

OCCUPY!

99%

WRONG TOGETHER WE CAN CHANGE LET'S

AL DONATIONS DONATIONS



Nobelprijs voor begrijpen van sleutelrol van fragiele financiële intermediairs

In 2022 kregen Ben Bernanke, Douglas Diamond en Philip Dybvig de Prijs van de Zweedse Rijksbank voor Economische Wetenschappen ter nagedachtenis aan Alfred Nobel – kortweg de Nobelprijs voor Economie. Wat hebben zij voor de wetenschap en de wereld betekend?

IN HET KORT

- De laureaten werkten aan het begrijpen van financiële intermedieatie, en leverden hun belangrijkste bijdrages in de jaren tachtig.
- Ben Bernanke onderzocht het falen van banken in de grote depressie, en was FED-voorzitter tijdens de financiële crisis.
- Douglas Diamond en Philip Dybvig toonden modelmatig aan waarom banken inherent fragiel zijn.

ARNOUD BOOT

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

Met de keuze voor Ben Bernanke, Douglas Diamond en Philip Dybvig is de Nobelprijs voor Economie toegekend aan het vakgebied dat de rol van financiële intermediairs in de economie bestudeert. Met de opkomst van de financiële economie – sommigen spreken zelfs over de ‘financialisering’ – is de beleidsrelevantie van dit vakgebied groot. En wie kent Ben Bernanke niet als voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve (Centrale Bank) ten tijde van de financiële crisis? De Nobelprijs is gebaseerd op het wetenschappelijk werk van de drie, begin jaren tachtig van de vorige eeuw.

Net als vele anderen ken ik Ben Bernanke als FED-voorzitter, en niet persoonlijk. Dat is anders bij Douglas Diamond en Phil Dybvig. Op vele momenten heb ik Douglas Diamond meegemaakt. Wat introvert misschien, maar ook toegankelijk en geëngageerd. Op de verschillende conferenties die ik in Amsterdam organiseerde kwam hij altijd – zelfs een keer in het gips toen hij net zijn enkel had gebroken, en toch het ongerief van een uren durende vlucht had getrotseerd. Phil Dybvig kende ik lang als een veel meer uitgesproken onderzoeker, zeer serieus in zijn onderzoek, maar ook als een liefhebber van de jazzclubs in Saint Louis waar hij de laatste 25 jaar les geeft. Met de jaren is hij excentriker geworden, en meer controversieel.

Prijs voor het vakgebied

De Nobelprijs zet het vakgebied van financiële intermedieatie in de schijnwerpers. Een jong vakgebied dat net als het werk van de auteurs een grote vlucht nam vanaf begin jaren tachtig van de vorige eeuw. Bijzonder is dat het vakgebied zich voor een groot deel ontwikkelde buiten de macro-economie, en juist binnen de financieringsleer en financiële economie – kerngebieden van de bedrijfseconomie, met zeker rond de eeuwwisseling een duidelijk meer micro-economisch perspectief op de ondernemingen en markten. Niet verrassend dus dat juist binnen de (vooral Amerikaanse) businessschools, het vakgebied van de financiële intermedieatie tot de grootste wasdom kwam.

Vanaf de financiële crisis van 2007–2009 is de focus van economen verschoven naar de macro-economische betekenis van de financiële sector. Juist toen bleek hoe problemen in de financiële sector grote macro-economische consequenties konden hebben, werd het meer micro-economische perspectief zwaar op de proef gesteld. De omslag was het sterkst in het beleid. Als voorbeeld – het toezicht op banken dat traditioneel micro-prudentieel was ingestoken (focus op een bank als aparte identiteit) werd tijdens de crisis pas gecombineerd door een macro-prudentieel focus – toezicht op het systeem als geheel, waarbij de interacties tussen banken, andere financiële spelers en financiële markten, in samenhang werden bekeken. Voor De Nederlandsche Bank betekende dit bijvoorbeeld dat hun eigen mensen, die zich bezighielden met een macro-prudentieel insteek (die waren er wel degelijk), toen pas serieus werden genomen.

Kerninzichten van het Nobelprijs-onderzoek

De Nobelprijs voor het werk van Bernanke, Diamond en Dybvig, begin jaren tachtig, is een beloning voor onderzoekers die vroegtijdig problemen bij het functioneren van banken centraal stelden. Voor Ben Bernanke was dit binnen de context van een historische analyse van de depressie van de jaren dertig. Zijn inzicht was dat de crisis in die periode diep en langdurig werd door de problematische toestand waarin de banken terecht waren gekomen (Bernanke, 1983). De kredietwaardigheid van banken zelf was, na de beurscrash van eind jaren twintig, zwaar aangetast, waardoor deze niet meer de economie konden ondersteunen – en de economie steeds verder in de problemen kwam.

De andere twee winnaars van de Nobelprijs, Douglas Diamond en Philip Dybvig, kwamen gelijktijdig met een belangrijke analyse over bankruns (Diamond en Dybvig, 1983). Zij lieten zien dat banken inherent fragiel zijn. De uitzettingen van banken bestaan vaak uit langlopende illiquide leningen, terwijl de financiering van een bank voor een groot deel bestaat uit direct opvraagbare middelen zoals spaargeld. Een bank kan in acute liquiditeitsproblemen komen als veel spaarders gelijktijdig hun geld opvragen dat in de illiquide leningen ‘vastzit’. Een faillissement is dan niet uitgesloten, want het plotseling moeten verkopen van illiquide leningen levert meestal onvoldoende op om alle spaarders terug te kunnen betalen. Spaarders anticiperen hierop, waardoor er een bankrun kan ontstaan. Als men vreest dat ‘anderen’ hun geld zullen gaan opvragen, kan men dit beter voor zijn, en zelf als eerste het geld weghalen. Bij een bankrun loont het een spaarder om vooraan te staan.

In zekere zin had Bernanke het over banken die een crisis konden versterken, en Diamond en Dybvig over banken die een crisis konden veroorzaken. Weinig fantasie is er nodig om de maatschappelijke relevantie van dit onderzoek in te zien, en de toekenning van de Nobelprijs op dit deelgebied van de economie is dan ook niet verrassend.

Financiële crisis

De inzichten van Bernanke, Diamond en Dybvig waren niet besteed in de jaren voorafgaand aan de financiële crisis van 2008. Het waren de hoogtijdagen van het marktdenken, en van vertrouwen in financiële markten in het bijzonder. Finance was, met zijn nieuwe financiële instrumenten (zoals derivaten) en processen (zoals het verhandelbaar maken van leningen via securitisatie), steeds geavanceerder geworden, en risico's werden – in dat denken – via steeds meer liquide financiële markten ‘optimaal’ verspreid in de economie. En in dit alloceren van risico's speelden banken een sleutelrol, met een bankbalans die in de gedachten van beleidsmakers minder riskant werd – want risico's werden immers doorverkocht. En was het ook niet zo dat het barsten van de dotcombubbel begin jaren 2000, zonder evident probleem bij banken, een duidelijk bewijs was van de toegenomen stabiliteit en veerkracht van het financiële systeem? Kortom, alle reden voor een deregulering van de financiële sector.

We hebben het geweten. Beleidsmakers waren in slaap gesust en finance bleek heel wat minder goedaardig. Zo leidde de fameuze spreiding van risico's via securitisatie tot een ondoorzichtige opeenhoping van risico's, juist ook bij systeem-relevante instellingen zoals banken. Ambitieuze, net geprivatiseerde, Duitse Länder-banken bleken bijvoorbeeld door het onderschatten van risico's grote kopers van allerlei verhandelbare Amerikaanse hypotheken, en kwamen massaal in grote problemen toen de Amerikaanse huizenmarkt instortte. Dus in plaats van een spreiding van risico's leidde het verhandelbaar maken van leningen tot een opeenhoping van risico's, met ook nog een onduidelijkheid over waar de risico's waren gebleven. Al dit verhandelen van risico's vergrootte ook de dwarsverbanden en wederzijdse afhankelijkheden tussen financiële instellingen, waardoor de systeemrisico's toenamen.

De combinatie van het onderschatten van risico's en relatieve lage rentes leidde ook tot een veel te grote hef-

boom (te veel financiering met vreemd vermogen) in het financiële systeem. Op eigen vermogen werd er ‘bespaard’ (onder andere door het inkopen van eigen aandelen), dus schokken konden door financiële partijen zelf niet goed worden opgevangen. Grote, eerder nog solide geachte banken zoals ING kwamen hierdoor in de problemen.

Ten slotte was er de neiging om te kiezen voor kortlopend, ‘goedkoop’ vreemd vermogen, dat telkens op de geldmarkten moest worden geherfinancierd, en dat ‘opdroogde’ toen de onzekerheid manifest werd (Northern Rock, Royal Bank of Scotland, en de Amerikaanse zakenbanken zoals Lehman Brothers). Kortom, buffers waren klein en banken waren uitermate kwetsbaar – precies datgene waar het werk van de Nobelprijswinnaars over gaat.

Financiële intermediairs en macro-modellen

Het dominante werkpaard van de macro-economie is het Dynamisch stochastisch algemeen-evenwichtsmodel (DSGE-model). In een overzichtartikel benadrukken Lindé et al. (2016) dat de DSGE-modellen van vóór de crisis onvoldoende inspeelden op mogelijke financiële fricties, en dat een interpretatie van banken als louter ‘doorgeefluik’ erin domineerde. Intermediairs werden namelijk vaak als een soort doorgeefluik gezien die hoogstens als smeerolie fungeerden bij het alloceren van besparingen. Bij deze interpretatie is het niet vreemd dat ze genegeerd werden. De belangrijke lessen van Diamond en Dybvig over de fragiliteit van banken, en de historische analyse van Bernanke over de invloed van banken op de rest van de economie kwamen dus niet tot hun recht.

De modellen veranderden na de financiële crisis. Aspecten van het zogenaamde accelerator-type (versterkende effecten veroorzaakt door de financiële sector) werden opgenomen in vele door de centrale banken gehanteerde DSGE-modellen. Hiermee kwamen de afhankelijkheden tussen banken en de door hen gefinancierde private partijen in beeld. Eerder werk van Bernanke zelf, samen met Mark Gertler, bood hiervoor belangrijke aangrijpingspunten (Bernanke en Gertler, 1989). Zij lieten zien dat financiële fricties juist in neergaande tijden worden versterkt. Bijvoorbeeld, bij het bestaan van informatieproblemen (een vorm van frictie) is screening en monitoring door banken van groot belang om tot kredietverlening te komen. Maar juist in neergaande tijden is dat ingewikkelder, hetgeen de kredietverlening extra onder druk zet en de neergang kan versterken (dit is waar het woord *accelerator* naar verwijst).

Het is overigens niet zo dat, vóór de financiële crisis, er op geen enkele manier sprake was van financiële fricties in de gehanteerde macro-modellen (Den Haan, 2009). Het is wel zo dat sindsdien een veel groter begrip is ontstaan over het belang van de financiële sector, en dat er veel serieuzer werk is gemaakt van het à la Bernanke en Gertler opnemen ervan in macro-modellen.

Slot

De financiële crisis van 2007–09 ligt inmiddels vijftien jaar achter ons. Bankenspeelden een hoofdrol in die crisis en zeker voor ons land zagen we ongekende taferelen. De redningen van banken (ING, SNS en ABN Amro) zijn in ons



geheugen gegrift. De euro-crisis van rond 2012 gaf een volgende klap: onzekerheid over de houdbaarheid van de euro, en de staatsschulden op de balansen van banken gaven weer onzekerheid over het bancaire systeem. Meer recentelijk kunnen de vele ondersteuningsmaatregelen om de coronapandemie op te vangen gezien worden als noodzakelijk om het bancaire systeem niet in crisis te doen storten. En gedurende al deze episodes was de vraag of banken in staat waren om inhoud te geven aan hun belangrijke rol als financier van met name het mkb. Het belang van het Nobelprijs-onderzoek wordt keer op keer bevestigd.

Natuurlijk is er discussie over de vraag of, met het drietal, de juiste winnaars zijn aangewezen. Diamond en Dybvig zijn winnaars zoals je die ook typisch ziet in andere vakgebieden: één belangrijk inzicht met een zeer treffende modelmatige formulering, die leidend is geweest voor veel onderzoek dat volgde. Het belang ervan staat buiten kijf, hoewel sommigen zullen benadrukken dat, op een meer beschrijvende manier, vergelijkbare inzichten bij anderen al eerder naar voren waren gekomen. Maar de systematiek, treffende formulering en grote invloed op het vervolgwerk maken hun bijdrage uniek. Ondanks dat beide winnaars ook ander belangrijk onderzoek hebben gedaan (bijvoorbeeld Diamond (1984)), valt de Nobelprijs wat hen betreft daarom exclusief toe te rekenen aan hun artikel uit 1983.

De Nobelprijs voor Economie – die pas sinds 1969 bestaat – is echter vaak ook ten dele een soort van *life-time achievement award*. Dat geldt voor Ben Bernanke, en wel op een speciale manier. Zijn inzichten in de crisis van de jaren dertig zijn veel minder exclusief aan hem toe te rekenen dan die van Diamond en Dybvig. Hij was onderdeel van een wetenschapsgebied dat deze periode gedegen onderzocht heeft. Zijn rol vervolgens als voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, en de mogelijkheid voor hem om de historische lessen in de praktijk te brengen, hebben ongetwijfeld bijgedragen aan de toekenning van de Nobelprijs. Als we alles overzien is dat een zeer terechte en ook bijzondere Nobelprijs.

Literatuur

- Bernanke, B. (1983) Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression. *The American Economic Review*, 73(3), 257–276.
- Bernanke, B. en M. Gertler (1989) Agency costs, net worth, and business fluctuations. *The American Economic Review*, 79(1), 14–31.
- Diamond, D.W. (1984) Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393–414.
- Diamond, D.W. en P.H. Dybvig (1983) Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), 401–419.
- Haan, W. den (2009) Gooi niet alle macro-economische modellen op één hoop. Artikel op www.mejudice.nl, 21 oktober.
- Lindé, J., F. Smets en R. Wouters (2016) Challenges for central banks' macro models. In: J.B. Taylor en H. Uhlig (red.), *Handbook of macroeconomics, Volume 2B*. Amsterdam: Elsevier, hoofdstuk 28.