

## **Financiële verzorgingsstaat moet worden versoberd**

Het zijn vreugdevolle tijden voor anti-globalisten en andere critici van de vrije markteconomie. Sinds de val van de Berlijnse muur leek de triomftocht van het kapitalisme lange tijd onstuitbaar. Maar de laatste twee jaar zijn banken links en rechts genationaliseerd. Staatsingrijpen in de economie is niet langer taboe. Het faillissement van het economisch liberalisme lijkt compleet.

Maar wie goed kijkt naar de wortels van de kredietcrisis ziet dat die is begonnen in een sector – het bankwezen – die als geen ander door publieke instanties wordt beschermd. Het nemen van onverantwoorde risico's is aangemoedigd door de bewuste of onbewuste wetenschap dat de schade uiteindelijk op de overheid kan worden afgewenteld.

De schade die uiteindelijk door de belastingbetaler moet worden opgebracht is kolossaal. De kosten van de reddingsacties en de gevolgen van de recessie hebben de overheidsfinanciën in veel landen ernstig ontwricht. Amerika en het Verenigd Koninkrijk hebben een begrotingstekort van boven de 10% BBP. Monetaire financiering van de staatschuld – lees: laat de geldpersen draaien – is in de Angelsaksische wereld niet langer taboe. Dat zijn praktijken waarmee de meeste ontwikkelingslanden de afgelopen tien jaar op aandringen van het Westen juist mee zijn gestopt! De broodnodige en onvermijdelijke vermindering van publieke en private schuldposities in grote delen van de wereldeconomie zal de economische groei lange tijd onder druk zetten. Het is niet uitgesloten dat het Westen, net als Japan in de jaren negentig- een "verloren decennium" van zeer matige economische groei tegemoet gaat.

Minstens zo ernstig als de directe economische schade is de aantasting van het publieke vertrouwen in het management en de inrichting van de economie. Vooral het feit dat een groot deel van de rekening van de excessen binnen de financiële sector bij de gewone belastingbetaler wordt gedeponneerd, leidt tot brede verontwaardiging. Door Nederlandse bankiers wordt vaak beweerd dat deze wrange situatie zich vooral in Amerika en het Verenigd Koninkrijk heeft voorgedaan. Het is zeker waar dat de meest extreme beloningsvormen zich hebben voorgedaan in de Angelsaksische wereld. Maar ook in Nederland zijn zeer forse beloningen toegekend, terwijl de betrokken banken nu aan ernstige bloedarmoede lijden. De aantasting van het rechtvaardigheidsgevoel van de mensen is enorm en kan zeer schadelijke gevolgen hebben.

Het gevaar is groot dat de begrijpelijke onlustgevoelens onder de bevolking zich gaan vertalen in een algemene afkeer van de markteconomie. Aangezien het

bankwezen wordt gezien als het bastion van het kapitalisme, is het verleidelijk "de vrije markt" als de grote boosdoener te zien. Naar mijn mening is dat gevaarlijk en ook onterecht. Een algemeen wantrouwen ten opzichte van de markteconomie zou ons niet alleen nog verder van huis brengen, het berust naar mijn overtuiging ook op een onjuiste analyse van de oorzaken van de kredietcrisis. Mijn stelling is dat ernstige tekortkomingen in publiek beleid een grotere rol hebben gespeeld dan het falen van de vrije markt in algemene zin.

Ten eerste zijn de meeste economen het erover eens dat het monetair beleid de afgelopen tien jaar te ruim is geweest. Doordat de rente wereldwijd te lang kunstmatig laag werd gehouden, ontstond de ene *bubble* na de andere, onder andere in de aandelen- en de huizenmarkt. Bovendien werden banken door de overvloedige geldgroei aangemoedigd te veel en te riskante leningen te verstrekken. Hoewel de Basel-ratio's (de internationale kapitaalsvereisten) er zonnig uit bleven zien, daalde het eigen vermogen van veel Europese en Amerikaanse banken tot maar 2 tot 3% van de activa. Een kleine waardedaling van de activa was dus voldoende om het eigen vermogen van een bank volledig te laten verdampen. De lage rentestand bevorderde ook dat beleggers zich wendden tot ondoorzichtige, riskante producten om toch een redelijk rendement te behalen.

Daarnaast voerden vele landen een onvoorzichtig begrotingsbeleid. Amerika ging de belastingen verlagen terwijl een peperdure oorlog in Irak werd gevoerd. Veel Europese landen namen een loopje met het Stabiliteitspact, waardoor ze in de goede tijden te weinig reserves opbouwden. Een groot deel van de wereld had zijn Keynesiaanse kruit al verschoten voordat de kredietcrisis goed en wel was begonnen.

Het gevolg van het gebrek aan prudentie in het macro-economische beleid was dat in grote delen van de geïndustrialiseerde wereld de private en publieke sector gezamenlijk onhoudbare schuldposities begonnen op te bouwen. De totale schuldenlast van Amerika groeide tot 350% BBP, een historisch gezien ongekend hoog niveau. Vroeg of laat moest dit kaartenhuis van kredietverlening in elkaar storten.

Ten derde moet goed worden beseft dat het epicentrum van de crisis - de financiële sector - sinds de Grote Depressie van de jaren dertig niet een echt vrije markt is. Om het systeemrisico van omvallende banken zoveel mogelijk te beperken, staan overheden en centrale banken klaar om de financiële sector te steunen. De impliciete garantie van zo'n groot vangnet onder de financiële sector is in hoge mate onvermijdelijk, maar het tast wel de tucht van de vrije markt aan. In feite is de bancaire sector dus een soort verzorgingsstaat binnen de markteconomie.

Maar bescherming kan tot misbruik leiden. Uit de sociale zekerheid weten we dat een verzorgingsstaat streng toezicht nodig heeft om misbruik te voorkomen. Hoe beter de bescherming van een werkloosheidsuitkering is, des te groter het gevaar dat mensen niet snel genoeg een nieuwe baan aanvaarden. Het is dus essentieel

toe te zien op de naleving van de sollicitatieplicht. Ook de bescherming van de financiële sector kan ongewenst gedrag uitlokken. De wetenschap dat in tijden van nood centrale banken klaar staan om (in de woorden van Fed-voorzitter Bernanke) met helikopters geld rond te strooien, heeft ongetwijfeld bevorderd dat bankiers bewust of onbewust grote risico's hebben genomen.

Helaas was de heersende toezichtdoctrine, vooral in de Verenigde Staten, dat de financiële markt zoveel mogelijk als een normale markt moest worden behandeld. Op de hypotheekmarkt in de VS en op riskante producten als kredietderivaten werd doelbewust geen toezicht uitgevoerd. Waar toezicht wel bestond, waren de criteria onvoldoende strikt om te voorkomen dat banken ondergekapitaliseerd raakten. Naast ideologische verblinding, heeft ook toezichtconcurrentie een rol gespeeld. Vaak voelden beleidsmakers en toezichthouders zich gedwongen regels te versoepelen uit angst dat financiële instellingen zich elders in de wereld zouden gaan vestigen. Concurrentie tussen financiële markten ontaardde in een *race to the bottom*.

Zonder iets te willen afdoen van de verantwoordelijkheid van de marktpartijen zelf, is het dus helder dat tekortkomingen in publiek beleid de kredietcrisis hebben bevorderd. Zoals Adair Turner -de voorzitter van de Britse toezichthouder de FSA Financial Services Authority ronduit toef: "(...) *Terugkijkend kan het niet anders dan dat alle financiële autoriteiten, dus de ministeries, de centrale banken en de toezichthouders inclusief de FSA, serieuze fouten hebben gemaakt.*" Deze ruitelijke erkenning van gemaakte fouten is overigens veel overtuigender dan de vele halfbakken "sorries" die we de laatste tijd hebben gehoord. Deze vaststelling leidt onherroepelijk tot de conclusie dat aanpassingen in het publieke beleid nodig zijn om op een gezonde manier uit de financiële crisis te komen. Het vertrouwen in het macro-economisch beleid moet worden hersteld. De kans dat het bankwezen opnieuw schade kan afwentelen op het collectief moet zo veel mogelijk worden beperkt. Niet alleen om een nieuwe kredietcrisis te voorkomen, maar ook om het rechtvaardigheidsgevoel van de mensen te herstellen.

Ten eerste moet zo snel als mogelijk de weg worden ingezet naar een stabiel macro-economisch beleid. Als de crisis mede door een te expansionistisch beleid is gevoed, ligt het voor de hand zo snel als verantwoord is de geldkraan weer dicht te draaien. In de laatste twee jaar zijn als reactie op de crisis tal van noodgrepen toegepast. Dat was begrijpelijk gezien de dramatische instorting van de particuliere vraag en het gevaar van een deflatoire spiraal. Maar de risico's ervan zijn ook aanzienlijk. Bij aanhoudend expansionistisch beleid bestaat het gevaar dat *bubbles* of inflatie opnieuw de kop opsteken. In China dienen zich de eerste tekenen hiervan al aan.

Duidelijk is ook dat het toezicht op de financiële sector aanzienlijk dient te worden aangescherpt. De financiële verzorgingstaat moet worden versoerd, zodat banken zo veel mogelijk op hun eigen blaren zitten als ze fouten maken. Er gebeurt op dit terrein al veel. Het Baselse comité heeft onlangs de kapitaalsvereisten voor de

bancaire sector opgeschroefd. Naast het toezicht op individuele banken, wordt ook het toezicht op systeemrisico's versterkt. Grote delen van de ondoorzichtige *over-the-counter* markt zullen transparant worden gemaakt. Kredietderivaten zullen zo veel mogelijk worden gestandaardiseerd en van een adequate afwikkelingsinfrastructuur worden voorzien. Ingewikkelde financiële producten zullen aan strengere transparantie-eisen worden onderworpen. De kredietbeoordelaars worden onder toezicht geplaatst. In veel landen worden principes ontwikkeld waaraan het beloningsbeleid van banken moet voldoen, ten einde perverse beloningsprikkels zo veel mogelijk de kop in te drukken. Er wordt dus vooruitgang geboekt.

Tegelijkertijd zijn er nog veel obstakels op de weg naar economisch herstel. Zo is er op dit moment geen duidelijk economisch leiderschap in de wereld. Alleen Azië vertoont op dit moment een grote veerkracht. Veel Aziatische landen hebben na de Azië-crisis van 1997 hun bankwezen en overheidsfinanciën ingrijpend gesaneerd en plukken daar nu de vruchten van. (Het is trouwens wel jammer dat het Westen zelf niet voldoende aandacht heeft besteed aan de lessen die het IMF de Aziaten destijds voorhield). Maar Azië is een politiek gefragmenteerd continent en wordt pas langzamerhand assertiever in internationale economische fora.

Het aanzien van Amerika als economisch leermeester heeft een forse deuk opgelopen. In China moest de Amerikaanse minister van financiën onlangs keer op keer uitleggen waarom Amerika –ondanks het fenomenale begrotingstekort- nog steeds een veilig investeringsland is. De dollar zal voorlopig de belangrijkste reservevaluta blijven, maar zijn rol zal wel minder prominent worden.

Ook het plan van president Obama om de structuur van het toezicht in de VS aan te pakken, blinkt niet uit door ambitie. Het overbevolkte- maar niet toereikende - Amerikaanse landschap van toezichthouders wordt niet sterk uitgedund. Het congres –dat sterk onder de invloed staat van de financiële sector- zal de plannen eerder afzwakken dan aanscherpen. Zo is het de vraag of president Obama voldoende steun zal krijgen voor een betere bescherming van financiële consumenten door het instellen van een aparte *consumer financial protection agency*. Gebrekkige bescherming van huiseigenaren met te hoge hypotheeklen is juist de kiem geweest van de kredietcrisis. Gedurfde plannen ter versterking van de internationale financiële architectuur –een nieuw Bretton Woods- zijn vanuit de Verenigde Staten niet te verwachten.

Velen in Europa lijken deze bescheiden rol van Amerika met enig genoegen te aanschouwen. Maar voor leedvermaak is wat mij betreft geen enkele plaats, zeker niet zolang Europa haar handen vol heeft aan haar eigen problemen. Volgens het IMF ligt Europa bij de sanering van haar bancaire sector achter op de Amerikanen. Feit is ook dat de Amerikaanse economie nog steeds flexibeler is dan de Europese en waarschijnlijk eerder uit het economische dal zal rijzen. Goede samenwerking met

de Verenigde Staten zal hoe dan ook geboden blijven om deze mondiale crisis te boven te komen.

De Europese Unie zal zelf meer leiderschap moeten tonen. Ten eerste moet Europa zich uitdrukkelijk wapenen tegen het opnieuw de kop opsteken van toezichtconcurrentie. In het verleden heeft de Europese Unie zich vaak uit concurrentieoverwegingen neergelegd bij de Angelsaksische tendens tot regelluwte. Ook nu hoor je banken al weer vaak zeggen dat de regels alleen kunnen worden aangescherpt als de hele wereld het doet. Hoopgevend is dat de Britse toezichthouder zich nu openlijk afvraagt of het Verenigd Koninkrijk nog mee moet doen aan deze *rat race*. Feit is ook dat landen (zoals Canada en een aantal Aziatische landen) die wel hoge kapitaaleisen aan hun banken zijn blijven stellen, er nu stukken beter voor staan. Bovendien kan met de ervaring van de kredietcrisis worden verwacht dat beleggers en consumenten scherper gaan kijken waar hun bescherming goed is geregeld. Streng toezicht kan op langere termijn de concurrentiepositie van een financiële sector dus juist versterken, ook als de rest van de wereld in een *race to the bottom* is verwickeld!

Europa zou er dus voor moeten kiezen een bolwerk van financiële stabiliteit te worden waar de belangen van beleggers en financiële consument goed zijn beschermd. Een regio waar overheden hun huishoudboek op orde hebben, waarin een stabiel monetair beleid wordt gevoerd en waarin de financiële sector aan streng toezicht is onderworpen.

De Europese Unie heeft geweldige uitgangspunten om dit streven naar financiële stabiliteit tot een succes te maken. Ten eerste hebben we in de Europese Centrale Bank de meeste onafhankelijke centrale bank ter wereld die in haar korte bestaan al een stevige reputatie heeft opgebouwd. Ten tweede hebben we met het Stabiliteitspact goede spelregels voor het voeren van een stabiel begrotingsbeleid. Ten derde heeft de Europese Commissie onlangs goede voorstellen gedaan om een begin te maken met Europees toezicht op de financiële sector. Als we dat goed aanpakken, kunnen we een eind maken aan toezichtconcurrentie binnen Europa en zullen toestanden als met de IJslandse banken hopelijk tot het verleden behoren.

Tegelijkertijd is duidelijk dat de weg naar herstel van vertrouwen bezaaid is met vele obstakels. In een periode van matige economische groei en een ontgoochelde bevolking zal het nemen van pijnlijke maatregelen veel politieke overtuigingskracht vergen. Er zal terdege rekening moeten worden gehouden met het aangetaste rechtvaardigheidsgevoel van de mensen zonder dat we vervallen in economisch populisme.

Het zou tragisch zijn indien we zouden verzinken in een klimaat waarin de marktwerking tot bron van alle kwaad wordt verklaard. Het probleem van deze crisis was immers niet de vrije markt *an sich*, maar het feit dat naïef vrije-marktdenken is toegepast op een sector waarin de tucht van de markt maar beperkt zijn werk kon doen. We zullen de komende tijd de dynamiek van marktwerking juist hard nodig

hebben. Hoewel bijna alle economen zich weer tot Keynes lijken te hebben bekeerd, is het einde van macro-economische bestedingspolitiek al weer in zicht. Overheden zullen de komende jaren nauwelijks middelen hebben om de economie aan te jagen. Het is dus zaak dat we de ondernemingslust en innovatie die marktwerking kan voortbrengen zo goed mogelijk blijven gebruiken.

Tegelijkertijd moeten politici, beleidsmakers en toezichthouders heldere kaders stellen die nodig zijn waar de vrije markt faalt, waar een vangnet nodig is en waar we niet blind kunnen vertrouwen op het - goede - gedrag van private ondernemingen. We moeten de markt optimaal laten werken, maar de financiële verzorgingsstaat kan niet anders dan een strak gereguleerde markt zijn.