout wat betreft financiële prikkels. Laat ik nu beginnen met een huis-tuin-en-keukenvoorbeeld.

Stel u wilt een huis kopen. De eigenaar van het huis dat u op het oog heeft, vertelt dat u boft. Want hij heeft al een deskundige uitgezocht, ingehuurd en betaald. Die deskundige heeft het huis onderzocht en de waarde ervan bepaald. U hoeft alleen maar met die uitkomst akkoord te gaan.

U kunt zich toch niet voorstellen dat u dit zomaar zult doen? De volkswijsheid “wiens brood men eet, diens woord men spreekt” schiet u onmiddellijk te binnen. In plaats van af te gaan op de door de verkoper ingehuurde deskundige vormt u zichzelf een oordeel, of u huurt zelf een deskundige in, om u bij te staan. In de financiële sector ontbreekt dit boerenverstand. De rating-agencies die een oordeel geven over een onderneming en hun financiële producten, worden geselecteerd en betaald door diezelfde ondernemingen. De kopende professionele partijen varen er blind op, in plaats van dat ze zelf deskundigheid inhuren. Rating-agencies die met elkaar concurreren om de opdrachten binnen te halen van verkopende partijen om hun producten te beoordelen, moeten bovenmenselijke eigenschappen hebben om toch objectief te zijn.

Ook andere beloningssystemen die in zwang zijn binnen de financiële sector zijn slecht doordacht. Voordat ik verder ga, wil ik benadrukken dat het me niet gaat om het niveau van de beloning. Het is moeilijk vast te stellen wat een goede beloning is voor een topper. Er zijn fotomodellen, topsporters, toptrainers en topmusici die zeer hoge inkomens weten te verwerven. Het is dus niet gek dat ook een topper in het bedrijfsleven veel verdient. Ik laat de aanvaardbaarheid van het beloningsniveau buiten beschouwing en spits me toe hoe beloning wordt gekoppeld aan “resultaat”.

Ook hier begin ik met een illustratie van buiten de financiële sector.

Stel: u bent vermogend, u bent goed in statistiek, u bent niet goed in pokeren, maar u kent wel een goede pokeraar. En u gaat niet over één nacht ijs, maar u maakt een uitgebreide statistische analyse van zijn wedstrijdresultaten. Die blijken significant bovengemiddeld te zijn. U komt tot de conclusie dat het combineren van uw vermogen en zijn talent voor u beiden profijtelijk kan zijn.

U ontwerpt een contract met de pokeraar. Hij gaat uw vermogen benutten en u zijn talent. U geeft hem een redelijk basissalaris. Om hem te stimuleren goed te spelen, spreekt u af dat hij 20% van de winst zelf mag houden. Om er zeker van te zijn dat u verantwoord bezig bent, rekent u al zijn vorige partijen nog eens door en u komt tot de conclusie dat zijn speelwijze voor u een hoog rendement zal opleveren, ook na aftrek van zijn basissalaris en zijn percentage op de winst. U houdt er ook rekening mee dat verliezen geheel voor uw rekening komen, maar zijn resultaten in het verleden zijn zo goed dat die verliezen ruimschoots gecompenseerd worden door de 80 % die u van zijn winstpartijen krijgt.

Toch is het een levensgevaarlijk contract wat u op het punt staat te sluiten. In een flits realiseert u zich dat de pokeraar anders gaat poken als hij dat met uw geld doet, een vast basissalaris heeft, en niet deelt in de verliezen, maar wel in de winsten. Hij zal veel meer risico's gaan nemen. Als het goed uitpakt, kunt u echt rijk worden, maar u kunt ook uw totale vermogen verliezen. Dit is dus een zeer risicovol contract. U besluit het niet te doen.

Dit fictieve contract met een pokeraar is een vrijwel exacte kopie van de wijze waarop hedgefonds managers zich laten belonen: 2% beheersvergoeding over het ingelegde vermogen, 20% van de winst en niet meedelen in verliezen. Het is evident dat een beloningssysteem dat een vast basissalaris kent, met wel meedelen in de positieve resultaten en niet meedelen in negatieve resultaten, een financiële prikkel is voor risicovol gedrag. Toch is dit een veel voorkomende beloningsvorm in de financiële sector. Het systeem geldt voor traders, maar ook voor het topmanagement. Symbolisch is de beloning van de topman van Lehman die op grond van boekwinsten drie jaar achtereenvolgend tientallen miljoenen aan bonus incasseert, om in het vierde jaar de onderneming failliet achter te laten.

Een ander voorbeeld van een beloningssystematiek die tot risicovol gedrag stimuleert, is het belonen van medewerkers op basis van afgesloten deals. Een voorbeeld uit de praktijk. Een beursgenoteerde onderneming wendt zich tot de bank voor een lening. De accountmanager – dat is de functionaris die de contacten met de onderneming onderhoudt – zegt dat hij niet verder kan gaan dan een lening die de verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen beperkt houdt tot 1:3. Vervolgens meldt zich bij dezelfde bank een private equity fonds dat de onderneming van de beurs wil halen. Het private equity fonds komt aan een ander loket. De functionaris daar meent dat er wel een verhouding eigen vermogen / vreemd vermogen van 1:9 mogelijk is. Hoe kan dat? Het kan zo zijn dat het private equity fonds een veel betere strategie voor de onderneming heeft bedacht. Maar

of dit zo'n groot verschil kan verklaren? Wat zeker ook meespeelt is het beloningssysteem. De gewone bankfunctionaris – de accountmanager – wordt klassiek beoordeeld op zijn totale functioneren en weet dat het oordeel niet positiever wordt als hij steeds de grenzen van de verantwoorde kredietverlening opzoekt. Bij het private equity-loket van de Bank worden bonussen gegeven op basis van gerealiseerde deals. De bank krijgt immers ook een fee als er een deal gerealiseerd is. Dit leidt ertoe dat bankemployees bij het private equity-loket zo veel mogelijk deals willen sluiten. En als het kredietcomité van de bank kritische vragen heeft, weten ze vol overtuiging uit te leggen dat andere banken in het verleden net zo ver of nog verder zijn gegaan, dat deze Private equity firm echt geweldige plannen heeft en dat als de deal niet doorgaat, een andere bank er met de transactie en de fee vandoor gaat. De functionaris heeft een persoonlijk belang bij het slagen van de deal. Hij heeft een financiële prikkel om het geld de bank uit te laten gaan. Niet om te zorgen dat het veilig terugkomt. Zou de bonus pas worden uitgekeerd als het geld veilig terug is, dan zou een kritischer bejegening in de lijn der verwachting liggen.

Opmerkelijk is dat bij de financiële crisis, banken met omvangrijke en geavanceerde afdelingen risk-management niet gevrijwaard zijn gebleven van problemen. Het tegendeel lijkt eerder het geval: des te groter de afdelingen risk-management, des te groter de geleden schade.

Één factor kan zijn dat het hebben van een grote geavanceerde afdeling risk-management de bedrijfsleiding een vals gevoel van veiligheid geeft. Ingewikkelde producten en ingewikkelde constructies die de leiding niet kan doorgronden, worden toch geaccepteerd omdat ze immers door de afdeling risk-management zijn beoordeeld.

Minstens zo belangrijk is de scope van de risicoanalyse. Het aantal onderscheiden risico's is omvangrijk:

- Macro-economisch risico
- Kredietrisico
- Renterisico
- Liquiditeitsrisico
- Business-risk
- Concentratierisico
- Marktrisico
- Tegenpartijrisico
- Reputatierisico
- Operationeel risico

en er zijn er nog wel meer.

En al die risico's zijn te lijf gegaan met modellen, statistische analyses, scenario analyses, procedureanalyses en stresstesten.

Niemand heeft het ooit tot zijn taak gerekend om de gedragsaspecten van financiële verhoudingen en wijzigingen daarin te analyseren. Ook de prudentiële toezichthouders hebben dit punt laten liggen. Ook in de toezichthouders-catalogus van te analyseren risico's, komt het risico van beloningssystemen niet voor. Daarom noemde ik in mei jongleden hier aan de VU, de financiële prikkels "het vergeten risico". Inmiddels rekenen toezichthouders dit ook tot hun taak en dat betekent dat de risk-management afdelingen en de audit committees zullen volgen. Het is opmerkelijk dat wat in het particuliere leven snel wordt doorzien en bij het overheidsbeleid inmiddels ook wordt doorzien, in de financiële sector zo langzaam doordringt. Laten we hopen dat het daar nu ook is geland en dat het beklijft.

Hoe crisisbestendig is ons begrotingsbeleid?

Wouter Bos

Dames en Heren, en in het bijzonder mijn 'oude' professor van Muiswinkel en uiteraard de 'jonge' eredoctor 'Gerrit Zalm',

Het is mij altijd weer een genoegen om hier bij mijn Alma Mater langs te kunnen komen.

Zo ook vandaag.

Nee juist ook vandaag.

Omdat begrotingsbeleid een pracht thema is om het over te kunnen hebben.

Omdat het één van de eerste keren is dat ik mijn oude hoogleraar Van Muiswinkel weer eens zie...en hem hoop ik ook kan laten zien dat er iets is blijven hangen van wat hij me probeerde te leren.

Omdat een gehoor waarin ook eredoctor Gerrit Zalm zich bevindt, borg staat voor hoge kwaliteit.

En misschien toch ook omdat begrotingsbeleid en de VU iets met elkaar hebben.

Die samenhang begint aan het eind van de 2A-gang van het hoofdgebouw, dus in een uithoek van dezejarige faculteit.

Daar staat meestal (nu even uitgeleend) een bijzonder leermiddel te verstoffen. Een plexiglazen kast van 2,5 bij 1,5 meter gevuld met buizen, trechters en radertjes, ooit de 'ecocirc' gedoopt.

Een bijzonder staaltje van aanschouwelijk onderwijs: het geheel van water, zand, klepjes en radertjes stelde de macro-economie voor, en door water of zand – daar wil ik vanaf zijn – door het systeem te laten lopen, leerden jonge VU-studenten – ja, zo ging het verhaal tenminste, ik heb 'm nooit in werking gezien – hoe macro-economische grootheden met elkaar samenhangen, en dat impulsen leiden tot terugkoppelingseffecten. En als je er te veel water of zand in goot, dan liep de boel over.

Oftewel: alles hangt met alles samen, en beïnvloeding moet vooral met beleid plaatsvinden.

Ik weet niet of die kast er ook al stond ten tijde van Jelle Zijlstra. Want met hem begon die merkwaardige gemeenschappelijke geschiedenis van VU en begrotingsbeleid.

Hij was de eerste Minister van Financiën, maar vandaag toch vooral ook de eerste ex-VU-student, die begon met wat we nu een trendmatig begrotingsbeleid noemen.

Zijn Miljoenennota voor 1961, als minister van Financiën in het kabinet De Quay, was het sleuteldocument.

Hierin legde hij de contouren vast voor wat later de Zijlstra-norm ging heten.

Deze norm stelt dat het begrotingssaldo van de overheid op de middenlange termijn mee moet lopen met het spaaroverschot in de particuliere sector. Op die manier wordt pro-cyclisch beleid op de middenlange termijn voorkomen, er van uitgaande dat export en import in evenwicht zijn.

In de praktijk werd aan het begin van de kabinetsperiode op basis van de verwachte trendmatige groei de budgettaire ruimte vastgesteld.

De filosofie van Zijlstra hierachter was: als van tevoren de ruimte voor hogere overheidsuitgaven/lagere belastingen vastligt, is de druk tot tussentijdse aanpassingen beperkter.

Zo kon hij zich verdedigen tegen wat hij zelf noemde ‘stellig te verwachten aanvallen op de schatkist’ en herstelde hij de – in die tijd – tanende macht van de minister van Financiën.

Al met al zagen we drie resultaten van de Zijlstra-norm.

Eén: pro-cyclisch beleid werd voorkomen.

Twee: de druk op tussentijdse aanpassingen nam af.

Drie: de minister van Financiën werd geen speelbal van verlangens en eisen van zijn collega’s maar stelde het speelveld ruim van tevoren vast.

Hoe pakte het nieuwe beleid uit?

In een nutshell kun je vaststellen dat ondanks de Zijlstra-normen, in de jaren ‘60 zowel collectieve uitgaven als de collectieve lasten fors stegen. Vervolgens bleken de gestegen en stijgende overheidsuitgaven in de jaren ‘70 en ‘80 tot begin jaren ‘90 bij verslechterende economische omstandigheden in toenemende mate moeilijk te beheersen en nam op alle fronten de onrust rond het begrotingsbeleid toe, al was het maar vanwege de vele tussentijdse bezuinigingen en lastenverhogingen.

Toen was het de beurt aan een volgende ex-VU-student: Gerrit Zalm. Ook hij voerde een eigen norm in: de Zalm-norm.

Daar zaten vanaf het begin af aan al twee van de drie elementen in die ook

bij Zijlstra centraal stonden en die natuurlijk ook heel veel met elkaar te maken hadden: hoe breng je rust in het begrotingsbeleid en hoe verstevig je de positie van de Minister van Financiën.

Alleen die eerste doelstelling van Zijlstra, het tegengaan van pro-cyclisch beleid, kwam niet meteen helemaal tot zijn recht, met name omdat in de eerste jaren onder Zalm een deel van de inkomstenmeevallers nog aangewend mocht worden voor lastenverlichting.

Maar dat doet verder niet af aan wat echt de grote vondst was van zijn begrotingsbeleid: de scheiding van inkomsten en uitgaven, het hanteren van reële uitgavenplafonds en het hanteren van één besluitvormingsmoment in het voorjaar.

Het systeem werd gecompleteerd toen de pro-cyclische inkomstenijklat uit de eerste jaren vervangen werd door, analoog aan hoe het aan de uitgavenkant ging, een inkomstenkader in de latere jaren.

Alle afwijkingen door economische ontwikkeling lopen automatisch de schuld in. Hierdoor wordt pro-cyclisch beleid voorkomen.

De Zalm-norm is inmiddels internationaal een standaard van goed begrotingsbeleid.

En voor wie daarvan niet onder de indruk is, binnenlands heeft Gerrit er zelfs de Dikke van Dale mee gehaald!

U begrijpt, toen ik vorig jaar aantrad, voelde ik het verleden op mij drukken.

Weer een ex-VU-student aan het roer bij Financiën, hoeveel hoger kon ik de lat nog voor mezelf leggen?

Het werd me al snel duidelijk dat ik de Dikke van Dale eerder haal met een Bosbelasting dan met een Bosnorm.

En als het dan over een Bosnorm gaat, vermoeden de meesten waarschijnlijk dat het gaat om het nationaliseren van banken terwijl dat nu juist een oud-socialistisch beginsel was waar ik als modern sociaal-democraat mijn beweging van had willen verlossen. U begrijpt het leed is groot.

Niettemin, standing on the shoulders of giants, heb ik het toch aangedurfd een bijna perfect begrotingsbeleid nog net ietsje beter te maken.

Overigens nog steeds met die drie doelen van Zijlstra voor ogen: tegengaan van pro-cyclisch beleid, rust rond de besluitvorming en een stevige rol van de Minister van Financiën.

En dus laten we nu de potentieel pro-cylisch werkende rentelasten buiten de uitgavenkaders, gebruiken we omwille van rust en voorspelbaarheid nu een realistische raming van de groei in plaats van een behoedzame, luiden we eerder de alarmklokken als we in de buurt komen van Brusselse

alarmwaarden, en leiden hogere aardgasbaten niet meer automatisch tot hogere uitgaven via het Fonds Economische Structuurversterking.

Overigens intrigeert me bij deze geschiedenis van het begrotingsbeleid in vogelvlucht wel waarom het toch steeds VU-studenten waren?

Wat is er gereformeerd aan trendmatig begroten?

Is er iets in de wijsbegeerte der wetsideeën dat gaat over begrotingsbeleid?

Is souvereiniteit in eigen kring niet juist iets waar je als Minister van Financiën grote moeite mee moet hebben omdat het vooral betekent dat collega's in het kabinet willen dat je niet met hun zaken bemoeit?

En als er al iets Vrije Universiteitsachtigs aan het begrotingsbeleid is, 'vrij' is het in ieder geval niet!

Ik heb zelf het antwoord op die vraag pas een paar jaar geleden ietsje beter begrepen.

Dat kwam door een andere oud-VU-student.

Geen econoom, dat pleit tegen hem, maar hij had wel iets met professor van Muiswinkel, dat pleitte dan weer voor hem.

Enfin, ik heb het over Jan Peter Balkenende.

Hij wist het begrotingsbeleid tot onderdeel van het normen en waardendebat te maken en toen begreep ik pas waarom de meest succesvolle ministers van Financiën van de VU komen.

De redenering is heel simpel: schuld stond voor slecht rentmeesterschap, slecht rentmeesterschap was zonde, en zonde was fout.

En zo was alles toch weer teruggebracht tot enkele grote evangelische waarheden.

Al herinner ik me dat professor van Muiswinkel er toch altijd net een slag anders over dacht...

Tot zover de geschiedenis.

Veel interessanter is natuurlijk de vraag hoe de toekomst van ons begrotingsbeleid er uit ziet.

Ik wil graag stil staan bij een aantal aspecten waar ik denk dat we met elkaar naar mogelijkheden voor verdere verbetering zullen moeten zoeken.

Ik loop er vijf met u langs.

Een eerste voorbeeld van wat misschien nóg anders of beter zou kunnen is de manier waarop we omgaan met de aardgasbaten.

We hebben een vaste voeding van het FES in deze kabinetsperiode en een voorstel gedaan voor hoe het in de toekomst zou kunnen gaan: vaste voeding van het FES aan begin van iedere kabinetsperiode, gebaseerd op een percentage van het rendement van het ondergronds vermogen.

Het kabinet heeft hier een bodem ingelegd om het huidige beleid te kunnen doorvoeren. Hierdoor wordt de systematiek transparanter.

De vraag is of het niet nóg beter, nóg slimmer kan.

Die discussie is weer actueel, onder andere door de DNB studie hierover.

Bij mij staat het denken hierover ook zeker niet stil.

Zo blijft het een kwetsbaar punt ook in de door ons voorgestelde systematiek dat bij de ruimtesommen aan het begin van de kabinetsperiode, welke bijvoorbeeld bepalend zijn voor saldodoelstelling en vaststelling van de kaders, geen onderscheid wordt gemaakt tussen aardgasinkomsten en overige inkomsten.

Ook wil ik uitzoeken of het mogelijk is om te werken met vermogensbehoud en alleen de rendementen onderdeel te laten zijn van de integrale afweging tussen uitgaven, lasten en schuldaflissing.

Deze afweging hangt onder meer samen met de discussie over het optimale schuldniveau.

Hoe laag moet de schuld worden?

Niet iets wat we deze kabinetsperiode nog kunnen bedenken en invoeren, maar zeker iets voor het volgende kabinet.

Een tweede kwetsbaar punt dat continu studie behoeft is de vraag of het evenwicht tussen automatische stabilisatie en budgettaire discipline enerzijds en de beschikbare discretionaire ruimte anderzijds, juist is getroffen. Politici die vier jaar lang geen keuzes kunnen maken omdat ze aan het begin van die vier jaar de regels hebben vastgesteld, maken zichzelf kwetsbaar.

Er zal dus altijd behoefte zijn aan flexibiliteit, ventielen en speelruimte. Volgens mij is dat binnen het huidige begrotingsbeleid grosso modo in orde en zie op voorhand geen redenen voor nog grotere discipline en nog minder speelruimte.

Ik ben hier echt een volgeling van Jelle Zijlstra: een minister van Financien moet goede regels hebben en ze streng toepassen.

Maar daarbinnen heeft hij wel speelruimte nodig.

Anders verliezen de regels, en de minister, hun geloofwaardigheid.

Een derde punt van aandacht – en verbetering – zit in de sfeer van de belastingen.

Hoeveel complimenten we ook altijd krijgen van OESO en IMF voor ons uitstekende begrotingsbeleid, ze hebben al een paar keer de vinger op een zere plek gelegd: aftrekposten met een open einde.

In de belastingsfeer zijn regelingen niet altijd gebudgetteerd of in ieder geval ingekaderd, zoals aan de uitgavenkant het geval is.

Natuurlijk staan onze belastinguitgaven allemaal in de Miljoenennota, natuurlijk moeten nieuwe belastinguitgaven langs een strikt toetsingskader voordat ze mogen worden geïntroduceerd en natuurlijk moeten deze ook worden gedekt.

Echter, veel regelingen hebben een open einde en worden ook niet of beperkt gemonitord.

Een goed, wat pijnlijk, voorbeeld was de Buitengewone Uitgavenaftrek. Dat was een enorme budgettaire spuiters die het kabinet dus nu heeft afgeschaft.

Een andere, aanzwellende stroom is de hypotheekrenteaftrek.

Maar die bestaat dus nog steeds.

Dat heeft dan ook niet zoveel te maken met het op een consistente manier toepassen van belastingregels maar alles met politieke afspraken.

Die deze minister uiteraard loyaal uitvoert.

Maar puur vanuit de beheersing van de overheidsuitgaven geredeneerd moeten we ons wel realiseren dat zolang uitgaven strakker beheerst worden dan belastinguitgaven en aftrekposten, de effectiviteit van het begrotingsbeleid niet optimaal is en allerlei mogelijkheden voor strategisch gedrag aanwezig blijven, zoals het kiezen voor fiscale faciliteiten in plaats van een subsidie louter en alleen omdat de begrotingsdiscipline dan minder strak geldt.

Ook roept het tal van consistentie-vragen op: als op een fiscale regeling een groter beroep wordt gedaan dan geraamd is dat in het algemeen geen probleem; maar als dat in de zorg, want aan de uitgavenkant, gebeurt, dan is het wel een probleem.

Daar staat uiteraard het argument tegenover dat ik hiervoor zelf al memoreerde.

Naarmate de budgettaire discipline groter is, is de behoefte aan speelruimte dat ook.

Zo bezien zou je de relatief ontspannen houding ten opzichte van belastinguitgaven ook kunnen zien als een noodzakelijk ventiel op het strakke beleid aan de uitgavenkant.

En voor de rest, geloof me, heeft dat allemaal niet zoveel met begrotingsbeleid maar heel veel met politiek te maken.

Een vierde verbeteringspunt ligt bij het nadenken over en monitoren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën.

Dat begint bij een werkbare visie op houdbaarheid.

Daar is de afgelopen jaren niet altijd goed mee omgegaan.

Vaak wel door de economen die de beperkingen kenden van hun modellen maar al snel een stuk minder door de politici die er in de praktijk gebruik van moesten maken.

De versimpeling die het meest funest is geweest, is de definitie van houdbaarheid als een betaalbaarheidsvraagstuk in plaats van een verdelingsvraagstuk.

Ook zagen we hoe houdbaarheid de plaats ging in nemen van maatschappelijke kosten-/batenanalyses.

Ik herinner me een discussie in verkiezingstijd waarbij een investering in onderwijs werd afgewezen omdat het slecht was voor de houdbaarheid. Te bizar voor woorden.

Het heeft natuurlijk ook te maken met het feit dat we er tot nu toe niet in zijn geslaagd een goede maatstaf te ontwikkelen voor hoe goed of hoe slecht we het doen qua houdbaarheid.

Even leek het zover te zijn toen het Centraal Plan Bureau een aantal jaren geleden met het 'robuuste saldo' kwam waarbij het saldo geschoond werd van incidentele inkomsten.

Maar mede gezien de grote verschillen tussen de manier waarop het CPB structurele saldi berekent en de Europese Commissie dat doet, alsmede ten gevolge van het feit dat het saldo weliswaar wél geschoond wordt van incidentele inkomsten maar niet van incidentele uitgaven, heeft ook deze maatstaf het niet gehaald.

Het Centraal Plan Bureau concludeert dat zelf ook in de laatste Macro Economische Verkenningen.

Mij lijkt het in ieder geval een goed idee om in de volgende versie van de begrotingsregels ook regels met betrekking tot houdbaarheid op te nemen: hoe stel je het vast, hoe monitor je het, welke conclusies trek je wanneer.

In de VU-traditie van het begrotingsbeleid zou het antwoord op die laatste vraag moeten zijn dat je niet tijdens de rit je beleid wijzigt als de score op houdbaarheid het relatief beter of slechter doet dan je van tevoren had vastgesteld.

Tenslotte een laatste punt, iets dichterbij de actualiteit.

Hoe crisisbestendig is ons begrotingsbeleid eigenlijk?

Zijn de begrotingsregels bedoeld voor vreedstijd of ook werkbaar in oorlogstijd?

Komen we er met onze regels als deze financiële crisis doorzet en/of zich op enigerlei moment heftiger dan voorspeld in een neergang van de reële economie vertaalt?

Tot op grote hoogte wel denk ik.

Allereerst geldt ook hier het oude VU-adagium dat het bij begrotingsbeleid belangrijk is om koers te houden en rust uit te stralen. Zelfs als voorgangers op TV komen en je adviseren van koers te veranderen, is het advies van mijn voorganger goud waard: luister niet naar je voorganger en hou koers.....

Maar goed, de volgende vraag die dan natuurlijk meteen om de hoek komt kijken is wanneer koersvastheid omslaat in onvermogen om met wijzigende omstandigheden rekening te houden.

In het concrete Nederlandse geval helpt het dan overigens wel dat we zo'n goede uitgangspositie hebben en er dus geen enkele reden is om bij voorbaat in grote paniek te raken als de economische groei ernstig vertraagt.

De OESO rekent met een begrotingselasticiteit van 0,55. Dat betekent dat als de groei met 1% wijzigt, dit voor 0,55% doorwerkt op het overheids-saldo.

Met een saldoraming van dik boven de 1% kunnen we dus een stootje hebben voor we in de buurt van de Brusselse alarmwaarden van -2 of -3% komen.

Daar komt dan ook nog eens de vraag bij hoe de effecten op het saldo straks boekhoudkundig verwerkt gaan worden.

Zal dit gezien worden als een conjunctureel effect of als een structureel effect?

In het eerste geval heb je te maken met een tijdelijke afwijking van het pad en is er geen reden om structurele maatregelen te nemen want de structurele saldodoelstelling komt dan niet in gevaar.

Me dunkt dat er veel voor te zeggen is dat de groeivertragingen die voor de komende kwartalen zijn voorspeld weliswaar niet conjunctureel zijn in de zin van dat ze aan de cyclus zijn gerelateerd maar wel tijdelijk in de zin dat verwacht mag worden dat hierna economieën als de onze weer in de buurt van hun structurele groeipad van om en nabij de 2% per jaar zullen komen.

Blijft over dat krachten door heel Europa heen, maar met een bekend kristallisatiepunt in Parijs, zich nu natuurlijk toch klaar maken om met de kredietcrisis als aanleiding het Groei en Stabiliteitspact ten grave te dragen.

Omdat de budgettaire discipline te strak zou zijn en de economische coördinatie tussen Europese lidstaten te zwak.

Ik ben het daar zeer mee oneens.

Ik zie vanuit subsidiariteitsoogpunt geen reden om de verantwoordelijkheden inzake het economisch beleid anders te verdelen dan ze nu zijn: rente

en monetair beleid bij de ECB, begrotingsbeleid primair bij nationale overheden.

Houden zo.

Ook zie ik geen reden om het Pact niet van toepassing te verklaren onder de huidige omstandigheden.

Als we die weg op gaan is plotseling elke geplande uitgavenverhoging gerelateerd aan de crisis en dus legitiem; dat lijkt me het laatste wat we moeten hebben.

Wel kan ik me voorstellen dat met een beroep op begrippen als ‘special circumstances’ en ‘extraordinary circumstances’ landen de mogelijkheden krijgen om tijdelijk een hogere schuldpositie te hebben. Bijvoorbeeld ten gevolge van herkapitalisatie of nationalisatie van financiële instellingen.

En ook kan ik me voorstellen dat als landen door de grenzen van het Pact heen schieten ze wat langer de tijd krijgen om hun schatkist weer op orde te brengen.

Maar dat is het wel zo’n beetje wat mij betreft.

Dames en heren, ik sluit af.

Ons begrotingsbeleid kent een prachtige VU-traditie, wordt steeds beter en zal ongetwijfeld nog weer beter kunnen.

Een paar van die verbeterpunten heb ik vandaag aangestipt.

Of en hoe het zich houdt in deze kredietcrisis zal zich gaandeweg bewijzen.

Maar als de kredietcrisis ons iets heeft geleerd dan is dat behoedzaamheid en realisme in de openbare financiën loont.

Omdat het tot buffers leidt waardoor je niet meteen in paniek hoeft te vervallen als de tegenvallers zich opstapelen, zelfs niet in tijden van crisis.

Het leek me wat genant om vandaag met een citaat van Zalm of Bos te eindigen.

Dus dan toch maar geheel in traditie Zijlstra.

We willen veel, we denken veel te begrijpen, we pretenderen graag het antwoord op elke omstandigheid te kunnen bieden, ook mijn verhaal stond er vol van.

Juist dan passen de relativerende woorden van Zijlstra: ”Naar mijn stellige overtuiging heeft de Staat een wezenlijke taak op economisch gebied. Maar ook al zou men van mening verschillen over de vraag, wat de Staat mag of moet doen op economisch gebied, vaststaat, dat zulk een Staat niet alles kan”.

Dank u wel.

Vuur met vuur bestrijden

Eric Bartelsman

1 Inleiding

In dit nummer van TPEdigitaal vindt u enkele artikelen die de oorzaken van de ‘crisis van 2008’ bespreken, alsmede aanstippen hoe het beleid zou kunnen worden aangepast om een vergelijkbare financiële crisis in de toekomst te mijden. Mijn blik op de oorzaken maakt dankbaar gebruik van dit werk. Verder heb ik het voordeel van het terugkijken om te bespreken welke oplossingen voor de financiële crisis zijn toegepast, en of ze hebben geholpen. Ook heb ik de reële economie, soms in ‘real time’, kunnen zien afbrokkelen, met terugval in productie, handel, en werkgelegenheid in alle werelddelen. Het doel van dit artikel is vooral om te bespreken of en hoe de overheid hier iets aan kan doen. Hier zijn veel economen mij voorgegaan met mediaoptredens, blogs en artikelen, waarbij opvalt dat de analyses en oplossingsrichtingen veel heterogener zijn dan de convergerende *communis opinio* in de nadagen van de ‘great moderation’ had doen vermoeden (Blanchard 2008). Daarentegen neemt het voorgenomen of ingezette stimuleringsbeleid van overheden bijna overal dezelfde traditionele vormen aan, zij het dat de traditionele politieke tegenstellingen tussen ‘links’ en ‘rechts’ zorgen voor een uiteenlopend aandeel van uitgaven en belastingverlaging en een variërende omvang van de stimulus.

In dit artikel wil ik benadrukken hoe breed het gedachtegoed van ‘mainstream’ economen over de rol van de overheid nu lijkt. Ook denk ik dat politici en beleidsmakers, op basis van hun preferenties, uit de nieuwe economische ideeën wellicht beter beleid kunnen distilleren dan ze nu doen op basis van hun verouderde economische kennis. Wellicht zijn ze onbewust slaaf geworden van de intellectuele bijdragen van Keynes en de gebeurtenissen van de jaren dertig. Het nu ingezette beleid zal mijns inziens voor alle politieke partijen tot teleurstellende uitkomsten leiden. De

oplossingsrichting die ik uit bestaande economische analyses distilleer, heeft als nadeel dat deze veel politieke moed vergt, waardoor het wellicht pas in een volgende crisis uit de vergane literatuur zal worden opgedoken. Toch komt het tot de kern van de huidige problematiek, namelijk een te sterk schommelende en niet op fundamenteën gebaseerde prijs voor macro-economisch risico. De overheid kan door het stimuleren van private vraag en de uitgifte van innovatieve financiële instrumenten de prijs voor dit risico stabiliseren. Met andere woorden, de overheid kan sturen door actief te handelen in kredietverzekeringen. Dit kan helpen om ons nu uit het dal te trekken en om toekomstige crises te voorkomen.

2 Oorzaken van de crisis

Veruit de beste analyses van de oorzaken en korte termijn gevolgen van de crisis heb ik gezien op een videostream van een panel bijeenkomst van 5 MIT economen.¹ Een deel van wat zij zeggen is ook terug te vinden in de stukken van Bos, Zalm, en vooral Lucas. Ik zal kort de belangrijke punten van dit panel doornemen, en ze aanvullen met de ideeën elders in dit nummer, voor zover die cruciaal zijn voor de richting van toekomstig beleid.

Caballero begint met de macro-economische achtergrond van de crisis, die wellicht wat onderbelicht is gebleven. Vanwege onevenwichtigheden in internationale handelsstromen, of internationaal investerings- en spaargedrag, is er veel kapitaal op zoek naar een veilige plek met een goed rendement. Met de reductie van het aanbod van Amerikaanse staatsobligaties en het lage rendement tijdens de Clinton-jaren stond de financiële sector onder druk om veilige activa te creëren ten behoeve van bijvoorbeeld de Chinese Centrale Bank of 'sovereign wealth funds' van oliestaten. Door de lage rente aan het begin van deze eeuw heeft dit proces een nog grotere vlucht genomen.

Tegelijkertijd was er in de V.S. politieke druk om discriminatie in het verlenen van hypotheekleningen tegen te gaan. De financiële sector heeft hierop gereageerd met het invoeren van een innovatie in kredietverlening, namelijk securitisatie. De details kunt u lezen in het artikel van Lucas, maar het komt er op neer dat individuele hypotheekleningen werden gebundeld, opgeknipt, voorzien van risicoverzekering, en doorverkocht in plakjes in een spectrum van veilige tot minder veilige obligaties. Het innovatieve zit erin om cross-sectionele risico's veel meer te 'poolen'. Iedere hypotheek heeft een risico

¹ MIT (2008), R. Caballero, W. Wheaton, A. Lo, B. Holmstrom, en J. Poterba.

dat een huiseigenaar de hypotheeklasten niet meer kan betalen terwijl tegelijkertijd de hoofdsom lager is dan de executiewaarde van het huis. Door duizenden hypotheeken te bundelen, is het cross-sectionele risico van individuele omstandigheden – verlies van een baan of daling van lokale huizenprijzen – gespreid en daardoor eenvoudig te prijzen. Er was echter ook een macrorisico dat de totale werkloosheid zou stijgen of dat onroerendgoedprijzen in het hele land zouden dalen. Dit risico is helaas veel te laag ingeschat, waardoor dalende huizenprijzen een kredietcrisis zouden veroorzaken, waardoor de werkloosheid zou oplopen, waardoor ‘defaults’ op hypotheeken zouden toenemen, enzovoort.

De innovatie in de financiële dienstverlening had als voordeel dat hypotheeken goedkoper werden, waardoor onroerend goed beter betaalbaar werd. De toegenomen vraag deed de huizenprijzen stijgen. Dit gaf de aanzet voor wat achteraf als een zeepbel in onroerend goed kan worden aangemerkt. Als bijkomend euvel nam het verschil in prijs tussen bestaande woningen en nieuwbouw toe, waardoor het startsein werd gegeven aan een hausse in de woningbouw met als resultaat, volgens Wheaton van MIT, een surplus van 6 miljoen woningen. Deze onevenwichtigheid in vraag/aanbod biedt geen goed vooruitzicht voor een snelle stabilisatie van woningprijzen in de VS. Gegeven het prijsniveau in December 2008 verwacht men een verdere daling van rond de 20%, zelfs zonder verdere macro-economische teruggang.

Zalm slaat de spijker op de kop met zijn betoog waarin hij stelt dat alle spelers in deze markt minder onvoorzichtig zouden zijn geweest, of in ieder geval een realistischere inschatting van risico hadden gemaakt, als ze niet allemaal zouden verdienen aan deze handel in goede tijden, zonder iets te verliezen in slechte. Economische prikkels werken, zeer goed zelfs. Ze moeten dan wel zodanig zijn vormgegeven dat ze tot maatschappelijk wenselijk gedrag prikkelen. De ‘moral hazard’ onder alle spelers is enorm en het effect van de beloningsregels op de spelers in financiële markten moet zeker meegenomen worden door toezichhouders bij het inschatten van kredietrisico.

Een ander aspect van de securitisatie, dat een belangrijke rol heeft gespeeld bij de ‘meltdown’ van de financiële markten in september 2008, is dat van asymmetrische informatie tussen marktpartijen. Volgens Holmstrom van MIT was een miskend kenmerk van de ‘asset-backed securities’ dat de secundaire markt leed onder een ‘lemons’ probleem. Een bank zou eerst de zuurste stukken verkopen, waardoor de marktprijs in een spiraal daalt en de markt verschraalt. Ex ante, toen de verknipte en gebundelde hypotheeken eerst werden verkocht als obligaties, waren ze, voor ieder risicocategorie, statistisch identiek. Echter, nadat de koper de betalingsstromen van de onderliggende kredieten kon waarnemen, en met deze private

informatie en ingewikkelde software de onderliggende waarde van de obligatie kon berekenen, werd de waarde op de secundaire markt minder wegens het lemons-probleem. Dit speelt ook nu bij het vaststellen van een prijs voor de giftige activa. Alleen als er een gecoördineerde, wereldwijde, aankoop van alle stukken die gedekt worden door sub-prime hypotheken plaatsvindt, dan kunnen ze na herverpakking weer doorverkocht worden als identieke obligaties, tegen een voor de klant beter berekenbare prijs. Dan moet de koper wel weten dat de belegging voor de volle looptijd moeten vasthouden, omdat het bij doorverkoop weer een 'lemon' is.

Boven op het lemons-probleem, waardoor banken de prijs die derden voor hun bezit zouden betalen hebben overschat, hebben banken niet geanticipeerd op het feit dat alle andere banken ook de risicobeheersingstrategie hebben om bij dalende waardes direct de boel te verkopen. Omdat er geen kopende partijen zijn als er zich een macro-economische schok voordoet, dalen de prijzen van al deze activa nog harder, of komt de markt tot een complete stilstand.

3 Het bezweren van de kredietcrisis

Ik moet helaas bekennen dat ik vanaf de eerste signalen van tumult erg optimistisch ben geweest over het vermogen van de Centrale Banken om een daadwerkelijke kredietcrisis te voorkomen. Bernanke is een kenner van historische crises bij uitstek², en andere Fed bestuurders kennen alle spelers op de markten en hebben inzage in de draaiboeken van reacties op meerdere financiële verstoringen. Al in de zomer van 2007 begonnen er problemen op te doemen op Wall Street vanwege de dalende huizenprijzen in de VS, bijvoorbeeld te zien aan het instorten van beursprijzen van de 'monoline insurers'. De Fed begon direct de rente te verlagen, en toverde in december 2007 al nieuwe methoden uit de hoed om de markt van liquiditeiten te voorzien. Meerdere malen heb ik in het openbaar verkondigd dat de crisis bezworen was. En dat deed ik na elke beleidsreactie op iedere stuip trekking op de markt, tot de val van Lehman Brothers.

Maar nu zien we in verschillende landen verschillende reacties en verschillende plannen, die continu aangepast worden, voor de nog steeds slechter wordende situatie bij financiële instellingen. Wat is beter: kapitaalinjecties, opkopen van giftige activa, het vormen van een 'bad bank', of nationalisatie, zoals onlangs aangeraden door Roubini (2009)? Of hebben Ausubel en Cramton (2009) de gouden greep door banken in tweeën te laten splitsen (goede en slechte activa), en houders van eigen en vreemd

² Zie bijvoorbeeld Bernanke (2000).

vermogen een pro-rata aandeel in beide te geven? Is het mogelijk om iets te doen, zonder een 'marktprijs' voor de slechte activa te vinden, of moet je daarmee altijd beginnen? Ik weet het niet meer, mijn kennis schiet hier echt tekort. Daarom verkondig ik nu maar dat Minister Bos geweldige stappen aan het nemen is, en dat ik blij ben dat er bij de ECB en DNB zulke bekwame en betrouwbare mensen zitten.

De politieke keuzes voor oplossingsrichtingen voor de problemen bij de banken, en ook voor de manier waarop zij het toezicht willen gaan inrichten, zouden inzichtelijker worden als de partijen hun doelstellingen duidelijk maken. Daarbij moet wel helder zijn dat de problemen wereldwijd zijn, en dat alle oplossingen op zijn minst internationaal gecoördineerd moeten worden. Economen kunnen dan aangeven wat de afwegingen zijn voor de verschillende opties. Vooral als het gaat over de herinrichting van het toezicht zouden er nu heldere politieke doelstellingen moeten worden geformuleerd. Wil men 'zekerheid' dat een crisis nooit meer voorkomt? Wil men vooral kleine spaarders beschermen, of alleen zorgen voor veilig betalingsverkeer? Is efficiënte allocatie van kapitaal het belangrijkste doel en zijn risico's dan acceptabel? Moet er vooral gezorgd worden dat de exorbitante zelfverrijking nooit meer mogelijk wordt? Moeten we vooral zorgen dat de schuldligen van deze crisis hun verdiende loon krijgen (en dat hun 'geroofde' vermogen naar nul gaat)? Voor ieder van deze doelstelling is er wel een plan te verzinnen.

4 De kredietcrisis en economische krimp

Hoe komen we van een kredietcrisis naar een sterk krimpende economie? Het simpele verhaal is niet overtuigend. Door onzekerheid bij de banken over de waarden van hun bezittingen durven ze niet meer aan elkaar te lenen. Hierdoor houden alle banken zo veel mogelijk liquide middelen vast, en de kredieten aan bedrijven worden aan banden gelegd. Sommige bedrijven kunnen hun investeringsplannen niet uitvoeren, waardoor de vraag daalt, hetgeen via Keynesiaanse multipliers tot een recessie leidt.

Om deze keten van gebeurtenissen logisch op elkaar te laten volgen, zijn wel erg veel veronderstellingen nodig. Ten eerste, heeft de Fed vrij snel de rente verlaagd, en ook banken de faciliteit geboden om hun slechte activa te ruilen voor staatsobligaties. Toch bleef de marktrente voor commerciële leningen veel hoger dan die waartegen de banken via de Fed konden lenen, ook al waren de commerciële klanten in principe nog steeds liquide en solvabel. Verder konden commerciële bedrijven voor hun investeringsplannen nog steeds geld uit de markt halen via aandelenuitgiftes of lange ter-

mijn obligaties. De prijs hiervoor zou, gegeven de lage rente voor staatsobligaties en de tot dan toe onveranderde vooruitzichten voor de bedrijven, gunstig zijn. Omdat een heel groot deel van de investeringen gedaan wordt door multinationals, met directe toegang tot deze kapitaalmarkten, zouden investeringen op macro niveau niet veel hoeven te dalen vanwege de kredietcrisis bij financiële instellingen. Weinig tot geen vraaguitval met multipliers is het gevolg. De laatste schakel, het grote multiplier effect, vereist ook rigiditeiten in lonen en prijzen. In de VS hebben we de laatste decennia gemerkt dat deze meevallen (bijvoorbeeld de sneller dan verwachte daling van inflatie in de Volker-jaren, of de flexibiliteit van lonen in respons op wisselkoersen en handel in de jaren negentig). Extra productiecapaciteit vindt nu heel snel een prijs waarmee het benut kan worden. BBP wordt veel minder bepaald door de vraag, en veel meer door technologie en arbeidsaanbod. Al met al moet het basismodel van Keynes als verklaring van de recessie worden verworpen.

Een alternatief en tegenovergesteld verhaal over het verloop van de macro-economie als gevolg van het barsten van de onroerend goed zeepbel en de kredietcrisis wordt gegeven door het analyseren van een 'real business cycle' (RBC) model. In deze analyse is de economie zelfherstellend en leiden beleidsinspanningen altijd tot welvaartsverlies. Mulligan en Threinen (2008) komen tot de conclusie dat als reactie op de gebeurtenissen in september 2008, investeringen en de werkgelegenheid zullen toenemen en lonen zullen dalen. Daarbij zal er een herallocatie plaatsvinden van kapitaalgoederen en activiteiten van onroerend goed en financiële bedrijven naar andere sectoren. Er komt geen recessie. Dit is voor een Keynesiaans opgeleide macro-econoom nauwelijks te bevatten, maar is wel gebaseerd op micro-economisch gedrag. Doordat de prijs van bestaande woningen terugvalt naar de vervangingskosten, en deze terugvallen naar de macro-economische schaduwprijs van de ingezette factoren, lijden huishoudens een groot vermogensverlies. Hierdoor willen huishoudens meer werken om hun levensloopinkomsten en -consumptie weer op peil te brengen. Doordat relatieve prijzen van kapitaalgoederen in onroerend goed en de financiële sector zijn gedaald, verschuiven de investeringen naar andere sectoren waar nu een relatieve schaarste is aan kapitaal. De lonen dalen, zodat vraag en aanbod in de arbeidsmarkt in evenwicht komen. De economie loopt door met een andere verhouding aan activiteiten tussen sectoren, totdat, door afschrijving op bestaand kapitaal, de verhouding van kapitaal in alle sectoren terug is bij het originele uitgangspunt (technologie en smaak zijn namelijk niet veranderd).

Dit onnozele verhaal gaat volstrekt voorbij aan het bestaan van een crisis. Ook de recente bijdragen van Mulligan op zijn website geven blijk van een bijna religieuze aanhang van 'first principles' van de aanbodeconomie.

Toch moet dit verhaal niet te snel verworpen worden: het geeft wel aan waar we uiteindelijk terecht zullen komen. En tegen die tijd zijn we nog lang niet dood; zelfs de depressie heeft slechts een decennium geduurd. Wat is er dan wél aan de hand waardoor de wereldhandel snel daalt, de productie en consumptie snel krimpt, en er in de VS flink gesnoeid wordt in het personeel? Waarom blijft de rente op commerciële leningen hoog en is de investeringsbereidheid bij bedrijven afgenomen? Dan moet men toch een rol toedelen aan de vraagkant van de economie, zelfs, en misschien juist, in een wereld met flexibele prijzen.

In een artikel van Cooper en John (1988) wordt een simpel model van vraag en aanbod gemaakt, waarbij een ‘coordination failure’ een economie van een hoog naar een laag evenwicht kan brengen. Beide evenwichten zijn stabiel, met blijft steken zonder verdere impulsen. In een laag evenwicht gaat men niet werken of investeren, omdat men denkt dat er te weinig vraag is, en er is te weinig vraag omdat er te weinig inkomen wordt gegenereerd door productie. Hoe komen we dan vanaf een hoog conjunctuur terecht in een ‘coördinatie recessie’?

Hierbij helpt het verhaal van Bernanke en Gertler (1989 en later) over de ‘Financial Accelerator’. Bij een (kleine, tijdelijke) terugval van kredietverlening door banken kunnen solvabele commerciële bedrijven die echter net tegen liquiditeitsgrenzen aanlopen de kans op faillissement zien toenemen. Hierdoor neemt de waarde van hun onderpand af, waardoor het kredietprobleem nijpender wordt. Als gevolg neemt ook de waarde van de bezittingen van banken af (de aandelenportefeuille daalt in waarde), waardoor ze de kredieten verder moeten terugdringen. Dit brengt een steeds groter wordende cyclus van ‘de-leveraging’ van banken, vermindering van krediet en toename van faillissementen, met zich mee. Door de slechtere vooruitzichten voor de macro-economie op korte termijn neemt de waarde van kapitaal weer af, enzovoort. We kunnen dan in een laag coördinatie evenwicht terechtkomen, zelfs als prijzen zich kunnen aanpassen. De verwachting van lage *reële* vraag weerhoudt mensen van investering en productie. De toegenomen onzekerheid over het macro-economische verloop leidt bij dit probleem tot een hogere macro-economische risicopremie, hetgeen leidt tot een ‘Financial Accelerator’ crisis en een mogelijk evenwicht met lage productie en werkgelegenheid. Hoe diep dit nieuwe evenwicht is weet niemand, hetgeen de macro-economische risico-premie weer doet toenemen.

De ideeën van Caballero (2009), maar ook van DeLong (2008), om de kredietcrisis te bezweren en economische krimp te vermijden of aan te pakken, hebben dan ook te maken met wat ‘Knightian uncertainty’ wordt genoemd. Men is zo onzeker over de macro-economische toekomst dat er geen schatting gemaakt kan worden over de statistische verdeling van ma-

crogroei. In normale tijden is dit al moeilijk (zie ook de oorzaak van het instorten van de markt voor ‘asset-backed securities’), omdat er eigenlijk maar erg weinig observaties zijn van tijdreeksen en ervaringen uit het verleden geen goede voorspeller zijn van de toekomst. Terwijl de financiële sector wel genoeg kennis heeft om relatieve risico’s tussen bedrijf A en bedrijf B in te schatten, zorgt het gebrek aan kennis over de macro-economische toekomst ervoor dat niemand bereid is om op cross-sectionele risico’s in te zetten. Het wegvallen van dit allocatiemiddel voor kapitaal over alle mogelijke benuttingen verwijderd de prijssignalen uit de economie die hard nodig zijn voor economische efficiëntie. Deze theorie van het verband tussen de kredietcrisis en economische krimp lijkt symptomatisch veel op het coördinatieprobleem, maar is wellicht moeilijker op te lossen. Als de overheid in staat is om de markt weer een redelijke visie op macrorisico te geven, kan de markt daar een gefundeerde prijs voor berekenen en kunnen de kredietstromen richting bedrijf A of bedrijf B weer op gang komen. In ieder geval lijkt het probleem van de toegenomen ‘Knightian uncertainty’ en de daarbij behorende symptomen erg goed te passen bij de huidige financiële en economische situatie.

5 De weg uit het dal

Er is crisis. Nederland zit officieel in een recessie en er staat ons nog veel meer te wachten in een neerwaartse spiraal van vraaguitval. We gaan terug naar de jaren dertig. Tenminste, als je de krantenkoppen en de uitspraken van sommige politici gelooft. Zoals Keynes al waarschuwde, zelfs de meest wereldlijke leiders die zich vrij wanen van de invloed van ivoren toren wijsheid, zijn waarschijnlijk een slaaf van het gedachtegoed van een afgedankte econoom...

Het huidige politieke debat in Nederland tussen wel of niet vasthouden aan de budgetafspraken van het regeerakkoord, of het Verdrag van Maastricht, lijkt welhaast een debat tussen pre-Keynesianen en Keynesianen. Het is verbazingwekkend dat de eerstgenoemde nog leven, en dat de laatstgenoemde in een halve eeuw niets hebben bijgeleerd. We gaan echt niet terug naar de jaren dertig. Zelfs als de economie tot eind 2010 krimpt met hetzelfde tempo als tussen het derde en vierde kwartaal van 2008 (iets minder dan 4 procent per jaar), dan vallen we niet eens terug tot het welvaartsniveau van 2000. Wat een crisis!

Om de Nobelprijs winnaar Lucas losjes aan het halen, “Zodra je over productiviteitsgroei denkt, denk je aan niets anders”. Met een-tiende procentpunt meer productiviteitsgroei per jaar kun je het verlies van een twee

jaar durende recessie in een halve generatie terugverdienen. Met andere woorden, als je nu maatregelen gaat nemen om de recessie korter en minder diep te laten worden, maar hiermee de groeivoet van productiviteit met 0,1 procentpunt per jaar verlaagt, dan ben je een dief van je eigen portemonnee. Dat neemt niet weg dat een recessie erg vervelend is, zeker voor de mensen die geen baan kunnen vinden of voor mensen die toch al in de marge leven. Maar de ondergrens van welvaart per persoon, gegeven het niveau van onze kennis, zal in het ergste geval, zeg een centraal geleide planeconomie, toch voldoende zijn om te overleven. De vooruitzichten voor de toekomst zijn dan echter minder rooskleurig.

Economen hebben een prachtige methode om beleidsopties te evalueren, namelijk door de netto contante waarde van consumptieverloop onder de opties uit te rekenen. In principe kunnen we berekenen hoe de oplossing van de RBC economen (niets doen) en dat van Keynesianen (overheidsuitgaven verhogen), er uitzien in termen van de netto contante waarde van consumptie. Helaas is in een RBC model de optie van geen beleid bij aanname altijd het beste, omdat alle private beslissing altijd al optimaal zijn. Anderzijds is tijdens een Keynesiaanse recessie de verhoging van de uitgaven altijd het beste, omdat de schaduwkosten van de ingezette productiemiddelen tijdens een recessie bij aanname nul zijn volgens het Keynesiaanse model. De gevolgen van het beleid voor het traject van productiviteitsgroei is in beide werelden irrelevant. In het RBC komt technologie uit de hemel vallen, en bij Keynes zitten we in de toekomst allemaal in de hemel (behalve de bankiers).

Een manier om deze onoplosbare tweestrijd te beslechten wordt geleverd door Murphy (2009), die de maatschappelijke kosten en baten in een simpele vergelijking zet.³ Op basis hiervan zegt hij geen voorstander te zijn van verhoogde overheidsuitgaven. Maar DeLong riposteert dat er volgens deze logica wel een werkloosheidsvoet is waarbij Murphy ook voorstander zou worden.⁴ Dus een principekwestie wordt een empirisch vraagstuk. Dat is vooruitgang.

$$\text{Netto effect} = (1 - \alpha)G - [(1 - f)G + \lambda fG] - \delta G \quad (1)$$

³ Deze presentatie is gegeven tijdens een symposium op University of Chicago, waar onder meer ook Robert Lucas een verrassende, bijna Keynesiaanse, lezing gaf. Zie <http://gsbmedia.chicagogsb.edu/GSBMediaSite/Viewer/?peid=439a24a984fa449a8833412955afac45>

⁴ Zie: delong.typepad.com/sdj/2009/01/best-anti-stimulus-argument-from-kevin-murphy.html

Hier is G de toename in overheidsuitgaven, $(1 - \alpha)$ geeft de maatschappelijke waarde van de overheidsuitgaven weer (α geeft de ‘inefficiëntie’ aan van de overheidsuitgaven), f is de fractie van productiefactoren die onbenut is ($1-f$ is dus de bezettingsgraad), λ geeft de schaduwprijs van onbenutte productiefactoren (bijvoorbeeld de waarde die werklozen hechten aan hun vrije tijd), en δ is de ‘deadweight loss’ van de belasting die, nu of later, nodig is om de overheidsuitgaven te financieren. De stimulans heeft een netto positief effect als

$$f(1 - \lambda) > \alpha + \delta.$$

Hoe meer onbenutte productiefactoren er zijn (dus hoe minder er bijvoorbeeld wordt geproduceerd in een ‘laag’ coördinatie evenwicht), hoe beter de casus voor een stimuleringsimpuls. Keynesianen met een hoge multiplier in hun hoofd denken wellicht dat de economie zich ver beneden de ‘natural rate’ van productie bevindt, en dat f wellicht zelfs groter dan 1 is (alle ronden van uitgaven in de multiplier zetten onbenutte productiefactoren aan het werk). Murphy ziet het meer in de orde van 0,07 (werkloosheid is 7%), waar overheidsstimulans vooral een ‘crowding out’ van al ingezette private factoren veroorzaakt. Als werklozen eigenlijk van vrije tijd houden, of een redelijk hoge uitkering hebben, dan wordt de casus voor een stimulans slechter. Murphy ziet een λ van 0,5; Keynesianen nemen ook het sociale stigma mee en zetten het wellicht op nul. De ‘deadweight loss’ van belastingheffing hangt natuurlijk af van het fiscale systeem, marginale wiggen enz. Wellicht kun je beargumenteren dat juist nu de overheid zo goedkoop kan lenen, δ richting nul gaat. Fiscaal conservatieven nemen meestal een getal groter dan 0,3 zelfs tot 0,8. Het meest interessante is de gedachte over de inefficiëntie van overheidsuitgaven. Murphy ziet een hoge α , die hoger wordt naarmate de politiek probeert snel allerlei plannen te verzinnen en naarmate het geld sneller wordt uitgegeven. Juist het verwarren van stimulans en investering ziet hij als een recept om inefficiënt geld uit te geven. Door Keynes is wel beargumenteerd dat je zelfs schatkistpapier kunt begraven en vervolgens mensen kan betalen om het weer op te graven; α is dan 1. Maar meestal wordt gedacht dat de overheid goed functioneert en dat α nul is, of dat de overheid cruciale uitgaven doet aan publiek kapitaal en dat α zelfs negatief kan zijn. Maar als er een heel hoge f is tijdens een flinke ‘coordination failure’ recessie dan overtreffen de baten vaak de kosten, zelfs bij een inefficiënte overheid. De uitslag bij Murphy: $0,07 \cdot (1 - 0,5) > 0,5 + 0,8$, dus de overheid moet vooral niets doen. Bij Keynesianen: $1 \cdot (1 - 0) > 0 + 0$, dus de stimulans wint.

Empirie om deze getallen in te vullen is toch lastig: we zullen eerst wat verder proberen te komen met theorie. Om te beginnen moeten we erachter komen wat de diepliggende oorzaak is van het lage evenwicht en hoe extra overheidsuitgaven kunnen helpen. Wellicht dat een stimulans met lage efficiëntie niet genoeg is om mensen ervan te overtuigen om zelf ook te gaan investeren en consumeren. De stimulans creëert niet genoeg vertrouwen over een toekomst in een hoog evenwicht. In dit geval, blijft de multiplier, f , laag. Het zou dus best kunnen dat we met de stimulans alleen private uitgaven vervangen door overheidsuitgaven en dat iedereen blijft steken in een afwachtende houding.

Hoe werkt het verhogen van overheidsuitgaven ten tijde van krimp veroorzaakt door het meer waarschijnlijke scenario van 'Knightian uncertainty'? In dit geval zijn de kosten van overheidsfinanciering relatief laag, omdat beleggers met hun 'flight-to-quality' de prijs van staatsobligaties drukken ten opzichte van private instrumenten. Maar door alleen de overheidsuitgaven te verhogen is het niet geheel zeker dat de onzekerheid over de toekomst zal afnemen. Vooral als de uitgaven niet efficiënt zijn en begrotingstekorten drukken op het vertrouwen over de lange termijn houdbaarheid van de overheidsfinanciën, kan onzekerheid blijven bestaan. Overheidsuitgaven waarvan men verwacht dat de kosten groter zijn dan de baten zullen het wantrouwen alleen maar vergroten.

6 Vuur met vuur bestrijden

De crux van de oplossing ligt dan niet zozeer in de omvang van de stimulans, maar in het wegnemen van onzekerheid door te zorgen voor efficiënte stimulering. De baten moeten hoger zijn dan de kosten. Nog beter zou het zijn als de overheid de onzekerheid kon wegnemen door mensen de zekerheid te geven dat er in de toekomst een efficiënte inzet van productiemiddelen op voldoende schaal zal plaatsvinden om deze middelen volledig bezet te houden. Met andere woorden, door te zorgen dat de productie en inkomen in de toekomst weer belanden op het niveau gegeven door de lange termijn aanbodcurve, dus in een 'hoog' evenwicht. Dan kan de marktrente weer afhangen van een risico-opslag die vooral gebaseerd is op micro-economisch risico en dus vooral cross-sectioneel van aard is (de gegregreerde technologische onzekerheid, dus de snelheid waarmee de lange termijn aanbodcurve naar rechts schuift, kent ook (tijdreeks)risico). Dit ideaal is wellicht niet realiseerbaar, maar is wel benaderbaar.

De oplossing ligt in de huidige crisis paradoxaal in het uitlokken van meer risicozoekend gedrag bij private partijen. Juist het nemen van risi-

co's, het nemen van beslissingen op basis van private informatie ten behoeve van privaat voordeel, zorgt ervoor dat de prijzen en allocaties de preferenties en productiemogelijkheden van de economie weergeven: dus efficiëntie.⁵ Iets minder abstract, maar op termijn wellicht belangrijker, is het effect van risicozoekend gedrag op innovatie en productiviteit. Als een economie kan kiezen uit een innovatietraject waar projecten een nauwe verdeling van uitkomsten kennen, of een innovatietraject waar projecten een brede verdeling van uitkomsten kennen, en beide trajecten hebben dezelfde gemiddelde uitkomst, dan krijgt een economie die inzet op het meer risicovolle traject een hogere groeivoet. Dit komt doordat 'innovatie' een immateriële kant kent: nieuwe ideeën of blauwdrukken kunnen tegen geringe meerkosten op grotere schaal worden toegepast. Een dynamisch efficiënte economie zorgt dat de geslaagde uitkomsten van het innovatietraject meer middelen krijgen, of een groter marktaandeel winnen, ten koste van de minder geslaagde projecten. Door de hefboomwerking op het macro-economisch niveau is de productiviteitsgroei groter wanneer de verdeling van uitkomsten van innovatieprojecten breder is. Het nemen van meer risico, in de cross-sectie, leidt tot hogere geaggregeerde productiviteitsgroei omdat de productiemiddelen verplaatst kunnen worden van minder naar meer succesvolle innovaties.

Dit proces van inzetten op risicovolle innovatietrajecten en heralloceren van middelen, gebaseerd op de technische- of marktuitskomsten van de projecten, is aan het eind van de vorige eeuw in de VS in een stroomversnelling gekomen. Grote bedragen zijn ingezet op cross-sectioneel risico. Het gaat hier over venture capital voor initiële innovatieprojecten, en private equity en junk bonds voor de herallocatie van productiemiddelen. Helaas, is het macro-economische risico ook in dit proces wellicht te laag ingeschat, waardoor per saldo teveel (macro-economisch gecorreleerd) risico is genomen. Desondanks waren alle partijen in staat om bewust te 'gokken' op de uitkomsten in de cross-sectie, en voor sommige innovaties ook op de onzekerheid over het tempo van vernieuwing door de tijd.

Het ziet er naar uit dat het investeren in innovatie nu heel snel op een laag pitje komt te staan. Bij grote, traditionele bedrijven en in de EU, wordt innovatie vaak uit vrije cash-flow betaald. Die raakt nu op. Andere financieringsbronnen worden ook problematisch. Niet alleen is de prijs van de macro-onzekerheid dusdanig dat alleen investeringen met een laag cross-sectioneel risico en een hoog gemiddeld rendement in aanmerking komen voor financiering, maar ook de bronnen van deze financiële middelen zetten nu allemaal in op veilige staatsobligaties. Verder is het tempo

⁵ Tenminste, als de prikkels geen 'moral hazard' oproepen, zoals het geval was in de financiële sector, aldus Zalm.

van herallocatie van middelen via financieringsconstructies (IPOs, buy-outs, mergers, enz) op een laag pitje komen te staan, hetgeen de potentiële opbrengst voor innovatieprojecten verder verlaagt. De flexibiliteit van productiemiddelen lijkt ook minder te worden, deels door getroffen beleidsmaatregelen.

De overheid heeft nu echter de mogelijkheid om het macrorisico van investeringen te verlagen. In plaats van zelf te gaan investeren en consumeren, kan de overheid op een van tevoren te bepalen tijdstip in de toekomst middelen verschaffen aan consumenten, bedrijven en overheidsinstellingen om goederen en diensten in te kopen. Omdat private partijen dan van tevoren weten wat de waarde van de vraag zal zijn, of in ieder geval dat er een 'vloer' ligt onder de toekomstige vraag, kunnen ze vandaag de prijs voor macrorisico verlagen voor de investeringen die nodig zijn om aan deze vraag te voldoen. De overheid kan er bijvoorbeeld voor kiezen om te investeren in zuinige auto's. Dat zouden ze op de traditionele manier kunnen doen door een onderzoekslaboratorium op te zetten en door bestaande autobedrijven subsidies, belastingverlaging, o.i.d. te geven. Een efficiënter alternatief zou zijn om consumenten een voucher geven voor korting op een auto die zuiniger is dan een van tevoren afgesproken grens. Dit trekt dan vanzelf investerende marktpartijen aan die op zoek gaan naar de beste oplossingen. Bijna alle componenten van het stimuleringsplan dat door het VS congres aangenomen is, zouden op een innovatieve wijze kunnen worden vormgegeven: via een prijsvraag, via vouchers, of via innovatief aanbesteden en andere vormen van publiekprivate samenwerking. Het Keynesiaanse idee om geld te begraven en weer op te laten graven in ruil voor loon zal in deze dagen van flexibele prijzen en angst voor de toekomst niet veel vertrouwen wekken. Ook traditioneel vormgegeven bestedingen van de overheid worden vaak niet erg efficiënt uitgevoerd en verminderen de 'netto baten', zoals eerder uitgelegd. Het innovatieve alternatief heeft een veel grotere kans om gunstig uit de kosten/baten analyse te komen.

Maar, het stimuleren van toekomstige vraag is in de huidige financiële crisis wellicht niet genoeg om de investeringen op gang te brengen. Hoe komen bedrijven vandaag de dag aan middelen? Als het plan werkt, zal de onzekerheid wellicht genoeg zijn afgenomen, waardoor de financiering vanzelf weer van staatsobligaties naar private obligaties zal verschuiven. Indien dit niet gebeurt, kan de overheid hier zelf voor zorgendoor het opgehaalde geld te gebruiken om 'Finance for Innovation and Recovery' obligaties (FIRE Bonds) te kopen van financiële intermediairs die de opbrengsten gebruiken om financiering te verschaffen aan bedrijven ten behoeve van investeringen in de toekomstige markten die worden gestimuleerd. Een bijkomend voordeel is dat de inkomensstromen van deze obligaties door de overheid kunnen worden gebruikt om de daadwerkelijke

stimulering te laten plaatsvinden. (Maar niets is gratis, het geld is in het begin opgehaald met uitgifte van staatsobligaties, en deze zullen afbetaald moeten worden).

Indien dit plan niet afdoende is doordat de daadwerkelijke aanbieder van de goederen en diensten nog steeds niet genoeg vertrouwen heeft in de toekomst om, zelfs met de beschikbare financiering, te investeren, kan de overheid een ‘macro-risico verzekering’ verkopen. Dit is, boven op de FIRE-bond, een derivaat, waarbij de overheid het bedrijf uitbetaalt of de lening kwijtscheldt onder bepaalde macro omstandigheden: bijvoorbeeld als het BBP twee kwartalen achter elkaar meer dan 5% daalt, of als het BBP 15% onder de piek komt. Deze verzekering veroorzaakt geen ‘moral hazard’: een individuele premiebetaler kan de macro-economie niet beïnvloeden. De verzekeringspremie zet wel een ‘prijs’ op macro-economisch risico, en wordt door de overheid vastgesteld. Omdat de macrorisico premie nu op angstige hoogte staat, kan de overheid goede zaken doen met het verkopen van deze verzekering. Sterker nog, de overheid kan door middel van het aanpassen van deze prijs ook proberen te zorgen voor een stabielere, en meer op fundamentele gebaseerde prijs voor macrorisico.

Hoe moet de overheid nu omgaan met de mogelijkheid dat er schade plaatsvindt en er uitbetaald moet worden. De overheid heeft, in tegenstelling tot een marktpartij die aan ‘re-insurance’ doet, meerdere middelen om haar risico te beheersen. De overheid heeft de keuze tussen het uitbetalen van een verzekering die ‘in the money’ is gekomen, of ze kan hierop anticiperen, en, indien het goedkoper is, de markt stimuleren door het aangaan van verplichtingen voor toekomstige vraag, zoals hierboven beschreven. Uiteindelijk is de ultieme ‘stop-loss’ strategie, het zelf in de hand nemen van de vraag, of zelfs het nationaliseren van de gehele economie. Echter, het is wellicht juist dit laatste scenario dat de markt de meeste angst inboezemt.

Literatuur

- Acemoglu, D., 2008, The crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics, January 6.
- Alesina, A. en L. Zingales, 2009, Let's stimulate private risk taking, *Wall Street Journal*, January 21, 2009, <http://online.wsj.com/article/SBI123249646698200289.html>.
- Bernanke, B., en M. Gertler, 1989, Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. *American Economic Review*, vol.79(1): 14-31., doi:10.2307/1804770.
- Bernanke, B., 2000, *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press.
- Blanchard, O.J., 2008., The State of Macro, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series 14259, <http://www.nber.org/papers/w14259>.
- Bordo, M.D., 2008, An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14569, <http://www.nber.org/papers/w14569>.
- Brunnermeier, M.K., 2008, Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08. National Bureau of Economic Research Working Paper Series No. 14612 (December). <http://www.nber.org/papers/w14612>.
- Caballero, R.J., 2009, A global perspective on the great financial insurance run: Causes, consequences, and solutions, Parts 1 and 2, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2827>.
- Caballero, R.J., E. Farhi en P-O. Gourinchas, 2008, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14521, <http://www.nber.org/papers/w14521>.
- Comin, D.A., 2008, An Exploration of the Japanese Slowdown during the 1990s. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14509 (November). <http://www.nber.org/papers/w14509>.
- Cooper, R. en A. John, 1988, Coordinating coordination failures in Keynesian Models, *Quarterly Journal of Economics*, vol.103(3): 441-464.
- DeLong, B.J., 2008, Grasping Reality with both hands, <http://delong.typepad.com/sdj/2008/09/understanding-t.html>.
- DeLong, B.J., 2009, Four ways out, *The Economists' Voice*, vol.6(3): 163-175, Berkeley Electronic Press.
- Diebold, F.X. en K. Yilmaz, 2008, Macroeconomic Volatility and Stock Market Volatility, Worldwide. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14269 (August). <http://www.nber.org/papers/w14269>.
- Khandani, A.E. en A.W. Lo, 2008, What Happened To The Quants In August 2007?: Evidence from Factors and Transactions Data. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14465, <http://www.nber.org/papers/w14465>.
- Mendoza, Enrique G. 2008. Sudden Stops, Financial Crises and Leverage: A Fisherian Deflation of Tobin's Q. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14444, <http://www.nber.org/papers/w14444>.

- Mountford, A., en H. Uhlig. 2008. What are the Effects of Fiscal Policy Shocks? National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14551, <http://www.nber.org/papers/w14551>.
- Mulligan, C., and L. Threinen. 2008. Market Responses to the Panic of 2008. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14446, <http://www.nber.org/papers/w14446>.
- Mulligan, C.B., 2008, A Depressing Scenario: Mortgage Debt Becomes Unemployment Insurance. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14514, <http://www.nber.org/papers/w14514>.
- Murphy, K, 2009, Evaluating the fiscal stimulus, faculty.chicagobooth.edu/brian.barry/igm/Evaluating_the_fiscal_stimulus.pdf.
- Obstfeld, M., 1986, Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises. SSRN eLibrary , http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=334305.
- Palumbo, M.G., en J.A. Parker, 2009, The Integrated Financial and Real System of National Accounts for the United States: Does It Presage the Financial Crisis? National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14663, <http://www.nber.org/papers/w14663>.
- Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff, 2008, Banking Crises: An Equal Opportunity Menace. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14587, <http://www.nber.org/papers/w14587>.
- . 2009, The Aftermath of Financial Crises. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14656, <http://www.nber.org/papers/w14656>.
- Taylor, J.B., 2009, The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14631, <http://www.nber.org/papers/w14631>.
- Wachter, J., 2008, Can Time-Varying Risk of Rare Disasters Explain Aggregate Stock Market Volatility? National Bureau of Economic Research Working Paper Series 14386, <http://www.nber.org/papers/w14386>.
- Wang, J.C., S. Basu en J.G. Fernald, 2008, A General-Equilibrium Asset-Pricing Approach to the Measurement of Nominal and Real Bank Output. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, 14616, <http://www.nber.org/papers/w14616>.
- Zingales, L, 2009, Yes we can, Secretary Geithner, *The Economists' Voice*, vol. 6(3), Berkeley Electronic Press.

De kredietcrisis – oorzaken, gevolgen en beleid

Michiel Bijlsma, Albert van der Horst en Suzanne Kok

De kredietcrisis heeft de wereldeconomie in de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog gestort. Ook de Nederlandse financiële sector is sterk geraakt. Dit vraagt om diepgaande analyse van de oorzaken en gevolgen. De huidige crisis heeft een totaal ander karakter dan die aan het begin van de jaren tachtig. Toen waren te lage winsten en geringe prikkels het probleem. Nu hebben we te maken met enerzijds speculatieve zeepbellen als gevolg van een overvloed aan besparingen en onderschatting van financiële risico's en anderzijds financiële innovaties die het systeemrisico vergrootten, terwijl regulering van en toezicht op het bancaire systeem achterbleef. De discussie over de beste inrichting en regulering, na terugkeer van rust op de financiële markten, is in volle gang. Reikwijdte en uitvoering van regulering zullen moeten veranderen. Daarbij dient niet uit het oog te worden verloren dat goedwerkende financiële markten essentieel zijn voor economische groei.

1 Inleiding

De huidige crisis is het gevolg van een explosief mengsel van macro-economische onevenwichtigheden en een reguleringskader voor financiële markten dat geen gelijke tred hield met financiële innovaties. De macro-economische onevenwichtigheden droegen bij aan het ontstaan van de zeepbellen op de huizen- en aandelenmarkten die de opmaat vormden voor de kredietcrisis (Caballero et al., 2008).¹ Het reguleringskader dat achter-

¹ Net als de meeste eerdere financiële crises is ook deze crisis voorafgegaan door een combinatie van 'financial liberalisation' en 'significant credit expansion'. Zie Kaminsky en Reinhart (1999) en Allen en Gale (2000). Het CEP 2007, blz.140 wijst ook op de risico's van deze betalingsbalansonevenwichtigheden, die de achilleshiel van de huidige succesvolle globalisering zouden kunnen zijn.

bleef bij financiële innovaties die het systeemrisico vergrootten, leidde ertoe dat het leeglopen van de zeepbellen gepaard gaat met een wereldwijde bancaire crisis (Brunnermeier et al., 2009). Het gevolg is een wereldwijde bancaire crisis en een macro-economische recessie die elkaar versterken en de wereldeconomie in de diepste recessie sinds de Tweede Wereldoorlog hebben gestort. Ook de Nederlandse financiële sector is sterk geraakt. Dit vraagt om diepgaande analyse van de oorzaken en gevolgen. In dit stuk maken we een eerste stap in deze richting.

Allereerst zetten we de oorzaken van de crisis op een rij, vervolgens gaan we na wat de gevolgen van de crisis voor Nederland zijn, en ten slotte bespreken we wat de crisis zou kunnen betekenen voor begrotingsbeleid, monetair beleid en toezicht op de financiële markten.

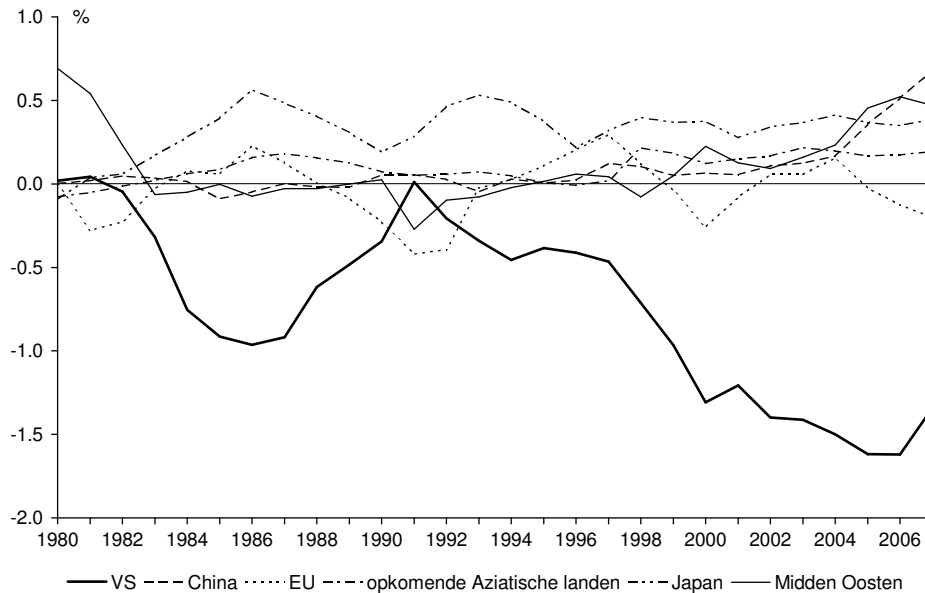
2 Oorzaken van de huidige crisis

Macro-economische onbalans. Sinds het begin van deze eeuw hebben opkomende economieën in Azië en olieproducerende landen grote overschotten op hun lopende rekening. In China leidde de afwezigheid van enige vorm van formele sociale zekerheid en oudedagsvoorzieningen tot een grote spaarbehoefte. In de opkomende economieën en olieproducerende landen zijn de financiële markten niet in staat om alle besparingen en inkomende deviezen goed te beleggen. In essentie worden op een financiële markt claims op toekomstige output verhandeld. De geloofwaardigheid van die claims vereist een goed ontwikkeld rechtssysteem met goed gedefinieerde eigendomsrechten. De Azië-crisis van 1997 maakte duidelijk dat het daaraan in die landen ontbrak, zodat de besparingen elders een bestemming moesten vinden. De besparingen vonden hun weg naar de Verenigde Staten, waar het tekort op de lopende rekening opliep tot ruim 6% van het BBP in 2005, zie Figuur 1.

Het ruime kapitaal aanbod leidde tot een onderschatting van financiële risico's en een historisch lage rentestand in de Verenigde Staten. Het overvloedige kapitaal veroorzaakte sterk stijgende huizenprijzen en aandelenkoersen en leidde tot speculatieve zeepbellen. Blanchard en Watson (1982) hebben laten zien dat ook in een wereld met louter rationele beleggers speculatieve zeepbellen niet uitgesloten zijn. Zolang iedereen er van uitgaat dat ook morgen de koersrendementen blijven bestaan, blijven beleggers investeren, zodat het verwachte rendement daadwerkelijk gerealiseerd wordt. Iedereen weet dat er ooit een einde aan dit mooie spel moet komen, maar niemand weet wanneer. Toen de slechte kwaliteit van de verstrekte

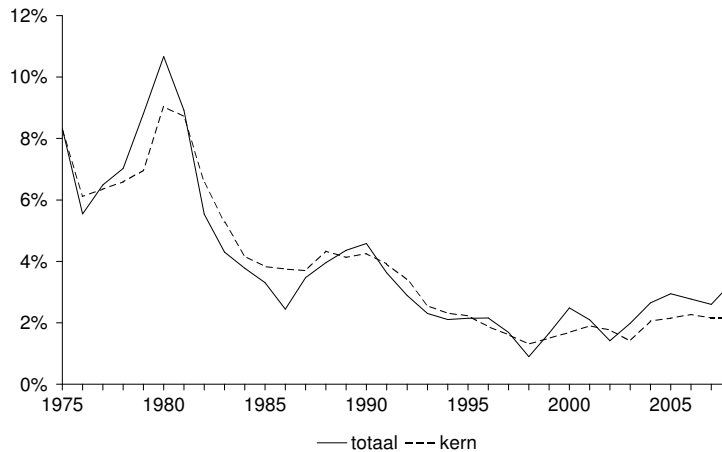
hypotheekleningen aan het licht kwam in de zomer van 2007, barstte de zeepbel.

Figuur 1 Lopende rekening, als percentage van het wereld BBP



Bron: eigen berekeningen op basis van International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, oktober 2008.

Expansief Amerikaans monetair beleid? De Federal Reserve wordt vaak verweten dat zij de rente te lang te laag heeft gehouden, waardoor zij heeft bijgedragen aan het ontstaan van een zeepbel in de huizenprijzen en daarmee aan de financiële crisis. Baily et al. (2008) concluderen dat deze kritiek terecht is, omdat zij het als taak van monetair beleid zien om de vorming van zeepbellen tegen te gaan. Wel stellen zij dat de invloed van de Federal Reserve niet overschat mag worden. Het relatieve grote aanbod van besparingen was een andere belangrijke oorzaak van de lage rentevoeten, wat blijkt uit het feit dat de hypotheekrente laag bleef nadat de Fed de rente verhoogde van 1% tot 5¼% vanaf medio 2004 tot medio 2006.

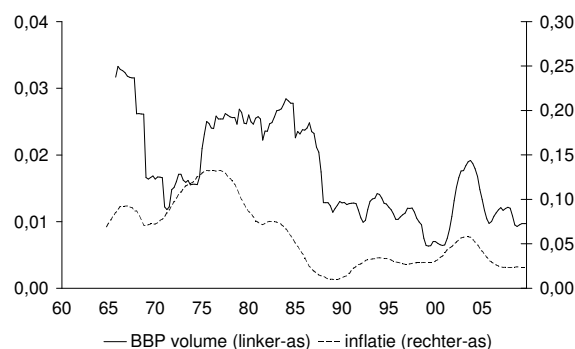
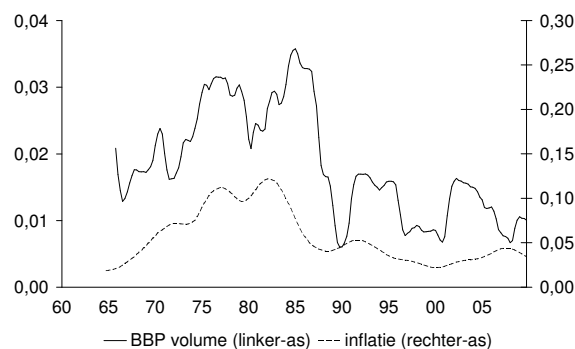
Figuur 2 Inflatie Verenigde Staten, 1975-2008

Bron: [US government Bureau of Economic Analysis](#)

McCallum (2006) berekent de rentevoet die volgt uit een Taylor-regel.² Hij vindt dat de actuele Federal Funds rente in de jaren 2002-2005 veel lager is gezet dan dit Taylor-niveau. Volgens deze maatstaf was het monetaire beleid dus te expansief in deze periode. Elmendorf (2007) komt tot dezelfde bevinding, maar stelt dat de vereiste stijging van de rente niet had geleid tot een andere economische ontwikkeling. De ontwikkeling van de kerninflatie in de Verenigde Staten laat zien dat de toename van de inflatie in de afgelopen jaren beperkt is gebleven, wat niet duidt op sterk expansief monetair beleid (zie Figuur 2).

Lage volatiliteit in aanloop crisis. Vanaf de jaren tachtig is de volatiliteit van inflatie en van de productiegroei in bijna alle rijke landen sterk afgenomen. Dit verschijnsel heet de *Great Moderation*. Het patroon van afname van de volatiliteit in Nederland hangt sterk samen met het patroon van buurland België en van het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten (zie Figuur 3). Dit komt door een sterke handelsrelatie (zowel direct als indirect via andere landen) en een relatief overeenkomstig arbeidsmarktbeleid.

² Hij stelt echter dat de Taylor regel geen adequate beschrijving geeft van het monetair beleid van 18 jaar Greenspan, maar vervangen moet worden door de base-money growth rate rule. Volgens deze regel is het monetair beleid in de laatste jaren van Greenspan niet anders geweest dan daarvoor.

Figuur 3 Volatiliteit van BBP-volumegroei en van inflatie 1960-2007 in Nederland en de VS^a**Nederland****Verenigde Staten**

^a De volatiliteit is gemeten aan de hand van een 'rolling sample' van 20 kwartalen. Elke observatie geeft de standaarddeviatie weer van de afgelopen 20 kwartalen. De observatie van 1965-I is dus de standaarddeviatie van groeicijfers (ten opzichte van zelfde kwartaal in het voorgaande jaar) van 1960-I tot en met 1965-I.

De *Great Moderation* begon na beleidsveranderingen in de jaren tachtig, in de vorm van een scherpe stijging van de rente, bezuinigingen bij de overheid en beëindiging van automatische koppelingsmechanismen. Centrale banken werden onafhankelijker, de Europese Centrale Bank werd opgericht en monetair beleid richtte zich op een lage, stabiele inflatie (González Cabanillas en Ruscher, 2008). Nederland voerde sinds 1994 een trendmatig begrotingsbeleid, waarbij conjuncturele fluctuaties voor rekening van de staatsschuld komen. Dit zorgt voor een automatisch anticyclisch beleid

en stabiliseert het effect van economische schokken. Op de arbeidsmarkt heeft de introductie van deeltijdwerk bijgedragen aan flexibilisering.

Naast deze beleidsveranderingen hebben structurele veranderingen bijgedragen aan de *Great Moderation*. De globalisering heeft Nederland meer verbonden gemaakt met de rest van de wereld. Ook zijn productieprocessen in de opkomende dienstensector flexibeler dan in de industrie. Gevolg is dat de economie minder voorraadafhankelijk is geworden (Kahn et al., 2002). Het belang van olie in onze economie is sterk afgenomen, waardoor de gevoeligheid voor olieprijschommelingen minder is geworden (Blanchard en Gali, 2007). Het valt overigens niet uit te sluiten dat toeval ook een belangrijke bijdrage heeft geleverd aan de afname van de volatiliteit (Smets en Wouters, 2007).

Door de lagere volatiliteit lopen consumenten, bedrijven en financiële intermediairs minder risico. Consumenten houden kleinere buffers aan voor economisch minder gunstiger tijden en zijn bereid zich meer in de schulden te steken, bedrijven nemen grotere risico's, wat resulteert in additionele investeringen, en financiers lenen meer aan consumenten en bedrijven. Een nadeel van de lagere volatiliteit is dat men onterecht er vanuit gaat dat de lage onzekerheid blijvend is, waardoor risico's te laag worden ingeschat. Deze lage inschatting van risico's vormde de opmaat naar een aantal speculatieve zeepbellen die de wereldeconomie in het eerste decennium van de twintigste eeuw troffen.

Financiële innovatie en falende regulering. Hoe kon het leeglopen van de zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt uitgroeien tot een wereldwijde bancaire crisis? Waarom kon deze relatief beperkte waardedaling een wereldwijde bancaire crisis veroorzaken? Het antwoord op deze vragen bevat de volgende elementen:

- De wijze waarop financiële instellingen securitisatie gebruikten.
- Falend risicomanagement bij banken.
- Verkeerde risico-inschattingen door kredietbeoordeelaars.
- Vliegwieleffecten door de leverage van banken, procyclische effecten van regulering, en opdrogende financieringsmarkten.
- Regulering die achterbleef bij financiële innovaties.

Om met het eerste punt te beginnen: securitisatie houdt in dat banken uitstaande leningen zoals hypotheekbundels, de bundels opknippen in pakketten en het recht op de geldstromen die deze pakketten genereren doorverkopen aan investeerders zoals pensioenfondsen, hedgefondsen en andere banken (het '*originate and distribute*' bedrijfsmodel dat banken uitbundig hanteerden). De bundels leningen worden hiervoor onderge-

bracht bij speciaal voor dat doel gecreëerde juridische entiteiten (SPV's: *Special Purpose Vehicles*).

Securitisatie maakte het mogelijk om het specifieke kredietrisico op de leningen te verhandelen en te diversifiëren, wat de risicopremie op de leningen verlaagde. Dit is op zich een positief effect. Securitisatie was echter ook een manier om regulering te ontwijken. In veel landen hoefden banken geen kapitaal aan te houden voor leningen die ondergebracht zijn bij SPV's. De financieringskosten van SPV's waren daardoor lager.³ De gesecuritiseerde leningen verdwenen van de balansen van banken, waardoor kapitaal vrijkwam om nieuwe leningen te verstrekken. Banken konden zo meer krediet verlenen. De markt voor gesecuritiseerde producten en kredietverzekeringen groeide sinds 2000 dan ook explosief. Na het uitbreken van de crisis bleek echter dat de leningen slechts virtueel van de balans verdwenen waren. Banken moesten hun SPV's steunen en zelf terug op de balans nemen, of bleken te beleggen in hun eigen gesecuritiseerde hypotheek.

Een tweede ingrediënt, falend risicomanagement bij banken, is gerelateerd aan securitisatie. Een ander negatief effect van securitisatie is namelijk dat het moral hazard kan vergroten. Een belangrijke functie van banken is het in de gaten houden van ondernemingen en consumenten aan wie ze geld lenen. Door bedrijven goed te monitoren houden banken hun kredietrisico binnen de perken. Als banken kredietrisico kunnen verzekeren of verkopen, verliezen ze deze prikkel. Het doorverkopen van gebundelde hypotheek en andere leningen leidde ertoe dat banken minder goed in de gaten houden of hun cliënten deze hypotheek en leningen wel kunnen blijven betalen. Zij hebben dan geen belang meer de slechte risico's in te perken. Veel leningen bleken dan ook van slechte kwaliteit. De manier waarop bankmanagers beloond werden, speelde hierbij ook een belangrijke rol. In goede tijden kregen ze uitzonderlijk hoge bonussen bij hoge winsten. Dat de winsten mogelijk waren dankzij het nemen van grote risico's bleef echter buiten beeld. Dit stimuleerde het nemen van onverantwoorde risico's.

Verkeerde risico-inschattingen door kredietbeoordelaars vormen het derde element. De waardering van gesecuritiseerde producten was gebaseerd op de ratings van kredietbeoordelaars (*rating agencies*). Bij het reguleren van de risico's die banken nemen, spelen de ratings van de producten die banken op hun balans hebben door kredietbeoordelaars zoals *Moody's* en *Standard & Poor's* dan ook een belangrijke rol. Naar nu blijkt, hebben deze de risico's van deze producten te rooskleurig ingeschat. Dit heeft ver-

³ Overigens moesten banken in Nederland wel kapitaal aanhouden voor off-balance sheet verplichtingen.

schillende oorzaken. Allereerst speelden belangenconflicten een belangrijke rol (Tirole, 2008). Kredietbeoordelaars gaven tegen betaling advies aan de banken wiens producten ze moesten beoordelen. Zo konden banken van tevoren een beeld krijgen van de te verwachten rating, en konden zij nagaan welke van de kredietbeoordelaars de gunstigste rating gaven.⁴ Ze adviseerden banken hoe ze gebundelde producten zo gunstig mogelijk konden opknippen, zodat de barrière voor een AAA rating net werd gepasseerd. Kredietbeoordelaars werden voor hun inkomen steeds meer afhankelijk van deze adviesdiensten.⁵ De kopers van deze producten schatten het kredietrisico niet zelf in vanwege het risico van *free-riding*: het produceren van dergelijke informatie is kostbaar, terwijl eenmaal geproduceerde informatie gratis door iedereen gebruikt kan worden. Verder leunde de waardering van deze producten sterk op complexe modellen, die kredietrisico's inschatten op basis van de recente (economisch voorspoedige) jaren: de historie op basis waarvan risico's werden beoordeeld was kort. Dit zorgde voor een onderschatting van de risico's. Daarnaast gaan de modellen slecht om met macro-economische risico's. In de meeste Amerikaanse staten zijn huiseigenaren van hun hypotheekschuld af als ze hun huis aan de bank teruggeven, ook al is het huis minder waard dan de lening die ze hadden. Hierdoor neemt het risico op faillissement bij dalende huizenprijzen sterk toe en kunnen de risico's van individuele hypothecaire leningen plotseling sterk gecorreleerd raken.

Vliegwieleffecten door de leverage van banken, pro-cyclische effecten van regulering, en opdrogende financieringsmarkten vormen het vierde ingrediënt. Zoals het barsten van de internetzeepbel in 2001 liet zien, gaat het leeglopen van zeepbellen niet altijd gepaard met een bancaire crisis. De directe verliezen op de hypotheekmarkt zijn nog steeds relatief beperkt. De verwachte verliezen op Amerikaanse leningen bedroegen 2.200 miljard dollar, volgens schattingen van het IMF in januari 2009. Dit is minder dan 4% ten opzichte van de wereldwijde marktkapitalisatie van aandelenmarkten in 2007.⁶ Als banken hun bezittingen op marktwaarde moeten waarderen, zorgt een daling van de marktwaarde van deze bezittingen voor een

⁴ Zie bijvoorbeeld John C. Coffee Jr.: "The inherent conflict facing the credit rating agency has been aggravated by their recent marketing of advisory and consulting services to their clients. Today, the rating agencies receive one fee to consult with a client, explain its model, and indicate the likely outcome of the rating process; then, it receives a second fee to actually deliver the rating (if the client wishes to go forward once it has learned the likely outcome). The result is that the client can decide not to seek the rating if it learns that it would be less favorable than it desires; the result is a loss of transparency to the market."

⁵ De markt voor kredietadvies is ook sterk oligopolistisch, er zijn wereldwijd eigenlijk maar drie grote spelers: Moody's, Standard & Poor's en Fitch.

⁶ Ongeveer 60.000 miljard dollar.

verlies dat ten laste gaat van het eigen kapitaal. De huidige kredietcrisis heeft, in tegenstelling tot de internetzeepbel in 2002/2003, het eigen vermogen van een groot deel van de bankensector weggevaagd. De verhouding tussen eigen kapitaal en uitstaand krediet voldoet daardoor niet meer aan de eisen van toezichthouders en marktpartijen. Als het eigen kapitaal door de daling te laag wordt, betekent dit dat banken óf hun eigen kapitaal moeten verhogen, óf de hoeveelheid uitstaande leningen moeten verminderen (door min of meer liquide leningen te verkopen), óf tijdelijk moeten stoppen met het uitlenen van geld. Omdat de onzekerheid over de vermogenspositie van banken en verwachte verliezen groot is, zijn private partijen niet bereid banken van nieuw kapitaal te voorzien. Banken gaan dus minder krediet uitgeven. Door de hefboomwerking van banken, iedere euro eigen vermogen kan via het aantrekken van geld van depositohouders meerdere malen worden uitgeleend, heeft dit een groot effect op het functioneren van de kapitaalmarkt. Tegenover 1 dollar eigen kapitaal stond gemiddeld zo'n 12 dollar krediet, een leverage van 1:12. Een verlies van 2.200 mld dollar op subprime en alt-A hypotheekleningen vermindert de kredietcapaciteit van Amerikaanse en Europese banken dus met zo'n 26.400 mld dollar.

Daarnaast kan er een vliegwieleffect optreden als markten niet-liquide zijn (Brunnermeier, 2008). In niet-liquide markten leidt het verkopen van leningen tot "*fire sales*", dat wil zeggen verkopen waarin activa noodgedwongen tegen (te) lage prijzen van de hand worden gedaan. Dit zorgt ervoor dat de marktwaarde van dergelijke bezittingen op de balans van andere banken afneemt, wat ten koste gaat van het eigen vermogen, waardoor deze in de problemen kunnen raken. Dit speelt mogelijk bij de handel in opgeknipte bundels hypotheekleningen. Om de lage prijzen te rechtvaardigen waarvoor deze producten nu van de hand gaan, moet het percentage huizenkopers dat niet aan zijn verplichtingen voldoet, erg hoog zijn. Een ander vliegwieleffect ontstaat door het opdrogen van financieringsmarkten (Gorton, 2008). Dit zorgde voor een snelle verspreiding van de crisis naar banken die nog niet in de problemen waren. De SPV's die securitisatie faciliteren, financierden hun langlopende verplichtingen met kort lopend geld, vergelijkbaar met een huizenbezitter die wekelijks zijn hypotheek moet verlengen. Banken deden dit in toenemende mate ook. Deze manier van financieren is gebaseerd op de veronderstelling dat financiële markten liquide genoeg zijn om herfinanciering mogelijk te maken. Tijdens de huidige crisis bleek dat dergelijke markten kunnen opdrogen, wanneer duidelijk wordt dat sommige leners op de rand van faillissement staan, terwijl niemand weet om wie het precies gaat (averechtse selectie). Banken en investeerders willen dan geen geld meer lenen aan andere banken of SPV's,

vanwege de angst het niet meer terug te krijgen. Deze financiële instellingen raken hierdoor in de problemen.

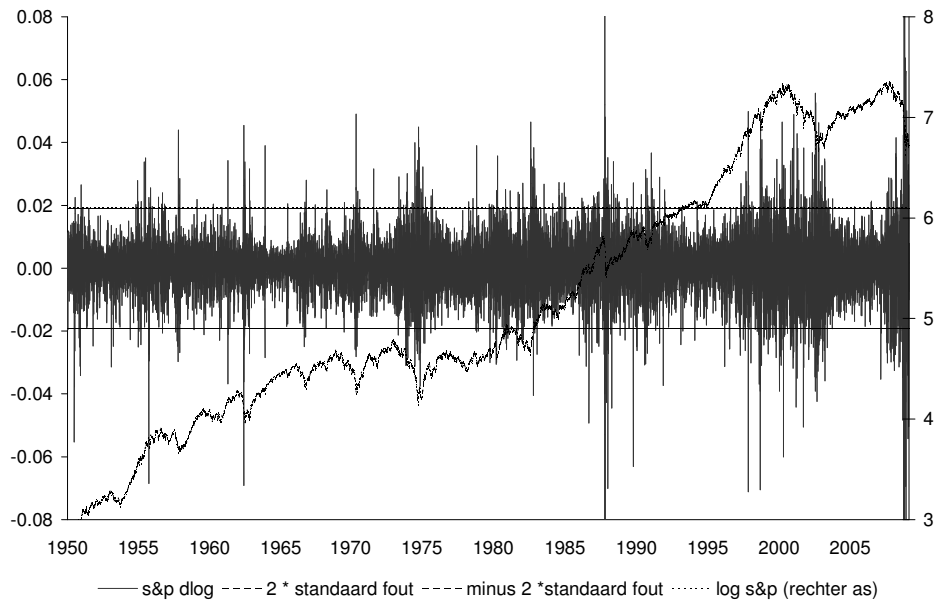
Als laatste verklaring voor de crisis geldt dat het toezicht achterliep op financiële innovaties en de risico's van securitisatie structureel onderschatte. Toezichthouders wereldwijd vertrouwden, net als veel marktpartijen, op het vermogen van markten om, al of niet met behulp van kredietbeoordelaars, zelf accurate noodzakelijke informatie te produceren over de risico's die banken nemen. De markt zou slechte bankmanagers zo disciplineren. Dit vertrouwen bleek onterecht. Door moeizame internationale coördinatie van regulering kon een internationaal bancaire schaduwstelsel ontstaan waardoor banken grote risico's konden nemen buiten hun balans om. Ook lijken belanghebbenden veel invloed te hebben gehad op de vormgeving van regulering, zoals dubbelop de totstandkoming van Basel II. Betrokkenheid van de sector is belangrijk, maar kan ook te ver gaan. Regulering is immers bij uitstek nodig waar publieke en private belangen botsen. Toezichthouders lopen dan ook het risico zich te gaan vereenzelvigen met de belangen van de ondertoezichtgestelden.

3 Gevolgen van de kredietcrisis

De gevolgen van de kredietcrisis voor de overheid, financiële instellingen, huishoudens en het bedrijfsleven zijn groot.

Grote onzekerheid. Het ontstaan en barsten van de zeepbel vormde de opmaat voor een periode van grote onzekerheid: wanneer zal de zeepbel barsten? En hoever zal dit doorwerken in de prijzen van andere vermogenstitels? Hoe groter de zeepbel, des te groter de onzekerheid over de omvang van de klap. Bovendien klapt een zeepbel zelden in één keer, maar volgt meestal een verlengde periode van hogere onzekerheid. Figuur 4 laat zien dat dit ook gebeurde na eerdere koersdalingen, zoals in 1962, 1974, 1984 en 1998.⁷

⁷ De grijze (opgaande) lijn in Figuur 4 is de logaritme van het koersniveau en de zwarte lijn is de volatiliteit (de verandering in de log).

Figuur 4 Standard & Poor, 1950-2009

Het CPB verwacht in 2009 een sterke afname van de wereldhandel en een economische krimp van 3,5%. In 2010 wordt een verdere krimp met 0,25% voorzien. Dit laatste getal gaat gepaard met grote onzekerheid. Een ander belangrijk punt van onzekerheid is het effect van de kredietcrisis op de potentiële productie. Een analyse van financiële crises door het IMF (2008) laat zien dat de combinatie van een bankencrisis met een groeivertraging gemiddeld 9% BBP kost; terwijl de combinatie van een bankencrisis met een recessie gemiddeld 20% BBP kost. In een 'doorsnee financiële systeemcrisis' is er een fors niveauverschil aan productie, dat niet wordt goedgeemaakt door hogere groei na de crisis (CPB 2009).

Financiële instellingen en banken. De wereldwijde kredietcrisis is een zware klap voor Nederlandse financiële instellingen. Het barsten van de zeepbel heeft de vermogensposities van banken wereldwijd aangetast, terwijl eerdere financiële crises vooral het vermogen van bedrijven aantastten en zich beperkten tot individuele landen of groepen van landen. Ingrijpen door de overheid was dan ook onafwendbaar. De depositogarantieregeling werd uitgebreid van 20.000 euro naar 100.000 euro per rekeninghouder, nieuwe bankleningen werden gegarandeerd en kapitaal werd beschikbaar gesteld. De Nederlandse staat had eind januari 16,8 mld euro betaald voor Fortis/ABN AMRO, en 13,75 mld euro aan kapitaal aan diverse banken

verstrekt.⁸ Daarnaast is er een overbruggingskrediet van 44 mld euro voor Fortis/ABN AMRO, en een garantie voor ING op 35,1 mld dollar aan Amerikaanse gesecuritiseerde Alt-A hypotheke.

De overheid. De totale directe steun aan banken bedraagt ongeveer 5% van het Nederlandse BBP. Deze kosten zijn vergelijkbaar met die van reddingsoperatie in de Scandinavische landen begin jaren negentig: hoger dan de initiële kosten van reddingsoperaties in Zweden en Noorwegen begin jaren negentig van de vorige eeuw (zie tabel 1), maar lager dan in Finland. Een economische en bancaire crisis leidde in deze landen tot verregaand overheidsingrijpen. Ook garanties brengen uiteraard risico's voor de overheidsfinanciën met zich mee. Er is een kans dat het overbruggingskrediet niet geheel wordt terugbetaald, terwijl de garantie op Amerikaanse Alt-A hypotheke mogelijk aangesproken moet worden. De kosten van *niet* ingrijpen zijn overigens waarschijnlijk veel groter. Vanuit dat oogpunt is redding een goede investering.

Tabel 1 Kosten van de nationalisering van banken in Noorwegen, Zweden en Finland in de jaren negentig

Fiscale kosten nationalisatie en andere crisismaatregelen		
	Bruto kosten	Werkelijke kosten
	%	%
Finland	9,0 (1997 BBP)	5,3 (1997 BBP)
Noorwegen	3,4 (NPV, 2001 BBP)	-0,4 (NPV, 2001 BBP)
Zweden	3,6 (1997 BBP)	1,9 (NPV, 1997 BBP)

Bron: T. G. Moe et al. (2004). NPV betekent dat de netto contante waarde is berekend.

De crisis heeft op de korte termijn gevolgen voor het begrotingstekort: het EMU-saldo voor 2010 komt volgens het CPB op een tekort van 5,6% (CPB, 2009). Op de middellangetermijn beïnvloedt de kredietcrisis de overheidsfinanciën via twee kanalen: vermogenseffecten en de invloed op het BBP. De verslechterde vermogenspositie van pensioenfondsen en huishoudens drukt de belastinginkomsten. Een lager BBP-niveau betekent bij gelijkblijvende uitgaven een verslechterd begrotingssaldo. Ook hier geldt dat over de grootte van deze effecten veel onzekerheid bestaat.

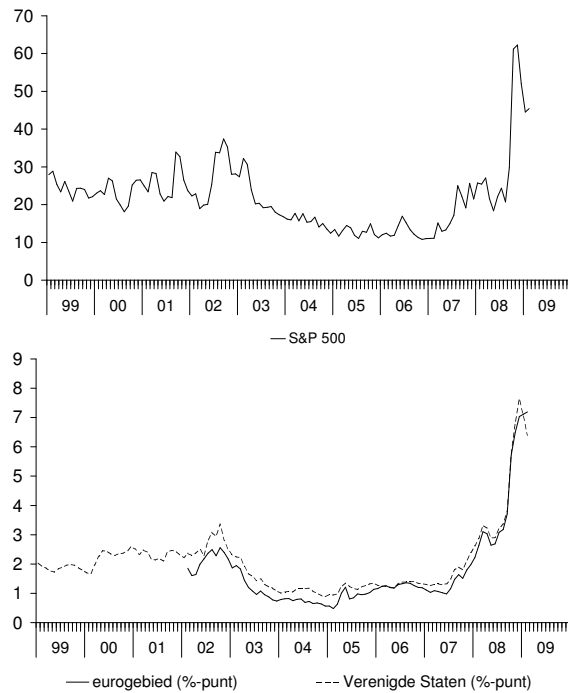
Huishoudens. De crisis heeft grote gevolgen voor het vermogen van gezinnen. De AEX-index is tussen ultimo 2007 (515 punten) en ultimo 2008

⁸ Begin februari bedroegen de kapitaalinjecties 10 mld euro voor ING, 3 mld euro voor AEGON en 0,75 mld voor SNS reaal.

(246 punten) met meer dan 50% gedaald. Met name in het laatste kwartaal was de malaise op de beurs groot, met een gemiddelde aandelenkoersdaling van zo'n 30%. Het totale aandelenvermogen van gezinnen is in de loop van vorig jaar dan ook ongeveer gehalveerd, waarbij ongeveer 60 mld euro in rook is opgegaan. Ook de pensioenen zijn geraakt door de crisis. Door gedaalde aandelenkoersen en een lagere rente is de verhouding tussen het vermogen en de nominale verplichtingen van pensioenfondsen sterk gedaald. Eind 2007 bedroeg deze verhouding gemiddeld 144 procent; nu ligt deze tussen de 90 en 95 procent (Ministerie van SZW, 2009).

Bedrijven. Figuur 5 laat zien dat financiële markten sinds het faillissement van *Lehman Brothers* op 15 september 2008 totaal in ongerede zijn. Het linker paneel geeft de volatiliteit op de beurs weer (feitelijk een uitsnede van Figuur 4 voor de periode vanaf begin 2007). Dit laat zien hoezeer het feitelijk beleggingsrisico sindsdien is toegenomen, tot niveaus die in 60 jaar niet eerder zijn voorgekomen. Het rechter paneel laat zien dat dit risico zich heeft vertaald in veel hogere risico opslagen voor bedrijfsobligaties, tot 7 à 8 %. Het bedrijfsleven kan dus alleen tegen zeer hoge kosten aan kapitaal komen, zowel voor eigen als voor vreemd vermogen. De problemen in de financiële sector gaan dan ook gepaard met een afname van de kredietgroei.⁹ Deze omslag wordt echter ook veroorzaakt door de neergaande conjunctuur, waardoor de kredietvraag afneemt.

⁹ Het uitstaande bankkrediet aan bedrijven daalde in december ten opzichte van de voorgaande maand (mede door seizoensinvloeden), na minimale toenames vanaf augustus. De totale kredietverlening aan overige ingezetenen (totaal exclusief overheid en mfi's) nam af tot 3,7% ten opzichte van een jaar eerder, van 5,4% eind 2007. De neergaande conjunctuur heeft vermoedelijk ook bijgedragen aan de omslag in de kredietgroei. Overigens blijkt uit empirische studies dat het toeschrijven van de kredietontwikkeling aan vraag- of aanbodfactoren gecompliceerd is.

Figuur 5 Volatiliteit aandelenmarkt (boven) en risico-opslag bedrijfsleningen (onder)

Een andere reden waarom het barsten van de zeepbel bedrijven en de reële economie raakt, is dat het heeft geleid tot een daling van de waarde van onroerend goed. Bedrijven kunnen alleen krediet krijgen tegen onderpand. Een daling van de waarde van vermogenstitels holt de waarde van hun onderpand uit. Onroerend goed is ideaal onderpand. Een daling van de waarde van onroerend goed vermindert dus de kredietwaardigheid van bedrijven en heeft daardoor sterke negatieve macro-economische effecten (Bernanke en Gertler, 2000). Dit effect kan versterkt worden als het onderpand ook fungeert als productiefactor. In dat geval treedt een terugkoppingsmechanisme in werking: een daling van de waarde van onderpand zorgt er dan voor dat de vraag naar het onderpand (als productiefactor) afneemt, waardoor de waarde van het onderpand nog verder daalt (Kiyotaki en Moore, 1997).

4 Beleid

De kredietcrisis heeft enorme consequenties voor begrotingsbeleid en monetair beleid, maar de grootste uitdaging is misschien wel weggelegd voor de financiële sector om een kredietcrisis van deze omvang in de toekomst te voorkomen. De huidige crisis verschilt sterk van die in de jaren tachtig. De jaren zeventig kenmerkten zich echter door hoge inflatie en lage economische groei (stagflatie). Dit kwam doordat vakbonden hogere lonen eisten en kregen en bedrijven die hogere lonen via hogere prijzen afwettelden. Bedrijven zagen hun winsten slinken, zodat de crisis van de jaren tachtig vooral een aanbodprobleem was. In de huidige crisis worden bedrijven geconfronteerd met een sterk afnemende vraag, onder meer door instorten van de wereldhandel, en een beperking van de financieringsmogelijkheden. Deze problemen vragen om andere beleidsoplossingen dan die in de jaren tachtig.

Begrotingsbeleid en monetair beleid. Begrotingsbeleid moet Keynesiaanse vraaguitval voorkomen. De beschikbare besparingen kunnen nauwelijks hun weg vinden naar het bedrijfsleven: vraag en aanbod van kapitaal kunnen elkaar niet bereiken. Hier dreigt een klassiek geval van Keynesiaanse vraaguitval, waarbij de activiteiten in de economie zo ver worden teruggeschroefd totdat het niveau van de besparingen weer in overeenstemming is met de investeringsvraag. De normale oplossing voor het kapitaaloverschot is een daling van de rente, maar gegeven de huidige lage geldmarktrente is dit minder effectief. Een alternatief is dat de overheid de besparingen opneemt en zelf investeert (bijvoorbeeld in infrastructuur) of gebruikt als onderpand of garantstelling voor het bedrijfsleven. Geforceerde loonmatiging is geen adequaat antwoord op de vraaguitval, maar leidt op korte termijn juist tot vermindering van de binnenlandse vraag.

Overheid en pensioenfondsen zien hun schuld oplopen en vermogen slinken. Grote vraag is hoe beide vermogensposities op termijn weer hersteld kunnen worden. Bonenkamp ea. (2009) laten duidelijk zien dat voor de pensioenen geen eenvoudige oplossing bestaat. Een verlenging van de hersteltermijn voor pensioenfondsen kan maatregelen zoals premieverhogingen en uitkeringsverlagingen voorkomen. De consequentie is dat indexatie voor vele jaren wordt opgeschort, waarvan oudere werknemers de grootste schade ondervinden. Vergelijkbare afwegingen tussen bestedingsbeperking en belastingverhoging, en tussen korte termijn of uitstel gelden ook voor de overheidsbegroting.

Internationale onevenwichtigheden zullen waarschijnlijk blijven bestaan. Deze onevenwichtigheden kunnen in de toekomst opnieuw leiden

tot zeepbellen en daarop volgende crises. De nadelige gevolgen van het ontstaan en leeglopen van zeepbellen zijn in potentie groot. Het is daarom onverstandig luchtballonnen te negeren (IMF, 2009). In internationaal perspectief moeten overheden dan ook meer aandacht besteden aan de gevaren van grote structurele kapitaalstromen tussen landen. Het monetaire beleid kan zich meer richten op macro-financiële stabiliteit in aanvulling op prijsstabiliteit, hoewel de identificatie van zeepbellen niet eenvoudig is.

Regulering financiële sector. Omdat een bankencrisis, vanwege de hoge leverage van banken en de rol die banken spelen bij het financieren van investeringen, veel grotere reële effecten heeft dan een gewone financiële crisis, moet worden voorkomen dat speculatieve zeepbellen de balansen van banken infecteren. Daarom moeten financiële markten zo worden ingericht dat banken slechts beperkt blootstaan aan het risico van leeglopende zeepbellen. Toezicht zal zich moeten richten op de stabiliteit van het financiële systeem als geheel: macroprudentieel toezicht dat zich richt op systeemrisico in plaats van het risico van individuele banken (Hellwig, 2009). Na deze crisis zijn de regulering en het toezicht op de financiële sector dan ook aan herziening toe. Hierbij zijn twee kanttekeningen te plaatsen. Ten eerste zijn er grenzen aan wat regulering kan. Er zullen altijd mogelijkheden zijn om regulering te ontwijken. Hoe ingrijpender regulering is, hoe aantrekkelijker het ontwijken van regulering is. Ten tweede stimuleren goed functionerende banken en efficiënte financiële markten de economische groei (zie tekstkader). Te ingrijpende regulering kan dan ook kosten met zich meebrengen. Minder concurrentie betekent misschien meer stabiliteit, maar ook hogere tarieven voor consumenten en bedrijven. Het beperken van bepaalde activiteiten betekent mogelijk een kleinere kans op een crisis, maar ook minder krediet voor investeringen.

Het is van belang het bancaire schaduwstelsel te beteugelen. Het schaduwbankstelsel zorgde voor een snelle internationale verspreiding van de crisis. Als overheden investeringsbanken en andere financiële instellingen overeind moeten houden tijdens een kredietcrisis, dan moeten zij ook inzicht hebben in risico's die deze instellingen nemen en indien nodig in kunnen grijpen om deze risico's te beperken. Een andere reden om de markt voor kredietrisico te reguleren is dat hier een marktfalen speelt: banken verzekeren risico's waar ze zelf invloed op kunnen uitoefenen. Gecentraliseerde registratie en afhandeling van transacties kan ook een rol spelen. Dit leidt tot meer standaardisatie en transparantie, maar gaat ten koste van het maatwerk dat in de huidige CDS markt mogelijk is.

Goedwerkende financiële markten stimuleren de economische groei op middellange termijn

Goed functionerende banken aggregeren en beheren spaargeld van bedrijven en gezinnen en zorgen ervoor dat dit schaarse kapitaal bij ondernemingen met de meest rendabele investeringen terecht komt. Zo kunnen gezinnen sparen als ze te veel en lenen als ze te weinig geld hebben, terwijl bedrijven geld kunnen lenen om investeringen te doen die anders niet mogelijk zijn.

Het ligt daarom voor de hand dat goed functionerende banken en financiële markten de economische groei stimuleren. De beschikbare empirische literatuur laat zien dat landen met beter functionerende banken of beter functionerende financiële markten gemiddeld genomen inderdaad een hogere economische groei kennen (Rajan en Zingales, 2001; Levine, 2006). Het onderzoek gebruikt uiteenlopende maatstaven voor de mate van ontwikkeling van het financiële systeem (financiële ontwikkeling), zoals grootte van de financiële sector, de waarde van verhandelde aandelen ten opzichte van de waarde van de gehele markt (liquiditeit), of de hoeveelheid krediet die banken aan de private sector verstrekken in verhouding tot het BBP. Levine en Zervos (1998) vinden dat liquiditeit en de omvang van krediet significant en positief gecorreleerd zijn met het toekomstige niveau van economische groei, productiviteitsgroei en kapitaalgroei. Goed functionerende banken en financiële markten stimuleren de groei doordat bedrijven gemakkelijker krediet voor rendabele investeringen kunnen krijgen. Hiervan profiteren vooral bedrijven die rendabele investeringen moeilijk gefinancierd krijgen (Rajan en Zingales, 1998). Financiële ontwikkeling stimuleert bedrijfstakken die uit veel kleine bedrijven bestaan dan ook meer dan andere bedrijfstakken (Beck et al., 2008).

De risico's waar banken aan bloot staan zullen beter gemeten en gereguleerd moeten worden en banken dienen hun risicomanagement te versterken. Onderschating van deze risico's heeft immers een belangrijke rol gespeeld in het ontstaan van zeepbellen. Waarderen van bezittingen op marktwaarde blijft belangrijk, aangevuld met maatregelen om vliegwieleffecten in tijden van crisis te voorkomen. Contracyclische kapitaalvereisten (lager gedurende een contractie en hoger gedurende een expansie) kunnen helpen om in goede tijden te soepel uitleengedrag van banken tegen te gaan en in slechte tijden een extra buffer te bieden. Kapitaalsvereisten worden momenteel bepaald aan de hand van complexe formules met risicogewichten die banken (na akkoord van de toezichthouder) deels zelf invullen. Een alternatief zou kunnen zijn minder complexe en goed verifieerbare vereisten, die minder als buffer en meer als signaal gelden voor verdergaand ingrijpen door toezichthouders (Rochet 2008). Voor het bepalen van risico zijn toezichthouders sterk afhankelijk van kredietbeoordelaars en banken zelf. Het is belangrijk dat de markt voor ratings goed functioneert. Belangenconflicten tasten de betrouwbaarheid en transparantie van de ratings van gebundelde leningen aan. Kredietbeoordelaars verdie-

nen immers geld met advies geven aan banken die leningen willen bundelen. Het ligt daarom voor de hand deze adviesactiviteiten te reguleren.

De interne governance van banken moeten onder de loep genomen worden, met een nadruk op beloningsprikkelers van bankmanagers. Banken beloonden hun werknemers voor het realiseren van snelle winsten zonder voldoende te corrigeren voor de risico's die hieruit voortvloeiden. Het reguleren van beloningen van bankmanagers, door bijvoorbeeld een sterke lange-termijncomponent te eisen, is daarom een belangrijke aanvullend instrument voor risicoregulering. Internationaal zijn sommige banken hiermee uit eigen beweging al begonnen. Uiteraard kunnen financiële prikkels, voor werknemers, mits goed vormgegeven, nuttig zijn. Een belangrijke vraag is wanneer de overheid in moet grijpen in de manier waarop het management haar werknemers aanstuurt.

Om verstoring van de markt zo klein mogelijk te maken, is het verstandig om, conform het voornemen van de Nederlandse regering, de belangen in banken zo snel mogelijk terug te brengen, al zal dit in de huidige omstandigheden niet van vandaag op morgen lukken.

Internationale coördinatie. Financiële markten zijn internationaal geworden. Systeemrisico is daarmee niet langer beperkt tot één land. Internationale coördinatie van toezicht, regelgeving en overheidsingrijpen is daarom noodzakelijk. Regels met betrekking tot faillissementen, garanties van deposito's en zelfs solvabiliteitsvereisten verschillen per land. Internationale afspraken hierover maken toezicht effectiever en makkelijker, waardoor ingrijpen minder vaak nodig zal zijn.

Auteurs

Michiel Bijlsma is coördinator van kennisunit financiële markten bij het CPB, Albert van der Horst is programmaleider binnen de sector Arbeidsmarkt en Welvaartsstaat bij het CPB, en Suzanne Kok is wetenschappelijk medewerker bij het CPB. Dit artikel is gebaseerd op hoofdstuk 5 van het Centraal Economisch Plan 2009. We danken Coen Teulings, Wim Suyker en Leon Bettendorf voor hun inspirerende bijdrage aan dit artikel.

Literatuur

- Allen, F. en D. Gale, 2000, Bubbles and crises, *Economic Journal*, vol. 110(46): 236-55.
- Baily, M.N., R.E. Litan en M.S. Johnson, 2008, The Origins of the Financial Crisis, Fixing Finance Series – paper 3, the Brookings Institution.

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, L. Laeven en R. Levine, 2008, Firm Size, and Growth, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 40(7): 1379-1405.
- Bernanke, B. en M. Gertler, 2000, Monetary policy and asset price volatility, NBER Working Paper 7559, 2000.
- Blanchard, O.J. en M.W. Watson, 1982, Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, NBER Working Paper 0945.
- Blanchard, O.J. en J. Gali, 2007, The macroeconomic effects of oil shocks: why are the 2000s so different from the 1970s? NBER Working Paper 13368.
- Bonenkamp, J., C. van Ewijk, H. ter Rele en E. Westerhout, 2009, Herstel dekingsgraad pensioenfondsen vergt grote inkomensoffers, *ESB*, vol. 94(4556): 166-169.
- Brunnermeier, M.K., 2008, Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23(1): 77-100.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A.D. Persaud en H. Sin, 2009, The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy, 11.
- Caballero, R.J., E. Farhi en P.-O. Gourinchas, 2008, Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances, NBER Working Paper 14521.
- McCallum, B.T., 2006, Policy-Rule Retrospective on the Greenspan Era, mimeo, 2006.
- Coffee, J.C. Jr., 2008, Turmoil in the U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies, Testimony Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, 22 april 2008.
- CPB, 2009, Centraal Economisch Plan.
- Elmendorf, D.W., 2007, Was the Fed too easy for too long?, mimeo, the Brookings Institution.
- González Cabanillas, L. en E. Ruscher, 2008, The Great Moderation in the euro area: What role have macroeconomic policies played? Economic Papers 331, Europese Commissie.
- Gorton, G.B., 2008, The panic of 2007, NBER Working Paper 14358.
- Hellwig, M., 2008, Systemic risk in the financial sector: an analysis of the subprime-mortgage financial crisis, Max Planck Institute for Research on Collective Goods Preprint, 2008/43.
- IMF, 2008, Financial stress and economic downturns, Hoofdstuk 4 van World Economic Outlook, oktober 2008
- International Monetary Fund, 2009, Lessons of the global crisis for macroeconomic policy, 19 februari 2009.
- Kahn, J., M. McConnell en G. Perez, 2002, On the causes of the increased stability of the U.S. Economy, *Fed Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 8: 183-202.
- Kaminsky, G.L. en C.M. Reinhart, 1999, The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, *American Economic Review*, vol. 89(3): 473-500.
- Kiyotaki, N. en J. Moore, 1997, Credit Cycles, *Journal of Political Economy*, vol. 105(2): 211-248.
- Levine, R. en S. Zervos, 1998, Stock markets, bonds and economic growth, *American Economic Review*, vol. 88(3): 538-559.

- Levine, R., 2006, Finance and Growth: theory, evidence and mechanisms. In: Handbook of economic growth, P. Aghion en S. Durlauf (eds).
- Moe, T.G., J. A. Solheim en B. Vale, 2004, The Norwegian Banking crisis, Norges Bank Occasional Paper 33.
- Rajan, R.G. en L. Zingales, 1998, Financial dependence and growth, *American Economic Review*, vol. 88(3): 559-586.
- Rajan, R.G. en L. Zingales, 2001, Financial systems, industrial structure and growth, *Oxford review of economic policy*, vol. 17(4): 461-482.
- Rochet, J., 2008, Le Futur de la réglementation bancaire, TSE notes 2-12.
- Smets, F. en R. Wouters, 2007, Shocks and Frictions in the U.S. Business Cycle: A Bayesian DSGE Approach, *American Economic Review*, vol 97(3): 586-606.
- Tirole, J., 2008, Leçons d'une crise, TSE notes 1-12.