

Inleiding: Lessen uit de crisis

George Gelauff

Al zeker vijf jaar maakt de wereldeconomie een crisis door, die voor veel mensen in de jaren ervoor onbestaanbaar leek. Sommige economen zagen het komen, maar de meeste begrepen op dat moment niet welke complexe spanningen bezig waren zich op te bouwen in het mondiale financiële systeem en in de eurozone. Nu, deels nog in het oog van de storm en deels in het nazien van de financiële crisis, is meer duidelijk geworden over welke prikkels en welke (ontbrekende) instituties bijgedragen hebben aan de ontwikkelingen.

Maar veel is ook nog onbekend. Zelfs als nu wat meer inzicht ontstaat over hoe we in de crisis terecht gekomen zijn, is het lang niet altijd duidelijk hoe we er weer uit komen. Ook zoeken economen en beleidsmakers hoe ze om moeten gaan met de gevolgen van de crisis, bijvoorbeeld wat ze kunnen doen aan de hoge werkloosheid. En er rijzen vragen over de economische wetenschap zelf, hanteert deze wel de juiste en relevante methoden? Deze vragen staan centraal in dit nummer van *TPEdigitaal*.

De grote recessie. Nu iets meer dan vier jaar geleden schudde het mondiale financiële systeem op zijn grondvesten. Op 15 september 2008 vroeg *Lehman Brothers* faillissement aan. Vanaf dat moment vertrouwden banken hun onderlinge leningen niet meer. Overheden in vele landen moesten met grote bedragen bijspringen om andere grote banken en verzekeraars voor faillissement te behoeden en om te voorkomen dat het gehele financiële systeem zou imploderen. Verzekeraar *AIG* in de VS, die onder andere verzekeringen uitschreef voor faillissementen van banken en bedrijven, moest bijvoorbeeld op de been gehouden worden met 160 mld dollar overheidssteun. Rentetarieven van kredieten aan bedrijven voor investeringen en handelstransacties liepen sterk op. Daling van bedrijfsinvesteringen versterkte de vraaguitval vanuit de teruglopende consumptie van huiseigenaren die in problemen waren. De internationale handel kromp en westerse economieën gingen de grootste recessie in na de Tweede Wereldoorlog.

Toen *Lehman* viel was de crisis zich al meer dan een jaar aan het ontrollen. In de VS bereikten de huizenprijzen hun piek in 2005/2006. Toen barstte de bubbel, huizenprijzen begonnen aan hun weg omlaag. Mensen met lage inkomens en *subprime* hypotheek, die alleen betaalbaar waren als huizenprijzen zouden blijven doorstijgen, konden hun maandlasten niet meer opbrengen. Door de prijsdaling verminderde de waarde van hun onderpand, wat de situatie nog eens verergerde.

Banken hadden hun uitgegeven hypotheekleningen opgeknipt, gebundeld en doorverkocht. Die producten waren zo complex dat niemand meer wist wie welk risico in handen had. Vertrouwen verdween als sneeuw voor de zon op de financiële markten. Banken leden grote verliezen op de *subprime* hypotheekleningen en moesten hun kredietverlening met meer dan het tienvoudige daarvan terugschroeven om hun reserveposities te herstellen. De hefboom werkte in de omgekeerde richting.

Voor een deel zijn de oorzaken van de financiële crisis in de afgelopen tijd duidelijker geworden. Grote besparingen uit China en de olielanden stroomden naar de VS, waar de FED ook nog eens de rente laag hield. Het gevolg: stijgende huizenprijzen en aandelenkoersen, die de consumptie aanjoegen. Financiële innovatie liep ver vooruit op het toezicht. Zowel binnen banken als bij toezichthouders begreep bijna niemand goed met welke risico's de opgeknipte bundels hypotheekleningen gepaard gingen. Bovendien wisten banken een deel van hun nieuwe financiële producten uit het zicht te houden van de toezichthouders en vertrouwden die toezichthouders te veel op het zelfreinigende vermogen van de markt. Kredietbeoordelaars hadden een belangenconflict, omdat ze betaald werden door hun belangrijkste klanten. En banken liepen asymmetrische risico's, alle voordelen van financiële innovaties vertaalden zich in grote bonussen, terwijl de overheid moest bijspringen als het mis ging bij banken die *too big to fail* waren.

De eurocrisis. In Europa ging de financiële crisis over in de eurocrisis. Al voor de financiële crisis was door de introductie van de euro de kredietverlening sterk toegenomen in een aantal vooral Zuid-Europese landen. Grensoverschrijdende beleggingen vonden hun weg van Noord-Europese landen naar landen in het zuiden. Dat bracht een (enigszins) hoger rendement op, maar het is zeer de vraag of de risico's wel goed waren ingeprijsd. Het leek wel of financiële markten niet meer beseften dat Europese landen van elkaar verschilden en dat risico's verschilden. Het meest opvallend blijkt dat (achteraf) uit de rentes op overheidsschuld. Na de introductie van de euro daalden de rentes op overheidsschuld van Griekenland, Ierland, Italië, Portugal en Spanje in 2001 tot het Duitse niveau, terwijl ze de jaren daarvoor fors verschilden. De overvloed aan krediet joeg huizenprijzen omhoog en leidde tot forse stijging van overheidsuitgaven.

Die financiële crisis leek banken en financiële instellingen er weer bewust van te maken dat risico's verschilden tussen landen. Dat was niet zo vreemd toen in landen als Ierland de zeepbel op de huizenmarkt knapte en banken in zeer zwaar weer kwamen doordat het verlies op de hypotheekportefeuille de financiële crisis verergerde. In andere landen bleek de overheidsschuld tot angstvallige hoogte te zijn opgelopen. Griekenland was daarvan het meest afschrikwekkende voorbeeld, toen eenmaal duidelijk werd dat de in officiële statistieken opgenomen cijfers jarenlang te optimistisch waren voorgesteld. In veel Europese landen moesten overheden ingrijpen om banken overeind te houden en depositiehouders te beschermen tegen verliezen.

Banken en overheden kwamen in een verstikkende omarming terecht. De financiële crisis leidde tot een recessie en vergrootte het risico dat banken konden omvallen. Hulpacties en garanties door de overheid voor het bankwezen in combinatie met teruglopende overheidsinkomsten en stijgende uitgaven door de recessie, verhoogden de overheidsschulden. In sommige landen ontstond een reëel risico dat de overheid haar schulden niet kon terugbetalen. Dat tastte weer de kredietwaardigheid aan van banken die veel overheidstitels uit die landen op hun balans hadden staan. Dus de risico's van banken stegen nog verder. Door de vele grensoverschrijdende beleggingen waren dat niet alleen nationale banken maar ook banken uit andere landen. Zo verspreidden de problemen zich over de hele eurozone.

Politici en beleidsmakers worstelen al jaren om uit die crisis te komen. Oplossingsrichtingen voor de (middel-)lange termijn beginnen zich nu af te tekenen. Een Europees noodfonds voor banken en Europees banktoezicht om risico's bij banken te beperken. En aan de kant van overheden toezicht op de begroting en een noodfonds voor nationale overheden. Op deze terreinen zijn stappen gezet, maar een definitieve oplossing is nog lang niet bereikt. Niet iedereen is het eens over de vormgeving van de nieuwe instituties, en het transitieproces er naar toe is buitengewoon moeilijk. Hoe groot moet het gemeenschappelijke vangnet zijn en hoe valt dan te voorkomen dat dit prikkels wegneemt voor noodzakelijke hervormingen in individuele landen? Diverse keren moest de Europese Centrale Bank interveniëren om te voorkomen dat landen in de eurozone bezweken aan extreem hoge rentetarieven. Het einde van de crisis is zeker nog niet in zicht.

Oorzaken. Wat betekenen financiële markten voor de crisis? Disciplineren of destabileren ze het beleid? Tijmen Daniëls onderzoekt zelfvervullende spiralen in valutamarkten tijdens de EMS-crisis. Spanningen in het EMS ontstonden door verschillen in economische ontwikkeling van de deelnemende landen. Politieke onzekerheid over het vervolg van de Europese integratie tastte de geloofwaardigheid van het stelsel van vaste wisselkoersen aan. Uiteindelijk wonnen de financiële markten en bliezen het EMS op met grote kosten voor de landen die getracht hadden de vaste wisselkoersen te ondersteunen.

Zelfvervullende spiralen ontstaan als alle actoren op financiële markten dezelfde kant op bewegen. Dat zijn niet alleen speculanten, maar ook andere partijen zoals pensioenfondsen of goederenhandelaren die zich indekken tegen risico's. Dat kan overreactie tot gevolg hebben, waarin arrangementen doorbroken worden die onder normale omstandigheden goed houdbaar zouden zijn geweest. Zo ontstaan ongewenste maatschappelijke kosten.

Aan de hand van de ervaringen met het EMS-crisis laat Daniëls zien dat zelfvervullende spiralen een crisis kunnen versterken, maar niet de onderliggende oorzaak van de crisis vormen. Interventie om die spiralen te voorkomen biedt dan ook weinig perspectief als beleidsmakers niets doen aan de onderliggende oorzaken. Een les om ter harte te nemen in de eurocrisis.

Oplossingen. De belangrijkste vraag is natuurlijk hoe we uit de crisis kunnen komen en wat we kunnen doen om deze in de toekomst te voorkomen. Het rapport 'Naar een echte Economische en Monetaire Unie' van Herman van Rompuy beschrijft de opzet van een nieuwe monetaire unie. Silvie Verkaart, Niels Gilbert en Jeroen van Hessel analyseren vier bouwstenen uit dit rapport.

De financiële unie vormt de eerste bouwsteen en bestaat uit Europees banktoezicht, een Europese depositogarantieregeling en een Europese faillissementsregeling voor banken. Deze instituties helpen om de verstikkende omarming van overheden en banken te doorbreken. Verkaart et al. benadrukken dat de financiële unie alleen werkt als deze betrekking heeft op alle banken, de diverse onderdelen gelijktijdig worden ingevoerd en dat vooraf aan de invoering niet levensvatbare banken gesaneerd worden. De tweede bouwsteen van Van Rompuy, versterken van begrotingsdiscipline, is volgens Verkaart et al. minder concreet. En de door Van Rompuy voorgestelde eurobonds kunnen alleen fungeren als sluitstuk nadat in alle lidstaten de schuldratio's zijn hersteld. Ook de derde bouwsteen, nationale beleidscoördinatie om te voorkomen dat onhoudbaar nationaal beleid de EMU bedriegt, is niet duidelijk uitgewerkt. Ook hier doen Verkaart et al. voorstellen voor nadere invulling. Vervolgens bespreken zij de stappen die genomen kunnen worden in de overgangperiode naar de vernieuwde EMU, die wel eens een jaar of tien zou kunnen duren. De vierde bouwsteen, een sterkere democratische grondslag en voldoende draagvlak bij burgers, is daarvoor essentieel.

Griekenland is het land met de grootste problemen in de eurozone. Het land verkeert in een nagenoeg uitzichtloze situatie met een nog steeds oplopende overheidsschuld waarover een zeer hoge rente betaald moet worden, al vijf jaar achtereen substantiële krimp van de economie, een werkloosheidspercentage van boven de twintig procent en nauwelijks verbetering van de concurrentiepositie. Er zijn dan ook geluiden dat Griekenland beter de eurozone kan verlaten. Door devaluatie van de nieuw in te voeren eigen munt zou het land dan haar concurrentiepositie weer zien verbeteren en zou de economische groei weer op gang komen.

Herwin Loman en Michiel Verduijn gebruiken de ervaringen van Argentinië om te onderzoeken wat uittreding van Griekenland uit de eurozone zou betekenen. Argentinië heeft in 2002 noodgedwongen de tien jaar bestaande koppeling met de dollar losgelaten, waarbij de staat failliet ging. Na een beperkte periode van een diepe terugval herstelde de economie zich relatief snel. Loman en Verduijn analyseren systematisch de economische mechanismen achter de terugval en het herstel en vergelijken de uitgangspositie van Argentinië en Griekenland. Die vergelijking valt niet goed uit voor Griekenland, de gevolgen van de uittreding uit de eurozone zijn veel groter en riskanter dan in Argentinië aan het begin van deze eeuw. Welke weg Griekenland ook kiest, zonder verdere hulp van buitenaf lijkt herstel zeer moeilijk en buitengewoon pijnlijk.

Gevolgen. Kunnen we lessen trekken uit eerdere crises, waar we nu ons voordeel mee kunnen doen om de gevolgen van de crisis op te vangen? Paul de Beer kijkt vanuit dit perspectief naar de arbeidsmarkt in de jaren tachtig. Opvallend is dat na de financiële crisis van 2009 de werkloosheid in Nederland weinig opliep, zeker vergeleken met de jaren tachtig. Systematisch gaat De Beer een aantal mogelijke oorzaken na voor dit verschil. Hij laat zien dat in de huidige crisis de arbeidsproductiviteit relatief achterbleef vergeleken met de jaren tachtig. Dat is een indicatie dat bedrijven rond 2009 overtollige werknemers in dienst hielden omdat ze verwachtten die werknemers weer nodig te hebben als de vraag weer aantrok en omdat ze daar de middelen toe hadden. In de jaren tachtig was er juist sprake van grote herstructurering waarin veel bedrijven het niet meer konden bolwerken. Recentelijk blijkt bij de eurocrisis het beeld meer op de jaren tachtig te gaan lijken. De werkloosheid loopt op. Bedrijven hebben minder positieve verwachtingen of ze zijn verplicht tot herstructurering, omdat de financiële situatie steeds nijpender gaat worden.

Een tweede verschil tussen de arbeidsmarkt in de financiële crisis en de jaren tachtig is de werkgelegenheid in de (semi-)publieke sector. Deze steeg veel sterker rond 2009, vooral in de zorg. Daardoor loopt de totale werkgelegenheid nu minder terug dan in de jaren tachtig.

Herverdeling van werk was een belangrijk discussiepunt in de jaren tachtig. Langdurig hoge werkloosheid zou te bestrijden zijn met arbeidstijdverkorting. Werkenden verminderden dan hun aantal gewerkte uren om werklozen meer kans op werk te bieden. Het beroemde Akkoord van Wassenaar uit 1982 omvatte loonmatiging in ruil voor arbeidstijdverkorting. Paul de Beer laat echter zien dat de contractuele arbeidstijdverkorting nauwelijks gevolgen had voor het aantal feitelijk gewerkte uren in de marktsector, werknemers gingen daar nauwelijks korter werken tussen 1982 en 1986. Door de loonmatiging daalden dan ook de reële lonen per gewerkt uur. Doordat het nauwelijks plaatsvond kunnen de ervaringen met arbeidstijdverkorting in de jaren tachtig dus geen les opleveren voor de huidige crisis. Paul de Beer concludeert vervolgens dat daarmee niet is aangetoond dat collectieve arbeidstijdverkorting geen effectief middel is voor de oplopende werkloosheid in de huidige crisis en dat er daarmee geen reden is dit middel niet opnieuw te overwegen. Een interessante conclusie die zeker stof zal geven voor debat.

Wetenschap. Dirk Bezemer richt zich op lessen uit de crisis voor de economische wetenschap. In veel economische evenwichtsmodellen is geld afwezig en ontbreekt een financiële sector met vermogensmarkten. Daardoor kunnen economen niet analyseren wat de financiële sector betekent voor het groeipotentieel van de economie en niet voorzien hoe een financiële crisis doorwerkt.

Om de rol van geld goed weer te kunnen geven, dienen we ons eerst te realiseren wat de betekenis is van geld. Volgens Bezemer is geld geen middel om transactiekosten te verlagen, maar overdraagbare schuld. Schuldbewijzen van crediteur naar debiteur maken arbeidsdeling mogelijk en intertemporele contracten.

Zodra deze schuldbewijzen verhandelbaar zijn is er sprake van geld. Geld is dus geen ding, maar een relatie. Die visie zet een aantal aspecten van de crisis in perspectief: het verdampen van veel geld tijdens de crisis en niet zo zeer de creatie van krediet en schuld in de jaren daarvoor, de euro en de politieke eenheid in Europa en private versus publieke schuld. Voor Bezemer is de les uit de crisis dat een fundamentele herbezinning op geld hoog nodig is.

Alles bijeen ligt een boeiend nummer van TPEdigitaal voor, waarin de auteurs en de redactie er in geslaagd zijn diverse perspectieven op de crisis bij elkaar te brengen. In deze tijd waarin het oog van de storm nog steeds dichtbij is, draagt dit nummer er aan bij om achterliggende processen te doorgronden en mogelijke beleidsreacties te doordenken. Het lezen zeer waard.