

De economische toekomst van Nederland



ISBN 978 90 12 57476 1  
NUR 781

<http://www.kvsweb.nl>

De Preadviezen 2011 van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde wordt uitgegeven door Sdu uitgevers, Den Haag.

© 2011 De auteurs, p/a Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Postbus 98, 1000 AB Amsterdam.

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voorzover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16 h Auteurswet, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp, [www.reprorecht.nl](http://www.reprorecht.nl)). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet) dient men zich te wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, [www.stichting-pro.nl](http://www.stichting-pro.nl)). Voor het overnemen van een gedeelte van deze uitgave ten behoeve van commerciële doeleinden dient men zich te wenden tot de uitgever.

Omslag en typografie: Twin Media BV, Culemborg

# De economische toekomst van Nederland

Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

Preadviezen 2011

**Onder redactie van**

Prof dr. J.H. Garretsen, dr. R.M. Jong-A-Pin en prof dr. E. Sterken



# Inhoudsopgave

<b>Inleiding</b>	7
<b>Hoofdstuk 1</b> Het Nederlandse economische beleid in de komende jaren <i>Lex Hoogduin</i>	13
<b>Hoofdstuk 2</b> De econoom in crisistijd: de tovenaarsleerling ontwaakt <i>Harry van Dalen</i>	47
<b>Hoofdstuk 3</b> Welke lessen leert de Grote Recessie ons voor macromodellen? <i>Jürgen Antony, D. Peter Broer, Coen N. Teulings</i>	75
<b>Hoofdstuk 4</b> Financiële sector in crisis <i>Arnoud W.A. Boot, Mark A. Dijkstra</i>	105
<b>Hoofdstuk 5</b> Governance van macroprudentieel beleid <i>Jakob de Haan, Aerd Houben en Remco van der Molen</i>	143
<b>Hoofdstuk 6</b> Europa en de Nederlandse welvaart <i>Jacqus Pelkmans</i>	163
<b>Hoofdstuk 7</b> De Economische Monetaire Unie: uitkomsten en uitdagingen <i>Frank Smets</i>	193
<b>Hoofdstuk 8</b> Nationaal begrotingsbeleid moet Europese dimensie krijgen <i>Harrie Verbon</i>	209

<b>Hoofdstuk 9</b>	
Steden, grondprijzen en de lokale overheid	233
<i>Wouter Vermeulen, Henri L.F. de Groot, Gerard A. Marlet en Coen N. Teulings</i>	
<b>Hoofdstuk 10</b>	
De hardnekkigheid van het Nederlandse productiviteitsprobleem	255
<i>Bart van Ark</i>	
<b>Over de auteurs</b>	281

# De economische toekomst van Nederland: inleiding<sup>1</sup>

*Harry Garretsen, Richard Jong-A-Pin, Elmer Sterken*

---

De val van Lehman Brothers op 15 september 2008 was niet alleen het begin van een economische en financiële crisis, maar heeft ook de denkwereld van de economen en beleidsmakers aan het wankelen gebracht. De crisis leek zich aanvankelijk te beperken tot de bankensector, maar strekt zich nu uit tot een schuldencrisis in bijvoorbeeld Spanje, Ierland en Portugal en doet de eurozone als geheel op zijn grondvesten trillen. Het besef dat de reële en de financiële economie sterk met elkaar verstrengeld zijn, leeft anno 2011 meer dan ooit. Wellicht moeten de gangbare macro-economische tekstboeken herschreven worden en moeten economen hun onderzoeksagenda aanpassen. In ieder geval lijkt het erop dat economische beleidsadviezen op nieuwe gezichtspunten gestoeld moeten worden.

---

7

Wat betekenen de recente ontwikkelingen voor de economische toekomst van Nederland? Waar liggen de uitdagingen, zowel in de economische theorie als in de beleidspraktijk? Welke adviezen kunnen vooraanstaande economen de Nederlandse en wellicht ook Europese beleidsmakers meegeven? In deze bundel wordt een aantal aanzetten gegeven. Het doel van deze bundel is niet om een analyse van de oorzaken en gevolgen van de recente crisis te presenteren. Het doel is vooral om de geschikte handvatten van de economische theorie in kaart te brengen. Zo kan voor Nederland relevant economisch beleid worden ontwikkeld en kunnen suggesties worden gedaan voor de manier waarop dat beleid gestalte kan krijgen. En dan gaat het niet om de korte termijn, maar om een structurele ontwikkeling op de middellange en zelfs lange termijn.

De Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz vergelijkt het huidige economische tijdvak met de situatie tijdens de Grote Depressie (zie de video van het World Bank seminar op 26 september 2011 onder de titel *The State of the Global Economy*, <http://www.vimeo.com/29630006>). De vergelijking geldt niet zozeer vanwege de monetaire en financiële oorzaken en gevolgen van de crisis, maar gaat vooral op als gekeken wordt naar de

---

<sup>1</sup> Wij willen mevrouw Anna Visser bedanken voor haar redactionele hulp bij de totstandkoming van deze KVS preadviezen.

onderliggende verschuivende economische structuren. Verschoof de werkgelegenheid in de jaren twintig en dertig van de vorige eeuw door sterk toenemende arbeidsproductiviteit van de landbouw naar de verwerkende industrie, nu zien we een verschuiving van de verwerkende industrie naar nieuwe sectoren in de dienstensector. Deze verschuivingen gaan soms geleidelijk, maar gaan soms ook gepaard met grote onevenwichtigheden. Werkloosheid treedt op indien de arbeidsmobiliteit zich te veel op de problematische regio's richt of wanneer rigiditeiten in de loonvorming bestaan, terwijl in de nieuwe sectoren krapte heerst. Landen met een structurele achterstand waar het gaat om de groei van de arbeidsproductiviteit, krijgen te maken met tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. En landen die een overvloed hebben aan goedkope arbeid en grote inkomsten uit natuurlijke grondstoffen, zoals olie, kunnen eenvoudig de traditionele maakindustrie overnemen en enorme financiële reserves opbouwen.

8

Waar Stiglitz op de onderliggende structurele ontwikkeling van de wereldeconomie wijst en het belang van de financiële ontwikkelingen tracht te nuanceren, is er veel kritiek op de rol van de economische theorie in het voorspellen en verklaren van de huidige crisis. De standaardtheoretische modellen zouden onvoldoende elementen bevatten om een banken- en schulden-crisis te kunnen verklaren. Vooral de modellering van de financiële sector en de transmissie van de financiële naar de reële economie zouden onderbelicht zijn. In het bijzonder wordt dan gewezen op het vermeende ontbreken van een financiële sector in de klasse van dynamisch-stochastische algemene evenwichtsmodellen (DSGE-modellen). Ook de veel gehanteerde veronderstelling dat economische subjecten rationeel zouden handelen, is onder vuur te komen liggen. Maar de eerlijkheid gebiedt te stellen dat juist de laatste jaren veel gewerkt is aan het opnemen van de financiële sfeer in DSGE-modellen, dat de theorie van onevenwichtig verdeelde informatie op financiële markten verder ontwikkeld is, dat modellen met beperkte rationaliteit en leergedrag aan belang hebben toegenomen en dat meer micro-economische informatie in macromodellen is meegenomen. Desondanks is het moeilijk om met de huidige modellen rekening te houden met complexe interacties tussen verschillende subjecten. En zeker als het gaat om het handelen in uiterst onzekere situaties. En waar theoretische modellen onder vuur liggen, is het moeilijk om de juiste beleidsadviezen op tafel te leggen.

De vraag of de huidige crisis sec een financiële crisis is, lijkt dus volgens Stiglitz actueel. Uiteraard zijn de problemen in de financiële sector omvangrijk en invloedrijk, maar er lijkt ook sprake te zijn van structurele problemen. Een herstel van de wereldeconomie in het algemeen en van Europa en Nederland in het bijzonder, vraagt dan ook om beleid dat verder gaat dan 'symptoombestrijding' voor wat betreft de bankensector en schuldsanering in enkele Europese landen. Het structurele herstel verloopt voorspoediger als



de financiële condities beter zijn, maar het beeld dat we er met het oplossen van de financiële crisis zijn, moet toch ontkracht worden.

De voorliggende bundel biedt een groot aantal suggesties van vooraanstaande economen. De suggesties gaan in veel gevallen verder dan de heersende beleidspraktijk. Zonder een complete beschrijving te geven van de volledige inhoud van deze bundel, presenteren wij een eenvoudige leeswijzer en nemen een aantal in het oog lopende aanbevelingen tot slot over.

In de Preadviezenbundel van vorig jaar werd op microniveau een analyse van oorzaken en gevolgen van de financiële crisis gegeven. Dit jaar is het kader veeleer macro-economisch en meer gefundeerd in de economische theorie. Hoewel de traditionele macro-economie onder vuur is komen te liggen door een vermeend gebrek aan potentie om een financiële crisis te kunnen verklaren of zelfs voorspellen, ligt de sleutel voor de oplossingen niet in micro-economische alternatieven. Het huidige tijdsgewricht vraagt een veel sterkere coördinatie van economisch beleid, budgettair en monetair, supranationaal, en een veel grotere bereidheid tot anticyclisch begrotingsbeleid dan de huidige beleidsrichting doet vermoeden. De vraag hoe men dit beleid moet uitvoeren is uiteraard gerechtvaardigd. Dat er een serieuze macro-economische onderbouwing nodig is en dat deze onderbouwing geschraagd dient te zijn in de empirie is evident. In dat licht is de 2011 toekenning van de Nobelprijs economie voor Thomas Sargent en Christopher Sims voor de empirische macro-economie een ondersteuning.

De eerste artikelen gaan over de vraag hoe economen kunnen bijdragen aan de vorming van economisch beleid. Hoogduin presenteert een agenda voor het Nederlandse economische beleid en beantwoordt tevens een groot aantal issues. Zo vindt hij dat er vier belangrijke hoofddoelstellingen van het economische beleid zijn: vrijheid, veiligheid, verdeling en vooruitgang, en dat beleidsmakers de durf moeten tonen om dit expliciet te stellen. Van Dalen legt uit dat economen een grote verantwoordelijkheid hebben door hun invloed op de maatschappij. Als tovenaarsleerlingen weten economen dat de economische wetenschap geen magie is en dienen zij zich academisch op te stellen en zich niet a priori voor andere invloeden af te schermen. Het academische discours is van groot belang voor de ontwikkeling van het vak en de kwaliteit van de beleidsadvisering. Antony, Broer en Teulings reflecteren op de ontwikkelingen van een van de instrumenten van dat economische discours: de modelbouw. Welke lessen uit het recente verleden moeten er getrokken worden om de macro-modellen voorbereid te doen zijn voor de volgende storm? In ieder geval zal er meer aandacht voor het opnemen van de financiële sector moeten komen. Er zijn voldoende aangrijpingspunten in de theorie van onvolledige informatie dit gefundeerd te doen.

Het tweede cluster gaat in op het te voeren beleid met betrekking tot de financiële sector. Boot en Dijkstra stellen dat het financiële systeem te complex is geworden. Door de omvang van instellingen enerzijds en de beweeglijkheid van de markt anderzijds is de financiële sector onvoorspelbaar geworden. Boot en Dijkstra vinden dat financiële intermediairs en banken eerst hun kapitaalpositie op orde moeten brengen. Meer kapitaal is wellicht duurder, maar kan ook het risicoprofiel van de instelling verlagen. Boot en Dijkstra merken echter op dat dit bepaald geen automatisme is, omdat banken nog steeds aan prikkels onderhevig zijn om meer risico over een eventuele grotere kapitaalbasis te nemen. Echter, om de complexiteit aan te pakken zijn, naast sterkere kapitalisatie en beter toezicht, structurele veranderingen nodig die de financiële sector eenvoudiger en beheersbaarder maken. De Haan, Houben en Van der Molen behandelen de governance van het macroprudentieel beleid. Naast micro-economisch toezicht is macrotoezicht absoluut nodig. Als krediet- of leenratio's te sterk oplopen, ondanks micro-economische voordelen, kan het systeemrisico toenemen en dient te worden ingegrepen. De vraag is hoe, en de drie economen van De Nederlandsche Bank (DNB) houden een pleidooi om het macroprudentieel beleid bij DNB neer te leggen als het gaat om Nederland. De koppeling van monetair beleid en beleid dat zicht richt op financiële stabiliteit dient institutioneel verankerd te worden. Een koppeling met de European Systemic Risk Board ligt dan uiteraard voor de hand. Pelkmans houdt een pleidooi voor de organisatie van de interne markt binnen de Europese Unie. Een verdergaande liberalisering is nodig en wordt nu soms tegengewerkt door andere economische beleidsmaatregelen. Een belangrijk voorbeeld is de financiële sector. Als geen andere is deze sector internationaal verweven en verdient een beter afgestemde internationale aanpak.

Het derde cluster van bijdragen richt zich verder op de Europese dimensie. Smets houdt een pleidooi voor een drieluik van maatregelen ter versterking van de economische en monetaire unie. Een versterking van het Stabiliteits- en Groeipact, het invoeren van procedures om onevenwichtigheden en uiteenlopende reële en financiële ontwikkelingen binnen de muntunie te vermijden, en een beter Europees micro- en macroprudentieel toezicht zijn noodzakelijk. Ook Verbon houdt een pleidooi voor een sterk federaal Europees gezag, omdat dat de beste waarborgen voor de Nederlandse welvaart biedt. Loonmatiging in een kleine open economie als de Nederlandse is sinds het Akkoord van Wassenaar (1982) een vaak gebruikt en succesvol mechanisme gebleken. Maar binnen de muntunie is dit een voorbeeld van een beggar-thy-neighbor-beleid en derhalve contraproductief.

Het vierde een laatste cluster bevat twee bijdragen over de reële economie. Vermeulen, De Groot, Marlet en Teulings presenteren een gedetailleerde analyse van grondprijzen in steden en de implicaties daarvan voor het overheidsbeleid. Deze bijdrage sluit aan bij de eerder genoemde analyse van

Stiglitz. De transformatie van industrie naar diensten heeft de steden weer aantrekkelijker gemaakt dan drie decennia geleden. Er ligt voor de overheid een schone taak om op dit gebied verstandig economisch beleid te voeren dat een structurele economische ontwikkeling voor de lange termijn kan bespoedigen. De bijdrage van Van Ark sluit eveneens aan bij de gedachten over de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. Sinds 1980 kent de groei van de Nederlandse arbeidsproductiviteit een trendmatige daling. Met een slechts beperkte groei van het aantal gewerkte uren is een gemiddelde groei van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur van zo'n 1,5% per jaar noodzakelijk. Ondanks deregulering van de arbeidsmarkt, de groei van de informatie- en communicatietechnologie sinds de jaren negentig van de vorige eeuw, en de verbeterde mogelijkheden om ICT toe te passen in de dienstensector, is de neerwaartse trend van de productiviteitsgroei moeilijk om te buigen. Van Ark pleit voor versterking van de marktwerking en een groei van de investeringen in innovatie en immateriële activa. De transitie zoals door Stiglitz bedoeld wordt, is in beweging.

De preadviezen leiden tot de volgende conclusies:

- 1 De Nederlandse economie is onderdeel van de Europese economie en heeft veel baat bij het voortbestaan van een economische en monetaire unie. In die unie is het nodig dat er een sterkere coördinatie tussen monetair en budgettair beleid op unieniveau ontstaat.
- 2 Het monetaire beleid dient institutioneel gekoppeld te worden aan een macroprudentieel beleid.
- 3 Een al te sterk procyclisch beleid in die landen van de eurozone die een relatief sterke productiviteitsgroei kennen is onverstandig en werkt destabiliserend.
- 4 Een structurele versterking van en een beter toezicht op de financiële sector, niet alleen in Nederland, zijn noodzakelijke voorwaarden voor een sneller herstel van de economische ontwikkeling in de westerse landen.
- 5 Beleidsmakers dienen zich vooral te concentreren op de structurele versterkingen van de economie. Dit geldt niet alleen voor de macro-economische politiek, maar vooral ook voor micro- en regionaal-politieke beslissingen.
- 6 Economen dienen zich opnieuw te bezinnen op de ontwikkeling van de theorie en de toepassing daarvan. Eenzijdig dogmatisme dient vermeden te worden.

De opsomming hierboven is bewust onvolledig en biedt een uitdaging om de preadviezen zelf te lezen.



# Het Nederlandse economische beleid in de komende jaren

*Lex Hoogduin*

---

## 1 Inleiding

De Nederlandse economie staat er niet slecht voor, zeker in vergelijking met die in andere ontwikkelde landen. Maar er bestaat onder veel economen onvrede over het Nederlandse economische beleid. Keuzes worden onvoldoende gemaakt, wezenlijke onderwerpen worden op de lange baan geschoven. De huizenmarkt en het pensioenstelsel zijn belangrijke voorbeelden daarvan.

Wat in vergelijking met vroeger opvalt, is dat het raamwerk voor het economische beleid minder expliciet is. Daardoor lijkt het beleid minder samenhangend te zijn.

Tegen die achtergrond gaat dit preadvies eerst in op de bijdrage van de economie en de economen aan het economische beleid. Daarbij wordt het raamwerk voor het economische beleid geschetst. Aangegeven wordt hoe dit raamwerk de komende tijd explicieter zou moeten worden gemaakt, om daarmee de kwaliteit van het Nederlandse economisch beleid te verbeteren. Vervolgens wordt een aantal belangrijke onderwerpen voor de beleidsagenda voor de komende jaren besproken. De bijdrage wordt afgesloten met een samenvatting van de belangrijkste conclusies.

## 2 Economie en economisch beleid

Economie gaat over het maken van keuzes in een situatie van schaarste. Daarbij wordt aangesloten bij de definitie van Robbins (1935): economie heeft betrekking op het maken van keuzes over de aanwending van schaarse, alternatief aanwendbare middelen ter bevrediging van een veelheid naar intensiteit gerangschikte behoeften. Behoeftbevrediging schept welvaart. De kern van het economische vraagstuk is dus dat er onvoldoende middelen zijn om alle behoeften te bevredigen. Er bestaat schaarste. Economie gaat over alle denkbare behoeften. Zij bemoeit zich met veel meer dan alleen het nationale inkomen en de verdeling daarvan. Ook behoeften die niet op markten worden verhandeld zijn het onderwerp van de economische wetenschap, voorzover voor de bevrediging ervan een beroep wordt gedaan op schaarse middelen. Behoeften die niet (gemakkelijk) in geld zijn te waarderen, vallen binnen het bereik van de economische wetenschap. Economie bestudeert het maken van keuzes onder een aantal randvoorwaarden. Laatstgenoemde zijn

een aspect van de schaarste en bepalen mede wat kan en niet kan. Er zijn in economische vraagstukken nooit 'free lunches'.

Economie houdt zich bezig met welvaart en schaarste. Dat is wat anders dan geluk. Niet te ontkennen valt dat geluk belangrijk is, maar het economische analyseapparaat is er niet op toegesneden. Economie gaat niet over geluk.

Voor de economische wetenschap zijn de behoeften een gegeven. Zij kan daarover geen waardeoordelen geven. Economische beslissingen worden genomen onder onzekerheid. Die gaat verder dan het bestaan van risico (Knight 1921, Keynes 1921, 1936 en Hoogduin 1991). In het geval van risico zijn alle mogelijke uitkomsten van een beslissing bekend, maar is onbekend welke uitkomst zich feitelijk zal voordoen. Dan is de waarschijnlijkheidsrekening van toepassing. Tegen risico kan men zich indekken door een verzekering af te sluiten of via derivaten. In het geval van onzekerheid zijn niet alle mogelijke uitkomsten bekend. Er kan niet worden gerekend en men kan er niet onderuit komen door zich te verzekeren. Het bestaan van fundamentele onzekerheid betekent dat verwachtingen altijd een autonoom element kennen, zeker als ze de wat verdere toekomst betreffen. Verwachtingen zijn niet passief, in de zin dat ze zijn gericht op een gegeven werkelijkheid. De economische werkelijkheid wordt gevormd door de voorstelling die we ervan maken in onze verwachtingen op basis waarvan we handelen. Dit is geen gemeengoed in de economische wetenschap waar bijna altijd wordt uitgegaan van risico en niet van fundamentele onzekerheid en van rationele, endogene verwachtingen.

Economische beslissingen worden vaak genomen in een omgeving die complex is in de zin van Hayek (1967). Daarmee wordt bedoeld dat in een economie op enig moment verspreid meer informatie beschikbaar is dan centraal kan worden verzameld. Complexiteit en fundamentele onzekerheid maken precieze planning en voorspellingen onmogelijk en zinloos. Er zullen zich in de toekomst altijd verrassingen voordoen. Liquiditeit, flexibiliteit en buffers hebben daarom waarde. Ze houden opties open en verschaffen reactietijd. Het economische proces heeft een open einde. De kennis die de economische wetenschap oplevert kent zijn grenzen. Economen moeten zich hoeden voor overmatige pretenties.

Economische politiek gaat over het bevorderen van de welvaart door acties van de overheid. Het kan daarbij gaan om de collectieve welvaart of die van groepen, instellingen, burgers en bedrijven. De acties kunnen onder andere bestaan uit het produceren van goederen en diensten door de overheid, het heffen van belastingen of het verstrekken van subsidies, wetgeving en regulering en het formuleren en uitvoeren van beleid. Dit perspectief op de economische politiek is in overeenstemming met de benadering van Hennipman (1995) en zijn leerling Heertje.

Wat is de relatie tussen de economische wetenschap en de economische politiek? In de eerste plaats kan het economische analyseapparaat worden gebruikt om de gevoerde economische politiek te beschrijven en verklaren. Dan kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de theorie over de politieke conjunctuurgolf en de theorie over de *inflation bias* in het beleid van afhankelijke centrale banken, maar er zijn natuurlijk vele andere voorbeelden. De wetenschap wordt dan puur positief ingezet.

De tweede rol van de economische wetenschap bij het economische beleid is erop gericht de kwaliteit van het economische beleid (proces) te verbeteren. De econoom gebruikt zijn kennis in de rol van consultant. Hij helpt de politicus/beleidsmaker goede politiek te voeren. Dit gebeurt op meerdere manieren. De econoom heeft een raamwerk om over economisch beleid na te denken. Hij kan de politicus helpen de doelstellingen voor het economisch beleid expliciet te maken, de relaties ertussen te verduidelijken en er gewichten aan toe te kennen. Hetzelfde kan voor de instrumenten en de instituties die ze hanteren, worden gedaan. De relatie tussen de doelen en instrumenten wordt geanalyseerd. De economische wetenschap helpt de randvoorwaarden in beeld te brengen waaronder de keuzes van doelen en instrumenten moeten worden gemaakt. De economische wetenschap kan helpen de juiste verwachtingen te vormen over wat met economisch beleid wel en niet kan worden bereikt.

Wetenschappelijke blauwdrukken voor de toekomst zijn er niet. Economisch beleid moet altijd een proces zijn. Steeds moet worden getest waar en welke verrassingen zich voordoen en wat die betekenen voor het beleid. Beleidsevaluatie moet voortdurend gebeuren en de economische wetenschap kan daarbij behulpzaam zijn. Complexiteit en fundamentele onzekerheid vragen om aanpassingsvermogen, flexibiliteit en buffers, maar die zaken zijn niet gratis. Rekening houden met complexiteit en fundamentele onzekerheid vraagt meer dan het doordenken van hoe de toekomst er vermoedelijk uit zal zien en hoe daarop het beste is in te spelen. Er moet ook worden nagedacht over hoe de toekomst er mogelijk uit zou kunnen zien en hoe daar het beste mee kan worden omgegaan.

Wat is de reden voor het bovenstaande abstracte betoog? De kwaliteit van het Nederlandse economische beleid in de komende jaren kan toenemen door er als economen over na te denken gebruik makend van het analyseapparaat van onze wetenschap in het volle besef van de mogelijkheden en beperkingen daarvan. Dat is wat de rest van dit preadvies doet, zonder daarbij uitputtend te willen zijn.

### 3 De doelstellingen van het Nederlandse economische beleid

In het verleden heeft de Sociaal Economische Raad de doelstellingen van het economische beleid geformuleerd. Dat gaf structuur aan de economische politiek en ook aan het economisch debat. Er was consensus over de doel-

stellingen, maar niet iedere politieke partij gaf hetzelfde *gewicht* aan de afzonderlijke doelstellingen.

Deze tijd ligt ver achter ons. Het zou goed zijn als een nieuwe poging wordt gedaan om tot een nationale consensus te komen over waar het om gaat bij de economische politiek. Verder zou het goed zijn als het kabinet Rutte een samenhangend beeld van zijn economische politiek zou geven, met niet alleen de doelstellingen in hun onderlinge samenhang, maar ook de inzet van instrumenten om die doelen te bereiken. Dit zou de verkokering van het economische beleid verminderen. Hier ligt met name een taak voor het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie (EL&I).

Wat betreft de doelstellingen, geef ik een voorzet. Ik noem vier doelstellingen, die ik voor het gemak allemaal met een V laat beginnen.

- 1 Vrijheid.
- 2 Vooruitgang. Hieronder valt niet alleen de groei van de materiële welvaart in de vorm groei van het nationale inkomen, maar ook groei van niet materiële welvaart die niet in het gemeten inkomen tot uitdrukking komt. Maar er moet ook worden gedacht aan de satisfactie van het hebben van werk. Voldoende werkgelegenheid dus. Men zou er ook aan kunnen denken 'volledige werkgelegenheid' een vijfde doelstelling te maken. Dat zou een vijfde 'V' zijn. Groei van de welvaart is dus waar het bij 'Vooruitgang' om gaat.
- 3 Verdeling van de welvaart op een acceptabele manier.
- 4 Veiligheid van de welvaart. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om zekerheid van inkomens, vermogens en banen. Prijs- en financiële stabiliteit vallen er ook onder.

Zouden Nederlandse politici het niet eens moeten kunnen worden over deze of een soortgelijke lijst van economische doelstellingen? Het is een poging waard. Vervolgens kan het politieke en publieke debat zich concentreren op de gewichten die de verschillende politieke stromingen aan de verschillende doelen toekennen. Dat verhoogt de kwaliteit van de economische politiek. Het maakt keuzes helder en spitst de politieke discussie toe op waar deze om draait: de preferenties.

Op dit punt gaat op het ogenblik veel mis in de Nederlandse economische politiek. Men krijgt de indruk dat de opvatting is ontstaan dat democratie inhoudt dat iedereen over alles moet kunnen meepraten en beslissen. Het internet verschaft daarvoor ook de techniek. Er zijn voortdurend enquêtes over allerlei economische beleidsvragen. Die dragen niet bij aan de kwaliteit van de economische politiek. Democratie houdt in dat iedere stemgerechtigde hetzelfde gewicht heeft bij het bepalen van de preferenties. Politici moeten handelaren zijn in preferenties en daarvoor werven. Maar het vertalen



van preferenties in feitelijk beleid, vraagt specifieke kennis en deskundigheid. Zoals de slager meer van vlees weet dan de kapper, weet de centrale bankier meer van monetair beleid dan diezelfde kapper. De vraag welk beleid gevoerd moet worden om de euro een stabiele munt te laten blijven door een enquête te laten bepalen, is net zo absurd en gevaarlijk als een vliegtuig te laten besturen door handopsteken van de passagiers. De rol en het belang van deskundigheid in de economische politiek is aan een herwaardering toe.

Er bestaan afruilen tussen de genoemde brede preferenties. Voor een econoom is dat gesneden koek. Maar niet voor alle politici. Duidelijk maken dat aan keuzes niet te ontsnappen valt, is wat de econoom kan en moet doen. Daarbij kan de economische wetenschap geen basis verschaffen over hoe de gewichten moeten worden gekozen. Dat is nu juist waar de politicus aan zet is en iedere burger even belangrijk.

Politici moeten zich dus meer op de preferenties richten. Maar als je de kranten leest en op de televisie kijkt, is niet aan de conclusie te ontkomen dat ook wij Nederlandse economen kunnen bijdragen aan een verbetering van de kwaliteit van de economische politiek. Te veel Nederlandse economen bedrijven politiek met de suggestie dat wat ze beweren gewicht heeft, omdat ze er voor hebben doorgeleerd. Als ze dit zelf niet suggereren, wordt het toch vaak gedacht. Wij moeten als economen precies(er) aangeven met welke pet op we spreken of schrijven.

Als we onszelf als economen een spiegel voorhouden, moet ook de vraag worden gesteld of we voldoende prikkels bieden aan Nederlandse universitaire economen om zich serieus bezig te houden met de Nederlandse economische politiek? Zijn we niet doorgeschoten in het vooral belonen van puur wetenschappelijk werk? Het lijkt mij geen kwaad te kunnen te zoeken naar wegen om wetenschappelijk werk op het terrein van de economische politiek te bevorderen. Dat kan op alle terreinen zijn die hierboven zijn beschreven.

Terug naar de politici en de politiek. Als we de vier doelstellingen van de economische politiek nader beschouwen, is iedereen voor vooruitgang, maar zijn er belangrijke verschillen in preferenties met betrekking tot de andere doelstellingen. Het is mogelijk drie politieke hoofdstromingen te koppelen aan ieder van die drie doelstellingen. De socialistische stroming kent een relatief hoog gewicht toe aan de verdeling, de liberale aan de vrijheid en de conservatieve stroming aan veiligheid. Als het politieke debat vooral zou gaan over welke stroming het meeste aanhang heeft, zou dat kunnen bijdragen aan een kwalitatief goede economische politiek.

Maar de huidige politieke constellatie, maakt het zeer moeilijk het debat op een heldere manier langs deze lijnen te voeren. Vrijwel alle politieke partijen zijn troebele mengvormen van meerdere richtingen. Het CDA is conservatief/socialistisch, de PvdA is socialistisch/conservatief, de VVD is conservatief en een beetje liberaal, maar noemt zich liberaal, GroenLinks is socialistisch en ook wat liberaal, D66 het omgekeerde, de SP is socialistisch,

maar ook conservatief en de PVV is vooral conservatief. Het is onhelder en onoverzichtelijk. Dat is het geleidelijk geworden door de secularisatie, globalisering en immigratie. Het kost heel veel tijd te komen tot een efficiënte partijstructuur die aansluit bij de hoofdstromingen in de voorkeuren. Fusies, herstructurering en consolidatie van politieke partijen lijken gewenst om tot een betere (economische) politiek te komen. Welke politici durven de knuppel in het hoenderhok te gooien de komende jaren?

#### 4 Europa, de euro en de rest van de wereld

Het is hoog tijd voor het formuleren van expliciete alternatieven voor onze houding ten opzichte van Europa. Wij naderen met volle vaart een kruispunt. Het beleid van het kabinet Rutte is lange tijd niet expliciet geweest op dit punt. Het leek vooral te worden bepaald door het streven om het kabinet overeind te houden. Dat is op dit dossier niet eenvoudig. Het kabinet heeft geen meerderheid in de Tweede Kamer en de gedoogpartij PVV is tegen iedere steun aan andere landen uit het eurogebied. Die partij is duidelijk. Ze wil af van de euro en terug naar de gulden. Het kabinet Rutte wil dat niet en het is daarom afhankelijk van steun van de oppositie. De koers was steeds schoorvoetend met steun aan andere eurolanden akkoord te gaan, benadrukkend hoe streng wij zijn en dat wij alleen mee doen om ons strikte eigenbelang te waarborgen. Daarmee probeerde men de PVV de wind uit de zeilen te nemen en de eigen kiezers te binden. Zeker in de VVD is er een belangrijke stroming tegen de euro.

Door deze opstelling heeft Nederland bijgedragen aan de verscherping van de Europese schuldencrisis, het vergroten van het risico dat deze verder ontspoorde en het aanmerkelijk verhogen van de kosten van de oplossing ervan. Een expliciete keuze is nodig. Op de langere termijn zijn er maar twee mogelijkheden: kiezen voor een sterke euro en een sterk Europa of kiezen voor fragmentatie en/of renationalisatie en een mogelijke terugkeer naar de gulden.

In de ogen van sommigen is er misschien een derde weg. Die komt neer op wel willen doorgaan met de euro, maar met als uitgangspunt dat er geen of minimale kosten voor de crediteurlanden als Nederland, Duitsland en Finland aan mogen zijn verbonden en dat geen of minimale verdere soevereiniteit aan Europa moet worden overgedragen. Dat komt neer op voortmodderen, zoals wij dat op het moment van schrijven nu al minstens anderhalf jaar zien. Het heeft de crisis verder verdiept en de risico's verder vergroot. Het kan zijn dat dit scenario uiteindelijk leidt tot stabilisatie van de markten, als in de ogen van marktpartijen op enig moment voldoende maatregelen zijn genomen en bodems in markten zijn bereikt. Een dergelijk *happy end* is allerminst zeker en maakt de euro kwetsbaar voor nieuwe tegenslagen in de toekomst.

Uiteindelijk lijkt aan een fundamentele keuze niet te ontkomen. Natuurlijk vooral door Duitsland, maar het zou in ieder geval de kwaliteit van de Nederlandse economische politiek ten goede komen, als de beide beleidsmogelijkheden duidelijk tegenover elkaar worden gezet en de consequenties van de beide keuzes goed zouden worden geanalyseerd. Maar voor daar aan toe te komen, is het goed vast te stellen wat er precies aan de hand is.

De invoering van de euro en de oprichting van de ECB had als hoofddoel te zorgen voor prijsstabiliteit in het eurogebied. Dat doel is tot nu toe wonderwel gehaald. In dat opzicht is de euro een groot succes.

Bij de invoering van de euro is veel gediscussieerd over de nodige spelregels. Hoewel nogal wat economen er niet de noodzaak van in zagen, is gekozen voor begrotingsregels die werden vastgelegd in het Stabiliteits en Groeipact. Kort gezegd kwam het hier op neer: het financieringstekort mag niet hoger zijn dan 3% en de bruto overheidsschuld niet boven 60%, of ze moet althans dalend zijn in die richting. Doel van deze regel is er voor te zorgen dat het monetaire beleid voor het eurogebied als geheel niet wordt gehinderd of zelfs onmogelijk wordt gemaakt als gevolg van te grote renteverschillen tussen landen door ontspoorde overheidsfinanciën in een of meerdere landen.

Er is ook veel gesproken over de vraag of er bindende regels nodig zijn voor het overige macro-economische beleid om er voor te zorgen dat landen niet permanent een hogere inflatie dan het gemiddelde voor het eurogebied als geheel zouden hebben en/of een structurele uitholling van hun concurrentiepositie. Uiteindelijk is op dit terrein gekozen voor een licht regiem zonder heldere, afdwingbare regels. Vele economen achtten dergelijke regels niet nodig. Ze waren van opvatting dat deelneming aan EMU structurele hervormingen zou afdwingen waardoor automatisch aan dit vereiste zou worden voldaan. Het voldoen aan de convergentiecriteria zou endoogen zijn.

Wat is er gebeurd? De regels van het Stabiliteitspact zijn geschonden en de structurele hervormingen, zo ze al werden doorgevoerd, waren onvoldoende om een voortdurende verslechtering van de concurrentiepositie van een aantal landen te voorkomen.

De twee wezenlijke bestaansvoorwaarden van de euro zijn geleidelijk uitgehold. Dit heeft niet onmiddellijk tot grote problemen geleid. De ECB zorgde voor prijsstabiliteit, rentes waren in het hele eurogebied laag en economieën groeiden over het algemeen heel behoorlijk.

De financiële integratie zette ondertussen door. Wereldwijd, maar de euro gaf er in het eurogebied een extra duwtje aan. Dat betekende onder andere dat overheidsschuld in veel gevallen in toenemende mate in handen van buitenlandse financiële instellingen kwam (Zie Hoogduin, Ozturk en Wierts 2011). Dat geldt bijvoorbeeld ook voor Nederlandse overheidsschuld. In het eurogebied is steeds meer gaan gelden dat de overheidsschuld van

land A, ook in de financiële sectoren van land B, C enz. wordt aangehouden. En die financiële instellingen zijn ook weer met elkaar verbonden in een dicht verknoot netwerk. Ontspoorde overheidsfinanciën in een land hebben daardoor potentieel gevolgen voor de financiële stabiliteit van het hele eurogebied.

De recessie als gevolg van de kredietcrisis in combinatie met de kredietcrisis zelf was de lont in het kruiwat. Die deed overheidstekorten en schulden in vele ontwikkelde economieën sterk oplopen. Tot niveaus die zonder geloofwaardige correcties onhoudbaar zijn. Niet alleen in het eurogebied, maar daar werden snel de twee zwakste schakels wat dit betreft zichtbaar. Griekenland en Ierland.

In eerste instantie is wat velen de eurocrisis noemen een overheidsschuldprobleem van individuele landen. Maar daar blijft het in een geïntegreerde financiële wereld niet bij. Er bestaat onmiddellijk het risico van financiële instabiliteit in andere landen, temeer omdat overheidstekorten en schulden in vele landen hoog zijn en de financiële sector kwetsbaar na de kredietcrisis. De grootste beleidsfout die in Europa is gemaakt, is de discussie over en eis van betrokkenheid van de private sector, verdergaand en in een eerder stadium dan de internationale beleidspraktijk van na de Tweede Wereldoorlog. Daarmee heeft Europa zichzelf in beide voeten tegelijk geschoten. Dat heeft bijgedragen aan het overspringen van het schuldenprobleem van het ene naar het andere land en van de overheidsector naar de financiële sector. Het maakt bovendien de terugkeer naar de kapitaalmarkt van landen die geen toegang meer hebben moeilijker en houdt het risico in zich van duurzaam te hoge rentes in sommige landen gepaard aan hoge rentevolatiliteit.

Voor de landen in het eurogebied komen daar de gevolgen bij van het hebben van een gemeenschappelijke munt met de landen in directe problemen. Dat verhoogt de financiële stabiliteitsrisico's voor het eurogebied als geheel. Het is (nog) geen probleem voor de euro zelf. Er is geen vlucht uit de euro. De wisselkoers van de euro is wel geleidelijk onder druk gekomen.

De schulden crisis heeft tot op termijn onhoudbare rentever schillen binnen het eurogebied geleid. Op termijn gaat dat wringen, omdat ze het voeren van een monetair beleid moeilijk en voor iedereen kostbaar maken. Niet voor niets schrijft een van de convergentiecriteria voor dat de rentever schillen tussen de drie best presterende landen op het gebied van de inflatie en de overige maar beperkt mogen zijn. Tot voor kort waren de rentever schillen nauwelijks een probleem. Alle landen van het eurogebied zaten in een diepe recessie en iedereen had behoefte aan een heel ruim monetair beleid. Dat is al veranderd. Duitsland is relatief snel uit de recessie gekomen, maar andere landen zitten er nog middenin. Dat gaat vroeger of later een probleem vormen voor de euro. In die zin is de euro in het geding.

Wat betekent deze analyse voor de keuze waarvoor wij staan? Degenen die terug willen naar de gulden of Griekenland uit het eurogebied willen zetten,

stellen vaak nogal gemakkelijk dat het euro-experiment heeft gefaald. (van Duijn 2011). Dat behoeft op zijn minst nuancering en toelichting. Het hoofddoel van de invoering van de euro is gehaald (prijsstabiliteit). De euro is dus heel succesvol daaraan afgemeten. Ook is de ontstane situatie niet het gevolg van structurele weeffouten in het gebouw van de EMU, met wellicht als uitzondering van het feit dat geen duidelijke regels voor het macro-economische beleid zijn geformuleerd.

De regels die zijn geformuleerd waren juist, maar zijn niet nageleefd en hebben ons in een onhoudbare situatie gebracht. Er moet dus iets gebeuren. Wat zou er moeten gebeuren om de EMU weer op een houdbare koers te zetten?

Daarvoor is een alomvattende aanpak nodig die het hele eurogebied beslaat. Het gaat in ieder geval om de volgende punten die tegelijk moeten worden aangekondigd en daarna uitgevoerd:

- 1 Alle eurolanden moeten zich committeren aan de euro en het beleid dat moet worden gevoerd voor een houdbare economische en financiële ontwikkeling in het eurogebied.
- 2 De normen uit het Stabiliteitspact worden herbevestigd. Er worden mechanismen afgesproken voor hun naleving. Landen die de norm overschrijden zonder zelf voldoende corrigerende actie te ondernemen, leveren soevereiniteit in. Hen wordt een beleid opgelegd dat zorgt voor het weer voldoen aan de afgesproken normen. De precieze invulling van deze afspraken zou nader moeten worden bepaald. De door Nederland voorgestelde onafhankelijke eurocommissaris is een goede stap, maar uiteindelijk moet waarschijnlijk verder worden gegaan. Er moet een Europese minister van financiën komen die toezicht houdt op het handhaven van de convergentiecriteria en zo nodig handhaving kan afdwingen.
- 3 Er komen bindende regels die moeten zorgen voor een houdbare macro-economische en financiële ontwikkeling. De afdwingbaarheid wordt op dezelfde manier geregeld als voor het Stabiliteitspact. Ook hier dus inlevering van soevereiniteit als de regels niet serieus worden nageleefd.
- 4 Alle landen zorgen ervoor dat via hun stabiliteit/aanpassingsprogramma's met gedetailleerd beschreven en afgesproken maatregelen voldoende snel wordt gekoerst in de richting van begrotingsevenwicht. Onderdeel van het Stabiliteitspact worden gezonde beginselen van het begrotingsproces. Die beginselen worden in nationale wetgeving vastgelegd en de naleving ervan wordt ook Europees getoetst. Zo moeten er geharmoniseerde uitgangspunten komen voor de macro-economische veronderstellingen die worden gehanteerd. Het moet afgelopen zijn met structureel te optimistische ramingen.
- 5 De capaciteit van het European Financial Stability Fund (EFSF) moet minimaal worden verdubbeld tot 1500 miljard euro. Dat is niet met het

oogmerk het te gebruiken, maar om duidelijk te maken dat alle euro-landen staan voor financiële stabiliteit in het eurogebied en de euro en daar ook wat voor over hebben. Alleen woorden overtuigen de markten niet. Het EFSF moet de staatsobligaties overnemen die de ECB inmiddels in portefeuille heeft, zonder dat dit met verliezen voor het eurosysteem gepaard gaat. De onafhankelijkheid van de ECB moet buiten kijf staan en het kopen van overheidsobligaties om rentes kunstmatig laag te houden past daar niet bij. Die renteversillen moeten door het op orde brengen van de overheidsfinanciën verdwijnen en dat kan niet door de ECB worden gedaan, maar alleen door de overheden zelf. Voorzover tijdelijk in de markten voor overheidsobligaties moet worden ingegrepen, dient de ECB hier buiten te blijven.

- 6 Er moet een programma opgesteld worden voor de landen die niet voldoen aan de uitgangspunten voor een houdbare macro-economische en financiële ontwikkeling. In feite is een hernieuwde convergentie nodig om de EMU van een houdbare basis te voorzien. Dit gaat om een structurele hervorming van de economie en die zal zich over meerdere en waarschijnlijk vele jaren moeten uitstrekken. Daarom moeten die programma's een centrale (eurogebied) regie kennen. Hulp van landen aan elkaar is nodig. Het gaat daarbij in de eerste plaats om technische hulp, bijvoorbeeld bij het hervormen van de belastingdienst en privatiseringen. Maar ook om financiering, die vooraf nooit risicoloos kan zijn. Dat moet worden geaccepteerd op dezelfde manier als het risico van iedere investering. Investeren in een houdbare EMU is in het economische belang van ieder land in het eurogebied.
- 7 Er moet een project worden opgezet om tot gezamenlijk toezicht op het financiële stelsel in het eurogebied te komen. Dat zou in ieder geval grensoverschrijdend opererende instellingen moeten betreffen. Bij een gezamenlijke munt hoort een geïntegreerd financieel stelsel en wij zijn sinds de invoering van de euro al behoorlijk die kant op gegaan.
- 8 Overheden dienen er voor te zorgen dat de ECB en de nationale centrale banken goed blijven gekapitaliseerd. Dat is belangrijk voor de onafhankelijkheid van het eurosysteem en op termijn voor de geloofwaardigheid van het beleid gericht op prijsstabiliteit.
- 9 Het European Stability Mechanisme (ESM de opvolger van het EFSF) moet door het bovenstaande zo veel mogelijk overbodig worden gemaakt. Door een solide basis voor de EMU te herstellen en deze te verstevigen, moet de kans op problemen als de huidige in de toekomst zo beperkt mogelijk worden gemaakt. Voorkomen dus, in plaats van genezen. Het ESM dient dus een echte achtervang te zijn en zo min mogelijk te worden gebruikt. In zijn opzet moet worden aangesloten bij internationaal gegroeide praktijken voor het omgaan met schuldenproblemen.

Vooraf de manier waarop de particuliere sector wordt betrokken bij het oplossen van overheidsschuldproblemen is daarbij punt van zorg en aandacht. Het is zeer belangrijk dat overheden al het mogelijke doen om hun verplichtingen na te komen. Een niet betrouwbare overheid is slecht voor de welvaartsontwikkeling. Ze schept onzekerheid en maakt het daardoor voor burgers en bedrijven moeilijker toekomstgerichte beslissingen te nemen. Het rentepeil zal waarschijnlijk structureel hoger zijn dan zonder zo'n regiem het geval zou zijn. Dat maakt investeren minder aantrekkelijk en zet de groei van de welvaart onder druk.

Een onbetrouwbare overheid is de bijl aan de wortel van de democratie en een rechtsstaat. Ook daarom moet een overheid zorgen dat erop vertrouwd kan worden dat zij haar verplichtingen nakomt. Het schokken van dit vertrouwen is zeer kostbaar.

Het beleid moet er daarom in zeer sterke mate op worden gericht te zorgen voor houdbare overheidsfinanciën. Voldoen aan de regels van het Stabiliteitspact zorgt daarvoor. Mocht het toch mis dreigen te gaan, dan moet in een tijdig stadium met hulp van de EU en het IMF een aanpassingsprogramma worden opgesteld om zo snel mogelijk terug te keren naar houdbare overheidsfinanciën en een houdbare macro-economische ontwikkeling. De aanpassingsmaatregelen moeten door het land zelf worden genomen. Van een land mogen zeer forse inspanningen worden gevraagd om orde op zaken te stellen. Hoe eerder bij problemen wordt gereageerd hoe minder groot de aanpassingspijn doorgaans zal zijn. Dat blijkt ook weer tijdens de huidige schuldencrisis, waar veel te lang is en wordt gewacht met ingrijpen. Als tijdig wordt ingegrepen, zal in de meeste gevallen hooguit tijdelijk liquiditeitssteun van het ESM en het IMF nodig zijn. Hoe later wordt bijgestuurd, hoe groter en langer van duur de officiële financiering zal moeten zijn. Als te lang wordt gewacht, kan een situatie ontstaan waarin zelfs zeer forse aanpassingen niet meer tot een duurzame correctie van de onevenwichtigheden leiden. In dat geval is schuldhherstructurering onvermijdelijk. Maar dat is een laatste redmiddel. Het komt helemaal achteraan en moet, als het enigszins kan, worden voorkomen.

Gedwongen betrokkenheid van de particuliere sector moet dus geen uitgangspunt zijn, maar kan onvermijdelijk worden als gevolg van te traag handelen door de autoriteiten of andere beleidsfouten. Het ESM moet dus slagvaardig kunnen handelen. Besluitvorming met vereiste instemming van te veel partijen, zoals nu nog voorzien, past daar niet in en moet van tafel.

Het volgen van deze aanpak houdt in dat de eis van betrokkenheid van de particuliere sector in het Griekse geval, zoals ook stevig bepleit door Nederland, eenmalig moet zijn geweest. Dat is op 21 juli ook besloten door de regeringsleiders, maar de geloofwaardigheid van die beslissing was niet hoog. Die geloofwaardigheid kan worden gevestigd door het ESM in te richten zoals hier bepleit.

Het ESM moet werken zonder onderpand te vragen. Vragen van onderpand sluit niet aan bij bestaande internationale praktijk in het kader van IMF financiering en maakt het moeilijker geloofwaardigheid voor het programma te krijgen. Want door het vragen van onderpand geven de financierende landen het signaal ook niet helemaal te vertrouwen dat het programma uitvoerbaar is.

Men kan tegenwerpen dat in deze benadering de disciplinerende rol van financiële markten afwezig zal zijn. Dat is juist. Het marktmechanisme is een zeer onvolkomen instrument voor het disciplineren van overheden. Het is vaak hollen of stil staan. Of (bijna) iedereen meent dat er geen echt probleem is, of de stemming slaat om en dan is het crisis en zijn aanpassingen kostbaarder dan bij eerdere bijsturing.

In het geval van de EMU komt daarbij dat een monetair beleid alleen kan werken als de renteverschillen niet te groot zijn. Dat is, zoals eerder gezegd, terecht verankerd in een van de convergentiecriteria, waaraan duurzaam moet zijn voldaan conform het Verdrag van Maastricht. Dat begrenst de mogelijke disciplinerende werking van het marktmechanisme aanzienlijk, zonder die helemaal weg te nemen.

Het oprichten van een gezamenlijk schuldagentschap voor de financiering van de overheden van het eurogebied door het uitgeven van eurobonds, komt in dit voorstel niet voor. Landen blijven verantwoordelijk voor hun eigen overheidsfinanciën zo lang ze zich aan de overeengekomen spelregels houden en zelf eventuele problemen voortvarend genoeg aanpakken. Daar hoort ook bij dat ieder land in beginsel zelf verantwoordelijk is voor zijn financiering. Uitgifte van eurobonds betekent het wegnemen van ieder door de markt aangebracht renteververschil. Landen betalen dan te veel of te weinig in relatie tot de stand van zaken in hun eigen overheidsfinanciën. Of er worden op grond van politiek overeengekomen regels renteverschillen aangebracht, zoals Boonstra (2010) voorstelt. Dat laatste is het paard achter de wagen spannen. Het is veel directer en daardoor effectiever, het naleven van het Stabiliteitspact te kunnen afdwingen via maatregelen die in het voorstel van Boonstra zouden moeten worden uitgelokt door kunstmatig aangebrachte renteverschillen.

Van uitgeven van eurobonds kan pas sprake zijn, als over de omvang van de financieringsbehoefte van individuele landen wordt besloten op centraal niveau. Dat is niet wat hier als de minimaal noodzakelijke overdracht van soevereiniteit wordt gezien. Het is denkbaar in de toekomst verdergaande stappen op het gebied van het overdragen van soevereiniteit over de eigen begroting te zetten. Uitgifte van eurobonds kan dan aan de orde komen. Maar het is verstandig pas te besluiten tot volledig Europese besluitvorming over financiering van nationale begrotingen als er voldoende vertrouwen en zekerheid is gegroeid dat de dan verantwoordelijke Europese institutie zich aan de regels zal houden. Een dergelijke Europese institutie, inclusief een Europese minister van Financiën,



zou onder democratische controle van de Europese kiezer moeten komen. Verdere politieke integratie hoort hier bij, bijvoorbeeld door het Europese parlement te versterken. Dat zijn de cruciale beslissingen, het vervolgens uitgeven van eurobonds zou een logische laatste stap zijn.

Een verdergaande evolutie is denkbaar. Het zou goed zijn de taakverdeling tussen EU en nationale overheden de komende jaren te herijken aan de hand van het breed onderschreven en in de wetgeving verankerde subsidiariteitsbeginsel. Dat zou tot uitbreiding van EU taken kunnen leiden, bijvoorbeeld op het gebied van defensie, veiligheid, buitenlands beleid, milieubeleid en immigratiebeleid, onder gelijktijdige vermindering van nationale taken op die terreinen. Maar er is mogelijk ook allerlei beleid op EU niveau dat veel beter generationaliseerd kan worden. Het verder centraliseren van uitgaven dan verenigbaar met het subsidiariteitsbeginsel is van een latere orde, als het al aan de orde komt. Daarvoor is een verdere groei van de gevoelde lotsverbondenheid van de verschillende EU landen nodig. Dat zou gepaard moeten gaan met een (geleidelijk) groeien van het EU budget en krimpen van nationale budgetten.

Ik schrijf EU, maar het ligt meer voor de hand om deze verdergaande stappen betrekking te laten hebben op de landen van het eurogebied. Dat geldt ook voor het overwegen Europese uitgaven te laten financieren door Europese belastingen.

Verdergaande Europese integratie lijkt ook het antwoord op het voortgaande inhaalproces van opkomende economieën. De macht van Nederland in de internationale economische politieke arena is ten opzichte van enige decennia geleden al afgenomen en dat proces gaat onvermijdelijk verder. Het beste antwoord daarop is zo veel mogelijk de Europese krachten te bundelen. De Nederlandse inzet moet daarbij zijn zich in te zetten voor het vormen van Europese instituties en beleid dat overeenkomt met door Nederland aangehangen beginselen. Institutioneel vastgelegde plaatsen in internationale beleidsfora voor economische politiek zullen we steeds minder hebben, of het nu om het IMF, de BIS, de FSB of andere fora gaat. Het antwoord daarop is het Europese kanaal verder ontwikkelen en versterken. Daarnaast zou Nederland gericht moeten sturen op het bezetten van een aantal voorzitterschappen/bestuursplaatsen in fora van internationale politiek. Dat gebeurt niet in de eerste plaats omdat je Nederlander bent, maar vooral omdat je kwaliteit hebt. Op het kweken van die kwaliteit moeten we sturen.

Zo tekent zich vanuit het oplossen van de schuldencrisis vanuit een Europese invalshoek een consistente en perspectiefrijke lijn voor de verdere toekomst af. Het zal geen mooie rechte lijn zijn. Het zal zoals altijd met vallen en opstaan gaan, en met tegenslagen en soms kosten maar er is iets om naar toe te werken. En ze sluit aan bij de Europese benadering die na de Tweede Wereldoorlog is ingeslagen.

De alternatieve benadering van ‘terug naar de gulden’ is veel moeilijker voor te stellen en veel kostbaarder en riskanter, ook voor de bredere Europese samenwerking. Tot dusverre is mij een preciezere uitwerking onbekend van wat de voorstanders van deze lijn beogen. Een dergelijk perspectief is dringend geboden om een rationeel debat te kunnen voeren over de kosten en baten van deze lijn en de onzekerheid daarover weg te nemen. Mijn indruk is dat de voorstanders van ‘terug naar de gulden’ vooral de Nederlandse eigenheid en de vrijheid zelf te beslissen koesteren.

De prijs voor het handhaven van die eigenheid en vrijheid is zeer hoog. En men dient zich er bij te bedenken dat de economische politiek die wij zelf zullen willen voeren waarschijnlijk precies dezelfde is als die wij nu in Europa met elkaar afspreken. Dat geldt ook voor andere beleidsterreinen. Wij geven dus vermoedelijk veel op, om weinig te winnen. Verder zullen we op echt grensoverschrijdende beleidsterreinen minder effectief kunnen zijn dan met samenwerking op Europees terrein. Tot slot is er voor Nederland ook binnen een verder integrerend eurogebied nog heel veel waarover wij zelf beslissen of waar wij accenten kunnen zetten.

De voorstanders van deze lijn, merken vaak op dat de nadelen en risico's van hun aanpak bewust worden overdreven. Het belangrijkste argument is daarbij te verwijzen naar een land als Zwitserland dat het toch prima doet buiten de EU. Op zich is dat juist, maar men moet dat ook niet overdrijven. Onder enorme opwaartse druk op de Zwitserse frank, heeft de Zwitserse nationale bank besloten de munt te koppelen aan de euro. Maar de vergelijking gaat ook te gemakkelijk voorbij aan de historische context en specifieke omstandigheden. Nederland is een van de deelnemers en voorstanders van de Europese integratie van het eerste uur. De euro afschaffen is een andere beslissing dan hem niet invoeren. Zwitserland heeft altijd een uitzonderingspositie binnen Europa ingenomen en kunnen innemen, onder andere door zijn ligging en de specialisaties waarvoor is gekozen. De Nederlandse economie heeft een andere structuur. Daarom is de Europese lijn te verkiezen, tenzij men erg veel waarde hecht aan het beginsel van zelf te kunnen beslissen, bijna ‘tegen elke prijs’. Voorstanders van de andere lijn zouden veel preciezer moeten aangeven wat ze nastreven, ook om de indruk weg te nemen dat ze dat eigenlijk zelf ook niet weten en vooral worden gedreven door angst voor de toekomst en het verlangen terug te keren naar een overzichtelijk Nederland.

## 5 Risico, onzekerheid, buffers en economische groei

Tijdens de kredietcrisis is ingeteerd op aanwezige buffers. Dat geldt voor vrijwel alle sectoren in de economie: banken, pensioenfondsen, verzekeraars, de overheid en gezinnen. Het minste is het van toepassing op de bedrijvensector, waar zeker geaggregeerd gezien balansen de kredietcrisis goed hebben doorstaan.

Het herstel na een financiële crisis duurt vaak lang en is meestal traag (Reinhart en Rogoff 2009). De belangrijkste reden is dat buffers en het vertrouwen in de toekomst moeten worden hersteld. Daarom gaat de spaarquote vaak omhoog en is het investeringsherstel minder uitbundig dan na een 'normale' recessie. In theorie is balansherstel te combineren met een ongewijzigde spaarquote, in de praktijk blijkt dat lastiger. Bufferherstel kost dus wat in termen van lagere groei van het bruto binnenlands product.

Het herstel van de Nederlandse economie na de diepe recessie van 2009 past tot nu toe in dat beeld. Het is onvermijdelijk dat ook de komende jaren gemiddeld genomen niet op een uitbundige groei mag worden gerekend, als serieus aan balansherstel de ruimte wordt gegeven. Het onvoldoende saneren van balansen, zal eventueel nieuwe tegenslagen (veel) harder doen doorwerken en de kosten van de uiteindelijk toch nodige reparatie van balansen hoger doen zijn. Want schulden lopen dan in de tussentijd verder op.

Maar het is wel mogelijk via de economische politiek invloed uit te oefenen op het tempo van balansherstel en daarmee op de mogelijke groei de komende jaren. Anders dan in normale omstandigheden, wordt de 'mogelijke' gemiddelde groei in de periode van balansherstel vermoedelijk bepaald door het tempo van balansherstel en de daaruit volgende geaggregeerde vraag. In normale omstandigheden zijn aanbodfactoren, de ontwikkeling van het arbeidsaanbod en de stijging van de totale factorproductiviteit, bepalend voor de *speed limit* voor de economische groei.

Deze analyse wordt niet door iedereen (Koo 2003) en in alle landen gedeeld. Het monetaire en begrotingsbeleid in de Verenigde Staten gaat er van uit dat de potentiële groeivoet de komende jaren niet veel afwijkt van die voor de kredietcrisis. De bestaande werkloosheid wordt in overwegende mate als conjunctureel van aard gezien. Het beleid is er op gericht de groei op te krikken, tijdelijk tot boven de potentiële groei om de werkloosheid naar het evenwichtsniveau te laten dalen in een snel tempo. In deze visie zou het accepteren van een lage groei en hoge werkloosheid inhouden, dat onnodig een permanent welvaartsverlies wordt geaccepteerd en dat conjuncturele werkloosheid structureel wordt.

Maar als het juist is dat na een diepe financiële crisis de haalbare groei over een groot aantal jaren wordt bepaald door de vraag in plaats van door het aanbod, kan het Amerikaanse beleid desastreuus uitpakken. Het zal dan niet duurzaam tot een hogere groei leiden, maar de nodige aanpassingen in de economie uitstellen en groter maken.

De ervaring uit eerdere financiële crises en het povere effect tot nu toe van het hele ruime Amerikaanse beleid, ook in verhouding tot bijvoorbeeld de ontwikkelingen in Duitsland, leiden tot de conclusie dat het voor de Nederlandse economische politiek wijs lijkt de komende jaren een groei van 1 à 1,5% als richtpunt te nemen. Dat ligt waarschijnlijk ongeveer 0,5%-punt onder de potentiële groei en zou voor een jaar of vijf moeten worden

ingeboekt. Daarna is het balansherstel vermoedelijk wel voltooid, als het juiste beleid wordt gevoerd op grond van de huidige verwachtingen. Die zijn natuurlijk onzeker. Daarom moet het beleid flexibel zijn. Er moet de bereidheid zijn meer tijd te nemen voor balansherstel als het nodig is, maar als er meevallers zijn moeten die worden benut om het herstel sneller te laten verlopen. Het einddoel van gezonde balansverhoudingen in alle sectoren van de Nederlandse economie moet niet flexibel zijn.

Voor Nederland is het aanvaarden van een wat langere periode met matige groei wat gemakkelijker dan voor andere landen, zoals bijvoorbeeld de VS. De werkloosheid in Nederland is veel lager gebleven dan in de Verenigde Staten. Wel wordt in deze benadering verondersteld dat balansherstel niet gratis is. Als we gemakshalve aannemen dat vanaf nu 5 jaar de groei een half procentpunt onder potentieel ligt, kost balansherstel in termen van het huidige bruto binnenlands product (bbp) ongeveer 15 miljard over die periode (2,5% bbp). Daar staat een grotere schokbestendigheid tegenover, die wat mij betreft de kosten meer dan waard is door de hogere financiële en macro-economische stabiliteit die het oplevert. Maar dat laatste is een subjectieve voorkeur waarover men verschillend kan denken. Die keuze moet onderdeel uitmaken van het politieke debat. In ieder geval moeten we af van het idee dat buffers 'dood kapitaal' zijn, een uitdrukking die onder andere minister Kamp in het kader van het pensioenakkoord bezigde. Buffers geven rust en tijd om te reageren bij tegenspoed en dat heeft waarde.

Alesina en Perroti (1995) stellen dat bezuinigingsbeleid van overheden (balansherstel in de overheidssector) zodanige vertrouwenseffecten kan hebben dat het goed is voor de groei. Deze uitkomsten zijn later op zijn minst genuanceerd door Perotti (2011) en het IMF. Het is daarom verstandig aan te nemen dat balansherstel wat kost. Als dat meevalt is het prettiger dan ervan uit te gaan dat het niets kost en dan met tegenvallers te worden geconfronteerd. Dit neemt overigens niet weg, dat het bij de keuze van de consolidatiemaatregelen moet worden gelet op het effect ervan op de groei. Zo leert de praktijk dat lastenverhogingen vaak slechter scoren dan uitgavenverlagingen. Tegelijk is het effect op het groeipotentieel niet het enige criterium voor het samenstellen van een consolidatiepakket. Er zijn meer doelstellingen van economische politiek, waarvan zoals betoogd de verdeling van de welvaart er een is.

Er wordt door economen regelmatig gepleit voor het stimuleren van de potentiële groei van de Nederlandse economie via het versterken van de aanbodkant. Bij het vormgeven van een dergelijk beleid en bij het afwegen van de kosten en baten ervan, moet rekening worden gehouden met de specifieke omstandigheden van de noodzaak van balansherstel in vele sectoren van de Nederlandse economie. Beleid dat er in slaagt de potentiële groei te verhogen, zal waarschijnlijk de komende jaren van sanering niet onmiddellijk en

volledig zichtbaar worden in feitelijk hogere groei. Het uitblijven van een groeiversnelling kan dus niet automatisch als bewijs worden gezien voor falend beleid op dit punt. Dit neemt niet weg dat het verhogen van de potentiële economische groei niet gratis is. Het is geen ‘no brainer’. Dat zou men wel haast gaan denken, als men het Nederlandse publieke debat volgt en de bijdrage van economen daaraan. Daaruit krijgt men de indruk, dat betere marktwerking en grotere flexibiliteit zich vertalen in hogere groei, zonder dat iets wordt opgegeven. Dat is onjuist. Een dergelijk beleid heeft niet alleen invloed op de groei van de welvaart, maar ook op de verdeling ervan en op de stabiliteit van de economie. Ook hier zijn subjectieve preferenties in het geding waarover de economische wetenschap niet het laatste woord moet en kan hebben, maar de politiek.

Balansherstel is nodig in alle sectoren van de Nederlandse economie, wellicht met uitzondering van de sector bedrijven. Verder moet een onderscheid worden gemaakt tussen de hoeveelheid risico die mag worden genomen en de onzekerheden die men wil accepteren voor de Nederlandse economie als geheel aan de ene kant, en de verdeling van die risico’s en van de eventuele verliezen die zich als gevolg daarvan voordoen over de verschillende sectoren aan de andere kant. Dit vraagt een samenhangende benadering, waarin het tempo van balansherstel in de verschillende sectoren zodanig op elkaar is afgestemd dat de beoogde groei van 1 à 1,5% gemiddelde haalbaar lijkt.

Conjuncturele schommelingen blijven ook tijdens een periode van balansherstel bestaan. Het is zelfs mogelijk dat de uitslagen in het begin groter zijn zolang buffers nog niet zijn hersteld. De functie van buffers is nu juist om de doorwerking van schokken te beperken. Macroeconomisch vertaalt zich dat in een beperking van de amplitude van conjunctuurgolven. Maar het is dus mogelijk dat er perioden met groei boven en onder het gemiddelde zullen zijn in de fase van balansherstel.

Een samenhangende aanpak ontbreekt op dit moment. Er is een bezuinigingspakket van 18 mrd euro afgesproken om de overheidsfinanciën op orde te brengen. Los daarvan neemt men een aantal maatregelen voor de banken, die weer betrekkelijk los staan van het pensioenakkoord en de maatregelen met betrekking tot de verzekeringssector. Er is voor gekozen de financiering van het eigen huizenbezit nauwelijks te veranderen.

De aanpak is te gefragmenteerd en te weinig systematisch. Dat kan tot onbedoelde en ongewenste effecten leiden. Een voorbeeld. Het beleid zet stevig in op het insnoeren van de banken. Tegelijkertijd bevat het pensioenakkoord prikkels voor pensioenfondsen meer risico’s te nemen en worden buffers beperkt. Dit zou er toe kunnen leiden dat de einduitkomst een veiliger bankwezen is, maar een onstabielere financiële sector als geheel. Risico’s zijn dan slechts verplaatst en mogelijk naar plaatsen waar er minder goed mee om kan worden gegaan en waar ze ook aanvankelijk minder zichtbaar zijn.

Een van de belangrijkste lessen uit de kredietcrisis is dat het niet voldoende is voor de stabiliteit van het financiële stelsel als geheel wanneer individuele instellingen gezond zijn. Naast toezicht op individuele instellingen is macrotoezicht op het financiële stelsel als geheel nodig. Dat type beleid moet worden ontwikkeld. Daaraan wordt in de volgende paragraaf aandacht besteed.

Terug naar het nemen van risico en het aangaan van onzekerheid. Men hoort nogal eens dat de kredietcrisis het gevolg was van het nemen van excessieve risico's, door vooral banken. De conclusie is dan vaak dat er minder risico's moeten worden genomen in de toekomst. De prikkels om risico's te nemen moeten worden verminderd, handelen door banken voor eigen risico moet worden beperkt en er moet een scheiding worden aangebracht tussen traditioneel bankieren (de nutsfunctie) en *investment banking*, banken moeten kleiner worden, enzovoort.

De conclusie dat minder risico's moeten worden genomen is onvoldoende gefundeerd als een macroperspectief wordt gehanteerd en de economische politiek vanuit het zo goed mogelijk combineren van meerdere doelstellingen (de vier V's) wordt geanalyseerd.

30

Minder risico's nemen draagt bij aan grotere stabiliteit, zowel macroeconomisch als financieel. Maar er moet zoals altijd in de economie ook iets voor worden opgegeven. Dat is in dit geval de mogelijkheid een hogere groei te realiseren door te investeren in innovaties die de productiviteit verhogen. Er bestaat een afruil. Wil men de kans op hogere productiviteit bevorderen, dan moet men bereid zijn meer risico's toe te staan en meer onzekerheid aan te gaan en toe te staan. In de huidige economische politiek bestaat onvoldoende besef van deze afruil. De afweging tussen grotere stabiliteit en het bevorderen van groei en dynamiek zou explicieter moeten worden besproken en gemaakt.

Daar zou uit kunnen komen dat er brede steun is voor het bevorderen van de groei van de economie. Als dat zo is, moet worden geaccepteerd dat in de Nederlandse economie niet minder risicobereidheid moet bestaan dan voor de kredietcrisis. De vraag die dan aan de orde komt, is of er reden is en mogelijkheden zijn invloed uit te oefenen op de vraag waar en welke risico's worden genomen en wie eventuele verliezen voor zijn rekening neemt?

Het gevoel van het op dit moment gevoerde en voorgenomen beleid lijkt in brede termen te zijn een herverdeling van de verliezen als gevolg van genomen risico's van de overheid en bedrijven naar aandeelhouders van systeemrelevante banken en verzekeraars en wellicht naar houders van onverzekerde bancaire schuld en gezinnen.

De verhoging van de kapitaaleisen in het kader van Bazel 3 en de mogelijke extra eisen daarbovenop voor banken die voor Nederland systeemrelevant zijn, leiden tot een verschuiving van risico's van de overheid naar de

aandeelhouders van banken. De belastingbetaler zal pas bij grotere verliezen van banken hoeven bij te passen als een systeemrelevante bank dreigt onder te gaan. Hetzelfde geldt voor systeemrelevante verzekeraars als gevolg van de kapitaalreizen van Solvency 2. Er wordt verder overwogen systeemrelevante banken zogenoemde *recovery and resolution plans* te laten opstellen. De bedoeling daarvan is de kosten voor de belastingbetaler van problemen bij systeemrelevante banken en van eventuele faillissementen zo laag mogelijk te laten zijn, door herstel mogelijk te maken en een eventuele afwikkeling ordelijk te laten verlopen. Daardoor kunnen ook besmettingseffecten van het faillissement van een systeemrelevante bank op de rest van het financiële stelsel zo veel mogelijk worden beperkt. Het effect van deze plannen is een verschuiving van risico's van de overheid naar systeemrelevante banken. Dat geldt tenslotte ook voor het idee van zogenoemde *bail in clauses* in schuldcontracten. Deze zouden ertoe leiden dat vreemd vermogen onder bepaalde omstandigheden wordt omgezet in eigen vermogen.

Daarmee is de koek voor de banken nog niet op. Er staat een bankenbelasting op stapel om de verlaging van de overdrachtsbelasting in de huizenmarkt te financieren en er komt een heffing om een fonds te vormen in het kader van het depositogarantiestelsel. Gewezen zij ook op de maatregelen met betrekking tot het beloningsbeleid.

Het pensioenakkoord leidt vooral tot een verschuiving van risico's van de bedrijven naar gezinnen. Tegelijkertijd krijgen pensioenfondsen prikkels meer risico te nemen, terwijl de buffers worden afgeschaft of in ieder geval sterk worden gereduceerd.

De overheid schuift aan de ene kant risico's af, maar gaat ook nieuwe risico's aan in het kader van de Europese schuldencrisis. Deze blijven vooralsnog in de boekhouding grotendeels buiten beeld, omdat ze vooral het karakter hebben van garanties. Maar garanties zijn niet kosteloos, ook niet als ze gratis worden verstrekt, zoals in het kader van de Europese schuldencrisis het geval is. Verstrekte garanties zouden moeten worden gewaardeerd en in de uitgavennorm moeten worden opgenomen. Dan zou duidelijk worden dat steun aan andere landen uit het eurogebied niet gratis is en Nederland en Nederlanders daarvoor iets moeten opgeven, indien ze beneden de kostprijs worden verstrekt. Het debat over de 'rekenfout' van Rutte ging niet over de kosten van de steun aan andere eurolanden, maar over de financiering ervan. Het debat had moeten gaan over de omvang van de verstrekte garanties en de waardering daarvan. Verder is het urgent meer in het algemeen de garanties onder het uitgavenkader te brengen (zie ook Studiegroep Begrotingsruimte 2010).

Er gebeurt dus veel, maar het is geen onderdeel van een samenhangende visie op het nemen van risico en rekening houden met onzekerheid in de Nederlandse economie. Zo'n visie is wel nodig, want anders zal de uitkomst

uiteindelijk suboptimaal zijn. Temeer, omdat het aannemelijk is dat aanvankelijke risicoverschuivingen, heffingen en belastingverhogingen al dan niet ten dele zullen worden afgewenteld. Dat moet worden meegewogen bij het kiezen van de maatregelen.

Sommige maatregelen leiden tot een vermindering van de geneigdheid tot het nemen van risico's en het rekening houden met onzekerheid. Of beogen dat. Dat geldt bijvoorbeeld voor de beloningsmaatregelen. Maar ook voor de liquiditeitsmaatregelen uit Bazel 3. Die hebben als bedoeling de transformatie van looptijden door banken en daarmee het risico te beperken. Als deze maatregelen bereiken wat ze bedoelen te doen, leiden ze *ceteris paribus* tot minder risico's in het bankwezen en de Nederlandse economie. Maar dat is toch niet wat we willen, als we ook de groei willen bevorderen? Verschuivingen van risico's kunnen bovendien effect hebben op de totale hoeveelheid risico die wordt genomen. Het onderstreept het belang van een alomvattende analyse en benadering.

Een integrale/macro benadering is ook nodig, omdat de stabiliteit van de Nederlandse economie meer is dan de optelsom van de stabiliteit van de individuele bedrijven, gezinnen, financiële instellingen, enz. De macrostabiliteit wordt ook bepaald door de verbanden tussen de verschillende bedrijven en instellingen (de structuur van de Nederlandse economie) en de gemeenschappelijke risico's waaraan men al dan niet is blootgesteld.

Een dergelijke visie zou onder regie van de minister van EL&I zo snel mogelijk moeten worden ontwikkeld. Een integrale visie op de structuur van de Nederlandse financiële sector zou daarvan deel moeten uitmaken (zie ook Boot, Bovenberg en Jacobs 2011), startend vanuit wat op dit moment al in gang is gezet, maar met de bereidheid om zaken zo nodig bij te stellen.

Hier nog slechts een enkele opmerking daarover. Het is verstandig niet door te gaan met het stapelen van maatregelen, met name voor banken. Het is onmogelijk in detail de gevolgen van alle maatregelen te voorspellen voor de kredietverlening, economische groei, enzovoort. De complexiteit van het economisch proces en de fundamentele onzekerheid van de toekomst moeten serieus worden genomen. Daarom is het goed zorgvuldig feitelijke ontwikkelingen te volgen, geleidelijkheid te betrachten en bereid te zijn maatregelen bij te stellen op grond van opgedane ervaringen.

De commissie de Wit (2010) pleit voor het scheiden van zakenbanken en zogenoemde nutsbanken, althans in juridische zin. Anderen sluiten zich daarbij aan. Toch zijn de argumenten hiervoor niet sterk. Er worden al vele maatregelen genomen en meer en meer maatregelen nemen werkt contra-productief. Het onderscheid zakenbanken/nutsbanken is bovendien vals. Het suggereert dat wat onder het hoofd zakenbankieren valt, geen nut zou hebben. Maar dat is onjuist. Verder bleek tijdens de kredietcrisis dat het hebben van afzonderlijke zakenbanken geen enkele garantie is voor het voor-



komen van besmetting van de rest van het financiële stelsel wanneer een probleem ontstaat in een zakenbank. Lehman Brothers was immers een zakenbank. Ten slotte is ook ‘normale’ kredietverlening riskant en zijn er talloze voorbeelden van financiële crises die hun oorsprong in het ‘gewone’ bankieren vonden.

Ook het kleiner maken van banken maakt op zich het financiële stelsel als geheel niet veiliger. Als al die kleine banken hetzelfde doen als de grote bank waaruit ze voortkomen, is aan veiligheid niets of niet veel gewonnen, terwijl de kosten van een opsplitsing hoog zijn. De stabiliteit van het financiële stelsel is niet zo zeer gebaat bij geringe concentratie, maar veel meer bij diversiteit.

DNB (2009) betoogt dat er in de Nederlandse markt ruimte bestaat voor universele banken. Het is goed in het kader van een visie op de financiële sector meerdere scenario's voor het Nederlandse bankwezen door te denken. In een zo'n scenario zou kunnen worden bekeken wat het hebben van een of twee internationaal opererende banken zou betekenen. De voordelen daarvan zitten in het beschikbaar hebben van een bank uit eigen land voor ons internationaal opererende bedrijfsleven. De praktijk leert dat dit vooral in moeilijkere tijden belangrijk is. Buitenlandse banken trekken dan sneller de paraplu in dan banken uit het eigen land. Verder houdt Nederland op die manier beter grip op het handhaven van financiële stabiliteit in eigen land dan wanneer een belangrijk deel van het bankwezen in buitenlandse handen is. Zolang er geen Europees toezicht en Europese *burden sharing* is, blijft het belangrijkste aandachtspunt het relatief grote risico waaraan de Nederlandse belastingbetaler bloot staat.

Nu kan men hier ook te ver in gaan door als doel te stellen dat de kans op het in de toekomst injecteren van kapitaal in een bank vrijwel nul zou moeten zijn. De nadelen van de maatregelen die daarvoor nodig zijn, wegen vermoedelijk niet op tegen het volledig uit de wind houden van de belastingbetaler. Het belangrijkste nadeel is vermoedelijk dat de risicobereidheid van de bank en daarmee de economische dynamiek er onder zouden lijden. Bedenk ook dat de Nederlandse belastingbetaler uiteindelijk niet slechter is geworden van de tijdens de kredietcrisis verstrekte steun, los van de onmisbare bijdrage die dat heeft geleverd aan het herstellen van financiële stabiliteit. Misschien met uitzondering van de aankoop van ABN Amro, maar dat is een geval apart dat niet alleen met de kredietcrisis, maar ook met de gevolgen van de opsplitsing ervan te maken heeft. De les van die aankoop is toch vooral dat men zich wel drie keer moet bezinnen, voordat men in de toekomst de opsplitsing van een systeemrelevante bank toe laat.

Er is een scenario voorstelbaar met een beperkt aantal overwegend nationaal opererende banken. Het risico van het die kant op leiden, is dat die nationale banken worden overgenomen door grote internationaal opererende banken en dan komen we uiteindelijk uit in een scenario zonder eigen

bankwezen van betekenis. Als meerdere van die banken zich in moeilijke omstandigheden terugtrekken, is een probleem voor de Nederlandse financiële stabiliteit het gevolg, zonder dat er beleidsmatig veel aan te doen is. Als men een nationaal scenario zou willen, moet men aangeven hoe men de Nederlandse financiële sector kan afschermen van buitenlandse overnames zonder internationale regels te schenden. Dit is niet eenvoudig. Inzetten op Europees toezicht en internationaal opererende banken lijkt op het eerste gezicht aantrekkelijker, maar een nadere analyse is nodig.

De Nederlandse levensverzekeringssector heeft het moeilijk. De markt is verzadigd. De reputatie van de instellingen is zwaar geraakt door de woekerpolisaffaire. De lange rente is zeer laag en het is verstandig er rekening mee te houden dat dit nog geruime tijd zo zal blijven. Aan een consolidatieproces lijkt niet te ontkomen.

Op het moment van schrijven kent het pensioenakkoord nog de nodige open einden. Er zijn drie belangrijke aandachtspunten. Ten eerste kan het akkoord ertoe leiden dat risico's naar burgers worden geschoven waar zij niet goed mee om kunnen gaan en die niet iedereen zal kunnen dragen. De presentatie van wat het akkoord inhoudt is onvoldoende transparant, met name over de neerwaartse risico's voor het pensioen. Mensen moeten hierover worden geïnformeerd en de mogelijkheid moet worden geboden het neerwaartse risico te beperken. Dat is uiteraard niet gratis: meer zekerheid betekent dat langer moet worden gewerkt, de premie omhoog moet of het verwachte pensioen lager wordt. Als meer zekerheid dan thans voorzien moet worden geboden, zullen pensioenfondsen of hogere buffers moeten aanhouden of bepaalde risico's moeten afdekken. Dat laatste vraagt om de aanwezigheid van andere financiële instellingen die die risico's willen overnemen. Dat moet hen dan niet door regulering onmogelijk of onaantrekkelijk worden gemaakt.

Ten tweede wordt de mogelijkheid geboden om de verplichtingen te verdisconteren met het verwachte rendement op de beleggingen. Dit is een foute benadering die niet zonder risico's is. De waarde van pensioenverplichtingen wordt bepaald door de inhoud van de pensioenregeling, waaronder de zekerheid die daarin wordt geboden. De te gebruiken discontovoet moet daarvan worden afgeleid en zal hoger moeten zijn naarmate het pensioen onzekerder is. Een onzekerder pensioen is minder waard en een hogere discontovoet brengt dat tot uitdrukking. In het beleggingsbeleid moet hetzelfde risico worden genomen als in de pensioenregeling. De regeling dicteert dus zowel de discontovoet als het beleggingsbeleid. In het pensioenakkoord bepaalt het beleggingsbeleid de discontovoet. Beide worden niet expliciet gerelateerd aan de inhoud van de pensioenregeling. Het gevaar daarvan is dat er een sterke prikkel ontstaat om tegenvallers te maskeren door riskanter te beleggen. De dekkingsgraad stijgt daardoor en maatregelen kunnen worden uitgesteld. Dit

kan leiden tot een onevenredige belasting van jongeren en toekomstige generaties en kan ook een tijdbom worden onder het hele pensioenstelsel.

Ten slotte moet goed worden bekeken welke effecten het pensioenakkoord in combinatie met andere maatregelen in de financiële sector heeft op de stabiliteit ervan. Er is niet alleen de prikkel meer risico te nemen voor pensioenfondsen. Tegelijkertijd verdwijnen buffers. Daarmee verandert de traditionele rol van pensioenfondsen in het financiële stelsel. Ze zijn niet langer in dezelfde mate een stabiliserende factor als in het verleden en kunnen zelfs de bron voor toekomstige financiële instabiliteit worden. Gaan pensioenfondsen risico's nemen die beter door banken of andere financiële instellingen kunnen worden genomen, omdat die daarvoor veel meer deskundigheid hebben? Dat gevaar moet op het netvlies staan en worden voorkomen.

Het begrotingsbeleid van dit kabinet is erop gericht het onderliggende tekort binnen vier jaar weg te werken. Dat is een goed uitgangspunt. Dat geldt ook voor de tijdpadbenadering die daarbij is gekozen en het uitgangspunt dat extra bezuinigingen worden afgesproken op het moment dat het feitelijke tekort meer dan 1%-punt hoger is dan in het afgesproken tijdpad (Studiegroep Begrotingsruimte 2010). Daaraan zou onverkort moeten worden vastgehouden, tenzij de groei te lang te ver onder 1-1,5% dreigt uit te komen. Ook loopt Nederland voorop door een stresstest voor de overheid te hebben uitgevoerd. Dat is welkom. De uitkomst van deze test moet worden gebruikt om de robuustheid van de overheidsfinanciën te borgen en zo mogelijk verder te versterken.

Naast de hoogte van de schuld, vergt ook de wijze van financieren ervan aandacht. Net als in vele andere landen is de schuldpolitiek in Nederland de laatste decennia ingrijpend van karakter veranderd (Hoogduin, Ozturk, Wierts 2010). De schuldpolitiek is gericht op het minimaliseren van de rentekosten onder de randvoorwaarde van een bepaalde risicotolerantie. Daarmee is de schuldpolitiek los komen te staan van met name het monetaire beleid en het beleid gericht op financiële stabiliteit. Er waren goede redenen dat te doen en de restricties die met name vanuit het monetaire beleid aan de schuldpolitiek werden gesteld, op te heffen. Maar de kredietcrisis en de daarop volgende schulden crisis, maken een herijking van de schuldpolitiek dringend noodzakelijk. Er is niet langer voldaan aan de voorwaarden waaronder de schuldpolitiek aan zichzelf kan worden overgelaten. Daarvoor is de interactie met het monetaire beleid en het macroprudentiële beleid te groot geworden (Hoogduin, Ozturk en Wierts 2010). Het zogenoemde *separation principle* (Turner 2011) gaat niet langer op. Dat principe zegt dat monetair beleid en schuldpolitiek onafhankelijk van elkaar kunnen opereren, als de centrale bank alleen aan de korte kant van de markt opereert en de schuldmanger vooral aan de lange kant. Bovendien moet de verwachtingen-hypothese van de lange rente opgaan. De lange rente wordt dan volledig bepaald door

het monetaire beleid en de verwachtingen daarover. In het verleden werd aan de financiële stabiliteitsconsequenties van de schuldpolitiek nauwelijks aandacht besteed. Nu kan dat niet langer. Niet alleen is de schuld relatief hoog, de markten voor overheidsschuld zijn veel verder ontwikkeld dan enige decennia geleden.

## 6 Macroprudentieel beleid

De stabiliteit van de financiële sector is niet gewaarborgd als alle financiële instellingen gezond zijn. Dat is een belangrijke conclusie die wereldwijd is getrokken naar aanleiding van de kredietcrisis. Het geheel is duidelijk meer dan de som van de delen.

Het handhaven van prijsstabiliteit door de centrale bank door de inzet van het renteinstrument leidt niet automatisch tot financiële stabiliteit. Dat werd voor de kredietcrisis door de overgrote meerderheid van de centrale bankiers en vele economen gedacht. De kredietcrisis heeft deze droom wreed verstoord.

Het handhaven van financiële stabiliteit vergt daarom een eigen beleid, met eigen instrumenten. Daarover bestaat inmiddels brede overeenstemming (zie ook de Haan, Houben en van der Molen in deze bundel en Schoenmaker en Wierdsma 2011). Dit nieuwe beleid heet macroprudentieel beleid. Het raamwerk daarvoor moet bijna vanaf de grond worden opgebouwd. Daaraan wordt inmiddels over de hele wereld koortsachtig gewerkt en tegelijkertijd is of wordt begonnen met het daadwerkelijk voeren van macroprudentieel beleid (CGFS 2010). Nederland dreigt achterop te raken op de voorhoede. Het onderwerp wordt publiekelijk tot nu toe nauwelijks besproken. Politici hebben zich vooral gericht op het verbeteren van het microtoezicht.

Er moet met grote spoed een duidelijk kader voor het voeren van macroprudentieel beleid worden ontwikkeld. Dat kader moet ook wettelijk worden verankerd. Ik bespreek kort de belangrijkste elementen van een raamwerk voor macroprudentieel beleid:

### *De doelstellingen*

Het is goed de doelstelling(en) van macroprudentieel beleid expliciet te formuleren en vast te leggen in de wet. In de internationale discussie tekenen zich twee favoriete doelstellingen af, die verschillen in de mate van ambitie. De bescheiden doelstelling is het herstellen/handhaven/vergroten van de weerbaarheid van het financiële stelsel. De ambitieuze doelstelling is het tegengaan van de opbouw van onevenwichtigheden in het financiële stelsel. Mijn voorkeur is bescheiden te beginnen, gelet op de geringe ervaring die er nog bestaat met het voeren van macroprudentieel beleid. Er zal al doende moeten worden geleerd en naarmate dat vordert, kan mogelijk worden opgeschoven naar een ambitieuzer doel.

### **De instrumenten**

Er zijn drie typen instrumenten voor macroprudentieel beleid: kwantitatieve instrumenten, kwalitatieve instrumenten en communicatie met ad-hoc aanbevelingen op basis van *monitoring*. Sommigen rekenen ook crisismanagement tot het macroprudentiële beleid. Mijn voorkeur is dit niet te doen. Crisismanagement vergt directe betrokkenheid van de overheid, omdat belastinggeld in het geding is. Crises moeten uiteraard zo veel mogelijk worden voorkomen. Naar de mate waarin dat lukt, komt crisismanagement minder vaak voor. Dat geldt niet voor de inzet van de andere instrumenten die vaker worden ingezet. Bij de andere vormen van het macroprudentieel beleid is het juist van groot belang dat de overheid op afstand staat, zoals ik zal betogen. Dat geldt vooral voor de inzet van de kwantitatieve instrumenten.

In de internationale discussie over instrumenten gaat het vooral over kwantitatieve instrumenten zoals bijvoorbeeld contracyclische kapitaalbuffers of *loan to value ratios*.

De discussie over wat geschikte kwantitatieve instrumenten voor macroprudentieel beleid zijn, is vaak verwarrend, omdat ze vanuit het verkeerde perspectief wordt gevoerd. Men noemt ieder instrument dat invloed heeft op de doelen van het macroprudentiële beleid een macroprudentieel instrument. Dat geeft een hele lange lijst instrumenten, waar bijvoorbeeld ook de hypotheekrenteaftrek en de rente op prikken. Die vele instrumenten zijn in handen van heel verschillende instellingen: de overheid, de centrale bank, de AFM en de prudentiële toezichthouder. Al gauw is dan de conclusie dat financiële stabiliteit van iedereen is. Dit is niet goed, want het gevolg kan zijn dat door elkaar gaat lopen wie voor wat verantwoordelijk is en dat niemand uiteindelijk verantwoordelijk is voor het macroprudentiële beleid.

Instrumenten worden dan niet efficiënt ingezet. De relatieve effectiviteit en efficiëntie van verschillende instrumenten voor verschillende doelen moet de leidraad zijn voor de instrumentkeuze. Daarbij is een effectief beleid gebaat bij het formuleren van verschillende mandaten voor de verschillende typen beleid en daarbij aan ieder mandaat eigen instrumenten toe te kennen. Het monetaire beleid heeft bijvoorbeeld de rente als instrument en het begrotingsbeleid heeft als een van zijn instrumenten de belastingen. Dit zijn dus geen macroprudentiële instrumenten. *Governance* en instrumentkeuze moeten worden gekoppeld. Ik kom daar bij het bespreken van de *governance* op terug.

De voorgestane benadering zoekt kwantitatieve instrumenten die aangrijpen bij de bronnen van financiële instabiliteit. Dat zijn er drie: de balansen van financiële instellingen die systeemrelevant zijn, *margins and haircuts* op financiële transacties en de onroerendgoedmarkten. Een belangrijke constatering is dus dat macroprudentieel beleid niet alleen aangrijpt bij banken en mogelijk ook niet bij alle banken. Ook andere financiële instellingen zoals verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en hedgefondsen kun-

nen systeemrelevant zijn. Verder zijn onroerendgoedmarkten en financiële markten rechtstreeks aangrijpingspunt van de instrumenten.

In het wettelijke mandaat zouden de toe te passen kwantitatieve instrumenten op dezelfde algemene wijze in de genoemde drie categorieën moeten worden geformuleerd, als zonet hierboven gebeurde. Dat geeft de macroprudentiële autoriteit de nodige flexibiliteit. In het verleden toen de Nederlandsche Bank nog een eigen monetair beleid voerde, was dat voor het monetaire beleid ook het geval. Specifieke instrumenten op basis van dit raamwerk werden met inspraak van het bankwezen vastgesteld. Hoewel de tijden zijn veranderd, is het denkbaar de financiële sector een rol te geven bij het vaststellen van specifieke instrumenten. Meer dan ruimte voor commentaar te vragen, is niet verstandig. Dat zou de slagvaardigheid van de macroprudentiële autoriteit aanzienlijk beperken.

Ten tweede zijn er kwalitatieve instrumenten. Dan gaat het om maatregelen die de structuur van het financiële stelsel veranderen met het doel om het schokbestendiger en inherent stabiel te maken. Dit kan door regulering. Dat is een zaak van de overheid, maar de macroprudentiële autoriteit heeft hierbij een belangrijke adviserende rol. Daarnaast zijn er maatregelen die het ontwerp van het financiële stelsel betreffen (*design of the financial system*). Daarbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het opzetten van centrale tegenpartijen (*central counterparties*) voor het verhogen van de veiligheid van de derivatenhandel. Kwalitatieve instrumenten worden over het algemeen met een lagere frequentie ingezet dan de kwantitatieve instrumenten. Over laatstgenoemde instrumenten behoeft over het algemeen weer minder vaak te worden besloten dan over de inzet van monetaire instrumenten. Vier vergaderingen per jaar van de macroprudentiële autoriteit zullen in normale omstandigheden voldoende zijn. Dat is aanmerkelijk minder dan het aantal vergaderingen van de monetaire autoriteit die in veel gevallen zo'n tien keer per jaar vergadert.

Ten slotte zijn er de ad-hoc maatregelen en adviezen. Deze kunnen worden gekoppeld aan de *monitoring* van financiële stabiliteit die met de publicatie van overzichten financiële stabiliteit (OFS) vorm wordt gegeven. Dergelijke publicaties zijn de laatste 5 tot 10 jaar als paddestoelen uit de grond geschooten. Ook de Nederlandsche Bank publiceert sinds 2004 twee keer per jaar een dergelijk overzicht.

In een OFS worden de risico's voor financiële stabiliteit in kaart gebracht en gepubliceerd met het doel de partijen in de financiële sector daarvan bewust te maken en zo nodig maatregelen te nemen. Ook kan de macroprudentiële autoriteit in het OFS adviezen geven en maatregelen aankondigen. Een OFS is daarmee een publiek communicatiemiddel, maar het kan ook de basis zijn voor directe discussie tussen de macroprudentiële autoriteit en financiële instellingen over maatregelen om de gesignaleerde risico's te

beperken. *Monitoring* is het oudste instrument van macroprudentieel beleid, maar het is te beperkt en vrijblijvend om de doelstellingen van een weerbaar financieel stelsel en het voorkomen van financiële kwetsbaarheden te kunnen bereiken. Het ontwikkelen van kwantitatieve en kwalitatieve instrumenten is daarom hard nodig.

### **Het analytisch raamwerk**

Om over de inzet van macroprudentiële instrumenten te kunnen beslissen, moeten de effecten ervan op de uiteindelijke doelstellingen kunnen worden begrepen en geanalyseerd. In het monetaire beleid noemen we dit de monetaire transmissie. Het maakt het hebben van een analytisch raamwerk noodzakelijk. Er is grote overeenstemming over het analytisch raamwerk voor het monetaire beleid, althans tot voor kort. Dit kan worden samengevat in het Nieuw Keynesiaanse model (NKM), zoals het meest uitgebreid beschreven door Woodford (2003). Een dergelijk analytisch raamwerk voor macroprudentieel beleid bestaat nog niet.

De ontwikkeling ervan is wel in volle gang, maar vermoedelijk een zaak van lange(re) adem. Het vergt een belangrijke academische inspanning. De ontwikkeling van wat Macrofinance kan worden genoemd, is nodig. Een synthese van de hedendaagse macroeconomie en finance wordt daarmee bedoeld. Macroeconomie kijkt naar de economie als geheel, maar heeft onvoldoende plaats voor financiële motieven en ontwikkelingen, en finance heeft vooral een microkarakter.

De hedendaagse macroeconomie is niet simpel bruikbaar te maken voor macrofinanciële analyses. Er is wel veel werk dat startend vanuit het NKM poogt financiële variabelen te incorporeren (zie bijvoorbeeld Woodford 2010, Sterk 2011). De tijd zal leren hoe effectief dit is. Ik ben vooralsnog sceptisch, omdat er fundamentele problemen met het basis NKM zijn als startpunt voor het analyseren van macrofinanciële vraagstukken.

De macroeconomie is zich geleidelijk veel gaan bedienen van representatieve agenten. Macroeconomie is steeds meer geaggregeerde microeconomie geworden. Daarmee is het oorspronkelijke idee achter de macroeconomie goeddeels verloren gegaan. Dat was dat verschijnselen op het macroniveau niet simpel kunnen worden verklaard door microgedrag door te trekken naar de economie als geheel. Dat wel doen, leidt tot een zogenaemde *fallacy of composition*. De spaarparadox is een bekend voorbeeld daarvan. Een individu kan zijn besparingen verhogen door minder te consumeren. Maar op het niveau van de economie als geheel leidt een hogere spaarquote in een simpel Keynesiaans model van een gesloten economie zonder overheidsector niet tot hogere besparingen als de investeringsgeneigdheid ongewijzigd is.

Macroprudentiële analyse en representatieve agenten passen niet goed bij elkaar. De stabiliteit van het financiële stelsel hangt af van de structuur ervan. De wijze waarop en de mate waarin financiële instellingen en financiële

markten met elkaar zijn verbonden, doet er toe. Zogenaemde *interconnectedness* is een kernvariabele in macroprudentiële analyses. De structuur van het netwerk dat de financiële sector is en veranderingen daarin, kunnen niet worden geanalyseerd in een model met representatieve agenten.

Een ander aspect van de financiële sector dat er toe doet voor de financiële stabiliteit, is de diversiteit ervan. In een meer diverse financiële sector bestaan over het algemeen minder gemeenschappelijke uitzettingen (*common exposures*) dan in een wat betreft samenstelling eenzijdiger financieel systeem. Als er meer verschillende typen financiële instellingen deel uitmaken van een financieel stelsel, is de liquiditeit doorgaans hoger. Als er financiële instellingen bestaan met verschillende bedrijfsmodellen en strategieën, is het waarschijnlijker dat er door een instelling een tegenpartij kan worden gevonden voor een financiële transactie. Diversiteit en de rol daarvan is moeilijk te analyseren in een model met representatieve agenten.

De complexiteit van het financiële systeem komt niet tot uitdrukking in het NKM. De theorie van complexe systemen (zie Mitchell 2009 en Mitchell 2009 voor een algemeen overzicht) vindt ook in toenemende mate toepassing in de economie (Hommes 2007). Deze weg is naar mijn mening veelbelovender dan de pogingen financiële variabelen een plaats te geven in een NKM.

Wel valt op dat de toepassing van de theorie van complexiteit in de economie samen gaat met grote pretenties over de detailkennis die ermee kan worden verworven. De ambitie is in veel gevallen de opbouw van financiële onevenwichtigheden te kunnen zien aankomen om maatregelen te kunnen nemen om financiële crises te voorkomen. Dat staat haaks op de conclusie die Hayek trok uit de complexiteit van het economisch systeem. Die was, zoals we hebben gezien, dat er zo veel informatie verspreid in het economische systeem bestaat en dat die zo snel verandert dat het onmogelijk is om op enig moment alle informatie centraal beschikbaar te hebben. Dat geldt ook voor het financiële systeem. Daarvan is geen foto te maken, laat staan een film. Hayek benadrukte ook dat detailvoorspellingen over de economische ontwikkeling onmogelijk zijn. Er kunnen slechts patronen op een hoger abstractieniveau worden voorzien.

Het zou goed zijn de complexiteit van de economie en de financiële wereld te bestuderen vanuit het perspectief dat Hayek daarop bood. Dat lijkt vooral vruchtbaar om de juiste accenten in het macroprudentiële beleid te kunnen aanbrengen. Acceptatie van de visie van Hayek maakt het intensief *monitoren* van het financiële systeem met het doel onevenwichtigheden tijdig op het spoor te komen vruchteloos. Veel beter is het te proberen stapje voor stapje het financiële systeem aan te passen om het inherent stabielier te maken. De weg van de geleidelijkheid is belangrijk, omdat er altijd niet bedoelde gevolgen kunnen optreden in een complex systeem. Popperiaanse *social engineering* is de enige manier om rationeel macroprudentieel beleid te voeren.



De schokbestendigheid kan worden vergroot door voldoende grote buffers aan te houden, in de vorm van kapitaal en liquiditeit. Deze visie op macroprudentieel beleid is te vergelijken met het kiezen voor dijken als bescherming tegen overstromingen in plaats van te kiezen voor evacuaties op basis van weersvoorspellingen over aankomende stormen.

Tenslotte ontbreekt in het NKM fundamentele onzekerheid. Daardoor is er onvoldoende oog voor het belang van normen, regels en instituties voor het vergroten van de voorspelbaarheid en coördinatie van gedrag. Ook blijft de rol van geld en liquiditeit in een onzekere wereld buiten beeld. Als gevolg daarvan zijn geld en financiële variabelen niet meer dan factoren die tijdelijk het zicht ontnemen op de onderliggende fundamentele 'reële' factoren die de uitkomst van het economische proces bepalen, zoals de voorkeuren en de stand van de techniek. Keynes heeft in de *General Theory* beoogd een theorie van de productie, werkgelegenheid (en andere macroeconomische variabelen) te geven waarin monetaire, financiële en reële factoren gezamenlijk op ieder moment de uitkomst van het economische proces bepalen (Keynes 1936). Verwachtingen over de lange termijn zijn autonoom en bepalen mede de uitkomst van het economische proces. Fundamentele onzekerheid en liquiditeitsvoorkeur zijn medebepalend voor de macroeconomische uitkomsten. Een raamwerk voor macroprudentiële analyse en beleid kan het beste voortbouwen op Hayek (zoals net beschreven) en Keynes.

### **Statistieken**

Na iedere crisis is er de neiging om meer informatie te verzamelen. Dit is altijd een valkuil, maar het is dodelijk voor een effectief toezicht op het financiële systeem als geheel, voor macroprudentieel beleid. De benodigde informatie om het financiële systeem in al zijn haarvaten te beschrijven en de dynamiek ervan te volgen, is niet te verkrijgen. Dat is het onvermijdelijke gevolg van de complexiteit ervan. De cijferbehoefte voor macroprudentiële *monitoring* is vele malen groter dan voor macroeconomische analyse. Bij laatstgenoemde analyse gaat het 'slechts' om geaggregeerde grootheden. Voor macroprudentiële *monitoring* is de gedetailleerde structuur van het netwerk dat de financiële sector is en de voortdurende verandering daarin relevant.

Dat noopt niet alleen tot een relatieve bescheiden rol voor *monitoring* in het macroprudentieel beleid. Het maakt ook een bepaalde strategie met betrekking tot statistiek gewenst. De strategie van alles verzamelen is niet alleen kostbaar en weinig effectief. Ze kan ook een goed macroprudentieel beleid tegenwerken. We zien helaas dit gevaar al opduiken. Bij gebrek aan een goed uitgewerkt theoretisch raamwerk, wordt zo veel mogelijk informatie verzameld, zonder dat op voorhand duidelijk is wat er precies mee wordt gedaan. Het gaat in de richting van *measurement without theory*.

Nodig is een visie op statistiek die ik zou willen omschrijven als *smart statistics* (Hoogduin 2011). Die start met een macroprudentiële theorie. Wat zijn de mechanismes die ervoor zorgen dat er kwetsbaarheden in het financiële systeem ontstaan? Wat zijn de steeds weer terugkerende patronen in *boom/bust cycles*? Leid uit die theorie af welke zo beperkt mogelijk set gegevens standaard over het financiële systeem moeten worden verzameld. Daar is nog werk te doen, maar de contouren van wat in die vaste dataset moet zitten, zijn wel duidelijk. Het gaat om de kredietgroei, prijzen van vermogenstitels en de ontwikkeling daarvan, omvang van de financiële instellingen en dynamiek daarin, de *leverage* en ontwikkeling daarin en concentratierisico's. Deze gegevens dienen als een thermometer om vast te stellen of het financiële systeem gezond is of oververhit dreigt te raken. Als het laatste het geval is, moet dieper worden gegraven. Maar het hangt helemaal van de situatie af waar dat dieper graven precies moet plaatsvinden en welke informatie daarvoor moet worden verzameld. Het informatiesysteem moet zo worden opgezet dat zo snel mogelijk op zo veel mogelijk plaatsen gedetailleerde(re) informatie boven tafel te krijgen is. De combinatie van een statistisch systeem waarin zo weinig mogelijk standaard statistieken worden verzameld en zo snel mogelijk op zo veel mogelijk plaatsen dieper kan worden gegraven, is de kern van *smart statistics*. Er zijn drie hoofdbronnen van macroprudentiële informatie: marktinformatie, informatie uit het microtoezicht en macroeconomische informatie.

### **Governance**

Bij de bespreking van de instrumenten gaf ik aan dat het voor de effectiviteit van het macroprudentiële beleid belangrijk is dat een autoriteit verantwoordelijk wordt gemaakt voor dit beleid en daarmee de beschikking heeft over met name de kwantitatieve macroprudentiële instrumenten.

De macroprudentiële autoriteit en de monetaire autoriteit kunnen het beste onderdeel zijn van dezelfde instelling: de centrale bank. In ieder geval dient de monetaire autoriteit een heel nauwe betrokkenheid bij de macroprudentiële autoriteit te hebben. Daarvoor zijn meerdere redenen.

Er bestaat een sterke afhankelijkheid tussen monetair beleid en macroprudentieel beleid. De gegevens en expertise die nodig zijn voor macroprudentieel beleid zijn ook nodig voor het monetaire beleid. Macroprudentieel beleid vraagt een hoge mate van onafhankelijkheid van de macroprudentiële autoriteit, net zoals dat voor monetair beleid het geval is. De cultuur die daarvoor nodig is, moet dus zowel bij de monetaire als de macroprudentiële autoriteit aanwezig zijn.

De vereiste onafhankelijkheid moet samengaan met een manier om verantwoording af te leggen aan de burgers en hun democratisch gekozen vertegenwoordigers, al dan niet via de minister van Financiën. Hier zijn meerdere modellen mogelijk, ook afhankelijk van de tradities in verschillende landen.

Voor Nederland is de keuze er een tussen verantwoording via informatieverstrekking en uitleg aan het parlement door de macroprudentiële autoriteit zelf of verantwoording via de minister van Financiën. In het laatste geval kan de minister van Financiën door het parlement naar huis worden gestuurd als het vertrouwen in het gevoerde beleid wegvalt. Dat vergt een subtiële regeling en invulling daarvan, want aan de ene kant moet de minister de macroprudentiële autoriteit onafhankelijk haar gang laten gaan, maar aan de andere kant kan hij er alleen verantwoordelijk voor zijn als hij kan instemmen met het gevoerde beleid. In het verleden bestond een dergelijke regeling voor het monetaire beleid in Nederland. Die is verdwenen met de invoering van de euro. De ECB legt rechtstreeks verantwoording af aan het Europees parlement door informatie en uitleg te verschaffen en via hoorzittingen met de president van de ECB in het bijzonder.

Macroprudentieel beleid kan vergaande gevolgen hebben. Daarom zou het mijn voorkeur hebben te onderzoeken of een werkbare regeling van verantwoording via de minister van Financiën kan worden gevonden (zie ook de Haan, Houben en van der Molen 2011).

Afstemming van het macroprudentiële beleid met het prudentiële toezicht en het monetaire beleid, kan eenvoudig binnen de directie van de Nederlandsche Bank en via de inbreng in Frankfurt plaatsvinden. De coördinatie met het budgettaire beleid kan een voorbeeld nemen aan de wijze van afstemming tussen monetair en budgettair beleid die vroeger bestond. Centraal daarin stond het luchoverleg tussen de minister en president van de Bank, maar ook op lager niveau vond er intensief overleg plaats.

Het enige gaatje dat dan nog moet worden gevuld, is de verhouding tussen de AFM en de macroprudentiële autoriteit. Dat lijkt simpel te vullen door regelmatige informatieuitwisseling tussen beide autoriteiten.

## 7 Conclusie

Aan het einde van dit preadvies vat ik de belangrijkste conclusies samen:

- Het Nederlandse economische beleid is onvoldoende samenhangend. De kwaliteit ervan zou toenemen, als de doelstellingen ervan expliciet worden geformuleerd en de middelen die daarvoor worden ingezet en de relatie ertussen wordt beschreven. Het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie zou hiervoor het voortouw moeten nemen en de regio moeten voeren.
- Het economische beleid betreft alles wat de welvaart raakt, ook zaken als duurzaamheid die niet alleen in geld zijn uit te drukken. Door daarmee rekening te houden, zou de kwaliteit van het economische beleid verhoogden.
- Het politieke debat over het economische beleid zou meer over het gewicht van de verschillende doelstellingen moeten gaan en minder over

technische vragen. Over het laatste zou het debat tussen economen meer moeten gaan en economen moeten een scherper onderscheid maken tussen hun rol als wetenschapper en hun opvattingen als burger.

- De kwaliteit van de Nederlandse politiek is gebaat bij een herstructurering van het politieke landschap langs de lijnen van de belangrijkste hoofddoelstellingen van het economische beleid: vrijheid, veiligheid, verdeling en vooruitgang.
- Nederland moet eenduidig voor de euro kiezen en aan de Europese partners voorstellen een allesomvattend plan af te spreken om de fundamenten onder de euro te herstellen en verstevigen. Elementen in dit plan zijn: het op orde brengen van de overheidsfinanciën en het herstellen van groei- en concurrentievermogen in alle landen, het afdwingbaar maken van het handhaven van de convergentiecriteria met betrekking tot de overheidsfinanciën en inflatie, het verstevigen van banken waar nodig, het bewegen naar Europees toezicht op financiële instellingen en het minimaal verdubbelen, flexibeler en slagvaardiger maken van het Europese noodfonds (EFSF).
- Wellicht met uitzondering van de bedrijvensector moeten alle sectoren van de Nederlandse economie de komende jaren aan balansherstel werken. Geaccepteerd moet worden dat dit in een evenwichtige aanpak gedurende een jaar of vijf gemiddeld 0,5% groei per jaar kost. Dit is de prijs die moet worden betaald voor een schokbestendigere economie. Beleid dat de groei op langere termijn bevordert is welkom, maar verwacht moet worden dat dit op de middellangetermijn nauwelijks tot feitelijk hogere groei leidt. Want de *speed limit* voor de groei ligt anders dan gebruikelijk aan de vraagkant. Groeibevorderend beleid zoals hier bedoeld, versterkt de aanbodkant.
- Er moet een visie worden ontwikkeld op de toekomst van de Nederlandse financiële sector als geheel waarbij de onderlinge samenhang tussen de verschillende deelsectoren in beschouwing wordt betrokken. In deze visie moet rekening worden gehouden met de wens de groei te bevorderen. Over het algemeen gaat hogere groei gepaard met meer risico. Dit betekent dat stimuleren van de groei samen moet gaan met meer in plaats van minder risico nemen in de financiële sector. Als men de banken minder risico wil laten nemen, zullen de risico's elders in de financiële sector sterker moeten toenemen, of van groeibevordering zal niet veel terecht komen. Ook roept het de vraag op of het verstandig is, te koersen op het verminderen van de risicogeneigdheid in de bancaire sector. Dat lijkt op zijn minst nuancering te behoeven.
- De Nederlandse welvaart lijkt het meest gediend met het voortbestaan van universele banken, waarvan er een of twee internationaal, tenminste in Europa, van karakter zijn. Het opsplitsen van banken of het maken van

een onderscheid tussen zakenbank en nutsbank heeft meer nadelen dan voordelen.

- Er zou zo spoedig mogelijk een wettelijk verankerd mandaat voor macroprudentieel beleid in Nederland moeten worden ontwikkeld. Een van de belangrijkste lessen van de crisis is dat het aan voldoende toezicht op het financiële stelsel als geheel heeft ontbroken. De Nederlandsche Bank (DNB) zou de macroprudentiële autoriteit moeten zijn, met als doel het handhaven/verbeteren van de weerbaarheid van het Nederlandse financiële stelsel. DNB moet de beschikking krijgen over een aantal instrumenten om dit doel te bereiken. Ze moet het beleid in hoge mate van onafhankelijkheid kunnen uitvoeren, maar er moet een duidelijke wijze van verantwoorden worden afgesproken.
- In de economische wetenschap moet een synthese tussen de macroeconomie en *finance* worden gezocht om tot een goede theoretische onderbouwing van het macroprudentieel beleid te komen en het begrip van de economische werkelijkheid te verbeteren.

### Referenties

- Alesina, R. and R. Perotti (1995), 'Fiscal Expansions and Fiscal Adjustment in OECD Countries', NBER Working Papers, nr. 5214.
- Boonstra, W.W. (2010), 'The Creation of a Common European Bond Market', Cahier Comte Boel, nr.14, ELEC.
- Boot, A., Bovenberg, L. en B. Jacobs (2011), 'Europees groeivermogen en lessen van de jaren dertig', ESB, 96, nr. 4619, blz. 574-576.
- Commissie de Wit (2010), Verloren Krediet, Parlementair onderzoek financieel stelsel, Tweede Kamerstukken vergaderjaar 2009-2010, nr. 31980.
- Committee on the Global Financial System (2010), 'Macroprudential Instruments and Frameworks: a Stocktaking of Issues and Experiences', CGFS Papers 38, BIS, Bazel.
- De Nederlandsche Bank (2009), 'De toekomst van de Nederlandse financiële sector', Kwartaalbericht, september 2009, blz. 35-41.
- Duijn, J. van (2011), De Schuldenberg, Amsterdam.
- Haan, J. de, Houben, A.F.C.H en R. van der Molen (2011), Governance van macroprudentieel beleid, Preadvies voor de Vereniging van de Staathuishoudkunde.
- Hayek, F.A. (1967), 'The Theory of Complex Phenomena', reprinted in Studies in Philosophy, Politics and Economics, blz. 22-42.
- Hennipman, P. (1995), 'On the Theory of Economic Policy', in Walker, D., Heertje, A. and H. van den Doel (1995), Welfare Economics and the Theory of Economic Policy, Aldershot and Brookfield, blz. 1-58.
- Hommel, C.H. (2007), 'Bounded Rationality and Learning in Complex Markets', CeNDEF Working Papers 07-01, Universiteit van Amsterdam.
- Hoogduin, L.H. (1991), Some Aspects of Uncertainty and the Theory of a Monetary Economy, Phd Thesis, University of Groningen, 1991.

- Hoogduin, L.H., Ozturk, B. and P. Wierdsma (2010), 'Public Debt Managers' Behaviour: Interactions with Macro Policies', DNB Working Papers, nr. 273.
- Hoogduin, L.H. (2011), 'What is new in the Demand for ESCB Statistics for Financial Stability and Macroprudential Purposes?', in ECB Central Bank Statistics-What did the Financial Crisis change?, Fifth ECB Conference on Statistics, 19 and 20 October 2010, blz. 214-217.
- Keynes, J.M. (1921), *A Treatise on Probability*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VIII, London.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. VII, London.
- Knight, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston.
- Koo, R.C. (2003), *Balance Sheet Recession. Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*.
- Mitchell, M. (2009), *Complexity A Guided Tour*, Oxford.
- Mitchell, S.D. (2009), *Unsimple Truths. Science, Complexity and Policy*, Chicago and London.
- Perotti, R. (2011), 'The 'Austerity Myth': Gain without Pain?', Paper presented at the 10<sup>th</sup> BIS Annual Conference, 23-24 June.
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2009), *This Time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton and Oxford.
- Robbins, L. (1935), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, London.
- Schoenmaker, D. and P. Wierdsma (2011), 'Macroprudential Policy: the Need for a Coherent Policy Framework', DSF Policy Paper Series, nr. 13, July.
- Sterk, V. (2011), *The Role of Mortgages and Consumer Credit in the Business Cycle*, Phd Thesis, University of Amsterdam.
- Studiegroep Begrotingsruimte (2010), *Risico's en zekerheden, dertiende rapport, Tweede Kamerstukken, Vergaderjaar 2009-2010, bijlage bij nr. 32123, nr. 52*.
- Turner, P. (2011), 'Government Debt Management and Monetary Policy under Fiscal Dominance', A Note for the Twentieth OECD Global Forum on Public Debt Management, Paris, 20 January.
- Woodford, M. (2003), *Interest & Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton and Oxford.
- Woodford, M. (2010), 'Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis', *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, nr. 4, blz. 21-44.

# De econoom in crisistijd: de tovenaarsleerling ontwaakt

Harry van Dalen

---

‘Die ich rief, die Geister/Werd ich nun nicht los.’ In zijn Nobelrede in december 1969 haalde Jan Tinbergen deze woorden van *Der Zauberlehrling* van Goethe aan. Hij waarschuwde voor de modegevoeligheid van economen en hun enthousiasme om alles in modellen te vatten, die vervolgens door beleidsmakers niet genoeg op waarde worden geschat. De impliciete boodschap van deze woorden was dat er te veel én te weinig naar economen wordt geluisterd. En die boodschap heeft niet aan geldigheid ingeboet.

Als filosofen van het dagelijks brood komen economen uitgebreid aan het woord in pers en politiek maar een onwelkome of onvoorstelbare boodschap wordt vaak weggemoffeld of is ‘gewoon geen nieuws’. Op dat soort momenten wordt er te weinig geluisterd. Dat probleem is voor een belangrijk deel aan economen als aanbieders van ideeën te wijten, maar ook de vraagzijde mag niet uit het oog worden verloren. Beleidsmakers, managers, politici, journalisten - het zijn allemaal mensen die weinig op hebben met onzekerheid en zeker ook niet de tijd hebben om na te gaan wie nu zin en onzin verkoopt.

Wanneer een econoom iets zegt dan wordt daar impliciet het hele gilde van economen voor verantwoordelijk gehouden. Op veel verjaardagsfeestjes heb ik verantwoording af moeten uitleggen over ferme uitspraken van een econoom die in het nieuws was. Leken gaan er immers stilzwijgend vanuit dat economen als gezworen vrijmetselaars er maar één mening op na houden. En wanneer ze wél hun verschil van mening duidelijk laten blijken is het ook niet goed omdat dit als een brevet van onvermogen wordt gezien. De geest van Bernard Shaw waart op zulke momenten rond die stelde ‘If all economists were laid end to end, they would not reach a conclusion’. De werking van de markt voor economische ideeën is een actueel probleem nu de crisis zich in volle omvang openbaart. De kredietcrisis van 2008 is getransformeerd tot de schulden crisis van 2011, waarin het onvermogen van de politiek om corrigerend op te treden schrijnend duidelijk wordt. En juist nu zouden economen hun waarde moeten bewijzen. Ingrijpende crises leiden ook vaak een crisis in in het denken en nopen tot reflectie over de werking van de markt voor ideeën. Juist nu is het zaak om het hoofd koel te houden, maar politici van links en rechts vervallen tot doe-het-zelf-logica en laten welgemeende adviezen van economen links liggen. Voor een deel zal de gedachte wel zijn dat economen hun geloofwaardigheid hebben verloren omdat zij jarenlang zelf de wonderen van de markt hebben bezongen.

De constatering dat de crisis het product is van gedachtespinsels van economen, is maar zeer ten dele waar. Deze voorstelling van zaken veronderstelt dat economen een homogene groep wetenschappers vormt. En zoals insiders weten is dit allerm minst het geval. Men kan stellen dat er te veel naar economen is geluisterd, maar met even veel recht kan ook gesteld worden dat juist niet genoeg naar hen geluisterd is. Wie de crisis wil begrijpen moet derhalve het paradoxale succes van economen ontrafelen. Om te beginnen wil ik vaststellen dat er wel degelijk naar economen geluisterd is. Dat is het succes, maar tegelijkertijd zit daar ook de bron van hun falen: er wordt wel naar hen geluisterd, maar alle slagen om de arm die verbonden zijn aan hun voorspellingen of adviezen worden door de gebruikers van die voorspellingen en adviezen vergeten. Soms vergeten economen die voorwaarden te vermelden om hun gehoor van een simpele boodschap te voorzien die mogelijkwerwijs het acht uur journaal haalt. En soms vergeten de gebruikers de voorwaarden, bewust dan wel onbewust. Zie hier de wortel van het kwaad. Maar de hamvraag, en de vraag die ik in dit preadvies centraal wil stellen, is *waarom* vergeten economen dat, is dat moedwillig of heeft dat meer met de wijze van vakbeoefening te maken? Tot slot de onvermijdelijke vraag: wat kunnen we er aan doen?

### Het succes van economen

Een veelgehoorde klacht over en van economen is dat er niet genoeg naar hen geluisterd wordt. Een primaire reactie op die klacht luidt dat het allemaal wel meevalt als we naar de feiten kijken. Economen zijn prominent aanwezig in krant, radio en op tv. En met het uitbreken van de crisis zijn de economen niet weg te slaan van radio of tv en ook als het om berichtgeving in de krant gaat is de lijst van namen van academische economen niet meer te tellen. Uiteraard komt de mening van de econoom pas in beeld als een crisis is uitgebroken of dreigt uit te breken. Een crisis is immers nieuws en pas dan komt de expert aan het woord om duiding te geven. Sociologen en psychologen doen ook wel met enige regelmaat hun duit in het zakje over de crisis, maar hun mededelingen hebben meer het karakter van ‘nice to know’ en niet ‘need to know’. Daarnaast hoeven we maar naar de bezetting van gezichtsbepalende instanties te kijken om te weten dat economen een stevige vinger in de pap hebben in het voorbereiden van het economisch beleid. Het CPB blijft de nummer één in doorrekenen van beleidsintenties, de SER en zijn kroonleden (onder wie veel economen) koken menig kabinetsplan voor, De Nederlandsche Bank kent getalenteerde economen en waakt samen met de AFM over pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en banken, het ministerie van Financiën: het toonaangevende ministerie waar jonge economen worden opgeleid om te waken over het landsbelang. Aan economen geen gebrek, maar net als in de economie vertellen cijfers maar het halve verhaal. Het gaat om de inhoud, hoe informatie wordt overgedragen en ont-



vangen én hoe er vervolgens naar gehandeld wordt. Omdat op dat terrein er weinig harde gegevens beschikbaar zijn, moet ik mij baseren op mijn eigen indrukken, ervaringen en kennis van de literatuur.

De kracht van economen is dat zij een complexe wereld kunnen samenvatten in één visie en die visie vol overgave in hun rol als ingenieur over het voetlicht brengen bij het publiek dat altijd graag om een visie vraagt: beleidsmakers. Economische wetenschap is een van de weinige wetenschappen waarin deelnemers zich zo nadrukkelijk met de vorming van beleid bemoeien en waarin academici langdurig stilstaan bij de normatieve kant van het publieke belang. Of de inmenging van economen positief is geweest laat ik even in het midden, maar feit is dat economen en hun ideeën een onuitwisbare invloed hebben in het vormen van beleid. Ik stel bewust even het oordeel over het optreden van economen uit omdat men verschillend over de invloed van economen kan oordelen. Er is de these dat economen door hun pleidooien om importtarieven af te breken en vrijhandel te stimuleren een bijdrage hebben geleverd aan de wereldhandelsgroei. Zelfs als een scepticus beweert dat het kleine stappen in de goede richting waren dan nog hebben zij hun salaris dubbel en dwars terugverdiend. Dat klinkt mooi, maar als economen op andere terreinen foute adviezen hebben gegeven, dan zit de economengemeenschap wellicht met een enorme schuld.

De Chicago-econoom George Stigler (1976) had een meer nihilistische visie op het belang van economen. Hij beweerde ooit dat economen niet meer zijn dan dominees die preken wat het publiek wil horen. En daarmee heeft hij een deel van het antwoord te pakken waarom naar economen wordt geluisterd. De kans dat de boodschap van economen gehoord wordt is het grootst wanneer de zender en ontvanger van een boodschap op dezelfde golflengte zitten en een belang delen. De opkomst van economen zoals Jan Tinbergen in de jaren dertig is ongetwijfeld te danken aan een behoefte aan rationaliteit in tijden van grote ideologische verschillen en onzekerheid. Het geloof in de maakbare samenleving maakte toen de econoom als ingenieur belangrijk. De desillusie van diezelfde maakbare samenleving onder kiezers en politici in de jaren tachtig bood ruimte voor de econoom die de keuzevrijheid bezong en de markt als een efficiënt allocatiemechanisme ten tonele voerde.

Toch denk ik dat Stigler niet het belang van economen en hun adviezen precies op de juiste waarde weet te schatten. Economische politiek is het resultaat van zowel de vraagzijde als de aanbodzijde. De ideeën van economen doen er volgens mij wel degelijk toe ('both when they are right and when they are wrong' zou Keynes er ook aan toevoegen) en hebben reële effecten op hoe vragers van economische ideeën naar de werkelijkheid kijken en daar naar handelen. Stigler onderschat vooral de kracht van de modellen van economen, hun blik op de werkelijkheid. Voor een econoom zijn modellen metaforen, verhalen die de kern van een probleem samenvatten.

Maar buitenstaanders vatten die modellen vaak letterlijk op en gebruiken de modellen als blauwdrukken of recepten voor rijkdom of welvaart. Ik vermoed daarom, net als Blinder (2000), dat de werkelijkheid het model van de econoom is gaan imiteren. Het privatiseren van staatsbedrijven, de bonuscultuur in het bedrijfsleven, de introductie van marktwerking in de sociale zekerheid, gezondheidszorg en veel andere onderdelen van de welvaartsstaat, het zijn volgens Blinder gebeurtenissen waarin belangen van vragers en de visie van aanbieders op elkaar inwerken. En door deze gebeurtenissen begon het neoklassieke model stilletjes werkelijkheid te worden; een model dat als werkpaard werd gebruikt door economen om op gestyleerde wijze dilemma's in de economie in kaart te brengen. Die werkelijkheid kwam nog een stap dichterbij door ontwikkelingen zoals het centraal stellen van het belang van de aandeelhouder en de eenzijdige focus op winstmaximalisatie in bedrijven, het zien van arbeid als niet meer dan product en het spreken over klanten in de gezondheidszorg. Tot slot hebben er allerlei innovaties in ict plaatsgevonden die het mogelijk maakten om de wet van één prijs dichterbij te brengen en die intermediairs ten dele overbodig maakten. Was men bijvoorbeeld voorheen volledig afhankelijk van een makelaar om huizen te zoeken, nu kan men via [funda.nl](http://funda.nl) en andere zoekmachines vanuit de leunstoel huizen bekijken en vergelijken. En de industrie waar model en werkelijkheid geheel en al door elkaar gingen lopen was wel de financiële industrie (MacKenzie, 2006), waarover later meer.

50

De algehele conclusie over de invloed van economie zou men kunnen samenvatten met de stelling: 'Life imitates art.' Dat kan als een overwinning voelen voor economen maar het kan ook het twijfelachtige genoeg oproepen zoals Al Pacino dat ervaarde met de film *The Godfather* uit 1971, een film die het werk van de Silicaanse maffia in New York verbeeldde. Uit werk van de socioloog Gambetta (2009) blijkt echter dat *The Godfather* voor leden van de maffia als een handboek werd gezien, hoe je je als maffialid moet gedragen en moet praten. Het succes van economen is om nog meer redenen een twijfelachtige eer, omdat in de natuurwetenschappen – een wetenschap waar economen zich graag aan spiegelen - men nooit zal denken dat de natuur zich zal vormen naar de modellen. De modellen proberen juist de realiteit te benaderen.

Economie is uiteraard een sociale en geen exacte wetenschap. Dit cruciale onderscheid maakt dat economie een bepaalde vaardigheid en terughoudendheid vergt in het *toepassen* van de economische wetenschap. Als er fouten zijn gemaakt kunnen economen wellicht de vinger wijzen richting 'domme' politici of burgers, maar dat vind ik te gemakzuchtig. Economen denken op zo'n moment dat aanbod van ideeën allesbepalend is. De kunst van het overtuigen is denken met het hoofd van de lezer, en de fout die economen maken is denken dat de lezer moet denken met het hoofd van de econoom. De kunst van de economie schuilt in het grijze gebied dat ligt tussen

de positieve economie – hoe een samenleving in elkaar steekt en werkt – en normatieve economie – hoe zaken behoren te zijn (zie ook Colander, 1994). Die kunst werd door oude economen zoals Alfred Marshall en John Maynard Keynes nog wel beheerst omdat het vak nog niet zo gespecialiseerd was als vandaag. Maar met het heengaan van Keynes in 1946 verdween wellicht ook de laatste econoom van het toneel, die de vele kwaliteiten die een econoom zou moeten beheersen verinnerlijkte.<sup>1</sup> Economen hebben na de Tweede Wereldoorlog als aanbieders van ideeën door hoogmoed en overspecialisatie in toenemende mate het idee gekregen dat ze hun vak beheersen en dat hun model de werkelijkheid is.

### Het falen der economen

Door de huidige crisis wordt pijnlijk zichtbaar dat de kunst van het bedrijven van de economische wetenschap is verwaarloosd. Economie is veel meer dan het oplossen van een stelsel van vergelijkingen en het kruisen van vraag- en aanbodcurves. Wie iets zinnigs over de toekomst wil zeggen moet van veel markten thuis zijn, en vooral economische geschiedenis en geschiedenis van het denken over economie niet verwaarlozen. Larry Summers kwam onlangs op een conferentie van het INET (Institute for New Economic Thinking) tot eenzelfde analyse. In antwoord op een vraag van *Financial Times*-columnist Martin Wolf of economen niet begrijpen wat er nu eigenlijk aan de hand is, kwam hij met een aantal scherpe waarnemingen: 'There is a lot in Bagehot that is about the crisis we just went through. There is more in Minsky, and perhaps more still in Kindleberger.' Bagehot met zijn boek *Lombard Street* over financiële markten, Minsky met zijn verzamelde essaybundel *Can it happen again?* en Kindleberger met zijn klassieke boek *Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises* zijn de oude economen die zijn vergeten. En hij vervolgde dan ook om te benadrukken dat het probleem voor een belangrijk deel schuilt in het feit 'there is so much that is distracting, confusing and problem denying in ... the first year course in most PhD programs.' Ondanks het feit dat economen veel weten kwam hij tot de constatering dat 'economics has forgotten a fair amount that is relevant, and it has been distracted by an enormous amount.' Dat zijn krasse woorden, maar het zijn wel woorden die door steeds meer economen worden gedeeld.

Om het falen goed te kunnen begrijpen is het goed om de blik van de buitenstaander te gebruiken die niet kan begrijpen waarom economen, als zij dan zo slim zijn, de crisis niet hebben voorzien. Het is de verwondering die koningin Elizabeth II trof toen zij in november 2008 de London School of Economics bezocht. In al haar onschuld stelde zij de vraag die iedereen zou stellen: 'Why had nobody noticed that the credit crunch was on its way?'

1 Misschien is dat ook niet zo vreemd, omdat zijn vader John Neville Keynes, 'the art of economics' ook expliciet noemde.

Ter plekke kon men niet een alomvattende verklaring geven en naar goed gebruik ging men over deze Koninklijke vraag vergaderen. Onder leiding van de econoom Tim Besley werd een half jaar later een brief van drie kantjes gestuurd naar de koningin ondertekend door 33 economen namens de British Academy waarin het falen om timing, omvang en invloed van de crisis te voorzien werd geschoven op 'a failure of the collective imagination of many bright people [...] to understand the risks to the system as a whole'. Met andere woorden, het gaat hier om hoe de gemeenschap van economen functioneert en hoe men de macro-economische consequenties van individueel handelen heeft verwaarloosd.

Daarmee is een belangrijke stap gezet, maar het verklaart nog niet *waarom* de gemeenschap van economen faalt in haar kracht om te voorspellen, en te luisteren naar die paar economen, die wel in de gaten hadden dat het financiële systeem bloot stond aan grote gevaren<sup>2</sup>, en daar naar te handelen. De ideeën van economen zijn rijk en ik zou zelfs net zo ver willen gaan als Barry Eichengreen (2009) die stelt dat we met de *bestaande* theorieën en inzichten de crisis hadden *kunnen* voorspellen en wellicht daardoor ook hadden kunnen voorkomen. Het antwoord op de vraag waarom de bestaande kennis niet uit de boekenkast is gepakt om de crisis te voorspellen heeft vooral te maken *hoe* er met ideeën en informatie wordt omgesprongen door economen en door gebruikers van die ideeën.

52

### Aanbodkant van de markt voor ideeën

Laat ik beginnen met de aanbieders van ideeën - de economen - omdat ik daar als econoom immers meer over weet en er ook meer over bekend is over hoe economen hebben gefunctioneerd dan over de vraagkant. Waarom hebben economen als groep aan geloofwaardigheid ingeboet gedurende de crisis? De kernwoorden om het falen der economen te begrijpen zijn overmoed en overspecialisatie. Uiteraard zijn deze kwalificaties niet op iedere econoom van toepassing, maar ik denk dat in de vervulling van rollen economen in hun enthousiasme of gedrevenheid vergeten dat bij een overmatige concentratie op één aspect andere, wellicht meer relevante aspecten buiten het zichtsveld blijven.

#### 1 *Rationele sociale ingenieurs*

De belangrijkste reden waarom economen een blinde vlek hebben ontwikkeld voor de problemen die zich nu voordoen hebben te maken met de waarde die economen toekennen aan rationaliteit. Rationaliteit ging een steeds grotere rol spelen en zeker na de Tweede Wereldoorlog werd de gedachte dat dat het leven niet alleen rationeel te verklaren zou zijn maar ook volledig stuurbaar, bijna een geloofsartikel. De wetenschapper Tinbergen veran-

2 Ik denk hierbij vooral aan economen zoals Robert Shiller (2000) en Raghuram Rajan (2006).

derde vooral na de oorlog in een sociale ingenieur. De Tweede Wereldoorlog maakte het noodzakelijk om op grote schaal en welhaast op militaire leest de productie in de Verenigde Staten en Engeland te sturen. Een oorlog of een gezamenlijke vijand creëert wellicht de voedingsbodem om te denken dat centrale planning een werkbaar model is in alle tijden. Met de mechanisering kwam een generatie economen op die economie niet als een sociaal, maar als een technocratisch probleem beschouwde. Tinbergen belichaamde de verbeelding van dat denken. Zoals oud-premier en oud-president van De Nederlandsche Bank Jelle Zijlstra zijn geestdrift over het gedachtegoed van Keynes uit die tijd onder woorden bracht:

*'Een economische crisis was dus niet meer iets zoals vroeger een longontsteking, toen je moest afwachten of de patiënt herstelde of bezweek, neen, de economische penicilline was ontdekt. Men hoefde slechts bekwame en daadkrachtige politici te hebben om een nieuwe wereld te kunnen bouwen, vrij van gebrek en werkloosheid. [...] De wereld van de jaren dertig, vol economische ellende en daardoor zeer schuldig aan het politiek extremisme dat de Tweede Wereldoorlog deed uitbreken, die wereld wilden wij nooit meer terug.'* (Zijlstra, 1992, p. 13)

De sociale ingenieur was populair in de opbouwjaren na de Tweede Wereldoorlog en eigenlijk is hij nooit meer van het toneel verdwenen. Of het nu om marktwerking in de gezondheidszorg, een nieuw pensioenstelsel of het bedenken van weer een ruimtelijk ordeningsplan: de sociale ingenieur is ook vandaag de dag nog aanwezig. Hij vertelt op basis van een model hoe je met zo min mogelijke verspilling van A naar B komt en die weg wordt met enige overredingskracht gepresenteerd als de enige en zaligmakende weg.

Echter, waar de sociale ingenieur de mist in gaat is wanneer hij pretendeert kennis te bezitten die niet onderdoet voor de kennis in de exacte wetenschappen (Hayek, 1974). Kennis, zeker dat van sociale wetenschappers, is zo sterk als de zwakste schakel. De zwakste schakel is het mensbeeld. Economie is en blijft een sociale wetenschap en die begint en eindigt met het doen en denken van de mens. De sociale ingenieurs onder de economen hadden weinig oog voor het individu en de inherente complexiteit van de economie, en als ze dat wel hadden dan hielden ze zeker geen rekening met de beperkte rationaliteit van de mens en de implicaties die dat had voor het beleid. De wereldbeelden van sociale ingenieurs - of ze nu Keynesianen of Neoklassieke economen heten - gaan vroeg of laat ten onder aan hun verbeelding wanneer deze niet getoetst wordt aan de praktijk van alledag. Het verlies in het geloof van de maakbare samenleving heeft uiteraard het effect dat de geloofwaardigheid van economen, die zich deze rol aanmeten, flink verminderd is.

## 2 *Economen komen niet uit de leunstoel*

‘We are basically story-tellers, creators of make-believe economic systems,’ zo vatte Nobelprijswinnaar Lucas (2011) onlangs zijn opvatting over zijn vakbeoefening samen voor eerstejaars studenten. En daarmee komen we al snel bij de tweede reden waarom economen aan geloofwaardigheid hebben ingeboet: de toenemende mate waarin economische verhalen alleen maar ondersteund worden door theorie en niet door de empirie (Van Dalen, 2010). Deze ontwikkeling is voor een belangrijk deel ingegeven door de zucht naar productiviteit en specialisatie onder economen. Economen nemen hun vak serieus en dan is het ook begrijpelijk dat men met een economische bril kijkt naar de eigen vakbeoefening. De eerste econoom die door de bril van doelmatigheid naar zijn vak keek was een voormalig landgenoot van ons – de Nobelprijswinnaar Tjalling Koopmans. In de jaren vijftig, toen hij nog aan de University of Chicago doceerde en leiding gaf aan de Cowles Commission, deed hij het voorstel om empirie en theorievorming als twee te scheiden activiteiten te zien. Dat was doelmatig. Met het doorsnijden van deze band ging hij regelrecht in tegen de opvattingen van zijn tegenstrever aan de University of Chicago: Milton Friedman. Friedman vond dat je theorie en empirie niet los van elkaar kon zien. Het boek van Koopmans *Three Essays on the State of Economic Science* (1957) was echter zo overtuigend dat zijn benadering de overhand kreeg in de economie. Het sterk theoretische werk van Nieuwklassieke economen als Sargent en Lucas is in feite gebaseerd op het werk van Koopmans en zijn Cowles Commission. Maar overall zag men de scheiding optreden tussen theoretici en empirisch georiënteerde economen. En met deze scheiding deed de leunstoeleconoom zijn intrede: iemand die vanuit de warmte van zijn studeerkamer, zonder enige kennis van praktische feiten, zaken of instituties, en gewapend met het kruis van vraag en aanbod vertelt hoe de wereld in elkaar steekt. De opkomst van de leunstoeleconoom heeft economen van naam en faam in de pen doen klimmen om protest aan te tekenen tegen deze stijl van economiebeoefening. Ronald Coase is misschien nog wel de meest eloquente bestrijder van de benadering die economen als Koopmans e.a. voorstaan. Gary Becker (1976) bijvoorbeeld schreef over de economische benadering: ‘what distinguishes economics as a discipline from other disciplines in the social sciences is not its subject matter but its approach.’ Economen zijn zich steeds meer gaan bezighouden met de determinanten van rationele keuzes en in dat opzicht is het begrijpelijk dat deze benadering zo veel invloed heeft kunnen hebben in andere disciplines en waarom economen met een zekere graagte het land van andere disciplines binnenvallen. Coase (1988, p. 3) trekt hier dan ook de conclusie ‘economists have no subject matter’. De preoccupatie met de logica van keuzes is dat volgens Coase ‘the entities whose decisions economists are engaged in analyzing have not been made the subject of study and in consequence lack any substance.’ Met andere woorden,

economen hebben hun eigen vak verwaarloosd. Dat zijn stevige woorden en hij laat dan ook niet na om die woorden te onderstrepen met voorbeelden van economische ‘analyse’:

*‘Exchange takes place without any specification of its institutional setting. We have consumers without humanity, firms without organizations, and even exchange without markets.’*

Het negeren van de realiteit of het respect voor de empirie kan grote gevolgen hebben voor beleid. In zijn artikel ‘The Lighthouse in Economics’ (1974) laat Coase zien dat de conclusies van ‘blackboard economists’ als Pigou en Samuelson op drijfzand zijn gebaseerd. Zij hebben de neiging om veel te snel, gewapend met theorie, overheidsingrijpen voor te stellen om zogenaamde externe effecten van privaat handelen te corrigeren, terwijl dat niet noodzakelijk altijd het geval hoeft te zijn. En die specifieke kennis vergt enige verdieping in de praktijk, iets wat Samuelson nooit echt gedaan heeft. Het zwarte schoolbord op MIT was zijn domein. Gewapend met een paar ‘stylized facts’ gaan theoretici vaak aan de slag, terwijl het werk van Coase juist laat zien dat wie afdaalt naar de praktijk van alledag tot een dieper en beter inzicht komt waar overheidsingrijpen begint en individuele vrijheid ophoudt. Theorie en empirie horen hand in hand te gaan.

Theorievorming heeft lange tijd binnen de economie in hoger aanzien gestaan dan het geworstel met cijfers (Leontief, 1971, Morgan, 1995, McCloskey, 1997). Het beschrijven van een casus, zoals men wel in recht en bedrijfskunde tegenkomt, staat ongeveer gelijk aan vloeken in de kerk. Er werden en worden dan ook generaties economen grootgebracht met de instelling dat het kennen van de feiten niet belangrijk is. De prikkel om empirisch onderzoek te doen was praktisch afwezig. En dat ontdekten Arjo Klamer en David Colander ook toen zij in de jaren tachtig promovendi interviewden aan Amerikaanse topuniversiteiten. De meest schokkende statistiek die zij produceerden was dat maar 3 procent van de promovendi stelden dat grondige kennis van de economie van belang is voor je carrière als econoom; 68 procent vond het onbelangrijk. Met dergelijke prikkels is het niet moeilijk om te begrijpen dat zuivere theorie de boventoon voerde in de jaren tachtig en negentig. In de twee decennia die volgden is deze extreme aversie voor empirie getemperd maar bij een herhaling van het onderzoek in 2005 constateerde Colander (2007) dat nog steeds maar 9 procent van de promovendi een degelijke feitenkennis hogelijk waardeert en vindt nog steeds 51 procent dit onbelangrijk. Wie tot de top wil behoren moet zich op theorievorming werpen. En dat gold in het bijzonder in de jaren tachtig en negentig, de jaren waarin de voedingsbodem werd gelegd voor de crisis van nu. Empirie en zeker de institutionele kennis van samenlevingen is voor de monniken onder ons, maar zeker niet voor de toppers. Daarbij komt dat de

PhD graduate opleidingen (vooral in de VS en VK, maar ook in Nederland) globaliseren (Van Dalen en Klamer, 2009), de PhD studenten hebben vaak geen band met het land waar zij studeren. De lokale kennis van de economie, geschiedenis of de politieke instituties is dan ook gering. Dit soort ontwikkelingen *kan* gevaarlijk zijn voor het beleid. Wanneer gebruikers van een theorie zich loszingen van de werkelijkheid dan is de verleiding altijd groot om met een aanbeveling te komen dat de mens zich maar moet vormen naar de gemaakte veronderstellingen in plaats van andersom. Voor een deel is deze houding ook verbonden met ideeën die men koestert over de vorm van rationaliteit. Iemand die ‘substantieve rationaliteit’ als startpunt van zijn analyse gebuikt zal sneller fouten in denken en doen ontdekken dan iemand die het begrip ‘procedurele rationaliteit’ (Simon, 1976) gebruikt. Het laatste neemt veel meer de mens met al haar feilen en eigenaardigheden waar en de neiging tot ingrijpen zal dan ook minder snel zijn.

### 3 Economen ‘kijken niet onder de motorkap’

De leunstoeleconoom toetst zijn wereldbeeld zelden aan de empirie. En degenen die dat wel deden maakten gebruik van een empirische strategie waarin alles draait om voorspelling en hard gemeten gedrag. Deze strategie is ook te danken aan de tegenstrever van Tjalling Koopmans bij de Universiteit van Chicago: Milton Friedman. In 1953 schreef Milton Friedman een essay dat een grote invloed heeft gehad (en nog steeds heeft) op economen. De kern van het artikel komt erop neer dat je een theorie niet moet beoordelen op het realistische gehalte van de veronderstellingen. Waar het omgaat is of de veronderstellingen voorspellende waarde bezitten of in de woorden van Friedman: ‘The ultimate goal of a positive science is the development of a ‘theory’ or ‘hypothesis’ that yields valid and meaningful (i.e. not truistic) predictions about phenomena not yet observed’ (1953, p. 7). Dit argument werd door de tegenstrever van Friedman, Paul Samuelson, omgedoopt tot de F-twist: het realisme van de veronderstellingen doet er niet toe. Zijn essay heeft methodologen de afgelopen zestig jaar in de pen doen klimmen, maar zelf heeft hij zich er nooit meer mee bemoeid. Inhoudelijke zaken vond hij veel belangrijker. Zijn essay heeft echter een onuitwisbare indruk achtergelaten op hoe economen hun vak hebben uitgeoefend. Volgens Daniel Hausman (1992) heeft de benadering van Friedman ertoe geleid dat economen als het ware niet meer onder de motorkap van de economie kijken. De logica van Friedman en zijn discipelen kan volgens Hausman als volgt omschreven worden:

- 1 Premisse: Een goede tweedehands auto moet veilig, zuinig en comfortabel rijden.
- 2 De enige toets om na te gaan of een tweedehands auto goed is, is een proefrit waaruit blijkt dat de auto veilig, zuinig en comfortabel rijdt.
- 3 Alles wat men ontdekt door onder de motorkap te kijken is irrelevant gezien de toets uitgevoerd in (2).



Uiteraard zal niemand bestrijden dat het wel degelijk zin heeft om onder de motorkap te kijken, maar het is wel de praktijk geworden van economen. Het is in zekere zin spijtig dat Friedman zich nooit meer (uitgebreid) heeft uitgelaten over de methodologie van economen omdat zijn eigen praktijk gemengd is. Hij voerde in zijn monetaire werk weliswaar toetsen uit die stroken met wat hij in zijn essay stelde, maar wie verder kijkt en zijn geschriften leest weet dat hij ook allerlei kennis van instituties en individueel gedrag bezat en beschreef, waarmee de data tot leven kwamen (Van Dalen, 2004; Hands, 2009). Het is deze stilzwijgende kenniscomponent die in de loop der tijd uit beeld is verdwenen. Het enige wat een moderne econoom nodig heeft om publiceerbare artikelen af te leveren is een online toegang tot Datastream, Statline of een andere databank waarin de uitkomsten van economisch gedrag worden verzameld. Wat zich onder de motorkap van de economie bevindt en of dat naar behoren functioneert, werd gedurende lange tijd niet bestudeerd. Dat maakt dat de 'fundamentals' waar beursanalisten en andere economie-watchers graag over spreken een schijn van zekerheid weerspiegelen. Dat heeft zich gedurende de kredietcrisis wellicht nog het meest gewraakt in de wijze waarop rating agencies producten en instellingen waarden. Rating agencies stapten te gemakkelijk over de belangenconflicten die zij meemaakten in de praktijk van alledag: je kunt niet en een bank waarden en adviseren door de bank te wijzen op de 'tricks of the trade'. Daarnaast moet beseft worden dat de kennis van rating agencies ook niet verder gaat dan de indicatoren die de databestanden ophoesten. Doorwrochte kennis over bedrijven, hoe bijvoorbeeld de corporate governance functioneert, valt moeilijk te codificeren en wordt overgelaten aan toezichthouders, die op hun beurt weer de gevangenen zijn van rating agencies omdat ingrijpen in een bank, automatisch tot een lagere rating leidt en daarmee de val van een bank in gang kan zetten.

Een andere reden waarom de crisis zich kon ontwikkelen heeft te maken met het onvoldoende onderzoeken hoe zelfregulerend het financieel systeem is. De overheid en de toezichthouders waren hierdoor niet verdacht op een crisis zoals die de wereld trof in 2007. Zoals Alan Greenspan zo mooi zijn teleurstelling over het zelfregulerende vermogen van de financiële sector onder woorden bracht: 'I found a flaw in the model that I perceived as the critical functioning structure that defines how the world works' (voor congressional hearing van 23 oktober 2008). De regulering ging ten onder aan overmoed. En hier zien we het dilemma van het borgen van publieke belangen: niet alleen markten falen, maar ook overheidsinstanties kunnen falen.

*...zijn naar binnen gekeerd*

En met deze gewoonte om niet onder de motorkap te kijken komen we bij een vierde reden waarom economen soms meewarig worden aangehoord, en dat is dat men bewust elementen uit een verhaal weglaat die burgers en politici juist erg belangrijk of realistisch vinden. Of economen doen allerminst

moeite om 'high brow'-gedachten op verantwoorde wijze te vertalen in 'low brow'-gedachten die burgers en politici kunnen begrijpen. De economeengemeenschap heeft grosso modo in de jaren tachtig en negentig bewust danwel onbewust uitingen van gedrag verwaarloosd dat het rationele model geweld aan deed. Economen als Lucas, Sargent, Becker en Prescott hadden de economeengemeenschap overtuigd van het nut van het neoklassieke model, en economisch psychologen als Kahneman en Tversky hadden aardige ideeën over afwijkend rationeel gedrag, maar het tastte het zelfvertrouwen van de meeste economen niet aan. Zelfs midden in de crisis vindt de Chicago-econoom Fama dat er nog steeds niet gesproken kan worden over de zeepbellen op de huizenmarkt.

Een gemeenschap die faalt moet zich afvragen of men niet genoeg heeft opengestaan voor de vraag hoe een samenleving werkt en of men zich niet te veel heeft beziggehouden met (wetenschaps)interne kwesties. Een focus op de kern van de wetenschap is een goede zaak omdat het aangeeft dat men veel tijd en moeite spendeert aan thema's, technieken of fenomenen waarvan men zelf denkt dat dit belangrijke vraagstukken vormen, maar het grote gevaar is dat men de wereld alleen maar definieert in termen van wat men binnen de muren van een organisatie belangrijk vindt. 'Group think', zoals dat door de psycholoog Irving Janis is gedoopt, is van toepassing op vele groepen die sterk naar binnen kijken. De 'Bay of Pigs'-invasie werd als een van de belangrijkste cases van group think geïntroduceerd. Het plan tot invasie werd ooit door Eisenhower ontwikkeld en werd door Kennedy en zijn team zonder enige vorm van kritiek overgenomen. De groep rondom Kennedy was overoptimistisch over het plan van de CIA om tot een invasie over te gaan en bezwaren van leden van de groep zoals Schlesinger en Fullbright werden aan de kant geschoven. De veronderstellingen van de CIA over het leger van Castro werden onvoorwaardelijk geloofd en verdeeldheid werd zoveel mogelijk vermeden. Het blijft een geschiedenis waar de VS niet graag aan terugdenkt. Gedurende de financiële crisis is dit fenomeen ook voorgekomen. Het IMF is zo eerlijk geweest om het eigen gedrag te evalueren (IMF, 2011). Het interne review is zo veelzeggend dat ik beter de belangrijkste bevindingen letterlijk kan citeren over het falen om de crisis te voorzien:

*'The IMF's ability to correctly identify the mounting risks was hindered by a high degree of groupthink, intellectual capture, a general mindset that a major financial crisis in large advanced economies was unlikely, and inadequate analytical approaches. Weak internal governance, lack of incentives to work across units and raise contrarian views, and a review process that did not 'connect the dots' or ensure follow-up also played an important role, while political constraints may have also had some impact.'*

Dit zijn wederom harde woorden, maar met even veel gemak zou men deze beoordeling kunnen laten slaan op menig toezichthouder of financiële instelling. Het was min of meer ook de conclusie die de Britse economen namens de British Academy aan de koningin rapporteerde. Group think impliceert een tunnelvisie die andere mogelijke visies uitsluit.

*...en overgespecialiseerd*

Tot slot, er is nog een fundamentele reden die aan de basis ligt van de crisis en dat is de overspecialisatie onder economen. Specialisatie zou in de spel-fabriek van economen enorme productiviteit in kennisproductie te weeg kunnen brengen en dat heeft het ook gedaan. Maar deze specialisatie is zo ver doorgeschoten dat nog slechts een enkeling het overzicht heeft van wat zich in de wereld afspeelt. De Britse economen kwamen in hun advies aan de koningin tot een soortgelijke conclusie, namelijk dat 'the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis [...] was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole' (mijn cursivering). De uitstralingseffecten en tweede orde effecten van economisch beleid werden niet goed ingeschat. Die partiële kijk komt echter niet uit de lucht vallen en is naar mijn mening voor een belangrijk deel te wijten aan overspecialisatie. Specialisatie is een groot goed en ligt ten grondslag aan de productiviteitswinsten die men kan behalen door zijn comparatieve voordelen te benutten. Specialisatie binnen de wetenschap begint echter tegen de grenzen van welvaartsbevordering aan te lopen.

### **Overspecialisatie bij sociale ingenieurs**

Die disfunctionele verdeling van arbeid komt vooral tot uiting in het verwaarlozen van de financiële economie. De sociale ingenieur heeft oog voor de macro-economie, maar verwaarloost de werking van geld. Financiële markten zijn voor macro-economen een ver-van-mijn-bed show en in macro-modellen kon worden volstaan met een rudimentaire beschrijving van de financiële sector. In de modellen van Tinbergen speelde geld bijvoorbeeld helemaal geen rol. Het verdwijnen van het vak 'finance' en macro-economie is een gevolg van de voorschrijdende specialisatie en wordt door Wyplosz (2009) wel betiteld als 'de vloek van Tobin'. Nobelprijswinnaar James Tobin merkte al vroeg in zijn carrière op dat de belangrijkste uitdaging voor de economische wetenschappen was om de kloof te dichten die bestaat tussen macro-economie en het vak finance en monetaire economie. Tobin was, net als andere economen van zijn generatie, diep onder de indruk van *The General Theory* van Keynes waarin de financiële sector een belangrijke rol speelt en Keynes zelf ook zo'n uitzonderlijke belegger was. Voor Keynesianen was het logisch om de macro-economische consequenties van monetair beleid en het gedrag van beleggers met elkaar in verband te brengen. Echter, met

het voortschrijden van de tijd groeiden beide terreinen uit elkaar en volgens Wyplosz is dat dé belangrijkste reden waarom de crisis niet is voorspeld. De laatste twintig, dertig jaar ontwikkelde zich in rap tempo een hele finance-industrie die uit het zicht verdween van de algemeen econoom. En dat is de vloek van Tobin. Een belangrijke gevolg van deze vervloekte ontwikkeling is dat fundamentele vragen als ‘wat is geld?’ en ‘wat is een bank?’ niet werden gesteld, terwijl de complexe ontwikkelingen binnen de financiële wereld in de laatste dertig jaar ertoe hebben geleid dat het duiden van geld of een bank geen eenvoudige zaak is. Het diffuse karakter van geld en bankieren verklaart ook waarom het houden van toezicht zo’n lastige zaak is. Wie de geschiedenis van geld bestudeert (Klamer en Van Dalen, 1998) beseft dat er altijd een publiek belang in het geding is wanneer het om banken en geld gaat, maar ik vermoed dat door overmoed de sociale ingenieurs de geldsector hebben verwaarloosd.

Daar komt bij dat de macro-economie gedurende lange tijd gedomineerd werd door allerlei neutraliteitstheorema’s die het mogelijk maakten voor macro-economen om zich te beperken tot fictieve economieën waar geld geen rol speelt en waar de vraag hoe een bedrijf gefinancierd wordt – via aandelen of via schuld – geen invloed heeft op de waarde van het bedrijf. De band met de realiteit werd helemaal doorgesneden met de komst van algemene evenwichtsmodellen die weliswaar gekalibreerd worden om een paar kernvariabelen na te bootsen, maar die voor de rest in hoge mate naar binnengekeerd zijn. Zoals de bankier Charles Goodhart opmerkte over de dynamische stochastische algemene evenwichtsbenadering: ‘the exclusion of the possibility of default [...] makes them useless for analysing financial crises.’ Willem Buiter (2009) is niet minder complimenteuz over deze ontwikkelingen:

*‘De macro-economie en monetaire economie die Anglo-Amerikaanse universiteiten in pakweg de afgelopen dertig jaar hebben gedoceerd en verspreid hebben serieus onderzoek naar economisch gedrag en beleid voor decennia opgehouden. De academische inspanningen kunnen nog het beste als een maatschappelijk onverantwoorde verspilling van tijd en andere middelen worden beschouwd.’*

### **Overspecialisatie bij financiële ingenieurs**

De overspecialisatie zit echter ook in een andere, cruciale hoek: onder de financiële ingenieurs. Het begon in feite met het artikel van Harry Markowitz in 1952 waarin de normatieve vraag van een optimale samenstelling van een beleggingsportfolio centraal stond. Het succes van finance - de kracht van wiskundige modellen - is ook tevens een zwakte voor hen met een gering relativeringsvermogen. Het werk van Nobelprijswinnaars als William Sharpe, Myron Scholes en Robert Merton is immers zo praktisch dat de grens tussen model en werkelijkheid niet meer aanwezig was. Texas Instruments adver-

teerden zelfs met de tekst 'Now you can find the Black-Scholes value using our..calculator'. Optiehandelaren spraken in hedge ratio's, differentiaalvergelijkingen al dan niet van een stochastische variant en volgens Robert Merton was dat onontkoombaar:

*'People had no choice. They couldn't deal with it the way they dealt with it over-the-counter. There is no other way to deal with the complexity of the option. The models made sense intuitively and seemed to work.'*  
(Bernstein, 1992, p. 227)

De directe relevantie van het werk van financiële ingenieurs kan een beoefenaar niet onberoerd laten. De laatste twintig jaar is de invloed van deze ingenieurs razendsnel uitgebreid, niet alleen door hun denk- en programmeerwerk. Dankzij deregulering en technologische veranderingen in communicatie en informatieverwerking kunnen mensen en bedrijven nu grotere bedragen lenen tegen lagere prijzen dan ooit te voren, men kan investeren in een veelheid aan instrumenten die tegemoet komen aan iedere denkbare behoefte voor risico en inkomen en men kan het risico delen met vreemden over de hele wereld. Althans, dat dachten we voor de kredietcrisis. De grote verwevenheid en participatie en de creatie van allerlei tussenlagen in de wereld van financiële intermediairs hebben allerlei belangenconflicten en beloningsproblemen opgeroepen waardoor overmoed en pervers gedrag kon ontstaan. De financieel ingenieur verwaarloosde door zijn concentratie op microproblemen het feit dat op macro-niveau markten kunnen falen. Hierdoor groeide een generatie van bankiers en investeerders op die zichzelf en anderen wijsmaakten dat zij, om met de British Academy te spreken, 'the pace-making engineers of advanced economies' waren. Had de sociaal ingenieur in zekere zin nog goede intenties om het publieke belang te dienen, bij de financieel ingenieur wordt het private belang gediend en is het publieke belang uit het oog verdwenen. Ter vergoelijking wordt altijd losjes naar Adam Smith verwezen wiens onzichtbare hand er zorg voor draagt dat met het najagen van privaat belang het publieke belang ook gediend wordt. De terugkoppeling naar het grote geheel, de macro-economie, is afwezig. Deze verwijdering in de kerk van economen zal op een leek vreemd overkomen. Immers draait de economie niet uitsluitend om geld? Het schisma is echter niet zonder gevolgen geweest.

In de macro-economie is het begrip marktfalen een standaardbegrip, terwijl binnen finance de efficiënte markthypothese als het beginpunt voor praktisch iedere investeringstheorie wordt gebruikt. De markt is onfeilbaar, zo luidt de gedachte, en alle informatie die noodzakelijk is om voorspellingen te doen over toekomstige rendementen is verwerkt in de prijs van vandaag. Door dit maar lang genoeg te herhalen hoeft men zich geen zorgen te maken over de kwaliteit van beleggingen. Finance specialisten maakten gebruik van

steeds ingewikkelder modellen en technieken en veronderstelden macro-economische ontwikkelingen als exogeen. De financiële ingenieur ontwikkelde de gewoonte om zijn theorieën uitsluitend te toetsen aan prijzen die op de kapitaalmarkten ontstaan en niet meer dan dat. Voor Chicago-economen als Eugene Fama en Merton Miller is dat de juiste methode en met enige felheid worden de inzichten van economen die twijfelen aan de correctheid van de markt, zoals de behavioral finance school, neergezet als 'little more than some disconnected paradoxes, optical illusions and the usual mantras I've been hearing for 40 years' (Miller geciteerd in Van Overveldt, 2007, p. 274). De efficiënte markthypothese staat volgens Miller en Fama recht overeind (zie bijvoorbeeld Fama, 1998). De achilleshiel van deze benadering is dat onderliggende marktkrachten achter prijsontwikkelingen worden genegeerd (Summers, 1985). 'The price is always right.'

Het onder het tapijt schuiven van de mogelijkheid van kapitaalmarktfaalen en wat zich onder de motorkap van banken en verzekeraars bevond is niet zonder gevolgen geweest. Het bleek een vrijbrief voor banken en verzekeraars om hun publieke taak te verwaarlozen en zich te gedragen als vrije ondernemers. Op dit punt aanbeland zien we de opkomst van het archetypen dat zich nog het beste laat vergelijken met de hoofdrolspeler uit de film *Wall Street*: Gordon Gekko. Deze figuur verenigt twee zaken: het ontbreken van een ethisch kompas en een individualistische visie op financiering en beleggen. 'Greed is good,' was zijn stelling en op dat punt lijkt Gekko op de moderne Bernard Mandeville die de private ondeugd van eigenbelang interpreteerde als een publieke deugd. In de praktijk wordt in het ontwerp van financiële producten niet nagedacht over de externe effecten die het kan oproepen in de samenleving en allengs vergat men ook dat banken speciaal zijn en een publiek belang dienen. Waar dat toe kan leiden vindt men samengebond in de casus DSB Bank. Het verdienmodel van deze bank bestond uit het maken van winst uit torenhoge provisies op koopsompolissen waarbij overkreditering schering en inslag waren. Het wegvallen van een ethisch kompas of het inlevingsvermogen is naar mijn idee een belangrijk deel van het verhaal, waarbij opgemerkt zij dat DSB nog klein bier is vergeleken met het ontsporen van grote (zaken)banken in Europa en de VS. Het corrigeren van dit soort ontwikkelingen is veel moeilijker. De menselijke natuur heeft nooit engelachtige trekken gekend, maar als men de kat op het spek bindt - wat in feite in het financiële systeem gebeurde (Rajan, 2006) - moet men allereerst die weeffout herstellen. Het sleutelen aan de menselijke natuur is voor een beleidsmaker bijna ondoenlijk.

### Vraagkant van de markt voor ideeën

Overmoed, gebrek aan realisme, het vasthouden aan het geloof dat de kapitaalmarkt niet faalt en een interne gerichtheid hebben ertoe geleid dat de markt voor economische ideeën faalde. Dit falen vindt plaats in een tijd waar-

in de invloed van economen direct merkbaar is. Economische inzichten - of ze nu goed of slecht zijn - worden veel sneller opgenomen in de maatschappij, waarvan de financiële sector bij uitstek het voorbeeld is. Op het macro-economische front zou dat wel eens anders kunnen zijn (zie Mankiw, 2006), maar ook hier weer moeten we de kracht van de media niet onderschatten. Het aantal mediakanalen voor economen van allerlei pluimage is zeer groot en boodschappen en voorspellingen worden vele malen rondgebaazuind zonder enige vorm van waarschuwing. Het doen van voorspellingen is een gratuite bezigheid omdat het papier waarop het gedrukt wordt morgen weer gebruikt wordt voor het verpakken van de vis.

Op dit punt denk ik dat economen, en wetenschappers in het algemeen, zich veel meer bewust moeten zijn van welke verantwoordelijkheid ze hebben jegens de vragers van ideeën. Ook de vraagkant van de markt voor ideeën kan immers falen. Niet iedereen kan beoordelen of een mening van economen zin of onzin is. In algemene lijnen zou men kunnen zeggen dat de vraagkant – burgers, politici, beleidsmakers, ondernemers, etc. - zich laat kenmerken door (1) een lage economische geletterdheid; (2) het bestaan van biases, sociale normen en gebruiken die een optimale reactie vaak in de weg staan; (3) een behoefte aan eensluidende advisering.

### **1 Economisch ongeletterd**

Zoals gezegd, over hoe de vragers - burgers, politici, ondernemers, beleggers en ga zo maar door - omgaan met de ideeën van economen is veel minder bekend. Er zijn veel surveys over hoe andere actoren denken en beslissen in de economie en dat dit systematisch afwijkt van hoe een rationele econoom zou beslissen (Caplan, 2002), maar *hoe* ideeën doorsijpelen bij niet-economen is veel minder goed gedocumenteerd. Een uitzondering is wellicht het terrein van financiële economie waar de ideeën bijna één-op-één zijn overgenomen uit de wetenschap. De tragedie is dat juist op dit terrein de economische geletterdheid laag is. De literatuur over financiële ongeletterdheid is groot en men hoeft maar het werk van economen als Lusardi, Mitchell, Thaler of Bernheim, of hier te lande het werk van Prast of Van Rooij te lezen om te weten dat overall mensen moeite hebben om de meest basale financiële calculaties te maken. Vooral het rente-op-rente effect blijkt een hinderpaal van je welste, maar ook het bestaan van inflatie leidt tot miscalculaties. Daarnaast blijkt dat de ongeletterdheid zeer scheef verdeeld is, vooral onder laagopgeleiden en etnische minderheden.

### **2 Beperkte rationaliteit**

De economische ongeletterdheid hangt voor een belangrijk deel samen met de wijze waarop besluiten tot stand komen. De rationaliteit die burgers tentoonspreiden is veeleer, wat Simon (1976) zou noemen 'procedurele rationaliteit'. De menselijke ratio wordt mede beïnvloed door heuristiek en sociale

normen over wat goed en slecht is. En in het nemen van besluiten spelen uiteindelijk netwerken en rolmodellen een grote rol. De investering die men zou moeten plegen om economisch geletterd te raken is vaak te omvangrijk en het is aanzienlijk goedkoper om af te gaan op wat anderen doen of wat anderen bestempelen als redelijk of normaal. Hordegedrag kan vervolgens het gevolg zijn (zie Bikhchandani, et al, 1998) en in het tijdperk van internet zijn de mogelijkheden om hordegedrag in het leven te roepen groter dan ooit. Rationaliteit en marktfalen kunnen naast elkaar bestaan (Shiller, 2008).<sup>3</sup>

### 3 *Behoeft*e aan consensus

Wetenschap en beleid kunnen op gespannen voet staan omdat beide sferen verschillende preferenties hebben ten aanzien van de consensus binnen het vakgebied. Consensus zal binnen de wetenschap niet noodzakelijk als een goede ontwikkeling worden gezien. Voor basisinzichten lijkt mij dit noodzakelijk, maar hoe meer men zich aan de grenzen van een vakgebied begeeft, des te groter de verschillen van inzicht omdat het vak nog in ontwikkeling is, en er weinig gelegenheid is geweest om studies te repliceren. Een verschil van mening is juist een teken van een dynamische wetenschap (Cole, 1983). Beleidsmakers, politici en burgers zullen daar anders over denken en zijn juist geporteerd van consensus. Voor insiders is het duidelijk welke economien zin en welke onzin verkopen, voor buitenstaanders is een econoom een generiek product. Wanneer de ene econoom tot de conclusie komt dat de euro behouden moet worden, en een andere econoom beweert het tegendeel dan komt de economische wetenschap over als een kibbelende bende hoogleraren met willekeurige meninkjes. Gegeven de ongeletterdheid, heeft men juist behoefte aan eensluitende advisering omdat men de uiteenlopende adviezen of oordelen van economen niet kan wegen.

Gegeven deze kenmerken laat het zich aanzien dat veel advies van economen niet in vruchtbare aarde zal vallen als men geen aandacht schenkt aan de vele imperfecties van de vraagzijde.

3 Daarnaast moeten we oog hebben voor de reden waarom mensen irrationeel zijn of 'irrationeel' overkomen. Caplan (2003) heeft een concept ontwikkeld dat hij rationale irrationaliteit noemt in tegenstelling tot gewone irrationaliteit: rationale irrationele mensen hebben wel degelijk een idee dat irrationaliteit consequenties kan hebben terwijl de 'gewoon' irrationele mensen dit totaal niet hebben. En dit simpele gegeven heeft verstrekkende consequenties, niet alleen voor de keuzes in het dagelijks leven, maar ook voor de beslissingen die op landsniveau worden genomen. Een land krijgt de politici die het verdient en wanneer deze zich ongeletterd gedragen of ongeletterd zijn dan zal het beleid nog meer ten prooi vallen aan angst en overmoed dan met politici die zich meer geletterd gedragen.



### De econoom als tovenaarsleerling

De econoom heeft zich als de tovenaarsleerling gedragen die zich in afwezigheid van de oude tovenaar de markt (in het echte verhaal: de bezem) heeft trachten te betoveren. De magie waarmee hij dit heeft gedaan werkt echter averechts. De markt der merken is de financiële markt en met de toverspreuk van zelfregulering en andere bezweringen heeft de markt een eigen leven ontwikkeld die voor de tovenaarsleerling niet meer terug valt te draaien. In het verhaal van Goethe breekt de oude tovenaar de betovering en komt alles weer goed. De leerling krijgt een reprimande dat hij met magie voorzichtig om moet gaan.

Het is verleidelijk om in de oude tovenaar Keynes te zien. In bepaalde opzichten lijkt me dat ook gerechtvaardigd. Keynes was de oude meester die verschillende kwaliteiten bezat waardoor zijn economische aanbevelingen geen technocratisch of eenzijdige visie bevatten. Uiteraard had hij ook bepaalde karaktereigenschappen die maakte dat hij overmoedig was over hetgeen hij als econoom kon bewerkstelligen. Keynes is echter dood en ik zie geen vervanger op aarde die de economengemeenschap als 'oude tovenaar' bestraffend toe kan spreken. De tovenaarsleerling zal zelf moeten inzien dat de economische wetenschap geen magie is en er veel meer komt kijken om als econoom een nuttige rol in de maatschappij te spelen.

Om overmoed in de wetenschap in te dammen zie ik veel in een zoektocht naar terugkoppelingsmechanismen die economen weer met hun voeten op aarde zetten. Er wordt vaak geklaagd dat de corporate governance van banken, grote bedrijven en toezichthouders niet in orde is, maar hetzelfde kan gezegd worden over de governance der economen. Ook daar kan zelfregulering makkelijk ontsporen. De crisis is dan ook een les in nederigheid voor economen. Andrew Lo (2010) van MIT komt dicht in de buurt met wat er mis is. Economen hebben, vooral in de jaren negentig en de begin jaren nul van deze eeuw zich laten kennen als sociale wetenschappers met 'physics envy'. De crisis is een gevolg van een zeer geavanceerde technologie in de handen van mensen en instituties die het niet begrepen en als ze het wel begrepen de technologie misbruikten om risico's doelbewust lager in te schatten dan ze in werkelijkheid waren om zo de geldhonger van henzelf en de gehele voedselketen in de samenleving te stillen. Lo wijst erop dat de crisis zoals we die nu meemaken vergelijkbaar is met crises in natuurwetenschappen waarbij hij de theorie van 'normale' ongelukken van Perrow (1984) gebruikt. Ongelukken zijn onontkoombaar zodra een systeem gekenmerkt wordt door (1) interactieve complexiteit - een ogenschijnlijk eenmalige schok heeft onverwachte gevolgen voor het gehele systeem - en (2) 'tight coupling': de subonderdelen van een systeem kunnen elkaar direct negatief beïnvloeden. Die analyse is van toepassing op ongelukken zoals we die kennen in kernreactoren.

Voor de interpretatie van de huidige financiële crisis voegt Lo (2009) er nog een derde element aan toe: het ontbreken van negatieve feedback voor een bepaalde periode. Wanneer het bestaan van conjunctuurcycli vergeten wordt en de gedachte gemeengoed wordt dat ‘Nederland af is’ dan liggen gevaren op de loer. Een opgaande beurs of huizenmarkt maakt van iedereen een financieel genie. Financieel adviseurs krijgen gelijk en ook het bemoeidigende klopje van de makelaar dat het huis dat je koopt niet alleen mooi is maar ook een goed renderende investering. Investment bankers die het grote geld binnenbrengen kunnen ook nauwelijks een foute deal maken en de gehele keten, van huizenkopers tot politici, worden bevangen door positivisme en, zodra dat gebeurt, is men blind voor risico’s. Achteraf kunnen we vaststellen dat bankiers onverantwoorde risico’s hebben genomen en opgezocht. De kunst is natuurlijk om het op dat moment op overtuigende wijze bankiers en andere financiële spelers te wijzen op onverantwoord en soms onethisch gedrag.

Op dit punt aanbeland zijn buitenstaanders nodig die de kat de bel aan durven binden. Maar die kritische houding is een schaars goed. De kritische geesten binnen banken kunnen hun twijfels niet vrijelijk uiten omdat dat de bonussen van anderen in gevaar brengt. Kritiek uiten staat gelijk aan ‘einde carrière’. Kritiek van de toezichthouders is er altijd wel geweest, maar was zo omfloerst en voorzichtig dat die makkelijk terzijde kon worden geschoven. Bovendien is de toezichtspraktijk zodanig verjuridiseert dat het ‘gezond verstand’-beleid het onderspit heeft moeten delven. De rating agencies waarvan men onafhankelijke waarderungen zou verwachten hebben ook gefaald. De enige en echte onafhankelijke geesten zou men in de kring van de wetenschap moeten zoeken. De mening van academische economen konden echter door insiders te gemakkelijk ter zijde worden geschoven omdat de impliciete en expliciete beloningsstructuur zodanig was en is vormgegeven dat de aandacht volledig op intern wetenschappelijke zaken is gericht. Zoals een econoom het spel binnen de wetenschap een aantal jaren terug schetste (zie Reay, 2007, p. 108):

*‘As an economist, you have to believe that the current equilibrium is the best way to do things, but I think we’re very inefficient at producing research to the extent that research is supposed to benefit society. Again, to the extent research is a signaling mechanism, we’re all just playing chess games to show we know how to play chess.’*

### **Hoe maken economen de markt weer meester?**

De kernvraag voor dit moment is natuurlijk: hoe bedwingen we de huidige crisis en voorkomen we dat dit drama zich niet nogmaals herhaalt. De crisis is voor een belangrijk deel van eigen makelij en het zal zaak zijn dat economen de markt die door ondeskundig en oneigenlijk gebruik van het werk van de

‘quants’, de wizzkids van Wall Street, weer in het gareel krijgen. Dankzij een ontspoord financieel systeem is het probleem echter groter geworden doordat het de overheidfinanciën in Europa en de VS heeft ontregeld. Hierdoor heeft het probleem in belangrijke mate een politieke dimensie gekregen. Er zijn drie richtingen die men kan bewandelen.

### **1 Ontmantel de complexiteit**

De eerste weg is om de economie van complexe systemen serieus te nemen (zie Colander et al., 2009) en daar naar te handelen en de belangrijkste boodschap voor nu zou neer komen op de complexiteit te ontmantelen. Dat klinkt logisch, maar is tegelijkertijd ook strijdig met het vooruitgangsgeloof van financiering. Door de crisis zou men het bijna vergeten, maar de financiële industrie heeft de maatschappij ook veel profijt gebracht. Veel technologische innovaties hadden niet tot volle wasdom kunnen komen als de maatschappij geen financiële infrastructuur zou hebben. De technologie van financiering en belegging is echter dermate complex geworden dat er zaken gebeuren die zelfs insiders – de echte ‘quants’ - niet begrijpen. Op dat moment kan men zich afvragen of vooruitgang niet te ver doorgeschoten is. De kunst is om de basiskracht van financiële instrumenten te behouden en tegelijkertijd het financiële systeem te ontmantelen van zijn complexiteit. Dat kan variëren van het kleiner maken van banken die een systeemrisico vormen, het ontmantelen van de bonusstructuur in de financiële wereld, het faciliteren van een databank waarin instellingen op vertrouwelijke wijze informatieve leveren zodat toezichthouders systeemrisico’s kunnen inschatten, het aanscherpen van de corporate governance van banken en verzekeraars zodat een bedrijf niet uit jaknikkers bestaat en regels van goed bestuur en riskmanagement niet aan hun laars worden gelapt, verhoog deskundigheidseisen van management van instellingen die handelen in complexe producten, onderwerp financiële producten net als nieuwe medicijnen aan een toets van begrijpelijkheid, effectiviteit en de vraag of de producten het systeem alleen maar complexer maken, introduceer anticyclische liquiditeits- en solvabiliteitseisen niet alleen voor banken maar alle financiële instellingen, vergroot financiële geletterdheid van burgers en politici, en vereenvoudig financiële (retail) producten, en de lijst kan nog veel verder gaan. Veel auteurs elders in deze bundel zullen ongetwijfeld in detail veel meer zinnige zaken kunnen noemen die het systeem weer shockproof kunnen maken. De kern is in lijn met Perrow (1984) dat wanneer onderdelen van het systeem sterk samenhangen en direct op elkaar reageren, zoals de huizenmarkt en de financiële posities van banken en overheden, dan zijn crises zoals we die nu meemaken onontkoombaar.

## 2 Organiseer kritiek die bijt

De tweede weg die economen kunnen volgen is om economie en politiek kritisch te benaderen, zonder deel te worden van het systeem. Negatieve feedback moet alle spelers bij de les houden zodat men niet vergeet dat ieder systeem onzekerheden kent. 'It's not ignorance that does so much damage. It's knowin' so darned much that ain't so.' De nuchtere Chicago-econoom Frank Knight (1944) kon met enige regelmaat de woorden van de humorist Josh Billings citeren en sloeg daarbij de spijker op zijn kop. Hoewel de modellen van financieel economen er indrukwekkend uitzien, is er nog veel dat niet gevangen wordt in modellen en dat ook nooit kan. Het is het kerninzicht van Knight om een distinctie te maken tussen onzekerheid en risico, waarbij onzekerheid van de twee begrippen het meest ongrijpbaar maar ook het meest belangrijk is. Om grip te krijgen op onzekerheid is inzicht in de menselijke factor van groot belang; een factor die vaak aan het zicht wordt onttrokken in de modellen van economen.

### *...door meer realisme te introduceren*

Om grip te krijgen op onzekerheid loont het zich om meer realisme aan de dag te leggen. Hoe werken bankbesturen en het toezicht erop (zie onderzoekscommissie DSB Bank, 2010), hoe reageren pensioenfondsbesturen op schokken in economie en demografie (van Dalen et al. 2011), hoe beïnvloeden bonussen de afwegingen van managers, en nog belangrijker wat is de kwaliteit van beslissingen die worden genomen onder hoge stress (Coates en Herbert, 2008)? Het zijn allemaal vragen die eenvoudig lijken maar menig econoom staat met zijn mond vol tanden als het op antwoorden aankomt. Het geven van een antwoord op bovengestelde vragen vergt immers andere kwaliteiten dan men normaal van economen gewend is te vragen. De 'economie van het vrije veld' kan (of de) economie een nieuwe impuls geven door de weerbarstige praktijk van alledag in beeld te brengen. Het lange termijn rendement van deze investering kan uitzonderlijk hoog zijn. Wie de empirie van de praktijk tot zich door laat dringen beseft al snel dat de procedurele rationaliteit waar Simon over sprak van veel meer waarde is om te begrijpen waarom en hoe beslissingen worden genomen dan het vast blijven houden aan het substantieve rationaliteitsbegrip. In de loop der tijd ben ik steeds meer waarde gaan hechten aan het Thomas theorema, vernoemd naar de gelijknamige socioloog: 'If men define situations as real, they are real in their consequences'. De standaardmethode onder economen was voor lange tijd om uitsluitend naar de daden en niet naar de woorden en houdingen van mensen te kijken.

### *...historisch besef te ontwikkelen*

Een methode om negatieve feedback te creëren is door historisch besef te ontwikkelen. Een belangrijk element in het onderschatten van risico in secu-

ritisatieprogramma's was het verwaarlozen van de crisis op de huizenmarkt. En in algemene zin hebben velen de mogelijkheid van bankruns onderschat. Bij menigeen zal de gedachte zijn ontstaan dat banken in Nederland, Engeland of in Duitsland niet failliet kunnen gaan. Bankruns zijn een fenomeen dat voorbehouden leek voor Zuid Amerika of andere bananenrepublieken. Risico's zijn zelden goed in te schatten als men geen historisch besef heeft. Het is dan ook geen toeval dat er zeepbellen op de beurs kunnen ontstaan in een bedrijfstak, waar men al oud en uitgerangeerd is als men 40 is. Het geheugen is beperkt, maar dat geldt evenzeer voor bijvoorbeeld huizenkopers, spaarders en politici. Kortom, ideeën en producten moeten worden uitgetest met een veel langere tijdreeks dan men gewoon is.

*...en overspecialistie te bestrijden*

Maar meer realisme en historisch besef is niet genoeg, het organiseren van kritiek die bijt vraagt ook een andere vorm van denken die voor een deel ingaat tegen de trend van immer verdergaande specialisatie. Het heeft daarmee veel van doen met het kerninzicht van Isaiah Berlins essay (1953) over de vos en de egel: 'The fox knows many things, but the hedgehog knows one big thing'. Deze tweedeling heeft de politicoloog Tetlock (2005) aangegrepen om de waarde van deskundigen tegen het licht te houden in het maken van voorspellingen. Door een kleine 300 experts meer dan 20 jaar te volgen komt hij tot de volgende conclusie: 'What experts think matters far less than how they think' (p. 2). De egels onder de deskundigen blijken veel slechter te scoren dan de zogenaamde vossen, zowel ten aanzien van lange termijn als korte termijn voorspellingen. Voor lange termijnvoorspellingen is het wellicht beter om helemaal niet naar de egels te luisteren. De karakterisering van egels is voor economen-watchers zeer herkenbaar en valt ook samen met de archetypen van sociale ingenieurs, financieel ingenieurs, en leunstoel-economen. Het neoklassieke denkraam bevat mooie ideeën en modellen waar men op verliefd kan raken. Algemene evenwichtsmodellen die Koopmans en later Lucas, Prescott en vele anderen hebben ontwikkeld zijn prachtige werkpaarden, maar vaak kan een econoom ook toe met een partieel evenwichtsmodelletje om de wereld om zich heen te begrijpen. Het probleem van de egel is dat zijn diagnose, analyse en kuur volledig afhankelijk zijn van dat ene prachtige idee, of zoals het gezegde gaat: 'If the only tool you have is a hammer, you tend to see every problem as a nail.' Vosselijke economen zijn in dat opzicht veel beter berekend om te denken over de weerbarstige praktijk en beleid. Daarnaast zijn zij ook in staat om zich met enige scepsis, waar nodig venijn, en (zelf)spot in het publieke debat te mengen. De kracht en moed om te zeggen dat de keizer geen kleren aan heeft is van onschatbare waarde voor het publieke debat. Buitenstaanders nemen al te gemakkelijk veronderstellingen in de economische theorie te letterlijk en beseffen niet dat modellen metaforen zijn. Perfecte markten bestaan niet, de tijd van wetten

in de economie hebben we al ver achter ons gelaten en de goede verstanders weten dat ook wel, maar zoals *The Economist* (24 september 2009) in een artikel over ethiek op business schools treffend schreef: ‘scepticism is second nature to the giants of financial economics, as opposed to the more junior propellorheads.

### Begrijpelijke en feitelijke economie

De laatste weg voor de economen om gehoord te worden is om rekening te houden met alle hebbelijk- en onhebbenlijkheden van de vraagkant van de markt voor ideeën. In de strijd om aandacht op universiteiten en publicatieranglijsten raken andere kwaliteiten en plichten van de academicus ondergesneeuwd. Valorisatie is een buzz-woord onder wetenschapbestuurders, maar onder het voetvolk geldt toch maar één regel om te overleven: ‘publish or perish’. De prikkels van dit systeem zijn moeilijk te neutraliseren en de kunst zal zijn om partijen te vinden die het belang onderschrijven om in woord en daad kennis te vertalen voor burgers en beleidsmakers in bedrijfsleven en overheid. In begrijpelijke taal de inzichten uit de wetenschap vertalen voor buitenstaanders is een vaardigheid die maar al te vaak wordt onderschat. Het vereist niet alleen overzicht van de literatuur maar ook een weging van argumenten en methoden, zodat de vragers van kennis een overzicht krijgen van de consensus van inzichten. Er zijn vele varianten denkbaar hoe hier aan gewerkt kan worden. Men kan denken aan een instituut dat als een luis in de pels het beleidsdebat volgt en alle belangrijke uitspraken checkt of deze overeenstemmen met de feiten, zoals in de VS gebeurt door de website FactCheck.org, maar men kan het ook steviger aankleden door een Congressional Budget Office in te stellen. Het leveren van eensluidend advies, zoals de Raad van Economisch Adviseurs, ooit deed voor de Tweede Kamer was een oplossing die voor korte tijd wonderwel werkte. De opdrachtgever – de Tweede Kamer – is echter per definitie te verdeeld en opportunistisch om zo’n raad te huizen. Een raad van economisch adviseurs zou beter passen, zoals in de VS, bij de minister president, of op Europees niveau bij de Europese Commissie. Juist nu in tijden van crisis waarin politici verlamd zijn en ambtenaren hun hoofd pijnigen over oplossingen en nationale belangen en het gevaar van ‘factfree politics’ op de loer liggen zou zo’n orgaan zijn nut kunnen bewijzen. Het CPB vervult deze neutraliserende rol al decennia, maar heeft geen expliciete rol als het gaat om het doen van beleidsaanbevelingen. CPB-adviezen adviezen verlopen via de band van cijfers, analyses en waarschuwingen.

Het bereiken van de burgers zal nog moeilijker zijn. A priori moet men niet al te hoge verwachtingen hebben van de mate waarin economisch beleid doordringt in de huiskamers van financieel ongeletterde mensen. In dat opzicht zie ik veel meer in het denken over keuzearchitectuur zoals Thaler en Sunstein dat op de agenda hebben gezet. Maar ook dat vergt een goede

beheersing van de kunst van de economie en een realistisch beeld van hoe de mens is en niet zoals deze hoort te zijn.

### **Van tovenaarsleerling tot luis in de pels van markt en overheid**

De ideeën van economen hebben een grote invloed op de maatschappij. Die invloed maakt het noodzakelijk om continu kritisch naar het eigen functioneren te kijken. Zoals eerder gesteld: de econoom als tovenaarsleerling zal *zelf* moeten inzien dat de economische wetenschap geen magie is. Minder specialisatie, meer kritisch besef en meer inzet om de kennis die de economische wetenschap in verschillende sferen (beleid, bedrijfsleven, politiek, onderwijs) speelt te vertalen voor buitenstaanders. De economische wetenschap is een levendige gemeenschap waar ruimte moet zijn voor vele typen economen waarbij een ieder zijn comparatieve voordeel moet benutten. Theoretische bespiegelingen hebben hun waarde, maar een economen-gemeenschap moet niet alleen uit theoretici bestaan. Economieopleidingen moeten daarom nadenken of de specialisatie niet te ver is doorgevoerd. Het terugverlangen naar de tijd dat economen nog het hele vakgebied bestreken is een leuke dagdroom, maar in de praktijk een onbegaanbare weg. Het zou al een prestatie van formaat zijn als intermediairs (websites, tijdschriften) de communicatie tussen specialisten en tussen beleid en praktijk tot stand kunnen brengen. Naast de communicatie is het vooral voor economen zaak om de fouten die in het denken binnen en buiten de wetenschap optreden te benoemen en te bestrijden. In het licht van de crisis betekent dit dat men het financiële ingenieurschap op een nieuwe leest moet schoeien (zie Lo, 2009) en waar mogelijk de complexiteit in het systeem moet verminderen. Maar de crisis is vooral ook een herinnering dat academici die de kwaliteiten hebben om zich als luis in de pels van de markt en overheid te gedragen, de vrijheid van de academie ook volop moeten benutten.

### **Referenties**

- Becker, G.S. (1976), *The Economic Approach to Human Behavior*, University of Chicago Press, Chicago.
- Bernstein, P.L. (1992), *Capital Ideas*, The Free Press, New York.
- Besley, T. en P. Hennessy (2009), Brief aan Her Majesty the Queen namens The British Academy, d.d. 22 juli 2009, Londen.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer en I. Welch (1998), Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades, *Journal of Economic Perspectives*, 12: 151-170.
- Blinder, A.S. (2000), How the Economy Came to Resemble the Model, *Business Economics*, 35(1): 16-25.
- Buiter, W.H. (2009), Moderne macro-economen moeten eens goed in de spiegel kijken, *Me Judice*, jaargang 2, 30 maart 2009.

- Caplan, B. (2002), Systematically Biased Beliefs about Economics: Robust Evidence of Judgemental Anomalies From the Survey of Americans and Economists on the Economy, *Economic Journal*, 112: 433-458.
- Caplan, B. (2003), The Logic of Collective Belief, *Rationality and Society*, 15: 218-242.
- Coase, R.H. (1974), The Lighthouse in Economics, *Journal of Law and Economics*, 17: 357-376.
- Coase, R.H. (1988), *The Firm, The Market and the Law*, University of Chicago Press, Chicago.
- Coates, J.M. en J. Herbert (2008), Endogenous Steroids and Financial Risk Taking on a London Trading Floor, *Proceedings of National Academy of Sciences*, 105: 6167-6172.
- Colander, D. (1994), The Art of Economics by the Numbers, in: R.E. Backhouse (red.), *New Directions in Economic Methodology*, Routledge, London, pp. 35-49.
- Colander, D. (2007), *The Making of An Economist, Redux*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Colander, D., H. Föllmer, A. Haas, M.D. Goldberg, K. Juselius, A. Kirman, T. Lux, B. Sloth (2009), The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics, *Critical Review*, 21: 249-267.
- Cole, S. (1983), The Hierarchy of the Sciences?, *American Journal of Sociology*, 89: 111-139.
- Commissie van onderzoek DSB Bank, 2010, *DSB Bank*, rapport in opdracht van het ministerie van Financien, 29 juni 2010, Den Haag.
- Dalen, H.P. van (2004), Chicago school, in: M. van de Velde (red.) *Markt-meesters – Portretten van vooraanstaande liberale economen*, Uitgeverij Boom, Amsterdam, p. 234-260.
- Dalen, H.P. van (2010), Het stille onbehagen – Over ingenieurs, leunstoelconomen en ezeldrijvers in de economie, *TPE Digitaal*, jaargang 4(4) : 89-105.
- Dalen, H.P. van, K. Henkens, K. Koedijk, en A. Slager (2011), Decision Making of Pension Fund Trustees in the Face of Demographic and Economic Shocks: A Vignette Study, *Journal of Pension Economics and Finance*, te verschijnen.
- Dalen, H.P. van, en A. Klamer (2009), De globalisering van de economische wetenschap, of het verdwijnen van de Nederlandse econoom, *TPEdigitaal* 2009, 3: 101-118.
- Eichengreen, B. (2009), The Last Temptation of Risk, *The National Interest*, May/June issue 2009.
- Fama, E.F. (1998), Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, 49: 283-306.
- Friedman, M. (1953), The Methodology of Positive Economics, in: *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 3-43.
- Gambetta, D. (2009), *Codes of the Underworld: How Criminals Communicate*, Princeton University Press, NJ.
- Hands, D.W. (2003), Did Milton Friedman's Methodology License the Formalist Revolution?, *Journal of Economic Methodology*, 10: 507-520.
- Hausman, D. (1992), Why Look Under the Hood?, in: D. Hausman, *Essays on Philosophy and Economic Methodology*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 70-73.



- Hayek, F.A. von (1974), The Pretence of Knowledge, Nobel Memorial Lecture, reprinted in: *American Economic Review*, 1989, 79: 3-7.
- IMF (2011), *IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis: IMF Surveillance in 2004-07*, IEO, Washington DC.
- Klamer, A., en D. Colander (1990), *The Making of an Economist*, Boulder: Westview Press.
- Klamer, A., en H.P. van Dalen (1998), *Het verhaal van geld*, Amsterdam University Press, Amsterdam.
- Knight, F. (1944), Economics, Political Science and Education, *American Economic Review*, 34: 68-76.
- Koopmans, T.C. (1957), *Three Essays on the State of Economic Science*, McGraw-Hill, New York.
- Leontief, W. (1971), Theoretical Assumptions and Nonobserved Facts, *American Economic Review*, 61: 1-7.
- Lo, A.W. (2009), Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008, *Journal of Financial Economic Policy* 1, 4-43.
- Lo, A.W., en M.T. Mueller (2010), WARNING: Physics Envy May Be Hazardous To Your Wealth!, *Journal of Investment Management* 8: 13-63.
- Lucas, R.E. (2011), What Economists Do, *Journal of Applied Economics*, 14: 1-4.
- MacKenzie, D., 2006, *An Engine, Not a Camera - How Financial Models Shape Markets*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Mankiw, N.G. (2006), The Macroeconomist as Scientist and Engineer, *Journal of Economic Perspectives*, 20: 29-46.
- Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7(1): 77-91.
- McCloskey, D.N. (1996), *The Vices of Economists, The Virtues of the Bourgeoisie*, Amsterdam University Press, Amsterdam.
- Morgan, T. (1995), Theory Versus Empiricism in Academic Economics, *Challenge*, 38: 46-51.
- Overveldt, J. van (2007), *The Chicago School*, Agate, Chicago.
- Perrow, C. (1984), *Normal Accidents: Living with High-Risk Technologies*, Basic Books, NY.
- Rajan, R.G. (2006), Has Finance Made the World Riskier?, *European Financial Management*, 12: 499-533.
- Reay, M. (2007), Knowledge and Expert Authority in American Economics, *Sociological Perspectives*, 50: 101-129.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, NJ.
- Shiller, R.J. (2008), How a Bubble Stayed Under the Radar, *New York Times*, 2 maart 2008.
- Simon, H.A. (1976), From Substantive to Procedural Rationality, in: S. Latsis (ed.), *Method and Appraisal in Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Stigler, G.J. (1976), Do Economists Matter?, in: G.J. Stigler, 1982 *The Economist as Preacher*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 57-67.
- Summers, L.H. (1985), On Economics and Finance, *Journal of Finance*, 40: 633-635.
- Tetlock, P.E., 2005, *Expert Political Judgement*, Princeton University Press, Princeton.

Tinbergen, J. (1970), *The Use of Models: Experience and Prospects*, Nobel Prize Lecture, 10 december 1969, Nobel Foundation, Stockholm .

Wyplosz, C. (2009), *Macroeconomics After the Crisis: Dealing with the Tobin Curse*, Walter Adolf Jöhr Lecture 2009, University of St. Gallen.

Zijlstra, J.J. (1992), *Per slot van rekening - Memoires*, Uitgeverij Contact, Amsterdam.

# Welke lessen leert de Grote Recessie ons voor macromodellen?

'A banker is somebody who lends you an umbrella when the sun is shining only to ask for it back when it starts raining.'

Jürgen Antony, D. Peter Broer,  
Coen N. Teulings\*

## 1 Inleiding

Op Prinsjesdag, 16 september 2008, presenteerde het CPB zijn jaarlijkse Macro Economische Verkenning (MEV) voor 2009. Die datum had niet ongelukkiger gekund. Eén dag eerder was Lehman Brothers failliet gegaan, naar wij nu weten het startsein van de Grote Recessie. De MEV was vanzelfsprekend weken eerder afgerond, dus het faillissement werd niet eens genoemd. In zijn wijsheid prognosticeerde het CPB een groei van het BBP van 1¼% in 2009, een daling met 1% vergeleken met geraamde groei voor 2008 van 2¼%. Voor CPB begripen is dat een zeer forse daling. In werkelijkheid was de daling echter veel sterker. In december van 2008 raamde het CPB een krimp van ¾%, een raming die in maart 2009 bij de publicatie van het Centraal Economisch Plan (CEP) werd bijgesteld tot 3½%. Die laatste raming blijkt achteraf precies goed te zijn geweest.

De ramingen van het CPB zaten er dus in eerste instantie fors naast. Het CPB stond daarin niet alleen. Een analyse van de ramingen van diverse instituten in het CEP 2010 (p. 92) laat zien dat iedereen er op vergelijkbare wijze naast zat. Alleen NIBC had al in april 2008 door dat de situatie ernstiger was dan gedacht, ver voor het faillissement van Lehman Brothers: zij raamde toen dat de groei nauwelijks boven de nul uit zou komen. Dat er zelfs een forse krimp zou komen, hadden ook zij echter toen nog niet voorzien. De kwaliteit van de ramingen van het CPB is in die periode vergelijkbaar met die van het IMF en de OESO, en iets beter dan die van De Nederlandsche Bank (DNB).

Alle instituten hebben de ernst van de Grote Recessie aanvankelijk dus schromelijk onderschat. De bestaande macro economisch modellen boden bovendien geen houvast voor een analyse van de gevolgen van een financiële crisis omdat deze modellen geen financiële sector kennen. Op de keeper beschouwd was in de modellen van het CPB en DNB de wereldhandel veruit de belangrijkste factor die vanaf december 2008 ging bijdragen aan de negatieve groeivoorspelling voor 2009. De diagnose van die modellen is dus dat de financiële crisis tot een krimpend bbp in Nederland heeft geleid doordat zij ook in andere landen tot krimp heeft geleid.

\* De auteurs bedanken Michiel Bijlsma, Adam Elbourne, en Bert Smid voor hun commentaar op eerdere versies van dit artikel.

Dit is vanzelfsprekend een weinig bevredigende stand van zaken, maar op zichzelf valt deze situatie wel te begrijpen. De laatste serieuze financiële crisis in Nederland is de instorting van de huizenprijzen eind jaren zeventig/begin jaren tachtig van de vorige eeuw. Een serieuze bankencrisis heeft Nederland sinds mensenheugenis niet gekend. Echter, Bernanke (1983) laat zien dat de financiële sector de belangrijkste verklaring vormt voor de diepte en de lange duur van de Grote Depressie in de Verenigde Staten in de jaren dertig. Meer recent hebben Cerra en Saxena (2008) en Teulings en Zubanov (2010) in paneldata studie van meer dan 100 financiële crises in ruim 100 landen laten zien dat dergelijke crises meestal ernstig gevolgen hebben die lang aanhouden. Er is dus alle aanleiding voor een nader onderzoek naar de transmissiemechanismen van financiële crises naar de reële economie. Dit artikel geeft daarvan een overzicht. Het artikel is gebaseerd op een eerdere overzichtsstudie van Antony en Broer (2010), waar wij hier dankbaar gebruik van maken.

Paragraaf 2 bevat de kern van onze analyse. Wij bespreken vier transmissiemechanismen van de financiële naar de reële economie. In paragraaf 3 illustreren wij de werking van deze transmissiemechanismen aan de hand van het verloop van de Grote Recessie vanaf augustus 2007 tot maart 2009. Alle vier de mechanismen hebben op verschillende momenten een rol gespeeld. Paragraaf 4 gaat vervolgens in op de gevolgen van deze analyse voor de vigerende macro-economische modellen. Kunnen bestaande modellen gewoon worden uitgebreid met een beschrijving van de financiële sector, of is deze ontwikkeling aanleiding tot een meer fundamentele overdenking van de structuur van dergelijke modellen? Tot slot temperen wij hooggespannen verwachtingen. Een crisis komt bijna per definitie onverwacht. De ambitie om crises te willen voorspellen is daarom uit de aard der zaak te hoog gegrepen. Als dat zo is, wat is dan het nut van deze exercitie?

## 2 Vier transmissiemechanismen

Op de kapitaalmarkt vinden transacties plaats tussen kapitaalverschaffers en kredietvragers. Kapitaalverschaffers – veelal werkenden die sparen voor hun pensioen – stellen kapitaal ter beschikking aan kredietvragers – ondernemers – in ruil voor een vergoeding die in de toekomst zal worden uitbetaald. Deze markt wordt geplaagd door marktfalen, vooral als gevolg van asymmetrische informatie tussen beide transactiepartijen. Ondernemers hebben specialistische kennis over het productieproces van hun bedrijf die spaarders niet hebben. Deze specialisatie is op zichzelf efficiënt, maar leidt tot transactiekosten bij overdracht van kapitaal van de kapitaalverschaffer naar de ondernemer. Er zijn drie type vormen van marktficties die tot transactiekosten leiden:

1. **Averechtse Selectie:** vooral ondernemers met minder goede/risicovollere<sup>1</sup> projecten vragen krediet. Kapitaalverschaffers voorzien dit en vragen

<sup>1</sup> Doordat het risico op de downside voor rekening van de kapitaalverschaffer komt (immers: dan wordt de schuld niet afbetaald) en het risico op de upside bij de ondernemer, zullen bij een hoge rente alleen ondernemers met risicovolle projecten nog krediet willen.

- daarom een hogere rentevergoeding. Daardoor is krediet voor ondernemers met goede/veiligere projecten niet langer aantrekkelijk;
- 2 Moreel Gevaar: ondernemers spannen zich onvoldoende in om een project tot een succes te maken, omdat de opbrengst toch naar de kapitaalverschaffer gaat;
  - 3 Free Riding: de ene kapitaalverschaffer bespaart op de kosten van de monitoring van een project vanuit de gedachte dat een andere kapitaalverschaffer dat wel doet, zodat er minder monitoring van projecten plaatsvindt dan maatschappelijk gewenst is.

Deze transactiekosten leiden ertoe dat er soms te veel, maar vaker te weinig transacties tussen vraag en aanbod van kapitaal tot stand komen. Anders gezegd: de marktuitkomst is als regel niet Pareto-efficiënt. Om deze kosten zoveel mogelijk te beperken zijn er allerlei instituties ontwikkeld, zoals kredietbeoordelaars (een oplossing van het Free Riding probleem), maar vooral banken. Banken zijn intermediairs op de financiële markten. Zij specialiseren zich in kennis van de kwaliteit van de activa van hun klanten, zonder dat zij de kennis hoeven op te bouwen die nodig is om die activa ook daadwerkelijk te gebruiken. Het voordeel voor de depositohouder van de bank - de uiteindelijke kapitaalverschaffer - is dat hij zelf geen kennis over de activa van de geldlener hoeft te hebben. Voor grote kapitaalverschaffers en voor grote geldleners is deze institutionele constructie niet perse nuttig. Zij hebben zelf voldoende schaal om het verzamelen van de relevante informatie een zinvolle investering te maken. Voor kleine spaarders en kleine bedrijven is een bank echter een nuttig intermediair.

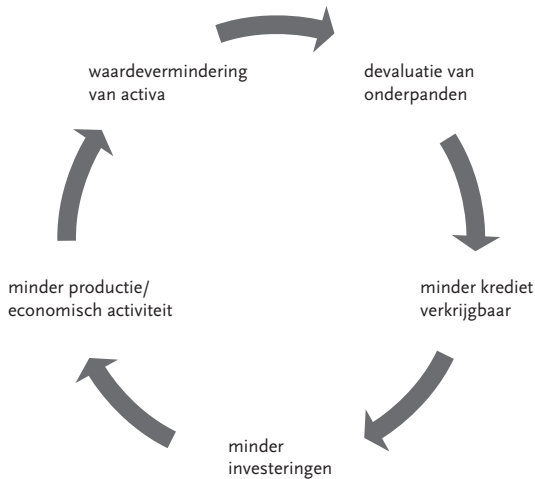
De transactiekosten op de kapitaalmarkt komen tot uiting in de prijskosten marge, ofwel de rente-spread: het verschil tussen de vergoeding die de kapitaalverschaffer ontvangt en de rente die door de ondernemer betaald moet worden. In een wereld van volledige informatie en volledige mededinging (d.w.z. zonder transactiekosten) zouden beide aan elkaar gelijk zijn. Net zoals een belastingtarief, leidt een prijskosten marge tot doelmatigheidsverlies. De omvang van dat verlies is gelijk aan de oppervlakte van een Harberger-driehoek. De transmissiemechanismen van financiële verstoringen naar de reële sfeer vloeien alle voort uit tijdelijke fluctuaties in deze transactiekosten. Zonder transactiekosten zouden deze mechanismen zich niet voordoen. De prijskosten marge speelt dan ook een belangrijke rol in het vervolg van dit betoog.

We bespreken vier mechanismen. De eerste twee bevatten zichzelf versterkende terugkoppelingen, waardoor het uiteindelijke effect groter is dan de initiële impuls. Juist deze zichzelf versterkende terugkoppelingen leiden ertoe dat financiële crises zulke grote en persistente reële effecten hebben. Beide andere mechanismen leiden niet tot een zichzelf versterkende loop. Echter, deze mechanismen kunnen wel als ontstekingsmechanisme die-

nen voor een zichzelf versterkende loop conform de eerste twee besproken mechanismen.

### 2.1 De Financiële Accelerator

De term ‘financiële accelerator’ werd het eerst gebruikt door Bernanke et al. (1996). Het mechanisme is echter eerder al beschreven in de empirische bijdrage van Fazzari et al. (1988). Kiyotaki and Moore (1997) brachten het mechanisme als eersten onder in een algemeen evenwichtsmodel. Figuur 1 schetst het belangrijkste idee achter het mechanisme.



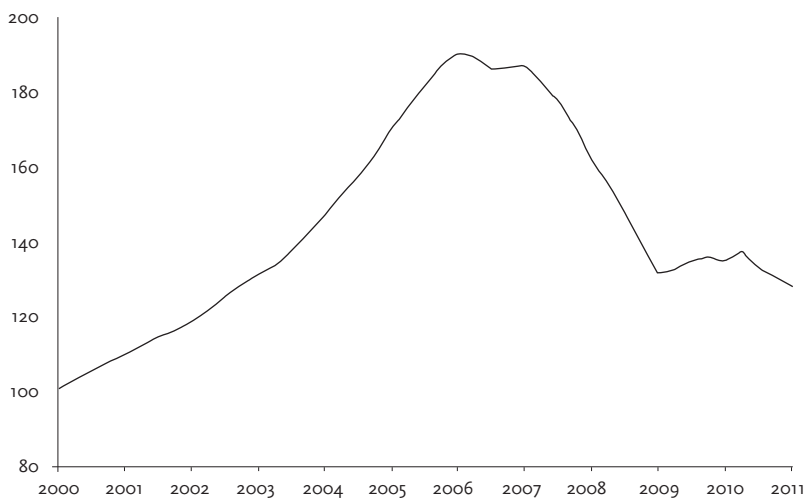
Figuur 1: Financiële Accelerator

Dit mechanisme vloeit voort uit het probleem van moreel gevaar. De kapitaalverschaffer kan er niet op voorhand vanuit gaan dat de ondernemer zich optimaal zal inspannen om het krediet effectief te besteden. Daarom wil de kapitaalverschaffer een onderpand voor het geleende bedrag.

Indien het beschikbare onderpand door een negatieve schok in waarde vermindert daalt ook de hoeveelheid krediet die een ondernemer kan krijgen. Omdat hij vandaag minder kan investeren in zijn bedrijf zal hij morgen minder kunnen produceren. Wanneer de investering van de ene ondernemer complementair is met die van anderen, is dit echter niet het eind van het mechanisme. De lagere investeringen van één leiden tot lagere investeringen van anderen en dus tot minder economische activiteit. Dat vermindert weer de waarde van het onderpand, wat de kredietverlening weer ernstiger in het slop brengt. Zo ontstaat dus een terugkoppeling. Deze lus blijft actief tot de effecten ophouden van belang te zijn. Als dat zo is, is de lus stabiel. Als de lus instabiel is, zou de kapitaalmarkt volledig instorten. Het mechanisme is relevant op macroniveau als veel investeerders op het zelfde moment getrof-

fen worden door een daling van de waarde van hun onderpand, bijvoorbeeld bij een onroerendgoedcrisis. De initiële impuls kan zowel positief als negatief zijn. Als het onderpand in waarde toeneemt, stijgen de investeringen en de economische activiteit. Dit leidt weer tot een verdere stijging van de waarde van het onderpand, zodat een analoge terugkoppeling ontstaat. Dit is het mechanisme achter speculatieve zeepbellen.

Dit mechanisme vormde in 2007 het startpunt van de financiële crisis. Voor 2007 ontwikkelde de Amerikaanse huizenmarkt zich erg snel. Prijzen stegen voortdurend. Omdat de waarde van de huizen diende als onderpand voor hypotheekleningen was het eenvoudig voor kopers om een huis te financieren. Vanwege de stijgende huizenprijzen werd het risico in de hypotheekmarkt als gering beoordeeld, zodat de financiële sector lage prijs-kosten marges rekende. Dit voedde de huizenmarkt verder, omdat goedkope hypotheekleningen leiden tot meer vraag en een verdere stijging van de huizenprijzen. Dit opende voor bestaande huiseigenaren de mogelijkheid meer te lenen tegen onderpand om te investeren in duurzame consumptiegoederen. De economie bevond zich in een opgaande fase. Echter, in het begin van 2007 kwam daar een einde aan. Eerst nam het aantal executies toe, en daarna daalden de huizenprijzen. De financiële sector werd zich ervan bewust dat hypotheekleningen niet zo risicool waren als gedacht. Dit leidde tot een stijging van de prijs-kosten marge. Vervolgens viel het volume van nieuwe hypotheekleningen terug en diensgevolge daalde de vraag naar huizen. Dit was tegelijk het startsignaal voor een verdere afwaardering van huizen en bezittingen en hun waarde als onderpand. Deze negatieve terugkoppeling bleef actief tot begin 2009, zoals mag blijken uit de ontwikkeling van de huizenprijzen in de VS in figuur 2.



Figuur 2: Huizenprijzen VS

Bron: Standard & Poor's/Case-Shiller Home Price Index; U.S. National Index Levels.

De intuïtie van de financiële accelerator is aantrekkelijk, maar achter de schermen spelen een aantal complexe argumenten een rol. Om het mechanisme goed te begrijpen is het nuttig nader op deze argumenten in te gaan. Ten eerste moet er een kapitaalmarkt imperfectie aanwezig zijn die de waarde van een onderpand scheidt van de hoeveelheid krediet. In een perfecte Arrow-Debreu (1954) wereld met symmetrische informatie zou het geleende bedrag geïnvesteerd worden en zou de investering zelf als onderpand dienen. De waarde van dat onderpand is per definitie altijd gelijk aan de hoeveelheid krediet. Alle krediet zou voor honderd procent verzekerd zijn en de uitlener zou geen risico lopen. Echter, de marktwaarde van de investering is in de praktijk veel lager dan de waarde voor de ondernemer. Zijn specialistische kennis van het productieproces in zijn bedrijf maakt dat alleen de ondernemer weet hoe de investering met maximaal rendement kan worden aangevend. Er is dus meer onderpand nodig dan alleen de gedane investering. Daarnaast is de waarde van het onderpand onderhevig aan schommelingen. De kapitaalverschaffer moet dit risico verdisconteren in een adequate marge.

Ten tweede moeten de investeringen van de ene ondernemer complementair zijn met de toekomstige waarde van het onderpand van anderen. Een daling van de investeringen veroorzaakt in dat geval een daling in de waarde van het onderpand. In een standaard neoklassieke productie economie werkt dat mechanisme niet. Lagere investeringen leiden tot een kleinere kapitaalgoederenvoorraad. Dit maakt nieuwe investeringen des te aantrekkelijker, omdat het marginaal product van kapitaal hierdoor stijgt. In die omgeving zijn investeringen en kapitaalgoederen substituten in plaats van complementen. Investeringen in onderzoek en ontwikkeling zijn echter een goed voorbeeld van het soort complementariteiten waar we naar op zoek zijn. Als deze investeringen in het verleden te laag waren, zullen de huidige investeringen in productie capaciteit minder productief zijn, omdat er minder nieuwe goederen en diensten geproduceerd worden. Ook in een economie met gediversificeerde output, zoals in Dixit en Stiglitz (1977), zijn er complementariteiten tussen investeringen van verschillende bedrijven.

Ten derde moet er sprake zijn van een zekere mate van incomplete informatie bij agenten opdat de financiële sector zich over de tijd kan ontwikkelen. In een omgeving van perfect vooruitkijkend gedrag zou de financiële lus door alle partijen voorzien worden en alle noodzakelijke aanpassingen zouden onmiddellijk in contante waarde worden gerealiseerd. In die situatie zou er geen reden zijn voor een dynamisch evoluerend terugkoppelingsmechanisme. Het totale effect van het terugkoppelingsmechanisme op het onderpand dat een investeerder kan bieden zal volledig worden voorzien door de kredietgevers. Het dynamische effect van het mechanisme zal in dat geval onmiddellijk gerealiseerd worden door een oneindig snelle iteratie van de lus.

Kredietrestricties worden in de praktijk gemodelleerd via de ontwikkeling van de prijs-kosten marge (zie bijvoorbeeld Bernanke et al. 1999). Vrijwel alle



bijdragen aan de discussie over de financiële accelerator nemen aan dat de prijs-kosten marge die de kredietnemer moet betalen negatief afhangt van een maat van het onderpand dat hij aanbiedt. Een veel gebruikte maatstaf is bijvoorbeeld de verhouding tussen de netto marktwaarde van een onderneming en de schuld of de totale kapitaalgoederenvoorraad (inclusief schuld). Samen met de overige genoemde impliciete en expliciete aannames leidt dit tot de gestelde terugkoppeling in combinatie met een zich dynamisch ontwikkelende prijs-kosten marge.

De financiële accelerator speelt niet alleen voor krediet aan bedrijven, maar ook voor krediet aan landen en aan gezinnen. Overheidsschuld is in het algemeen niet gebaseerd op onderpand. Impliciet lenen financiële markten aan landen tegen rentevoeten die hun verwachtingen over de kredietwaardigheid van het desbetreffende land weerspiegelen. Gebaseerd op deze verwachting rekenen ze een geschikte prijs-kosten marge. Een blik op de situatie van Griekenland laat zien hoe het mechanisme werkt. Kredietwaardigheid wordt bepaald door veel variabelen. Heel belangrijk is de schuld als percentage van het bbp. Gedurende de crisis viel eerst het bbp terug en vervolgens steeg de schuld flink als gevolg van de invoering van een aantal overheidsmaatregelen om de economie te ondersteunen. Daardoor steeg de schuld/bbp ratio. Na verloop van tijd vroegen de financiële markten een hogere prijs-kosten marge voor verdere kredietverschaffing. Geconfronteerd met deze situatie begon de overheid pogingen in het werk te stellen de schuld terug te dringen, omdat nieuwe schuld in toenemende mate kostbaar was. Deze bezuinigingsmaatregelen hadden een negatief effect op de economische groei. Een reden daarvoor, hoewel niet de enige, zou kunnen zijn dat de Griekse economie sterk afhankelijk is van de publieke sector. Het bbp daalde en in combinatie met de stijgende schuld leidde dit tot een nieuwe ronde van de financiële accelerator. Voor gezinnen speelt de financiële accelerator een rol bij de aanschaf van duurzame consumptiegoederen.

Er is zowel theoretisch als empirisch onderzoek gedaan naar dit mechanisme. Bij empirische toepassingen spelen DSGE modellen een belangrijke rol. DSGE modellen zijn in deze context van belang omdat zij de enige bron van bewijs lijken te zijn voor de empirische relevantie van het hele mechanisme, dat wil zeggen de complete terugkoppeling. Gilchrist en Zakrajšek (2008) voeren als argument aan dat er geen eenvoudige manier is om de theorie van de financiële accelerator te toetsen met conventionele schattingstechnieken.<sup>2</sup> Op dit moment is de statistische significantie van het mechanisme in een geschat DSGE model het enige (indirecte) bewijs voor zijn bestaan. Dit type modellen is meestal gebaseerd op de aanpak van Bernanke et al. (1999), die als eer-

2 De empirische aanpak van Mody en Taylor (2004), Gilchrist en Zakrajšek (2008), Gilchrist e.a. (2009), en Faust e.a. (2011) komt dicht bij de vereisten voor zo'n test. In deze bijdragen wijzen de auteurs op de voorspellende waarde van rente spreidingsmaatstaven, dat wil zeggen de prijs-kosten marges voor bbp-groei.

sten de financiële sector in een gekalibreerd DGSE model opnamen. Nolan en Thoenissen (2009) presenteren bijvoorbeeld geschatte modellen voor de sector bedrijven en Iacovelli en Neri (2010) voor de sector huishoudens met betrekking tot investeringen in huizen. De resultaten laten zien dat het mechanisme zowel helpt bij het verklaren van de omvang als de persistentie van financiële crises. Naast DSGE modellen bestaan er ook veel empirische studies die de afzonderlijke stappen van het terugkoppelingsmechanisme onderzoeken. Die studies bieden rijkelijk bewijs voor het bestaan van kredietrestricties en voor het belang van onderpand. Bovendien is er bewijs dat een stijging van de prijs-kostenmarge he leidt tot een economische neergang.

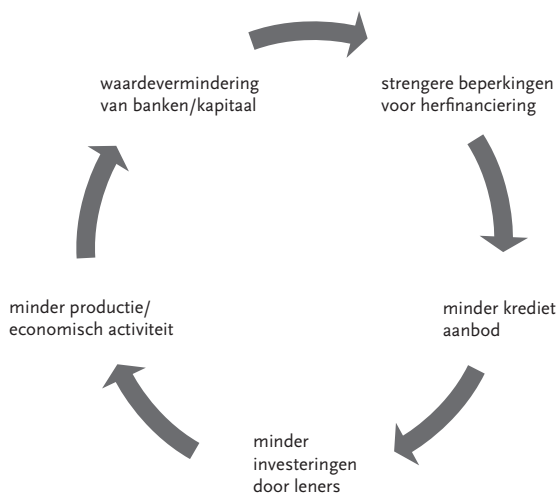
Het bewijsmateriaal met betrekking tot de afzonderlijke stappen geeft echter geen informatie over de causale samenhang. Het indirecte empirische bewijs op basis van DSGE modellen laat vooral zien dat het financiële accelerator mechanisme helpt om de persistentie van schokken te begrijpen. Echter, in het algemeen heeft dit type modellen moeite om de persistentie van schokken te reproduceren. Een dynamische terugkoppeling tussen de reële en de financiële sector zal dan al snel de aanpassing van het model aan de data verbeteren. In hoeverre dit betekent dat het mechanisme feitelijk in de economie aanwezig is staat echter ter discussie. De feitelijke implementatie van de financiële accelerator in een empirisch model heeft een herleide vorm karakter. Andere terugkoppelingsmechanismen tussen de reële en de financiële sector zouden misschien eenzelfde rol kunnen vervullen.

## 2.2 Het Bankkapitaal Kanaal

Het bankkapitaal kanaal heeft een aantal kenmerken gemeen met de financiële accelerator. Het belangrijkste verschil is dat het werkt via de balans van de kredietgever, en niet via die van de kredietnemer. Vaak is de kredietgever een bank, vandaar de naam. De wetenschappelijke oorsprong van het bankkapitaal kanaal is te vinden in Chami en Cosimano (2001), Bolton en Freixas (2006) en Van den Heuvel (2006). Sindsdien is het mechanisme opgenomen in verschillende publicaties.

De intuïtie is net zo aantrekkelijk als bij de financiële accelerator. Figuur 3 bevat een grafische weergave van het argument. Op de balans van een bank vinden we links de activa - met name de vorderingen van de bank - en rechts de corresponderende passiva en het eigen vermogen. In de praktijk eist de markt een minimale verhouding van eigen vermogen ten opzichte van het balanstotaal van de bank, bijvoorbeeld 1 staat tot 12.<sup>3</sup>

3 Een alternatieve interpretatie is dat dit mechanisme gedreven wordt door de regulering, in het bijzonder de kapitaalsvereisten volgens Basel. De verkrapping van de kredietverlening wordt dan gedreven door de reguleringsvereiste, niet door markt. Empirisch onderzoek suggereert echter dat de reguleringsvereiste meestal niet bindend is, zie Bijlsma en Zwart (2010b).

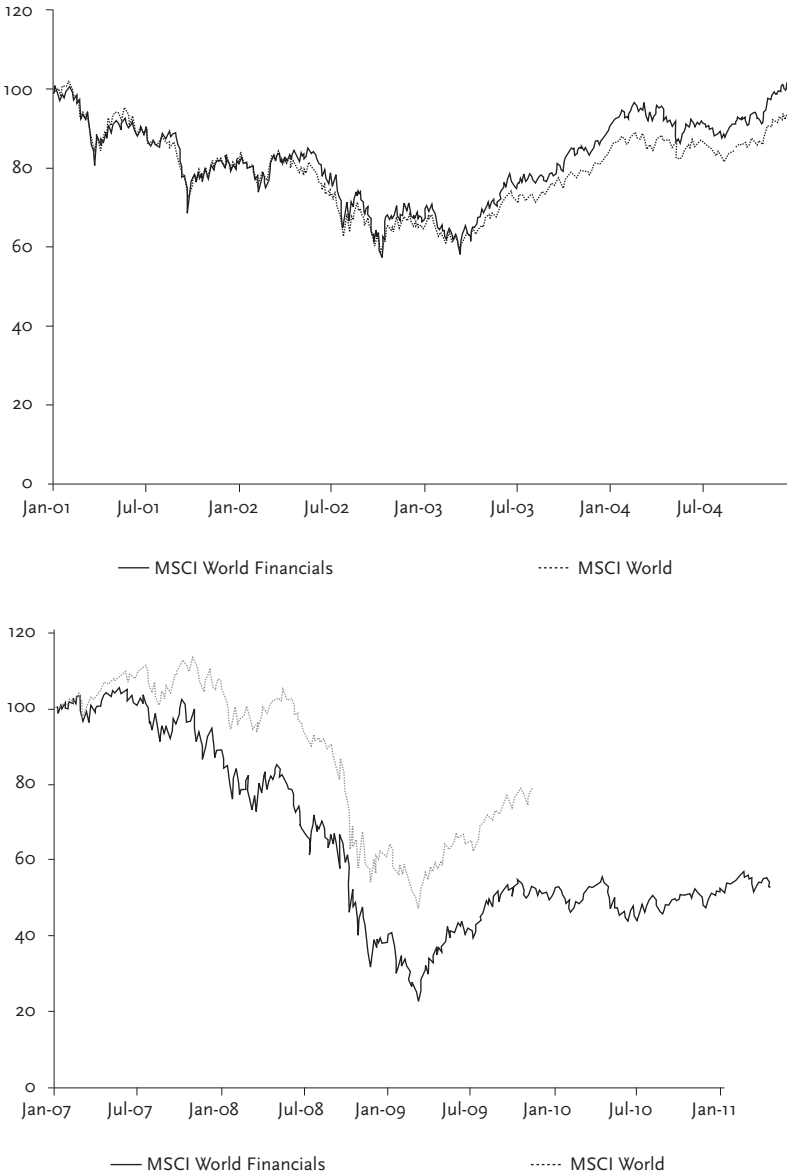


Figuur 3: Bankkapitaal Kanaal

Zakt het eigen vermogen onder deze grens dan loopt een bank het risico dat de verschaffers van vreemd vermogen, bijvoorbeeld depositohouders, hun financiering terugtrekken. Als een bank wordt getroffen door een negatieve schok, bijvoorbeeld een toename van wanbetalingen van kredietnemers, daalt de waarde van de activa van de bank. Dit heeft een negatief effect op het eigen vermogen van de bank. Vanwege de vereiste minimum verhouding tussen eigen vermogen en balanstotaal zal de bank ofwel nieuw eigen vermogen moeten aantrekken of de kredietverlening moeten verminderen. Door de verhouding eigen vermogen - balanstotaal van 1 staat tot 12 leidt een daling van het eigen vermogen met 1 euro tot een daling van de kredietcapaciteit met 12 euro. Dit staat bekend als het hefboom effect. Om zijn kredietverlening terug te brengen is de bank gedwongen zijn balans te verkorten. De minst rendabele kredieten vervallen. Dit is equivalent met een verhoging van de prijs-kosten marge. Als het hele bankwezen met dit probleem te kampen heeft, wordt de reële sector geconfronteerd met een kredietverkrapping. Dus neemt de economische activiteit af. Als gevolg hiervan worden de activa van de reële sector minder waard, wat tot een terugkoppelingsmechanisme leidt.

De financiële accelerator en het bankkapitaal kanaal vertonen veel overeenkomsten. Beide mechanismen kunnen leiden tot terugkoppelingen en in beide gevallen is deze terugkoppeling balans gerelateerd. De prijs-kosten marge speelt in beide mechanismen een cruciale rol. Men zou zelfs kunnen stellen dat het om één en hetzelfde mechanisme gaat. Als we de kredietvraag van bedrijven uit het financiële accelerator verhaal vervangen door de vraag naar deposito's van banken uit het bankkapitaal verhaal, dan zijn beide mechanismen identiek.

Toch leert de recente geschiedenis dat er een belangrijk verschil is tussen beide mechanismen. Figuur 4 laat het verloop van de MSCI World Equity en de World Financiala index zien, zowel voor het leeglopen van de internetbubbel in 2002/2003 als voor de Grote Recessie in 2008/2009. In beide



Figuur 4: MSCI wereld aandelenkoersen index  
Bron: Datastream/Thomson Reuters: MSCI World Financials U.S. \$ index, MSCI World U.S. \$ index.

gevallen verliest MSCI World Equity index ongeveer vijftig procent van zijn waarde. Het verloop MSCI World Financial index verschilt echter sterk tussen beide crises: in 2008/2009 werd de World Financial index relatief veel zwaarder getroffen. De neerwaartse trend stopte pas na het eerste kwartaal van 2009 en de index gaf nadien een bescheiden herstel te zien. Waar de World Equity index een reflectie is van de waarde van het totale onderpand en dus van de financiële accelerator, is de World Financial index een reflectie van het bankkapitaal kanaal. Achteraf gezien heeft het leeglopen van de internetbubbel slechts beperkte reële effecten gehad, terwijl de naweeën van de Grote Recessie nog steeds voelbaar zijn. Hoe kan dit worden verklaard?

Dit verschil is het gevolg van het feit dat de hefboomwerking van het eigen vermogen voor banken groter is dan in andere sectoren van de economie. Een afwaardering van activa van banken heeft dan een groter effect op de kredietverlening dan een afwaardering in de rest van de economie. Een initiële schok via het bankkapitaal kanaal heeft daardoor een grotere hefboom dan een schok via de financiële accelerator. De grote impact van de Grote Recessie is in deze analyse het gevolg van het feit dat de verliezen op de Amerikaanse huizenmarkt via de hypotheek rechtstreeks het eigen vermogen van de bankensector hebben aangetast.

Deze verklaring roept twee vervolgvragen op. Ten eerste: waarom is de hefboom in de bankensector zoveel groter dan elders in de economie. De reden hiervoor is dat de activa van een bank veel beter verhandelbaar dan die van andere bedrijven. In de meeste bedrijven zijn de activa vooral de kapitaalgoederen. Die hebben buiten het bedrijf beperkte waarde in verhouding tot hun aanschafprijs, omdat de specialistische kennis ontbreekt het kapitaalgoed goed te benutten. Daarom moet tegenover het krediet waarmee deze kapitaalgoederen zijn gefinancierd een aanzienlijke hoeveelheid extra onderpand staan, met name het eigen vermogen. De marktwaarde van de activa van een bank -de vorderingen op degenen aan wie zij krediet heeft verleend- is veel groter, omdat er minder specialistische kennis nodig is die vorderingen te gelde te maken. Daarom kan het extra onderpand dat banken moeten aanhouden om krediet te krijgen bij hun kapitaalverschaffers -bijvoorbeeld de depositohouders- veel beperkter zijn. Banken hebben daarom een hogere leverage (verhouding vreem vermogen / eigen vermogen) dan andere bedrijven. Als dat onderpand/eigen vermogen echter in waarde wordt aangetast, zijn de gevolgen voor de kredietcapaciteit veel groter. Voor iedere euro verlies aan eigen vermogen wordt de kredietcapaciteit aangetast met de leverage ratio maal dat verlies.

De tweede vraag is waarom het eigen vermogen van de bankensector na een financiële crisis niet weer snel wordt aangevuld. Immers, de daling van de kredietcapaciteit en de stijging van de prijs-kosten marge maakt een bank op dat moment tot een aantrekkelijke investering. Echter, de persistentie van

financiële crises laat zien dat het voor banken niet eenvoudig is nieuw kapitaal aan te trekken. Daarvoor zijn twee redenen. Het eerste probleem is averechts selectie: de aankondiging van een bank dat zij nieuw kapitaal nodig heeft is een teken dat die bank forse verliezen heeft geleden. Vandaar dat banken dat te allen tijde willen voorkomen. Het tweede probleem ontstaat als banken inmiddels in de problemen zijn geraakt. Kapitaalverschaffers zijn dan niet langer bereid om nieuw geld in de bank te steken, uit angst dat het verdwijnt in de bodemloze put van de slechte leningen (Bijlsma en Zwart, 2010b).<sup>4</sup>

Ook van dit mechanisme zijn gedurende de Grote Recessie voorbeelden te vinden. De grote hypotheekinstellingen in de VS, de 'Federal National Mortgage Association' en de 'Federal Home Loan Mortgage Corporation', beter bekend als Fannie Mae en Freddie Mac hadden een enorm volume van hypotheekleningen op hun balans staan. Om hun klanten van krediet te voorzien, moesten beide instellingen hun activiteiten herfinancieren op de financiële markten. Hun hypotheekportefeuille diende hiervoor als onderpand. Echter, toen executies toenamen en de huizenprijzen daalden, verminderde de waarde van dit onderpand. De financiële markten hadden dit in de gaten en rekenden een hogere prijs-kosten marge. Het uitgegeven volume van hypotheekleningen van Fannie Mae en Freddie Mac daalde als gevolg van de verslechtering van hun herfinancieringsvoorwaarden. Dit beïnvloedde de waarde van hun activa negatief en leidde tot dienengevolge opnieuw tot hogere prijs-kosten marges. Vrijwel hetzelfde verhaal gold voor Lehman Brothers, AIG, Fortis en de Anglo Irish Bank. Zij zagen alle hoe hun activa daalden met de bekende gevolgen.

Net als bij de financiële accelerator is het moeilijk direct empirisch bewijs te verzamelen over de grootte van deze terugkoppeling. De problemen zijn precies hetzelfde en kunnen worden teruggevoerd op de recursieve structuur van het mechanisme. Het blijkt dat de relatie tussen het uitleengedrag van banken en het bankkapitaal zich geheel volgens de bovenstaande theorie gedraagt. Echter, het bewijsmateriaal betreffende de relatie tussen bankleningen en economische activiteit is minder sterk. Dit kan worden verklaard op basis van een verschil in leengedrag van bedrijven en gezinnen. Kleine en middelgrote bedrijven én huishoudens vertrouwen in het algemeen op de banksector, maar grote bedrijven kunnen zich ook rechtstreeks tot de kapitaalmarkt wenden via onderhandse leningen. Bernanke en Lown (1991) bespreken de gevolgen van een afname van kredietverstrekking door banken op de recessie van 1990-91 in de VS (de 'credit crunch'). Aan de vooravond van de recessie was de kapitalisatie van banken in New England sterk gedaald als gevolg van een onroerend goed bubbel en een aanscherping van

4 Een alternatieve beschrijving van dit mechanisme is dat waarde van het eigen vermogen van de zittende aandeelhouders onvoldoende om zelfs indien hun claim tot nul wordt teruggebracht nieuwe aandeelhouders te bewegen kapitaal in te brengen.

het monetair beleid. Bernanke en Lown vinden een duidelijke relatie tussen de verhouding eigen-vreemd vermogen van banken en de groei van het kredietaanbod. De relatie tussen de kapitalisatie van banken en de reële economische activiteit is echter minder duidelijk.

Wat het indirecte bewijs betreft, lijken DSGE modellen de state of the art te zijn, zie Gerali et al. (2010), Meh en Moran (2010) en De Walque et al. (2011). De conclusie die uit deze modellen volgt is dat het opnemen van de banken en hun balans de mogelijkheden van de modellen vergroot om gegeven tijdreeksen te repliceren. Hier past echter hetzelfde voorbehoud als bij de financiële accelerator. Het bewijsmateriaal is indirect en hoeft niet noodzakelijk te worden gezien als statistisch significant; de modellen in de literatuur zijn geschat of gekalibreerd. Hierboven voerden wij aan dat de multiplier van het bankkapitaal kanaal groter zou kunnen zijn dan die van de financiële accelerator vanwege de hogere hefboom van de bankensector (een woord). Deze situatie heeft niet altijd bestaan. Flannery en Rangan (2008) voeren aan dat de verhouding eigen-vreemd vermogen van de bankensector in de V.S. is afgenomen van rond 20% aan het begin van de 20ste eeuw tot ongeveer 8% in 2000.

### 2.3 Het Bankleen Kanaal

Het banken leenkanaal is een klassiek transmissiemechanisme tussen de financiële sector en de reële sector van een economie. Net als het bankkapitaalmechanisme werkt het via de balans van de banken. In afwijking van het bankkapitaalmechanisme echter grijpt het niet aan op de kapitaalgoederen van de banken, maar op hun liquiditeit. Het mechanisme is in het verleden geanalyseerd als een transmissiekanaal voor monetaire politiek (Bernanke en Gertler 1995).



Figuur 5: Bankleen Kanaal

Het bankleen kanaal begint met een verslechtering van de herfinancieringsmogelijkheden van de bankensector. Dit gaat gepaard met een verslechtering van de prijs-kosten marge van banken. Banken dienen voortdurend hun kredietposities en investeringsposities te herfinancieren en zijn vaak huiverig om voor dit doel te lenen. Dit is vooral een probleem ingeval de mismatch tussen activa en passiva met betrekking tot de vervaldag van de schuld toeneemt. Als de condities sterk verslechteren kunnen banken in gebreke blijven bij het herfinancieren van hun activiteiten. In dit geval kunnen banken besluiten om hun problemen op te lossen door hetzij geen nieuwe leningen te verstrekken, dan wel hun balans op een andere manier te verkorten, bijvoorbeeld door activa te verkopen. In extreme gevallen kan dit leiden tot zogenaamde 'fire sales'. In dat geval heeft een bank grote liquiditeitsproblemen die alleen kunnen worden opgelost door het snel verkopen van activa en nieuwe kredietverlening te beperken. Een fire sale heeft echter negatieve effecten op de waarde van de bezittingen van andere banken (Wagner, 2010). De kredietverlening neemt dus meer dan proportioneel af. Investeers die afhankelijk zijn van bankkrediet kunnen hierdoor in de problemen komen en hun investeringen verlagen of zelfs stopzetten. De economische activiteit van bedrijven en huishoudens neemt dan af. Figuur 5 geeft deze lijn van argumenten grafisch weer.

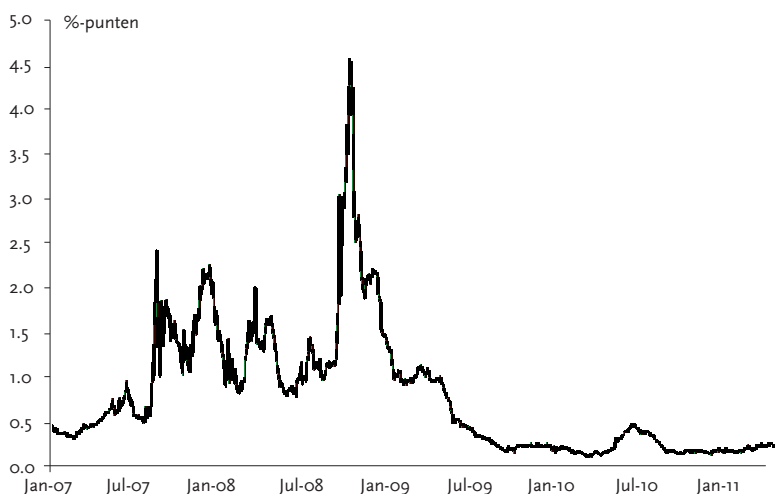
88

Dit argument roept wel de vraag op hoe banken in een ernstig liquiditeitsprobleem verzeild kunnen raken. Er bestaat een aantal manieren om activiteiten te herfinancieren op de interbancaire markt, zoals het uitgeven van commercial paper, het aantrekken van nieuwe leningen, of het verkopen van claims aan crediteuren. Hoewel deze instrumenten goed werken in een normale markt kunnen zij falen in tijden van economische stress. De belangrijkste reden hiervoor is gelegen in informatie asymmetrie. Tijdens een periode van financiële stress kan de interbancaire markt illiquide worden. Na het failliet van Lehman Brothers bijvoorbeeld was het een tijd lang onduidelijk welke banken risico's vormden. Als gevolg hiervan weigerden banken elkaar krediet te verschaffen. In plaats daarvan stalden zij hun geld bij de FED of de ECB, tegen een lagere rente. Daarnaast kan uitgifte van commercial paper of nieuwe aandelen worden gezien als een slecht signaal voor investeerders (Stein 1998). Het is ook mogelijk dat de markt voor claims niet goed functioneert als gevolg van averechtse selectie (Stein 1998, Rajan 1992): banken willen tijdens een financiële crisis alleen een beroep op deze markt doen als ze geen andere opties meer hebben. Maar juist omdat investeerders dit weten, willen zij tijdens een crisis via dit marktsegment geen krediet verschaffen. Hierdoor droogt deze markt op.

Er zijn naast Lehman Brothers nog andere voorbeelden te noemen. Toen de subprime crisis in de Verenigde Staten zich ontrolde duurde het niet veel meer dan een half jaar voordat de eerste Europese banken in de problemen kwamen. De eerste bank was de Duitse IKB, een kleine bank die zijn activiteiten niet langer



kon financieren en moest worden geherkapitaliseerd.<sup>5</sup> Het Britse Northern Rock was een veel grotere instelling die moest worden genationaliseerd nadat veel depositohouders hun tegoeden terugtrokken. Dit probleem werd acuut na het faillissement van Lehman Brothers, waardoor de interbancaire markt opdroogde. Deze herwaardering van het risico is ook te zien in de ontwikkeling van de Eurodollar spread (TED), de prijs-kosten marge van de Londense Interbank Offering Rate, en de rente op de Treasury Bills van de Verenigde Staten. Het failliet van Lehman Brothers leidde tot een enorme sprong van de TED. Merk op dat de TED spread de prijs-kosten marge weergeeft van het gerealiseerde interbancaire verkeer, niet de gevallen van afgeketste interbancaire leningen door prohibitieve marges.



Figuur 6: T-Bill euro-dollar spreiding - TED

Bron: Datastream/Thomson Reuters.

Het belangrijkste verschil met de twee voorgaande mechanismen is dat in dit geval geen terugkoppeling ontstaat. In de hierboven besproken gevallen wordt verondersteld dat de geïnduceerde afname in economische activiteit niet leidt tot een verdere stijging van de prijs-kosten marge die banken rekenen. Het is plausibel dat het bank leenkanaal zich vooral richt op kleine en middelgrote ondernemingen. Dit komt vooral omdat grote ondernemingen direct toegang hebben tot de kapitaalmarkten (Hoshi et al. 1991, Gertler en Gilchrist 1994).

Omdat dit kanaal meer traditioneel is en al lange tijd in de belangstelling staat, is er veel meer empirisch onderzoek naar verricht. De meeste empirische studies vertrouwen op micro data van bedrijven, huishoudens en banken en analyseren de reacties van bankleningen op veranderingen in monetaire

<sup>5</sup> De IKB Deutsche Industriebank, voorheen de Industrie-Kreditbank.

politiek. Dit is informatief, omdat monetaire politiek de prijs-kosten marge op dezelfde manier kan veranderen als andere financiële schokken. Het empirische bewijsmateriaal geeft aan dat het uitleengedrag van banken wordt beïnvloed door monetaire politiek, maar het effect van monetaire politiek op de reële sector is minder duidelijk. Het lijkt erop dat kleine banken het sterkst reageren terwijl grote banken negatieve schokken beter kunnen opvangen. Anderzijds zijn bankleningen heel heterogeen, omdat bedrijven en gezinnen voor verschillende doeleinden lenen. Hierdoor zijn zij in staat hun investeringsportefeuille aan te passen aan verschuivingen in leenstandaarden. Dit mechanisme lijkt schokken tot op zekere hoogte te absorberen.

#### 2.4 Het Risico Kanaal

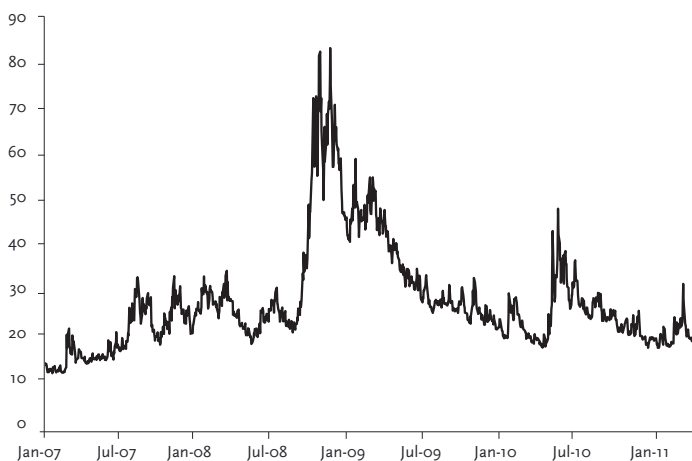
Een toename van het risico op de kapitaalmarkt uit zich als een stijging van de volatiliteit van de prijzen van financiële activa. Risico-averse beleggers eisen daarom een hogere risicopremie. De vraagzijde van de markt wordt dus opnieuw geconfronteerd met een toename van de prijs-kosten marge. Dit aspect leidt tot dezelfde reactie als in de twee voorgaande mechanismen. De mogelijkheden van de banken om krediet te verschaffen wordt, ceteris paribus, beperkt. Daarbij komt dat de toegenomen onzekerheid ook de vraag naar krediet kan doen dalen, omdat bedrijven en gezinnen hun investeringen en aankoop van duurzame consumptiegoederen terugbrengen. Alles bij elkaar ontstaat een situatie met een lager kredietvolume, waarbij de economische activiteit negatief wordt beïnvloed door lagere investeringen en aankopen. Dit mechanisme levert een eenmalige terugval in de economische activiteit op, analoog aan het bank leenkanaal. Figuur 7 geeft een grafische weergave van het argument.



Figuur 7: Risico Kanaal

Hoe kan de volatiliteit van de prijzen van activa plotseling toenemen? Een mogelijke verklaring is free rider gedrag bij de beoordeling van de kredietwaardigheid van ondernemers. Dit gedrag leidt tot een onderinvestering in goede monitoring. Alle kapitaalverschaffers lopen achter elkaar aan door blind te varen op de monitoring van anderen. Uiteindelijk doet op die manier niemand aan serieuze monitoring. In dat geval hoeft er maar één persoon te zijn die het vertrouwen verliest om alle andere kapitaalverschaffers in beweging te krijgen.

Bij de discussie van het bankleen kanaal belichtten wij al de rol van volatiliteit en haar effecten op de prijs-kosten marges. In die discussie speelden risicofactoren ook een rol, maar op basis van een andere economische redenering. Vanuit empirisch perspectief kan het daarom lastig zijn beide kanalen goed te onderscheiden. Rond het bankroet van Lehman Brothers heeft het risicokanaal echter zeker een rol gespeeld, zoals blijkt uit de extreme uitlagen van de volatiliteitmaatstaven. Ook tijdens de eurocrisis in de eerste helft van 2010 was het risico kanaal belangrijk.



Figuur 8: Volatiliteit Index - VIX

Bron: Datastream/Thomson Reuters.

Figuur 8 geeft de VIX volatiliteitsindex weer.<sup>6</sup> Na het faillissement van Lehman Brothers steeg de index tot een veelvoud van zijn voorgaande waarde. Zoals we uit het verloop van de VIX zien, blijkt dat de volatiliteit op de kapitaalmarkten snel verdwijnt in vergelijking met andere macro-economische variabelen. Deze conclusie volgt ook uit empirische modellen die worden

<sup>6</sup> De Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index (VIX) is een maat van de geïmpliceerde volatiliteit in de Standard&Poor's 500 index opties. De VIX representeert de door de markt verwachte volatiliteit voor de volgende dertig dagen.

gebruikt om de persistentie van volatiliteit te modelleren, zoals GARCH of stochastische volatiliteitmodellen (Brandt en Kang (2004), Ghysels et al. (2005)). De vraag rijst daarom of het risicokanaal de persistentie van financiële crises kan verklaren. Dit kan alleen met aanvullende persistentie in risicoprijzen. Als risico zichzelf heeft geopenbaard in hogere volatiliteit reageren beleggers door de prijzen voor risico aan te passen. Deze aanpassing is vaak langdurig en impliceert een langdurende aanpassing van de prijs-kostenmarge voor leners (Lettau en Ludvigson 2009).

In de discussie zijn alleen de macro risico's aan de orde geweest. Micro-economische risico's kunnen in principe worden gediversifieerd en hebben daardoor geen invloed op de economie.

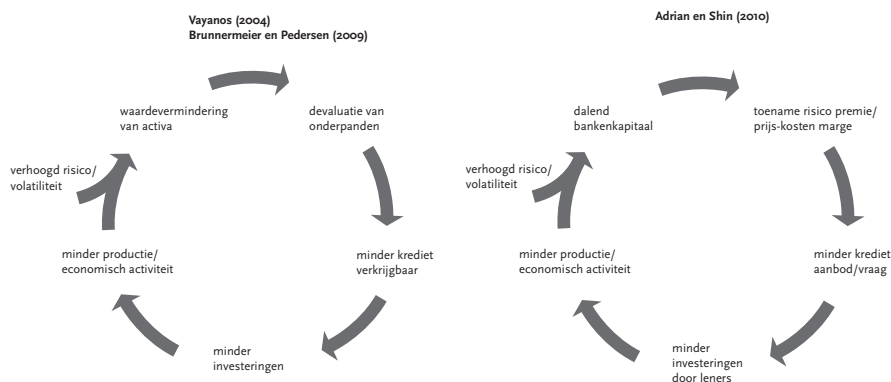
Empirisch werk over de invloed van risico op economisch gedrag is zeer divers. Bijvoorbeeld Ludvigson en Ng (2007) zien de toename in volatiliteit gedurende financiële crises als een abnormaal verschijnsel dat gebaseerd is op gedragseconomische argumenten. Empirische studies laten zien dat huishoudens reageren op risico door een terugval in hun bestedingen en een toename van precautair spaargedrag, zie bv. Gourinchas and Parker (2002). De meeste studies tonen ook aan dat bedrijven in die omstandigheden minder investeren in productiemiddelen, zie bv. Bloom (2009). Alles bij elkaar lijkt er bewijs te zijn voor een reële economische impact van onzekerheid en risico.

### **2.5 Interacties tussen Kanalen**

De hiervoor besproken vier mechanismen worden in de literatuur meestal afzonderlijk geanalyseerd. Tijdens een financiële crisis spelen ze echter veelal wel alle vier een rol. De kanalen werken op elkaar in, precies omdat ze door één variabele aangedreven worden, de prijs-kostenmarge.

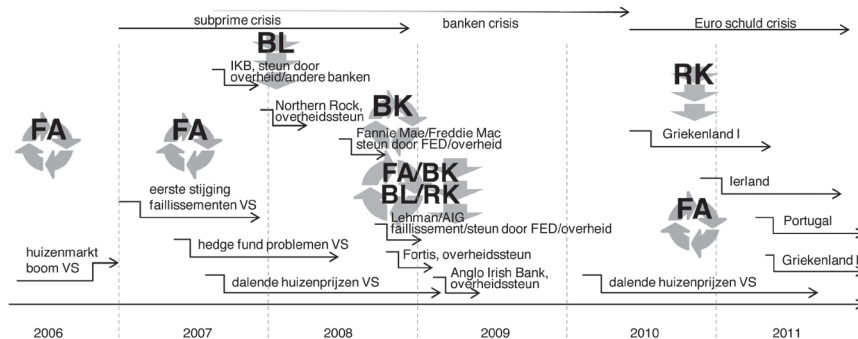
Alle vier de kanalen leiden tot een teruggang in economische activiteit, onafhankelijk van de vraag of ze een terugkoppelingsmechanisme bevatten. Als de mechanismen betrekking hebben op de macro economie, zoals in een grote financiële crisis, zal deze daling betrekking hebben op alle economische actoren, bedrijven, banken en gezinnen. Onafhankelijk van de oorsprong van de schok kan dit tegelijkertijd leiden tot een daling van de waarde van het onderpand van bedrijven en van het eigen vermogen van banken. Dit kan leiden tot een verhoging van de prijs-kostenmarge van de bankensector en het kan ook de onzekerheid en volatiliteit op financiële markten aanjagen. Het ene mechanisme kan het andere mechanisme in werking zetten. Dezelfde schok kan verschillende transmissiekanalen tegelijk aanzwengelen. Een goed voorbeeld hiervan is een toename in risico. Dit plant zich voort via het risicokanaal. Tegelijkertijd kan het een financiële accelerator in werking stellen, zoals in het model van Vayanos (2004) en Brunnermeier en Pedersen (2009). Een verhoging van de prijs-kosten marge leidt tot hogere kapitaal-kosten voor de investeerder of tot een hogere interne rentevoet. Omdat toe-

komstige opbrengsten worden verdisconteerd tegen deze rentevoet zal hun contante waarde dalen, zodat de waarde van de activa van de investeerder daalt. Als deze activa dienen als onderpand treedt de financiële accelerator in werking. Adrian en Shin (2010) betogen dat hetzelfde argument van toepassing is op de bankensector. Een stijging van het risico leidt tot een daling van het eigen vermogen van de banken. Dit zet het bankkapitaal kanaal in werking. Figuur 9 hieronder schetst de argumenten.



Figuur 9: Initialisering van mechanismen

Vooralsnog is weinig aandacht besteed aan de onderlinge verbanden tussen de kanalen, omdat de meeste modelleringstrategieën in de literatuur betrekking hebben op de partiële analyse van specifieke mechanismen. Alleen Vayanos (2004), Brunnermeier en Pedersen (2009) en Adrian en Shin (2010) combineren verschillende mechanismen in één algemeen evenwichtskader.



Figuur 10: Tijdlijn van gebeurtenissen

Legenda: FA=Financiële Accelerator; BK=Bankkapitaal Kanaal; BL=Bankleen Kanaal; RK=Risico Kanaal; IKB=IKB Industrie Bank (voorheen Industrie-Kreditbank); FED=Federal Reserve VS.

Uit figuur 10 blijkt dat meestal meer dan een mechanisme tegelijk werkt. In tijden van extreme financiële spanning, zoals in de periode rond het bankroet van Lehman, kunnen ze alle tegelijk actief zijn bij het beïnvloeden van de reële economische activiteit. Tabel 1 geeft een overzicht van de besproken mechanismen met betrekking tot de onderliggende modeveronderstellingen die weergeven wat er gebeurt tijdens een financiële crisis.

Tabel 1: Overzicht van de transmissiekanalen

mechanisme	belangrijke veronderstelling/kapitaalmarkt imperfecties	soort transmissie	empirisch bewijs
Financiële Accelerator	Waarde van onderpand lener	lus	indirect bewijs (DSGE), direct mbt. afzonderlijke stappen
Banken Kapitaalkanaal	Waarde van bankkapitaal (via verplichte reserve ratio)	lus	indirect bewijs (DSGE), direct mbt. afzonderlijke stappen
Bank Leenkanaal	Liquiditeit in interbancaire leenverkeer (averechtse selectie)	eenmalig	sterk op micro niveau, zwak op macro niveau
Risico Kanaal	Risico/volatiliteit leidt tot voorzorgsbesparingen en hogere kapitaalkosten	eenmalig	er is bewijs m.b.t. de afzonderlijke stappen van de lus

Een ander belangrijk onderwerp dat hier nog niet behandeld is heeft betrekking op de handel. Zoals bv. Levchenko et al. (2010) beschrijven, is de wereldhandel dramatisch ingeklapt gedurende de financiële crisis. Dit geldt in het bijzonder voor de goederenhandel. Financiële diensten worden op verschillende wijze gebruikt. Kredietbrieven, facturen, handelskredieten, en handelsverzekeringen beogen het risico van handel te verminderen en de handelende partijen liquiditeit te verschaffen. In het recente verleden is het volume van de handelfinanciering minstens zo snel gestegen als het handelsvolume zelf. De financiële instrumenten die in de handel gebruikt worden staan bloot aan alle besproken mechanismen. Dit maakt de handel bij uitstek kwetsbaar voor schokken op financiële markten. Gelet op het belang van globale aanbodketens, uitbesteding en offshore investeringen in de moderne economie zal dit waarschijnlijk grote problemen geven in tijden van financiële stress. Empirisch observeren wij dan ook dat nauwelijks een variabele bestaat die zo sterk gecorreleerd is met de groei van het bbp als de groei van het volume van de handel.

Op basis van dit punt, en in het licht van Tabel 1, menen wij dat meer aandacht nodig is voor een aanpak die de verschillende kanalen integreert. Hoewel het academisch belang zich terecht kan concentreren op een partiële analyse, vraagt een macroprudentiële analyse om zo'n geïntegreerde aanpak. De algemene doorwerking van een financiële crisis op een economie kan alleen kwantitatief worden beoordeeld via een herleide vorm analyse die alle

relevante kanalen omvat. Echter, om deze kanalen te identificeren blijft het nodig ze separaat te begrijpen en te modelleren.

#### 4 De transmissie tussen financieel en reëel in het macro model

Wat zijn de gevolgen van deze analyse voor de macro-economische modellen die thans worden gebruikt voor de beleidsvoorbereiding in Nederland? Moeten die modellen worden uitgebreid met een nieuw blok met een structurele weergave van de vier hiervoor besproken transmissiemechanismen? De ervaringen uit het verleden nopen tot enige terughoudendheid. Zoals gezegd hebben financiële crises grote en langdurig gevolgen voor de economie. Ze komen echter slechts sporadisch voor. Een nieuw te bouwen financieel submodel zou voor de volgende financiële crisis alweer kunnen zijn afgeschaft omdat het in normale tijden weinig toegevoegde waarde heeft bij het doen van voorspellingen. Een meer pragmatische aanpak verdient dan de voorkeur. Een andere situatie doet zich voor als het voornaamste doel van een structuurmodel is het begrijpen van de mechanismen die een rol spelen in een financiële crisis. Dit punt speelt bijvoorbeeld bij de ontwikkeling van een macroprudentieel kader om excessieve balansverkorting van financiële instellingen tijdens een crisis tegen te gaan. In dat geval is een structuurmodel een belangrijk hulpmiddel. Beide opties worden achtereenvolgens besproken.

Een voorspelling zegt iets over onze verwachting voor morgen en overmorgen op basis van onze kennis van vandaag. Dat wordt veelal gedaan met een 'structureel' model: een modelmatige beschrijving van hoe wij denken dat de economie werkt. Zo is het bbp van Nederland nauw gecorreleerd met de wereldhandel. Als wij het bbp van volgend jaar willen voorspellen dan beginnen wij met een voorspelling van de wereldhandel voor volgend jaar, bijvoorbeeld op basis van de wereldhandel van dit jaar. Uit de voorspelling van de wereldhandel van volgend jaar wordt vervolgens een voorspelling van het bbp afgeleid. Het is echter helemaal niet gezegd dat die aanpak de kwaliteit van de voorspelling ten goede komt. Waarom wordt de huidige wereldhandel niet rechtstreeks gebruikt voor een voorspelling van het bbp van volgend jaar? De tussenstap via de wereldhandel van volgend jaar maakt de analyse nodeloos ingewikkeld en kan dus worden overgeslagen. Elbourne en Teulings (2011) laten inderdaad zien dat die tussenstap niet bijdraagt aan de kwaliteit van de voorspelling. In navolging van Blanchard en Quah (1989) schatten zij een simpel twee variabelen model voor de werkloosheid en de groei van het bbp. Dit simpele model heeft een vergelijkbare voorspelkwaliteit als de gebruikelijke grote structurele macromodellen. De kennis van de structuur van de economie blijkt weinig toegevoegde waarde te hebben voor de kwaliteit van de voorspelling.

Deze strategie staat bekend als het schatten van een herleide vormspecificatie. Een specifieke vorm daarvan is een VAR-Vector AutoRegressive-model.

Deze aanpak heeft in de wetenschap sinds het werk van Sims (1980) veel navolging gekregen en heeft geleid tot een lange reeks vaak zeer beleidsrelevante papers. Het eerdergenoemde werk van Blanchard en Quah is daar een voorbeeld van. Een praktisch voordeel van een VAR specificatie is dat de modelvariabelen alleen afhankelijk zijn van vertraagde variabelen en niet van onvertraagde variabelen. Er zijn dus geen feedback loops van de ene endogene variabele op de andere. Hierdoor kan het model vergelijking voor vergelijking worden geschat. Omdat de beschikbare tijdreeks van de meeste macro-economische variabelen kort is, kan het model niet te veel vertraagde variabelen bevatten, omdat er dan onvoldoende vrijheidsgraden zijn om het model te schatten.<sup>7</sup> Een goed voorspelmodel van bijvoorbeeld het bbp bevat dus bij voorkeur alleen de voor de voorspelling meest relevante verklarende variabelen.

Jordà (2005) heeft de idee van het schatten van een herleide vorm nog één stap verder doorgevoerd door het toe te passen op voorspellingen meer dan één jaar vooruit. Tot nog toe wordt daarvoor een recursieve methode gehanteerd. Eerst wordt het VAR model gebruikt voor een voorspelling één jaar vooruit. Die voorspelling wordt vervolgens opnieuw als vertraagde waarde in het model ingevoerd voor een voorspelling twee jaar vooruit, enzovoort. Op deze manier kan een VAR model worden gebruikt voor voorspellingen tot in de verre toekomst.

Deze recursieve methode blijkt gevoelig te zijn voor kleine specificatie fouten, zie bijvoorbeeld Teulings en Zubanov (2010). Bovendien kan het model dan niet meer vergelijking voor vergelijking worden geanalyseerd. Immers, in een VAR model spelen de realisaties van alle variabelen voor het lopende jaar als vertraagde variabele een rol in de voorspelling van één van die variabelen voor het komende jaar. De voorspelling twee jaar vooruit is dus afhankelijk van de modelvoorspelling voor alle andere variabelen voor het komende jaar. Voor een voorspelling twee jaar vooruit is dan toch weer het hele model nodig. Daarmee verliest de methode het voordeel van de transparantie.

Jordà's oplossing - de Lokale Projectie Methode - is om voor iedere voorspelhorizon een apart model te schatten. Voor een voorspelling één jaar is dat het gewone VAR model. Voor een voorspelling twee jaar vooruit wordt een herleide vorm model gebruikt, waarbij de voorspelling over twee jaar alleen afhangt van de huidige realisaties, niet van de voorspelde waarde voor het komende jaar. Op die manier kan het model opnieuw vergelijking voor verge-

7 In een VAR model komen alle variabelen in het model ook als vertraagde variabelen voor. Het aantal verklarende variabelen is daarmee per definitie gelijk aan het aantal te verklaren variabelen. De vrijheidsgradenrestrictie legt dan meteen een beperking op aan het aantal te verklaren variabelen. Het is echter niet logisch noodzakelijk dat alle te verklaren variabelen in alle vergelijkingen als vertraagde variabelen worden opgenomen. Sims (1980) heeft dit wel bepleit om te voorkomen dat de onderzoeker arbitraire keuzes moet maken welke variabelen wel en welke niet vertraagd worden opgenomen.



lijking worden geanalyseerd en ontstaat rechtstreeks zicht op de bijdrage van diverse variabelen aan de voorspelkwaliteit over een twee-jaarshorizon. Mutatis mutandis geldt hetzelfde voor voorspellingen over een langere horizon.

Deze methode kan worden toegepast door in de VAR ook financiële indicatoren op te nemen. De theoretische analyse in paragraaf 2 en 3 suggereert één variabele in het bijzonder, de prijs-kostenmarge, Mody en Taylor (2004), Gilchrist en Zakrajšek (2008), Gilchrist e.a. (2009), en Faust e.a. (2011) laten zien dat de marge tussen bedrijfsobligaties en het schatkistpapier van de VS voorspellende waarde heeft voor de groei van het bbp. Een andere mogelijke extra variabele is de balansverhouding van banken. Shin (2010) stelt voor te kijken naar de verhouding tussen het debet van banken aan niet-financiële sectoren en dat aan financiële sectoren. De theoretische analyse wordt zo gebruikt als richtsnoer voor de selectie van additionele verklarende variabelen in de VAR. Dergelijke methodes zijn vergelijkbaar met de voorspelmethodes op basis van leading indicators, zie Muns en Kranendonk (2010). Bij een analyse van leading indicators wordt een rechtstreeks verband gelegd tussen de indicator en de te voorspellen variabele, zonder zich te bekommeren om de achterliggende mechanismen. Typische voorbeelden van leading indicators zijn het consumenten- en het producentenvertrouwen, maar ook de meest recente orderontvangst van het bedrijfsleven of de laatste cijfers over de groei van de industriële productie in een buurland. Ook een aantal financiële variabelen zijn goede leading indicators. Dit suggereert dat de transmissiemechanismen van de financiële naar de reële economie inderdaad een systematische verklaring zijn voor de groei van het bbp. De analyse op basis van leading indicators stond tot nog toe min of meer los van de kern van de macro-analyse. De Lokale Projectie Methode integreert beide analyses op een natuurlijke wijze.

Het gebruik van simpele modellen heeft nog een ander voordeel. Zoals we eerder bespraken zijn veel macro-economische reeksen te kort om een complex macromodel te kunnen schatten. Zeker voor de analyse van de gevolgen van slechts sporadisch vóórkomende financiële crises is dat een probleem. Tot 5 jaar geleden bevatten de naoorlogse data voor Nederland geen enkele serieuze financiële crisis. De econoom die zich in de gevolgen van dergelijke crises wil verdiepen zal zijn blik moeten verbreden. Met een panel data analyse kunnen gegevens voor meerdere landen simultaan worden benut voor een econometrische analyse. Met simpele empirische modellen is dat veel beter mogelijk. De analyse van Teulings en Zubanov (2010) van de langetermijneffecten van de financiële crises op het bbp is hiervan een voorbeeld. Deze aanpak leidt tot robuustere schattingen van de parameters van het model.

Bij een analyse van een financiële crisis gaat de interesse niet in de eerste plaats uit naar een accurate voorspelling, maar naar de mechanismen die de crisis veroorzaken en de mogelijke beleidsinterventies die de schadelijke gevolgen zoveel mogelijk kunnen beperken, bijvoorbeeld via een beter

macroprudentieel en monetair beleid. We maken daarbij gebruik van de theoretische modellen uit paragraaf 2 en 3 en van onze empirische kennis opgedaan in de loop van de lange rij van financiële crises uit het verleden. Dit vereist echter een extra stap in de theorievorming. De meeste van de hier besproken modellen concentreren zich op één mechanisme. In werkelijkheid werken die mechanismen tegelijkertijd. Ze reageren op elkaar en voorzien elkaar van brandstof. Er zijn nog slechts weinig modellen die meer dan één kanaal bevatten. Uitzonderingen zijn bijvoorbeeld Gerali et al. (2010), Meh en Moran (2010) en Gertler en Kiyotaki (2011).

De interactie van de verschillende transmissiemechanismen kan met een aantal voorbeelden worden geïllustreerd. Het risicokanaal leidt tot een daling van aandelenkoersen, wat een startpunt is voor de financiële accelerator of het bankleen kanaal. Het banken kapitaalkanaal speelt in een financiële crisis een belangrijke rol. De balansreductie die volgt op de forse achteruitgang van het eigen vermogen leidt tot een credit crunch en fire sales van balansposten. Veel banken hebben inmiddels hun balansverhoudingen weer hersteld, maar op een lager niveau van kredietverlening. De kredietverlening via schaduwbanken speelde een belangrijke rol in het ontstaan van de financiële crisis. Een groot deel van de kredietverlening verloopt tegenwoordig via deze schaduwbanken, zodat de centrale bank er weinig vat op heeft. Banken en andere kredietinstellingen securitiseerden hun claims en brachten ze onder in Special Purpose Vehicles. Dit aspect van de crisis heeft de DGSE modellen nog niet bereikt.

Tot Basel III speelden macro-economische overwegingen geen enkele rol bij de regulering van het bankwezen. De bestaande regelgeving had als voornaamste doel het veiligstellen van deposito's door regulering op het niveau van de individuele bank. In de voorgaande paragrafen schetsten wij hoe dit kan leiden tot het ineensklappen van het systeem als alle banken tegelijk getroffen worden door negatieve schokken. Bij een macroprudentiële analyse gaat het om het vermijden van een excessieve verkorting van de balans van financiële instellingen als deze door macro-economische schokken getroffen worden. De impact van deze balansverkortingen is vooral zo groot vanwege de optredende algemene evenwichtseffecten in het banken kapitaalkanaal, de financiële accelerator, en het bankleen kanaal. De overheersende rol van algemeen evenwichtseffecten maakt een macro-economische analyse tegelijk lastig en dringend noodzakelijk.

Hanson e.a. (2011) formuleren een aantal criteria voor een goede macroprudentiële regulering, zoals hogere kapitaaleisen, een betere kwaliteit van het kapitaal, uitgifte van contingent schuld papier en regulering van het schaduw bancaire systeem. Vooral nog is in Basel III alleen de eigen kapitaal-seis ingevuld. De precieze invulling van de andere criteria is nog grotendeels open. Een goede invulling is alleen mogelijk met behulp van een meer uitgewerkte macro-economische analyse.

## 5 Conclusie

Gegeven wat we van de crisis geleerd hebben - wat kunnen en wat moeten we doen met deze kennis? Een crisis voorspellen is bijna per definitie onmogelijk. Een crisis is een onverwachte ontsporing van de gebruikelijke gang van zaken. Wat onverwacht komt, kan niet precies worden voorspeld. Toch is een analyse van het verloop van crises een zinvolle tijdsbesteding. De analogie met een brand is hier behulpzaam. Wie precies kan voorspellen dat morgen het buurhuis afbrandt, hoeft niet op veel sympathie te rekenen. Hij zal zich in ieder geval moeten voorbereiden op de vraag waarom hij die crisis dan niet heeft (trachten) te vóórkomen. Wie, op grond van ervaring met eerdere branden het risico op brand in het buurhuis analyseert, kan op veel meer sympathie rekenen. Want hij kan laten zien dat het gebruik van brandbare materialen die risico's sterk doet toenemen. Door het gebruik van dergelijke materialen wettelijk te verbieden, wordt de kans op een brand beperkt. Ook degene die het verloop van een brand analyseert heeft goede papieren. Hij laat zien dat het aanbrenge van brandmelders helpt, omdat de brandweer dan sneller ter plaatse is. Bovendien kan hij laten zien dat de brand sneller geblust is in die gevallen dat de brandweer zich eerst heeft vergewist van de locatie van de brandhaard voordat ze is gaan blussen.

De analogie is duidelijk: men moet niet verwachten dat financiële crises precies kunnen worden voorspeld, maar een analyse van het verloop ervan biedt wel de mogelijkheid tot betere crisispreventie en crisisbestrijding. Gebrek aan begrip heeft de wereld waarschijnlijk parten gespeeld aan de vooravond van de Grote Recessie. De werkzame mechanismen waren weliswaar goedgezamen bekend, maar hun actualiteit werd niet algemeen gedeeld. Diamond en Rajan (2005) voorzagen de crisis, wat een grote intellectuele prestatie is. Echter, Smith en Smith concludeerden in 2006: 'de data geven aan dat de huidige huizenbubbel in de meeste van deze steden niet echt een bubbel is in de zin dat, onder een aantal redelijke veronderstellingen, het kopen van een huis bij de huidige marktprijzen nog steeds een aantrekkelijke langetermijninvestering is.' Het inschatten van de situatie blijft dus mensenwerk.

Financiële markten zijn onderworpen aan veel wetten en reguleringen. Veel van deze regels verhinderen ontwikkelingen die tot een crisis zouden kunnen leiden. Dit wordt echter niet opgemerkt omdat we wel de gereali-seerde financiële crises observeren, maar niet crises die zijn voorkomen. Bankrups zijn hiervan een goed voorbeeld. In de jaren dertig van de vorige eeuw vonden bankrups regelmatig plaats. Zij leidden tot veel problemen gedurende de Grote Depressie. Na de invoering van het depositogarantiestel-sel is dit verschijnsel vrijwel niet meer voorgekomen.

Twee typische voorbeelden van de wisselwerking tussen historische crises en de ontwikkeling van nieuwe economische inzichten zijn de genoemde Grote Depressie en de stagflatie in de jaren zeventig van die eeuw. Tijdens de

Grote Depressie reageerde de Federal Reserve van de Verenigde Staten met een restrictief monetair beleid. Nu weten wij (niet in de laatste plaats door het werk van Bernanke) dat dit één van de belangrijke oorzaken is geweest van de lange duur en diepte van de Grote Depressie (zie bijvoorbeeld Eichengreen 1992). Het is niet toevallig dat Bernanke als voorzitter van de Federal Reserve Board op de huidige financiële crisis reageerde met een aantal rondes van monetaire verruiming. Mede hierdoor is voorkomen dat de geschiedenis van de jaren dertig zich heeft herhaald.

De stagflatie uit de jaren zeventig was het gevolg van een onjuiste interpretatie van het verband tussen inflatie en werkloosheid (de Phillipscurve). Pogingen om de groeivertraging als gevolg van structurele verschuiving te bestrijden met een klassiek Keynesiaans recept leidden wel tot meer inflatie en vooral hogere inflatieverwachtingen, maar niet tot meer groei. De analyse van die problemen leidde tot de ontwikkeling van het Taylor-principe (Taylor, 1993) voor het monetaire beleid: een toename van de inflatie met één procent moet worden bestreden met een renteverhoging van meer dan één procent. Toen eenmaal duidelijk was hoe het monetaire beleid met die situatie om moest gaan, volgde een decennium van hoge groei en toenemende welvaart in de wereld. Eén van de grootste uitdaging voor de macro-economie voor de komende jaren is een verbetering van het Taylor-principe: kan het monetaire beleid volstaan met louter sturen op de algemene inflatie, of is specifieke aandacht nodig voor de ontwikkeling van de prijzen van diverse categorieën van vermogenstitels. Anders geformuleerd: moet het monetaire beleid worden gebruikt om bubbels door te prikken? De bestaande wijsheid is dat dit de capaciteiten van de beleidsmakers te boven gaat. Of die opvatting na de Grote Recessie houdbaar is, zal de tijd leren. De macro-economie gaat weer een interessant decennium tegemoet.

### Referenties

- Adrian, T. en H.S. Shin (2010): Financial Intermediaries and monetary economics. In B.M. Friedman en M. Woodford (eds.): *Handbook of Monetary Economics*, hfdst. 12, vol. 3, Elsevier.
- Antony, J. en D.P. Broer (2010): Linkages between the financial and the real sector of the economy: A literature survey. *CPB Document 216*, Centraal Planbureau, The Hague.
- Arrow, K.J. en G. Debreu (1954): Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica*, 22, 265-290.
- Bernanke, B.S. (1983): Nonmonetary effects of the financial crisis in the propagation of the great depression. *The American Economic Review*, 73, 257-276.
- Bernanke, B.S. en M. Gertler (1995): Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 27-48.
- Bernanke, B.S., M. Gertler en S. Gilchrist (1996): The financial accelerator and the flight to quality. *The Review of Economics and Statistics*, 78, 1-15.

- Bernanke, B.S., M. Gertler en S. Gilchrist (1999): The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In J.B. Taylor and M. Woodford (eds.): *Handbook of Macroeconomics*, hfdst.. 21, vol. 1C, 1341-1393, Elsevier, 1e editie.
- Bernanke, B.S. en C.S. Lown (1991): *The Credit Crunch, Brookings Papers on Economic Activity*, 2, p. 205-239.
- Bijlsma, M. en G. Zwart (2010a): Falende corporate governance; waarom banken verslaafd zijn aan risico. *CPB Document 206*, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Bijlsma, M. en G. Zwart (2010b): Zijn strengere kapitaaleisen kostbaar? *CPB Document 215*, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Blanchard, O.J. en D. Quah (1989): The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. *The American Economic Review*, 79, 655-673.
- Bloom, N. (2009), The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77, 623-685.
- Bolton, P. en X. Freixas (2006): Corporate finance and the monetary transmission mechanism. *The Review of Financial Studies*, 19, 829-870.
- Brandt, M.W. en Q. Kang (2004): On the relationship between the conditional mean and volatility of stock returns: A latent VAR approach. *Journal of Financial Economics*, 72, 217-257.
- Brunnermeier, M.K. en L.H. Pedersen (2009): Market liquidity and funding liquidity, *The Review of Financial Studies*, 22, 2201-2238.
- Cerra, V. en S.C. Saxena (2008): Growth dynamics: The myth of economic recovery. *The American Economic Review*, 98, 439-457.
- Chami, R. en T.F. Cosimano (2001): Monetary policy with a touch of basel. *IMF Working Paper 01/151*, International Monetary Fund.
- CEP (2010): *Centraal Economisch Plan 2010*, Centraal Planbureau, Den Haag.
- De Walque, G., O. Pierrard en A. Rouabah (2010): Financial (in)stability, supervision and liquidity injections: A dynamic general equilibrium approach. *The Economic Journal*, 120, 1234-1261.
- Diamond, D.W. en R.G. Rajan (2005), Liquidity shortages and banking crises, *The Journal of Finance*, 60, 615-647.
- Dixit, A.K. en J.E. Stiglitz (1977): Monopolistic competition and optimum product diversity, *The American Economic Review*, 67, 297-308.
- Eichengreen, B. (1992): *Golden fetters: The gold standard and the great depression, 1919-1939*. Oxford University Press.
- Elbourne, A. en C.N. Teulings (2011): *The potential of a small model*. CPB Discussion Paper 193.
- Fazzari, S.M., R.G. Hubbard en B.C. Petersen (1988): Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-206.
- Flannery, M.J. en K.P. Rangan (2008): What caused the bank capital build-up of the 1990s? *Review of Finance*, 12, 391-429.
- Faust, J., S. Gilchrist, J.H. Wright en E. Zakrajsek (2011): Credit spreads as predictors of real-time economic activity: A Bayesian model-averaging approach. *Working Paper 16725*, National Bureau of Economic Research.

- Gerali, A., S. Neri, L. Sessa en F.M. Signoretti (2010): Credit and banking in a DSGE model of the euro area. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 107-141.
- Gertler, M. en S. Gilchrist (1994): Monetary policy, business cycles, and the behavior of small manufacturing firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 309-340.
- Gertler, M. en N. Kiyotaki (2011): Financial intermediation and credit policy in business cycle analysis. In B.M. Friedman en M. Woodford (eds.): *Handbook of Monetary Economics*, hfdst. 11, 547-599, vol. 3, Elsevier.
- Ghysels, E., P. Santa-Clara en R. Valkanov (2005): There is a risk-return trade-off after all. *Journal of Financial Economics*, 76, 509-548.
- Gilchrist, S. en E. Zakrajšek (2008): *Linkages between the financial and real sectors: An overview. Academic Consultants Meeting, 'Financial Stability and Linkages between Financial and Real Sectors,'* Federal Reserve Board, October 3, 2008.
- Gilchrist, S., V. Yankov, en E. Zakrajšek (2009): Credit market shocks and economic fluctuations: Evidence from corporate bond and stock markets. *Journal of Monetary Economics*, 56, 471-493.
- Gourinchas, P.-O. en J.A. Parker (2002): Consumption over the life cycle. *Econometrica*, 70, 47-89.
- Hanson, S.G., A.K. Kashyap en J.C. Stein (2011): A macroprudential approach to financial regulation. *Journal of Economic Perspectives*, 25, 3-28.
- Heuvel, S.J. van den (2006): The bank capital channel of monetary policy. 2006 *Meeting Papers*, no. 512, Society for Economic Dynamics.
- Hoshi, T., A. Kashyap en D. Scharfstein (1991): Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Economics*, 106, 33-60.
- Jordà, O. (2005): Estimation and inference of impulse responses by local projections. *The American Economic Review*, 95, 161-182.
- Kiyotaki, N. en J. Moore (1997): Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Lacoviello, M. en S. Neri (2010): Housing market spillovers: Evidence from an estimated DSGE model. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2, 125-164.
- Lettau, M. en S.C. Ludvigson (2009): Measuring and modeling variation in the risk-return tradeoff. In Y. Ait-Sahalia en L. Hansen (eds.): *Handbook of Financial Econometrics*, hfdst. 11, vol. 1, 617-690, Elsevier.
- Levchenko, A.A., L.T. Lewis en L.L. Tesar (2010): The collapse of international trade during the 2008-09 Crisis: In search of the smoking gun. *IMF Economic Review*, 58, 214-253.
- Ludvigson, S.C. en S. Ng (2007): The empirical risk-return relation: A factor analysis approach. *Journal of Financial Economics*, 83, 171-222.
- Meh, C.A. en K. Moran (2010): The role of bank capital in the propagation of shocks. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34, 555-576.
- Mody, A. en M.P. Taylor (2004): Financial predictors of real activity and the financial accelerator. *Economics Letters*, 82, p. 167-172.
- Muns, S. en H. Kranendonk (2010): De CPB conjunctuurindicator gereviseerd: Over endtime versus realtime, filters en puntschattingen. *CPB Document 219*.

- Nolan, C. en C. Thoenissen (2009): Financial shocks and the US business cycle. *Journal of Monetary Economics*, 56, 596-604.
- Rajan, R.G. (1992): Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt. *The Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Shin, H.S. (2010): *Macroprudential Policies Beyond Basel III*. Policy Memo, Princeton University.
- Sims, C.A. (1980): Macroeconomics and reality, *Econometrica*, 48, 1-48.
- Smith, M.H. en G. Smith (2006): Bubble, bubble, where's the housing bubble? *Brookings Papers on Economic Activity*, 37, 1-68.
- Stein, J.C. (1998): An adverse-selection model of bank asset and liability management with implications for the transmission of monetary policy. *The RAND Journal of Economics*, 29, 466-486.
- Teulings, C.N. en N. Zubanov (2010): Is economic recovery a myth? Robust estimation of impulse responses. *CPB Discussion Paper No. 131*.
- Taylor, J.B. (1993): *Discretion versus policy rules in practice*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195-214.
- Vayanos, D. (2004): Flight to quality, flight to liquidity, and the pricing of risk. *Working Paper 10327*, National Bureau of Economic Research.
- Wagner, W. (2010): *In the quest of systemic externalities: A review of the literature*, CESifo Economic Studies, 56, 96-111.





# Financiële sector in crisis

Arnoud W.A. Boot,

Mark A. Dijkstra

In dit preadvies wordt ingegaan op mogelijke veranderingen in de stabiliteit van de financiële sector, en met name de bancaire sector. Aangegeven zal worden dat fundamentele veranderingen in het bankwezen de stabiliteit ervan geen goed hebben gedaan. De afhankelijkheid van financiële markten en de interconnecties in het financiële systeem zijn sterk toegenomen. Ontwikkelingen in informatietechnologie hebben met name de 'marketability' en veranderbaarheid van banken sterk vergroot en daarmee geleid tot een grotere wispelturigheid en kuddegedrag. Hierdoor zijn systeemrisico's sterk vergroot. Ingegaan wordt op de invloed van financiële innovaties, de toename van het transactiebankieren, versturende kruissubsidies binnen banken en een toename van de schaal en complexiteit van banken. Ook wordt ingegaan op de toegevoegde waarde van de financiële sector voor de economie. Tegen deze achtergrond wordt bekeken hoe de financiële sector aan stabiliteit kan winnen. Wij zullen concluderen dat aan fundamentele structuurveranderingen in het bankwezen niet valt te ontkomen. Ook is een visie nodig is op de gewenste inrichting van de financiële sector.

105

## Inleiding

Het bestaansrecht van de financiële sector is evident. Financiële instellingen, zoals banken, worden geacht bij te dragen aan de allocatie van kapitaal in de economie. Zij doen dit ondermeer door besparingen aan te trekken en vervolgens uit te zetten als leningen aan bedrijven. Banken kunnen daarbij een toegevoegde waarde ontwikkelen via het creëren van informatie, het monitoren van bedrijven, het diversifiëren van risico's en het faciliteren van transacties (het betalingsverkeer bijvoorbeeld). Op deze wijze stimuleert de financiële sector de groei van de economie als geheel, en vormt daarmee een ruggengraat voor de economie (Beck, 2009).

Het idee dat een goed functionerende financiële sector goed kan zijn voor de economische groei, gaat ver terug in de economische literatuur; zie bijvoorbeeld de fameuze commentator Bagehot in zijn boekje *Lombard Street* (Bagehot, 1873). Onderzoekers hebben getracht te meten in hoeverre economische voorspoed afhankelijk is van het functioneren van de financiële sector. Goldsmith (1969) liet als een van de eersten een duidelijke correlatie zien tussen een ontwikkelde financiële sector en economische groei. Correlatie betekent echter nog geen causaliteit. Rajan en Zingales (1998) trachten plausibel te maken dat er een causaal verband is tussen de grootte

van de financiële sector en economische groei. Zij laten zien dat sectoren die meer afhankelijk zijn van externe financiering, sneller groeien in landen die financieel meer ontwikkeld zijn.<sup>1</sup>

De recente financiële crisis lijkt echter te wijzen op een mogelijk nadelig effect van de financiële sector op economische groei. De relatie tussen de grootte van de financiële sector en economische groei is wellicht vanaf een bepaalde grootte van de financiële sector negatief (Arcand, Berkes en Panizza, 2011). Zo kunnen risico's in de financiële sector zich doorvertalen in risico's in de reële economie. De financiële sector kan dan ook een schaduw kan werpen op de reële economie zoals de financiële crisis van 2007-2009 heeft laten zien. Daarnaast kan een financiële sector die te groot is haar ondersteunende rol kwijtraken, zodat alleen de groei van de financiële sector als zelfstandige sector wordt nagejaagd. In dat geval voegt de financiële sector mogelijk niet toe aan economische groei, maar zou deze zelfs kunnen verminderen, bijvoorbeeld doordat de meest getalenteerde studenten in de financiële sector gaan werken, terwijl zij mogelijk elders productiever zouden zijn. Dit is het zogeheten *crowding out* effect (Beck, Boot en Degryse, 2010).

In deze bijdrage wordt dieper ingegaan op de veranderingen die de financiële sector gedurende de afgelopen decennia heeft gekenmerkt. Aangegeven zal worden dat fundamentele veranderingen in de financiële sector de stabiliteit van het bankwezen geen goed hebben gedaan. Het gaat dan met name om de sterkere verbondenheid tussen banken en financiële markten. Deze hebben geleid tot een grotere wispelturigheid en kuddegedrag, en hiermee tot een groter systeemrisico.

Allereerst zal echter in paragraaf 1 dieper worden ingegaan op de toegevoegde waarde van de financiële sector voor de economie, en met name hoe dit gemeten zou kunnen worden. Dit is verre van voor de handliggend. Wij zullen ingaan op wat de toegevoegde waarde conceptueel is ('het beter doen functioneren van de economie als geheel'), en wat concreet gemeten wordt als bijvoorbeeld de OECD in zijn statistieken laat zien dat in de jaren voor de 2007-2009 crisis het aandeel van de financiële sector in het nationaal inkomen sterk is gestegen. De vraag die wij zullen stellen is hoe naar een dergelijk gegeven moet worden gekeken: is dit een teken van een meer succesvol opereren van de financiële sector voor de economie als geheel, of is dit een financiële sector die op zichzelf is komen te staan, en min of meer 'voor zichzelf' is gaan werken in plaats van voor de economie als geheel?

<sup>1</sup> Zie ook Levine (1997) voor een overzicht van de eerdere literatuur die een verband tracht te leggen tussen financiële ontwikkeling en economische groei.

In paragraaf 2 bespreken wij fundamentele veranderingen in de financiële sector. Als onderliggende kracht zien wij ontwikkelingen in informatietechnologie die financiële markten een geweldige impuls hebben gegeven, en met name de gevoeligheid van banken voor ontwikkelingen op de financiële markten sterk hebben doen toenemen. Aan bod komen ondermeer de invloed van financiële innovaties, de toename van transactiebankieren en kruissubsidiëring van risico's binnen financiële instellingen. De ontplooiing van en gerichtheid op financiële markten heeft banken meer wispelturig gemaakt en ook speelbal van de sentimenten op die markten. Aangegeven zal worden dat dit grote gevolgen heeft voor de stabiliteit van de bancaire sector en, via door de financiële markten uitgelokt kuddegedrag, systeemrisico's heeft doen toenemen.

In paragraaf 3 wordt de structuur van de financiële sector besproken, en met name het vraagstuk van schaal en scope van banken. Financiële instellingen hebben de neiging steeds groter en complexer te worden, terwijl dit mogelijk niet economisch efficiënt is. Ook van belang is dat de effectiviteit van toezicht mogelijk belemmerd wordt door de complexiteit. De vraag is dan of banken zelf genegen kunnen zijn de complexiteit te verminderen. In paragraaf 4 wordt besproken hoe de risico's in de financiële sector voldoende beheerst zouden kunnen worden. Aangegeven zal worden dat van marktdiscipline niet veel verwacht mag worden. Voor het bewerkstelligen van stabiliteit in de bancaire sector wordt het dan extra belangrijk de complexiteit te verminderen om toezicht een betere kans te geven. Wij zullen ingaan op wat voor structurele maatregelen de complexiteit van de bancaire sector zouden kunnen verminderen. Paragraaf 5 sluit af.<sup>2</sup>

## 1 Toegevoegde waarde en output van de financiële sector

De financiële sector levert een bijdrage aan het functioneren van de economie als geheel, maar hoe groot deze bijdrage is, is niet eenvoudig te bepalen. Vandaar dat men – zoals aangegeven in de introductie – in onderzoek getracht heeft te kijken naar de causaliteit tussen de financiële geavanceerdheid van een land en de economische voorspoed van het land. Het direct meten van de toegevoegde waarde van de financiële sector lijkt onmogelijk. Tegelijkertijd zorgen de activiteiten van de financiële sector zelf ook voor directe en indirecte gerelateerde werkgelegenheid. De financiële sector verschaft immers werk (direct effect), maar ook kan het zakelijke dienstverlening aantrekken die synergetisch is met de financiële activiteit (gerelateerd

2 In deze bijdrage staat de bancaire sector centraal. De risico's komend van niet-bancaire instellingen, mogen niet onderschat worden; de mushrooming van de financiële sector vereist van toezichhouders een brede blik op het te controleren speelveld. De analyse in dit preadvies is ten dele gebaseerd op Boot (2011).

indirect effect). Zo hebben hoofdkantoren van banken normaliter relatief grote juridische en accountantskantoren in hun omgeving.

Deze effecten betekenen niet automatisch dat de financiële sector een werkelijke toegevoegde waarde heeft voor de economie, wellicht is sprake van crowding out effecten. We zullen ons richten op de directe bijdrage ('output') van de financiële sector.

### 1.1 *Meten van de output van de financiële sector*

De financiële sector lijkt sterker gegroeid dan de economie als geheel. De OECD (2007) laat zien dat de sector *Finance and Insurance* tussen 1995 en 2005 in Nederland is gestegen van 6,3 naar 7,4 procent van het nationaal inkomen. Voor het Verenigd Koninkrijk gaat de stijging zelfs van 6,4 naar 8,3 procent. Deze meting behandelt de financiële sector echter als elke andere sector. In wezen tracht zij de totale opbrengsten te meten die aan de financiële sector toekomen: het arbeids- en winstinkomen. Maar dit zegt in principe niets over de toegevoegde waarde die de financiële sector heeft voor de economie als geheel, want daarin staat centraal hoe zij de rest van de economie beter laat functioneren.

Zoals aangegeven is de financiële sector ten enenmale een sector die faciliterend is ten opzichte van de rest van de economie. Anders gezegd: het aandeel van de financiële sector in het nationaal inkomen representeert eigenlijk alleen de kosten (het beslag op het nationaal inkomen) terwijl de opbrengsten blijken uit het faciliteren – en dus min of meer de omvang en groei – van de niet-financiële sector. Dit betekent dat een financiële sector die een steeds groter deel van het nationaal inkomen opsoupeert toch een groeiende toegevoegde waarde voor de niet-financiële economie kan hebben zolang de gehele koek van de economie (het nationaal inkomen) hierdoor voldoende sterk stijgt: de koek als geheel minus het groeiende aandeel van de financiële sector moet er door groeien. In principe kan dat; het is niet onmogelijk dat een groeiend aandeel van de financiële sector hand in hand gaat met een (hierdoor) groter wordende niet-financiële economie.

In het vervolg van deze paragraaf concentreren wij ons op het meten van de opbrengsten die toegerekend worden aan de financiële sector. De waarde die is gecreëerd door het faciliteren van de niet-financiële economie, blijft dus buiten beeld. Hoe worden de opbrengsten gemeten? In de meeste sectoren zetten bedrijven een expliciete prijs voor hun producten, en moeten zij betalen voor de materialen die zij gebruiken om deze producten te produceren. Zo kan de opbrengst (arbeids- en winstinkomen) van een schoenenfabriek worden berekend door de waarde van alle verkochte schoenen te nemen, en daar de waarde van de ingekochte materialen van af te trekken.

In de financiële sector is productie moeilijker direct te meten. Een deel van de activiteiten wordt expliciet geprijsd, zoals de vergoeding die wordt ontvangen voor het begeleiden van een fusie of overname. Deze activiteiten

zijn dus direct in termen van opbrengsten te meten. Een groot deel van de productie van banken is niet expliciet geprijsd, maar bestaat uit diensten die indirect geprijsd worden, zoals het beheren van deposito's, uitzetten van leningen, en faciliteren van betalingen. Deze diensten worden vaak geprijsd door opslagen in uitleentarieven, of lagere depositorentes, met al dan niet uitgesplitste tarieven voor speciale handelingen of andere services.

Met enige moeite kan het renteverskil tussen lenen en uitlenen worden geïnterpreteerd als de opbrengst van de bank en dat is wat veelal gebeurt. Om de opbrengst van een bank te bepalen, wordt normaliter de interest die een bank ontvangt op een lening vergeleken met een risicovrije referentierente. Dit verschil wordt vermenigvuldigd met de hoogte van de lening om de toegevoegde waarde van de lening voor de bank te bepalen. Als bijvoorbeeld een lening van 1.000 euro tegen 10 procent wordt afgesloten, en de risicovrije referentierente is 4 procent, dan zou volgens deze berekening de waarde van deze lening voor de financiële instelling  $1.000 \times (10\% - 4\%) = 60$  euro bedragen. Voor besparingen geldt een omgekeerde berekening: naarmate de bank een lagere rente kan uitkeren ten opzichte van een referentierente, 'produceert' de bank meer. Door deze berekening voor alle leningen en besparingen die banken uitzetten uit te voeren, kan de totale productie van banken worden berekend.<sup>3</sup>

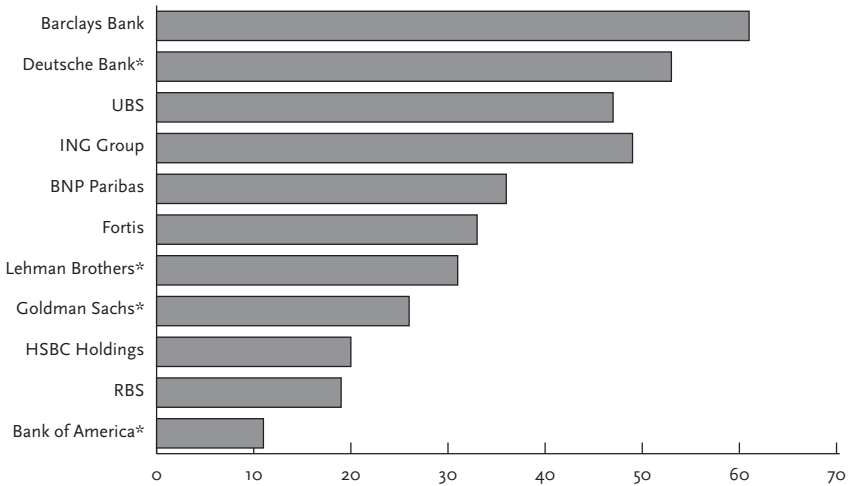
Dit type berekening heeft grote beperkingen. In veel landen – bijvoorbeeld Nederland en het Verenigd Koninkrijk (Haldane, Brennan en Madouros, 2009) – blijkt bijvoorbeeld dat er een aanzienlijke vergroting is van de aldus gemeten output van banken vanaf het vierde kwartaal van 2008. Wij weten dat dit onder meer wordt veroorzaakt door de door de monetaire autoriteiten verlaagde (referentie) risicovrije rente, en een beweging bij banken om hogere rentes op leningen te vragen. Maar is het onjuist om de hogere marge te zien als extra output. Een hogere marge kan betekenen dat een bank meer risico loopt. In de meetmethode wordt hier geen rekening mee gehouden. Haldane, Brennan en Madouros (2009) stellen bijvoorbeeld dat banken in het Verenigd Koninkrijk in het vierde kwartaal van 2008 hun rente op leningen sterk hebben verhoogd omdat zij meer liquiditeitsrisico liepen. Door de meetmethode betekent dit dus automatisch een hogere gemeten output terwijl de daadwerkelijke productie risicovoller is geworden.

Voor een accurate meting van de output van banken zou voor risico gecorrigeerd moeten worden bijvoorbeeld door verschillende referentierentes te gebruiken, afhankelijk van het risico van de lening. Dit gebeurt echter niet. Basu, Inklaar en Wang (2011) schatten voor de Verenigde Staten dat de productie van banken tussen 1997 en 2007 met 21% is overschat door niet voor risico te corrigeren. Colangelo en Inklaar (2010) schatten voor het

3 De methode van berekening van de toegevoegde waarde wordt aangeduid met de abstracte term *Financial Intermediation Services Indirectly Measured* (FISIM).

eurogebied dat tussen 2003 en 2008 de output met risicocorrectie 24 tot 40 procent lager zou liggen.<sup>4</sup>

Een tweede effect is dat door toegenomen leverage banken in de jaren voor 2008 de kredietportefeuille sterk hebben uitgebreid. Hierdoor is extra volume (en risico) gecreëerd dat zich ook zal hebben vertaald in extra output (figuur 1).



Figuur 1: Leverage ratio's (activa/eigen vermogen) van grote banken in juni 2008  
\* 2007

Bron: CNN Money.com, 7 oktober 2008.

### 1.2 Samenstelling van de groei van de output van de financiële sector

Wanneer in algemene zin gekeken wordt naar de bronnen van outputgroei, bestaan deze uit de groei van arbeid, de groei van kapitaal en een groei-residu dat *Total Factor Productivity* (TFP) wordt genoemd (Solow, 1957).<sup>5</sup> Dit residu wordt meestal verklaard uit technologische vooruitgang, maar vangt feitelijk alle groei die niet uit de groei van arbeid en kapitaal wordt verklaard. Dit zijn dus bijvoorbeeld ook veranderingen in de samenstelling van arbeid en het type kapitaal dat gebruikt wordt.

4 Voor Nederland heeft het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS, 2005) de meetmethode voor de toegevoegde waarde van de financiële sector voor het laatst aangepast in 2005. Voor de revisie gebruikte het bureau eenvoudigweg het verschil tussen rente op deposito's en leningen, en is na de herziening eveneens overgestapt op de Financial Intermediation Services Indirectly Measured (FISIM) methode. In eerste instantie zijn de data vanaf 2001 aangepast, en vanaf 2007 zijn ook oudere data aangepast. De Nederlandse data kennen dus dezelfde problemen als de Europese en Amerikaanse, en overschatten dus waarschijnlijk de toegevoegde waarde van de financiële sector aan het nationaal inkomen, hoewel het op voorhand niet te zeggen is hoe groot deze overschatting op dit moment is.

5 Merk op dat in deze sectie kapitaal refereert aan vaste activa, zoals gebouwen en computers.

In het geval van de financiële sector zal een toename in het risico dat gelopen wordt ook tot de TFP-groei gerekend worden. Het blijkt dat over de periode 2000-2007 de TFP-groei in de financiële sector sterk boven de TFP-groei in de gehele economie ligt, terwijl wanneer over een langere periode gekeken wordt, deze ongeveer gelijk aan elkaar zijn (tabel 1). Dit hoeft niet automatisch te betekenen dat er sprake is van een toename van het risico dat wordt gelopen, maar kan ook betekenen dat de output is toegenomen door bijvoorbeeld een meer intensief gebruik van ICT. Het blijkt echter dat financiële instellingen in termen van oorzaken van groei een uitzondering vormen in de dienstensector. Andere dienstverlenende sectoren verwezenlijken vooral groei door extra inzet van arbeid en kapitaal, en kennen nauwelijks TFP-groei (tabel 2). Op voorhand is niet duidelijk waarom dit in de financiële sector anders zou moeten zijn. Het meest voor de hand liggend is dat dan toch een toegenomen risico een belangrijke rol speelt, en dat de groei van de output van de financiële sector deels hieruit verklaard kan worden.

Tabel 1: Bijdrage productiefactoren aan de groei van financiële instellingen en totale economische groei in Nederland (procent per jaar)

2000-2007	Financiële instellingen	Totaal	1979-2007	Financiële instellingen	Totaal
Arbeid	0.9%	1.0%	Arbeid	1.6%	1.4%
Kapitaal (Vaste activa)	-1.1%	1.8%	Kapitaal (Vaste activa)	5.5%	3.3%
TFP	4.1%	0.7%	TFP	0.3%	0.4%
Totaal	3.9%	3.5%	Totaal	7.3%	5.1%

Bron: EU KLEMS database, 2011.

Tabel 2: Bijdrage productiefactoren aan de groei van sectoren in Nederland (procent per jaar)

2000-2007	Arbeid	Kapitaal	TFP	Totaal
Financiële instellingen	0.9%	-1.1%	4.1%	3.9%
Onroerend goed	2.2%	3.2%	-2.1%	3.3%
Verhuur, ICT en zakelijke dienstverlening	2.6%	5.7%	-1.2%	7.1%
Openbaar bestuur	0.4%	3.4%	-0.2%	3.6%
Onderwijs	1.5%	6.8%	-1.5%	6.8%
Zorg	3.9%	4.3%	-0.8%	7.5%
Overige dienstverlening	1.5%	3.5%	-0.5%	4.5%
Totaal	1.0%	1.8%	0.7%	3.5%

Bron: EU KLEMS database, 2011.

De sterke TFP-groei impliceert meteen ook dat de beloning voor arbeid in de financiële sector en/of de beloning op kapitaal (ROE, *return on equity*) sterker

zijn gegroeid dan in de economie als geheel. Dit zou de sinds 1990 sterkere loonstijging in de financiële sector ten opzichte van andere sectoren kunnen verklaren (Philippon en Reshef, 2009).

Een andere, complementaire reden voor de sterke stijging van de omvang van de financiële sector is een toename van leningen tussen financiële spelers onderling. Deze ‘onderlinge leveringen’ kunnen ook langs andere weg tot stand komen. Een ‘stapeling’ van producten – bijvoorbeeld pakketten hypotheeken die verschillende malen worden verpakt, doorverkocht en weer herverpakt (de zogeheten securitisatie) – duidt evenzeer op onderlinge leveringen. Ook is sprake van een toeneming van de onderlinge garantstellingen. Dit speelt bijvoorbeeld als een bank een spv (*special purpose vehicle*) opricht om zijn hypotheek *exposure* in onder te brengen (en via securitisatie door te verkopen) en de financiering van dit vehicle met garanties ondersteunt. Al deze vormen van onderlinge leveringen creëren extra omzet die de financiële sector doen groeien. Of hiermee de economie als geheel geholpen is, is een andere vraag.

Wanneer financiële instellingen meer aan elkaar lenen, betekent dit automatisch ook dat de financiële sector sterker onderling verbonden is. Dit kan zowel een positief als een negatief effect hebben op de financiële stabiliteit. Aan de ene kant betekent een grotere onderlinge verbondenheid dat problemen in een enkele instelling zich makkelijker verspreiden richting andere, en dit suggereert instabiliteit, maar aan de andere kant kan mogelijk door een grotere verbondenheid een schok beter door het systeem als geheel worden opgevangen. Het heeft dus ook diversificatievoordelen die mogelijk de stabiliteit ten goede komen (Allen en Gale, 2000).

### 1.3 Crowding out?

Maar is een grotere financiële sector slecht voor de economie als geheel? Een grotere financiële sector kan betekenen dat sprake is van een soort crowding out effect op de reële economie, bijvoorbeeld omdat menselijk kapitaal wordt onttrokken aan de reële economie. Wanneer een grote financiële sector talent uit andere sectoren aantrekt, door bijvoorbeeld de beste studenten die uit business schools komen aan zich te binden, kan dit beschadigend zijn voor de innovatiekracht van de reële economie (Boot en Marinč, 2010). Ook kan de explosie van inkomensniveaus in de financiële sector hogere loonstijgingen elders afdwingen, en ook op deze manier een schadelijke werking hebben.

Hoe de balans precies doorslaat zal afhangen van de mate waarin de ‘opgeblazen’ financiële sector er toch in slaagt te komen tot een betere allocatie van financiële middelen (kapitaal) in de economie in relatie tot de nadelen, i.e. het mogelijke grote risico dat aan zo’n grote financiële sector vastzit en de mogelijke nadelige effecten van het wegzuigen van menselijk kapitaal uit de reële economie (Philippon, 2010). Of er sprake is van een betere alloca-



tie van kapitaal is de vraag. Zo constateert Orhangazi (2008) dat de toename van leningen en investeringen aan de financiële sector tussen 1973 en 2003 in de Verenigde Staten heeft geleid tot een afname van de investeringen in de reële economie. Dit zou samen kunnen vallen met de al geconstateerde toename van leverage in de financiële sector die in de *boom* periode (niet voor risico gecorrigeerde!) ROE-rendementen heeft opgestuwd.<sup>6</sup> En beleggers zijn schijnbaar gevoelig gebleken voor deze kunstmatig hoge rendementen (voor zover ze niet zelf hierop hebben aangedrongen!).

Een dergelijk crowding out effect heeft implicaties voor de manier waarop naar de financiële sector moet worden gekeken. Niet alleen kan een grotere financiële sector grotere risico's betekenen, het kan zelfs betekenen dat groei in de financiële sector ten koste gaat van groei in de reële economie. Het zou kunnen betekenen dat de financiële sector haar ondersteunende rol kwijtraakt, en zichzelf te zeer als zelfstandige bedrijfstak is gaan zien (zie ook Box 1).

#### *Box 1: Financiële sector ondersteunend?*

Als we de ontwikkeling van de financiële sector in de afgelopen decennia in Nederland en de rest van de wereld bekijken, kunnen we onderscheid maken tussen twee verschillende trends: de financiële sector als facilitator en de financiële sector als zelfstandige bedrijfssector. Deze twee trends stemmen overeen met twee verschillende opvattingen over de rol van de financiële sector in een economie.

De facilitaire rol benadrukt de rol van de financiële sector in het mobiliseren van fondsen voor investeringsdoeleinden en het bijdragen aan een doelmatige allocatie van kapitaal in het algemeen. Daarmee ondersteunt de financiële sector kapitaalvorming en productiviteitsgroei en uiteindelijk ook economische groei. Deze rol omvat ook aanvullende, min of meer publieke activiteiten, zoals het verlenen van toegang tot betaal- en transactiediensten die van belang zijn voor de deelname van de gehele bevolking aan een moderne markteconomie. Deze opvatting benadrukt de ondersteunende rol van de financiële sector die het goed functioneren van de moderne markteconomie mogelijk maakt en ten dienste staat van de overige – niet-financiële – sectoren van de economie. Dit standpunt impliceert tevens dat de financiële sector en de economie zich min of meer synchroon ontwikkelen. Met andere woorden: de omvang van de financiële sector past zich aan aan de groei van de economie als geheel. We verwachten in dat geval dat de bijdrage van de financiële sector aan het bruto binnenlands product (bbp) min of

6 In paragraaf 4.1 komen wij hierop terug. Juist in de financiële sector is het mogelijk om door hogere leverage rendementen op te stuwten. Als het risico hiervan wordt genegeerd, dan suggereert dit dat investeren in de financiële sector attractiever is geworden.

meer stabiel blijft, naarmate de economie zich ontwikkelt. Een heel ander standpunt is dat de financiële sector een groeisector op zich is. Hierbij wordt de financiële sector beschouwd als een exportsector, dat wil zeggen een sector die zich – veelal op nationaal niveau – profileert als financieel centrum en voortbouwt op de aanwezige relatieve voordelen, zoals hoogopgeleid personeel, gunstige regelgeving, subsidies, enzovoort. Als we het binnenlands beleid in de verschillende landen bezien, kunnen we concluderen dat individuele landen grote voordelen in een dergelijke benadering zien. Economische voordelen zijn bijvoorbeeld de groei van de professionele dienstverlening (juridische diensten, accounting, consulting, enz.) die zich gewoonlijk rond de financiële activiteiten ontwikkelt. In deze opvatting wordt de financiële dienstverlening beschouwd als zelfstandige bedrijfstak die fungeert als financieel centrum.

#### *Implicaties voor de reële economie*

Wat zijn de implicaties van deze verschillende opvattingen over de ontwikkeling van de financiële sector? Wij zullen hier enkele voorzichtige antwoorden formuleren, maar wijzen er tegelijkertijd op dat veel vragen nog grotendeels onbeantwoord zullen blijven. Toekomstig onderzoek zal op deze vragen het antwoord moeten leveren en verdergaande conclusies over beleidsimplicaties mogelijk maken.

#### *(1) Wat is de bijdrage van elk van deze benaderingen voor de groei op de lange termijn?*

Hoewel recente gebeurtenissen twijfel zaaien over de waarde die de financiële sector als zelfstandige bedrijfstak oplevert (met name bij ontwrichtend beleid), is er geen eenvoudig antwoord te geven op de vraag wat de bijdrage van de sector is aan de economische groei. Literatuur over financiële ontwikkeling en economische groei geeft enkele aanwijzingen over het belang van de facilitaire benadering, maar er is nog weinig gepubliceerd over de rol van de financiële sector als zelfstandige bedrijfstak. Het is echter wel van belang dit verband te onderzoeken omdat dit belangrijke gevolgen kan hebben voor de regelgeving en beleidsvorming. Vooralsnog lijkt de financiële sector als zelfstandig bedrijf de verliezende partij.

#### *(2) Zijn beide benaderingen complementair of sluiten ze elkaar uit?*

Zelfs onder normale omstandigheden (zonder crisis) lijkt het erop dat de echte economie aan het kortste eind trekt op het moment dat de financiële sector als zelfstandige bedrijfstak wordt gezien. Dit zou complementariteit uitsluiten. Het is ook mogelijk dat er sprake is van een natuurlijke ontwikkeling, waarbij de financiële sector zich ontwikkelt

van een lokale facilitator tot een meer regionaal financieel centrum. De lokale welvaart kan profiteren van activiteiten die voortvloeien uit de aanwezigheid van een dergelijk financieel centrum. Pleit dit voor de benadering van de financiële sector als zelfstandige bedrijfstak? Dit is niet duidelijk. Als de facilitaire benadering namelijk echt stand houdt, kan een beleid dat zich richt op een financieel centrum strijdig zijn met het algemeen belang. Wijst dit op een *zero-sum* resultaat, waarbij de winst van de ene partij gelijk is aan het verlies van de andere? Of nog erger, kan het de voordelen van lokale vertegenwoordiging (zoals bij relatiebankieren) teniet doen? Dit brengt ons bij een meer algemene vraag: is de financiële sector, gezien vanuit de totale wereldeconomie, niet per definitie facilitair?

*(3) Wat zijn de implicaties van elke benadering voor de economische volatiliteit?*

De opvatting van de financiële sector als zelfstandig bedrijf lijkt hand in hand te gaan met een hogere volatiliteit, zoals we in de huidige crisis zien. De duidelijkste voorbeelden zijn IJsland en Greater London. De vraag is in hoeverre dit ook te zien is in het Nederlandse bbp en andere indicatoren. Het is duidelijk dat deze volatiliteit een negatief effect heeft op de reële economie, met name waar het aan voldoende regulering en toezicht ontbreekt.

Bron: Beck, Boot en Degryse (2010).

In dit kader moet dan ook voorzichtig worden omgegaan met de manier waarop beleid met betrekking tot de financiële sector wordt gemaakt, en bijvoorbeeld het promoten van Nederland als financieel centrum. Het alleen inzetten op het vergroten van de sector kan inefficiënties in de hand werken. Als voorbeeld valt te denken aan het initiatief van de Nederlandse overheid, het zogenoemde Holland Financial Center. Dit initiatief heeft als doel om de financiële sector in Nederland te versterken door de samenwerking tussen overheid en de financiële sector te verbeteren, bijvoorbeeld door de regelgeving beter af te stemmen op de ontplooiingsmogelijkheden van de financiële sector (Netherlands Government Action Plan, 2007). Het is belangrijk dat een duidelijke visie op de rol en plaats van de financiële sector ten grondslag ligt aan een dergelijk initiatief. Gezorgd moet worden dat de netto bijdrage van de financiële sector aan de Nederlandse economie wordt geoptimaliseerd. Dit is iets anders dan het maximaliseren van de werkgelegenheid in de financiële sector of het maximaliseren van haar 'productie' (zie eerder). Centraal moet staan hoe het hebben van een bepaalde financiële sector de groeimogelijkheden van de rest van de economie optimaliseert. En ja, zoals al eerder beoogd, de financiële sector heeft ook een meer rechtstreekse toe-

gevoegde waarde door de hoogwaardige werkgelegenheid die hij kan aantrekken. Dit moet natuurlijk worden meegenomen.

Waar het op neerkomt is dat sprake moet zijn van een evenwicht. Het behouden van hoofdkantoren van financiële instellingen in Nederland is ongetwijfeld belangrijk. Het stimuleert hoogwaardige werkgelegenheid, maar – zoals al opgemerkt – is niet zonder risico's. Een meerdimensionale strategie is daarom belangrijk. Het aantrekken van kleinere partijen zoals private equity bedrijven en andere 'niche' partijen (bijvoorbeeld de in de *slip stream* van de voormalige European Options Exchange in Amsterdam gevestigde handelsbedrijven) biedt een betere risicospreiding.

### *Conclusie*

Een goed ontwikkelde financiële sector heeft over de tijd gezien geleid tot een hogere economische groei. Een gezonde economie kan immers niet zonder de diensten die de financiële sector aanbiedt. De specifieke groei van de financiële sector over de laatste 15 jaar baart echter zorgen. De mogelijke risico's en crowding out effecten mogen niet worden onderschat. Zo kan een alsmaar grotere financiële sector steeds meer op zich zelf gericht raken en niet meer ten dienste staan van de reële economie. Crowding out betekent dat niet alleen kapitaal maar ook menselijk talent wordt onttrokken aan de reële economie. Daarnaast kan de grote verwevenheid van financiële instellingen onderling ernstige gevolgen hebben voor de stabiliteit van de reële economie. In de volgende paragraaf worden mogelijke oorzaken van de toegevoegde instabiliteit van de financiële sector verder besproken.

116

## **2 Stabiliteit financiële sector**

Centraal in deze paragraaf staan de consequenties van het meer op financiële markt gericht zijn van de financiële sector. Verschillende potentiële oorzaken worden besproken: de proliferatie van financiële markten (met informatietechnologie als drijvende kracht), de hiermee samenhangende vergroete verhandelbaarheid van bancaire activa (door securitisatie bijvoorbeeld), ontwikkelingen op het gebied van financiële innovaties, de vergroete nadruk op transactiebankieren en mogelijke kruissubsidiëring van risico's binnen banken. Wij zullen aangeven dat deze ontwikkelingen de stabiliteit van de financiële sector hebben aangetast.

### **2.1 Invloed van financiële innovaties**

Vele auteurs hebben laten zien dat financiële innovaties een positief effect kunnen hebben op economische groei (zie Tufano, 2003). Beschouw bijvoorbeeld een *commercial letter of credit* (CLC). Dit financiële product (een innovatie uit het verleden) zorgt er voor dat handelspartijen die op afstand van elkaar staan, bereid zijn met elkaar te handelen. Een CLC is namelijk een garantie die wordt afgegeven door een gerenommeerde bank die bij-

voorbeeld een importerende partij zal betalen zodra de goederen in goede orde zijn aangekomen. Zonder een dergelijke garantie zou een exporterende partij niet bereid zijn te leveren; eerst zou men betaling willen zien. De importerende partij heeft vergelijkbare zorgen – hij zou niet bereid zijn te betalen voordat er sprake is van levering. Deze patstelling zou betekenen dat internationale handel onmogelijk is. De CLC lost deze patstelling op. Dus het is evident dat financiële innovaties een positief effect *kunnen* hebben op economische groei.

Maar wat kunnen de negatieve effecten zijn? En is het mogelijk dat voor de meer recente innovaties deze negatieve effecten domineren? In deze subparagraaf geven wij een overzicht van de effecten die verbonden zijn aan financiële innovaties. Wat wij met name zullen uitwerken is dat financiële innovaties hebben geleid tot een veel grotere verhandelbaarheid, en daarmee ook veranderbaarheid van de balans van een bank. Financiële instellingen zijn hierdoor meer gevoelig geworden voor ontwikkelingen op de financiële markten.

Op zich is het creëren van verhandelbaarheid positief – het zorgt voor een grotere liquiditeit. In de financieringsliteratuur staat dit bekend als het complete maken van de markt (Elul, 1995).<sup>7</sup> Maar nu de meer negatieve kant. Allereerst is het belangrijk om in te zien dat financiële innovaties vaak proberen te profiteren van het bestaan van een ongelijke verdeling van informatie tussen individuen of partijen. Wanneer informatieasymmetrieën bestaan is het namelijk mogelijk om met financiële innovaties te proberen te kapitaliseren op deze informatieverschillen. Hiermee samenhangend speelt de neiging producten complex te maken. Denk bijvoorbeeld aan de tegenwoordig onder de naam woekerpolissen bekendstaande producten. Bij de verkoop van deze spaarproducten<sup>8</sup> werd informatie over de precieze werking ervan en vooral ook over de kosten vaak zo obscuur mogelijk gemaakt. Op deze manier konden de verkopen beter worden gestimuleerd.

Dit inspelen op en zelfs creëren van informatieasymmetrieën leidt tot een verslechtering van de allocatie van kapitaal. De recente toename in securitisatie kan ook op deze manier worden geïnterpreteerd. In eerste instantie heeft securitisatie (wellicht) geleid tot een bredere toegang tot beleggers, en dus bepaalde liquiditeitsvoordelen gebracht. Maar securitisatie heeft er ook voor gezorgd dat risicovolle activa te makkelijk doorverkocht konden worden, zonder dat

7 Boot en Thakor (1993) laten zien dat financiële innovaties evenzeer informatieasymmetrieën kunnen doen verminderen, en dat hierin een legitieme toegevoegde waarde van financiële innovaties ligt.

8 Woekerpolissen waren officieel levensverzekeringen. De essentie van het product is echter dat het een spaar- of beleggingsproduct is waarbij een fiscaal voordeel werd uitgebuit, en wel zodanig dat de kosten van deze producten veelal elk mogelijk fiscaal voordeel volstrekt domineren.

de risico's voldoende werden onderkend. Als gevolg hiervan ontstond een perverse interactie met ratingbureaus en een niet te stillen vraag naar AAA-schuldpapier. En dit had weer tot gevolg dat men geneigd was meer en meer hypotheekleningen te verstrekken om telkens weer te kunnen voorzien in de grote behoefte aan afgeleide hypotheekbeleggingen. Zodoende was men geneigd om acceptatiecriteria voor hypotheekleningen te versoepelen (Keys et al., 2010).

Belangrijker misschien nog dan een mogelijk misbruik van informatie-asymmetrieën, is dat de toename in securitisatie ervoor heeft gezorgd dat banken meer dan voorheen verbonden zijn geraakt met de financiële markten. Financiële innovaties zorgen voor een grotere verhandelbaarheid van activa van de bank in de financiële markten en daarmee voor een toegenomen veranderbaarheid van de balans van de bank. Op zichzelf is een grotere veranderbaarheid positief; het biedt een extra optie die er eerst niet was. De vraag is echter tot wat voor gedragsverandering een dergelijke extra mogelijkheid aanleiding geeft.

Hier speelt dat het vaak leidt tot een impulsiever gedrag van banken. Men voelt druk om met de mode van de dag mee te doen, en de veranderbaarheid maakt het ook mogelijk dit daadwerkelijk te doen. De bancaire sector wordt dan blootgesteld aan de boom-bust cyclus van financiële markten.<sup>9</sup> Banken worden hierdoor ongetwijfeld ook opportunistischer. De meer door het momentum gedreven financiële markten zullen ook kuddegedrag uitlokken. Hetgeen wat *hot* is zal door de bedrijfstak als geheel worden nagestreefd met als gevolg een sterker overeenkomstig risicoprofiel tussen verschillende individuele spelers. Dit betekent dat het systeemrisico van de financiële sector wordt vergroot.

Financiële innovaties kunnen daarnaast een indirect effect hebben op financiële instellingen via het effect van innovaties op de relatieve winstgevendheid van de verschillende activiteiten van een bank. Dit kan invloed hebben op het relatieve belang van transactie- versus relatiebankieren (Boot en Thakor, 2000; Udell, 2009).

## 2.2 Relatie- en transactiebankieren

Het is instructief om het opereren van een bank op te delen in twee categorieën: relatiebankieren en transactiebankieren. Bij relatiebankieren gaat de bank een relatie aan met de klant voor een langere termijn en probeert op deze wijze waarde te creëren. Vaak stuurt ze hierbij op meer zachte informatie die ze als onderdeel van de relatie verwerft. Transactiebankieren is – wat het woord al zegt – veel eerder gericht op een bepaalde grote (en vaak meer eenmalige) transactie. Deze kan klantgericht zijn (begeleiding van fusie of

<sup>9</sup> Zie Boot (2011). Shleifer en Vishny (2010) laten zien dat in goede economische tijden banken geneigd zijn meer te securitiseren, en in slechte tijden minder. Dit zorgt er niet alleen voor dat banken sterker afhankelijk worden van economische cycli, maar dat zij deze cycli zelf ook weer versterken.

overname) of juist niet, bijvoorbeeld handelsactiviteiten voor eigen rekening (*proprietary trading*).

Over het algemeen voeren banken zowel relatie- als transactieactiviteiten uit. Wanneer de economie opleeft, is er meer ruimte voor transacties; bijvoorbeeld om via fusies en overnames relatief grote veranderingen in de allocatie van kapitaal te bewerkstelligen. De transactieactiviteiten zullen dus de neiging hebben meer dominant te zijn in goede tijden. Voor handelsactiviteiten voor eigen rekening geldt soms hetzelfde. Het relatiebankieren zelf is normaliter minder afhankelijk van de economische situatie. Het stuurt op het aangaan van relaties met cliënten, heeft een meer lange adem en is relatief stabiel. De transactiegedreven activiteit is meer opportunistisch en vaak ook makkelijker op te schalen (zeker als het niet-klantgerelateerde handelsactiviteiten betreffen). Dit heeft als effect dat wanneer de economie aantrekt, transactieactiviteiten als extra aantrekkelijk worden gezien ten opzichte van relatieactiviteiten, waardoor de bank geneigd is zich meer toe te leggen op transactiebankieren en minder op relatiebankieren. Meer in het algemeen zal de transactieactiviteit sterk afhankelijk zijn van het momentum in de financiële markten en daar trachten op in te spelen.

Als gevolg hiervan lijken banken te opereren in korter wordende cycli waarin zij zich sterk laten drijven door het momentum in financiële markten. In goede tijden zal dit betekenen dat men geneigd is zich meer toe te leggen op transactiebankieren. Competitieve druk speelt hierbij een grote rol. Wanneer financiële markten goede tijden beleven, lijken transactieachtige activiteiten relatief aantrekkelijk, terwijl de winst uit relatiebankieren (relatief) achterblijft. Een bank die zich blijft toeleggen op relatiebankieren, zal dan minder winstgevend lijken dan andere banken. Er zal dan grote druk ontstaan om toch mee te doen. Vaak met desastreuze gevolgen. Dit overkwam UBS, één van de grotere slachtoffers van de kredietcrisis.<sup>10</sup> Een intern onderzoek uit 2008 concludeerde dat een groot deel van de problemen van de bank tijdens de crisis veroorzaakt werd door subprime leningen. Deze leningen waren aangegaan op aandringen van consultants die de bank wezen op de achterblijvende winst ten opzichte van concurrenten. Om dat gat te dichten, werd de bank aangeraden *to close key product gaps*, waarmee op subprime beleggingen werd gedoeld (UBS, 2008, p. 11).<sup>11</sup>

10 Meer recentelijk, namelijk in september 2011, is UBS wederom negatief in het nieuws gekomen, nu via een verlies veroorzaakt door een handelaar die à la Nick Leeson van Barings (zie subparagraaf 2.3) een groot verlies had veroorzaakt.

11 Een positieve uitzondering is Svenska Handelsbanken. Deze Zweedse bank kwam niet alleen goed uit de 2007-2009 crisis maar ook uit de Scandinavische bancaire crisis van begin jaren negentig. Net voor die crisis werd de bank door de pers afgeschreven als *loser* omdat het niet meedeed aan de gekte in commercieel onroerend goed en hierdoor marktaandeel verloor. De daaropvolgende crisis bewees het gelijk van Svenska Handelsbanken.

### 2.3 Interne dynamiek

De verschillen in dynamiek en cultuur tussen de verschillende activiteiten van een bank kunnen interne spanningen oproepen. Binnen banken groeiden transactieactiviteiten enorm in de jaren voor de financiële crisis van 2007-2009. Deze activiteiten conflicteren soms met meer traditionele bancaire activiteiten. Een bekend voorbeeld van de invloed die effectenhandel kan hebben op een bank is de Barings Bank die in 1995 failliet ging doordat handelaar Nick Leeson grote verliezen leed op de futuresmarkt in Singapore. Sommigen interpreteren het Barings-debacle als een strijd van culturen tussen de snelle, agressieve beurshandelaren en de meer traditionele en conservatieve bankiers. Zij stellen dat betere interne controle binnen de bank dit soort debacles in de toekomst kan voorkomen (Jorion, 2000).

Deze misschien wel geruststellende conclusie negeert de interne machtsdynamiek in het moderne bankwezen. Als een aantal jaren op een rij de transactieactiviteit veel winstgevender is dan de relatiegeoriënteerde activiteit dan verschuift er macht naar de transactiegeoriënteerde bankiers. Dit speelde bij Barings – Nick Leeson was een aantal jaren voorafgaand aan het debacle een grote winstbron voor Barings – maar bijvoorbeeld ook bij ABN Amro eind jaren negentig. ABN Amro koos toen voor het wholesale bankieren als kern van haar strategie. In de tweede helft van de jaren negentig was dit namelijk voor bijna iedereen een buitengewoon lucratieve tak van sport. Spoedig daarna bleek echter dat deze periode een verdoezeld beeld had gegeven. In meer normale jaren, moest je er echt goed in zijn, en voor ABN Amro betekende dat dat ze snel terug probeerde te keren naar haar meer relatiegeoriënteerde commerciële bankactiviteiten. Dit is echter makkelijker gezegd dan gedaan. Het (tijdelijke) succes van het transactiebankieren leidt vaak ook tot een interne machtsgreep waardoor transactiebankiers gaan domineren in de hoogste bestuursorganen. En dit betekent dat het evenwicht in zo'n bank zoek is geraakt.

Wat je vaak ook ziet is dat het meer riskante transactiebankieren niet adequaat wordt geprijsd. Risico's in *boom* periodes waarin het transactiebankieren 'de macht grijpt' worden onderschat. Dit gebeurde ook in het geval van Barings. De financieringskosten van Barings als geheel waren relatief laag door de traditionele relatiegeoriënteerde activiteiten in Londen. Door de riskante transactieactiviteiten in Singapore te veel ruimte te geven (Leeson had macht gekregen na een aantal succesvolle jaren) en de risico's te onderschatten, ging Barings als geheel de riskante activiteit in wezen subsidiëren. De door Barings aan de handelsactiviteit in rekening gebrachte *cost of funding* was te laag en ook indirect werd Leeson gesubsidieerd omdat de tegenpartijen in zijn handelstransacties vertrouwden op de goede naam van de bank, en dus bereid waren hem meer speelruimte te geven. Wat dit betekende is dat de risicovolle handelsactiviteiten aantrekkelijker leken dan zij in werkelijkheid waren.



Wat intern in Barings gebeurde was dat de handelsactiviteit teveel macht kreeg en er kruissubsidies optraden tussen de relatie- en transactieactiviteiten. Dit heeft drie consequenties: i. de handelsactiviteit lijkt winstgevender dan deze daadwerkelijk is, ii. de handelsactiviteit internaliseert het risico dat zij loopt niet voldoende, en iii. andere activiteiten, zoals relatieactiviteiten, krijgen na verloop van tijd hogere fundingkosten omdat de groeiende handelsactiviteit naar verloop van tijd er voor zorgt dat het risicoprofiel van de bank als geheel zal stijgen.

Voor de minder marktgedreven activiteiten – de relatiegeoriënteerde activiteiten – heeft de handelsactiviteit een verwoestend effect. De relatiegeoriënteerde activiteit subsidieert en lijkt dus zelf minder winstgevend dan ze in werkelijkheid is. De handelsactiviteit daarentegen lijkt door de subsidies extra winstgevend. En dat tezamen met de ‘boom periode’ waarin de handelsactiviteit toch al de overhand krijgt is min of meer een doodsteek voor het meer stabiele relatiegeoriënteerde bankieren. Het interne evenwicht in de bank is dan zoek geraakt. Transactiebankiers hebben de macht verkregen en de korte termijnwinstgevendheid van het transactiebankieren heeft de overhand gekregen over de meer stabiele lange termijnwinstgevendheid van het relatiegeoriënteerde bankieren.

Dit fenomeen speelt meer in het algemeen. De activiteiten die direct inspelen op financiële markten kennen fases van momentum, en deze zorgen voor een mogelijk ‘blind’ winstdenken waarbij risico’s onvoldoende worden onderkend. Momentum in financiële markten gaat nu eenmaal veelal hand in hand met het denken dat de bomen tot in de hemel reiken. En dit betekent dat transactiegeoriënteerde activiteiten te zeer de overhand krijgen. De wisselwerking tussen de door het momentum gedreven financiële markten en de keuzes van financiële spelers komen verder aan bod in paragraaf 4.1.

### *Conclusie*

In de jaren voor de financiële crisis van 2007-2009 is de financiële sector instabieler geworden. Financiële innovaties hebben ervoor gezorgd dat activa makkelijker verhandeld konden worden, zodat financiële instellingen hun structuur makkelijker konden wijzigen. Tegelijkertijd zorgde een toenemend belang van transactiebankieren ervoor dat financiële instellingen gevoeliger werden voor het momentum en boom-bust karakter van financiële markten. Door onderschatting van risico’s in boom periodes ontstaat een kruissubsidiëring tussen relatie- en transactieactiviteiten, waarbij de laatste ontvanger zijn van de ‘subsidies’ en dus winstgevender lijken dan dat ze in werkelijkheid zijn. Dit heeft ook geleid tot een machtsdynamiek binnen financiële spelers waar de meer stabiele relatiegeoriënteerde activiteiten het dreigen af te leggen. Uiteindelijk heeft dit ervoor gezorgd dat de financiële sector als geheel instabieler is geworden.

De vraag is hoe de financiële sector beter in de hand gehouden kan worden. Een eerste aanvliegroute hiervoor is of financiële instellingen te doorgronden zijn voor toezichthouders – de complexiteit dus – en of financiële instellingen niet te groot worden waardoor toezichthouders min of meer zijn overgeleverd aan deze instellingen omdat ze zich (terecht?) onmisbaar kunnen beschouwen. In paragraaf 3 bekijken we in hoeverre er echte argumenten zijn voor een grotere schaal en scope van financiële instellingen. In paragraaf 4 staan centraal de krachten die inspelen op financiële instellingen, en hoe regulering betere grip zou kunnen krijgen op de financiële sector.

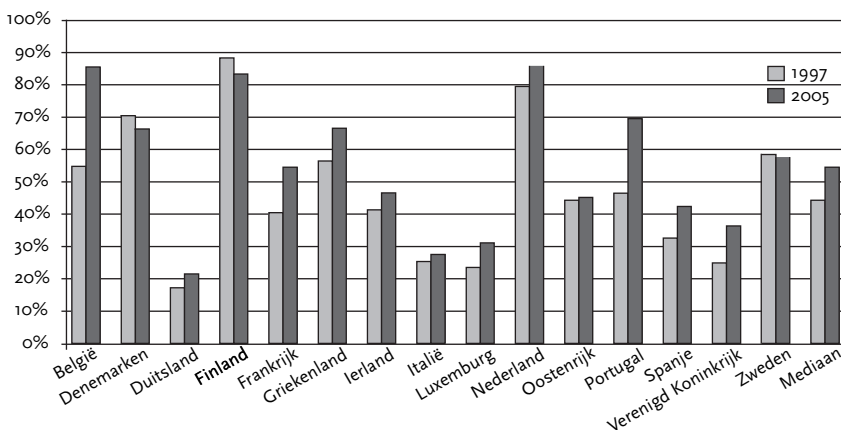
### 3 De structuur van de financiële sector

Als er een trend is in de financiële sector, dan is het dat er een grote neiging is naar schaalvergroting met ook nog eens vaak een verbreding van scope. Hierdoor neemt de complexiteit van de individuele spelers toe, wat het toezicht bemoeilijkt. In dit hoofdstuk wordt dieper ingegaan op de voor- en nadelen van een grotere omvang (schaal) en breedte van activiteiten (scope). Een onderscheid zal worden gemaakt tussen werkelijke schaal- en scopevoordelen (bijvoorbeeld hogere winst door het al dan niet efficiënter kunnen opereren), en gekunstelde voordelen die samenhangen met het mogelijk kunnen vertrouwen op achtervang van de overheid bij financiële problemen.

122

#### 3.1 Schaalvoordelen en scopevoordelen

De tendens tot nu toe is dat banken almaar groter zijn geworden, wat heeft geleid tot een steeds grotere concentratie in de bankensector. Zo laat figuur 2 bijvoorbeeld zien dat het percentage van de bancaire activa in handen van de grootste vijf banken is gestegen in Nederland en de ons omringende landen.



Figuur 2: Percentage van de totale bancaire activa in handen van de grootste vijf banken

Bron: Uhde en Heimeshoff, 2009.

Voor België is deze stijging het sterkst, van 55 procent in 1997 naar 86 procent in 2005. Voor Nederland is de stijging kleiner maar dit is louter een reflectie van het hoge niveau dat al bestond (stijging van van 79 naar 86 procent).

Wanneer afgegaan wordt op de statements van de banken zelf, lijkt de crisis van 2007-2009 tot een trendbreuk te hebben geleid. Een aantal financiële instellingen heeft aangegeven hun complexiteit te willen reduceren. Een voorbeeld hiervan is ING, dat in zijn nieuwe strategie aangeeft *back to basics* te gaan, door de complexiteit van de organisatie als geheel terug te brengen en tegelijkertijd processen te versimpelen. Ook wordt in de bedrijfstak gesproken over het vereenvoudigen van producten en het streven naar een grotere focus (KPMG, 2011).

Toch is het de vraag of de complexiteit van financiële instellingen in de toekomst werkelijk zal verminderen. Voor bestuurders van ondernemingen in het algemeen bestaat vaak de prikkel om schaal en scope almaar te vergroten. *Empire building* prikkels spelen hierbij een rol. In de financiële sector is dit mogelijk nog sterker. Het internationale bankieren heeft misschien even een deuk gekregen, maar wordt uiteindelijk als het meest prestigieus gezien. Ook hebben grotere financiële instellingen invloed op het politieke proces. Groot betekent vaak macht, en in de financiële sector wordt dit sterk gevoeld. En dit terwijl er in de literatuur verre van een doorslaggevend bewijs bestaat voor het bestaan van werkelijke schaal- en scopevoordelen bij de omvang van instellingen zoals die vaak wordt nagestreefd (Richardson, Schmid en Walter, 2011).

Wat zijn de mogelijke bronnen van schaal- en scopevoordelen? Boot (2003) en Walter (2003) noemen de volgende: i. schaal- en scopevoordelen gerelateerd aan informatie- en communicatietechnologie, ii. reputatie- en merknaam (*brand name*) gerelateerde voordelen, iii. voordelen gerelateerd aan (financiële) innovaties, en iv. risicodiversificatie.

Schaalvoordelen die voortkomen uit ICT hebben betrekking op bijvoorbeeld de *back office*. Hierbij valt te denken aan transactieverwerking. Daarnaast kunnen scopevoordelen voortkomen uit ICT door verschillende producten aan te bieden via hetzelfde distributiekanaal. Reputatie- en merknaam gerelateerde voordelen ontstaan bijvoorbeeld doordat over een wijder scala van diensten geprofiteerd kan worden van een opgebouwde reputatie. Schaal- en scopevoordelen zijn evenzeer van belang voor het terug kunnen verdienen van investeringen in (financiële) innovaties (productontwikkeling, etc.).

Het bestaan van diversificatievoordelen is controversiëler. Diversificatie kan een voordeel opleveren door risicospreiding. Maar de traditionele financieringstheorie stelt dat diversificatie binnen een bedrijf geen voordeel oplevert omdat beleggers zelf hun portefeuille kunnen diversifiëren. Diversificatie van een bedrijf zelf zou dan niet van belang zijn. Voor een financiële speler

ligt het diversificatievraagstuk genuanceerder. Een bank is bijvoorbeeld sterk afhankelijk van vertrouwen. Onderdeel hiervan is een wens van de markt dat een bank een relatief stabiele *performance* laat zien. Diversificatie kan hieraan bijdragen. Hetzelfde geldt voor de *credit rating* van een bank. Ook deze is van groot belang en vereist enige mate van stabiliteit. Diversificatie kan dus vertrouwen opwekken omdat een gediversifieerde bank beter in staat is om schokken op te vangen, en op deze manier voorspelbaarder kan opereren.

Naast deze schaal- en scopevoordelen, kunnen er gekunstelde schaal- en scopevoordelen bestaan door de onmisbaarheid die door een grotere schaal of complexiteit kan worden gecreëerd. Dit verwijst naar impliciete overheids-subsidies in de vorm van een redding wanneer een institutie *too-big-to-fail* (TBTF) of *too-complex-to-fail* (of *too-interconnected-to-fail*) wordt geacht. Voor een individuele bank of instelling kan schaal en scope dan wel een voordeel opleveren (zij weet zich verzekerd van een redding bij problemen), maar voor de maatschappij als geheel wordt geen waarde gecreëerd. Integendeel, de macht die een grote en/of complexe financiële instelling verwerft, tezamen met de impliciete bescherming tegen falen, kunnen haar perverse prikkels geven.

Een ander argument voor een grotere schaal en scope is dat hiermee marktmacht kan worden verworven, en dus dat de winstmarges kunnen worden opgevoerd. Dit is een meer traditionele zorg die ook in andere bedrijfstakken speelt. Mededingingstoezicht moet hier een rol spelen. Van belang is om op te merken dat in de financiële sector door de externe effecten van het falen van financiële instellingen zorgen bestaan over te veel concurrentie. Dat zou mogelijk risicovol gedrag in de hand werken. Er is interessante literatuur die probeert het verband te onderzoeken tussen de mate van concurrentie tussen banken en de stabiliteit van het financieel systeem. Deze literatuur is echter verre van uitgekristalliseerd (zie bijvoorbeeld Boyd en De Nicolo, 2005; en Vives, 2010).

### 3.2 Empirie schaal- en scopevoordelen

Uit veelgeciteerde overzichtsartikelen van Berger, Demsetz en Strahan (1999) en Berger en Mester (1997) blijkt dat op basis van data van voor de eeuwwisseling geen eenduidige conclusie kan worden getrokken over het bestaan van schaal- en scopevoordelen in de bancaire sector. Illustratief is Saunders (2000), die 27 studies bespreekt: 6 wijzen op voordelen, 13 vinden nadelige effecten en 8 constateren geen effect. Hij wijst er ook op dat schaal- en scopevoordelen vaak worden gedomineerd door het effect van operationele inefficiënties, de zogenoemde X-inefficiënties. Daarnaast is het vaak moeilijk om schaal- en scopevoordelen te onderscheiden van voordelen die voortvloeien uit marktmacht en monopolievorming.

Een tekortkoming van de studies voor de eeuwwisseling is dat ze met name toegespitst zijn op (relatief kleine) banken in de Verenigde Staten in

de jaren 70 en 80 van de 20ste eeuw. Hierdoor nemen deze studies de meer recente veranderingen in de financiële sector niet mee. Zo valt te denken aan de ontwikkeling van ICT en de in 1999 opgeheven Glass-Steagal Act, die stevige restricties bedong op het combineren van activiteiten en de geografische spreiding van banken. Daarnaast werden de data gedomineerd door – voor Europese begrippen – fusies door minuscule Amerikaanse banken.

Meer recente studies laten zien dat naarmate een bank zijn activiteiten meer diversifieert, er sprake is van een afslag op de aandelen (Laeven en Levine, 2007). Schmid en Walter (2009) richten zich op het belangrijke vraagstuk van causaliteit. Zij laten zien dat de lagere marktwaarde voortkomt uit diversificatie, en dat dit niet komt doordat bedrijven met een lagere marktwaarde meer diversifiëren (om mogelijke nieuwe winstbronnen aan te boren). Dus het diversifiëren zelf heeft nadelige waarderingconsequenties. Lozano-Vivas en Pasiouras (2010) vinden geen scopevoordelen in termen van kostenefficiëntie bij banken en Cummins et al. (2010) laten zien dat er scopenadelen bestaan in de verzekeringssector. Rajan, Servaes en Zingales (2000) nuanceren het kritische geluid over diversificatie. Zij stellen dat, hoewel 39,3% van de gediversifieerde instellingen een korting op de marktwaarde kent, een meerderheid van de gediversifieerde instellingen dus geen korting kent. De auteurs geven aan dat als de samenhang tussen activiteiten groot is, sprake kan zijn van een positief scopevoordeel, terwijl een lage samenhang juist voor scopenadelen zorgt. Onderzoek van DeLong (2001) bevestigt dit, en suggereert dat met name overnames met een geografische en/of activiteitenfocus scopevoordelen kennen, terwijl overnames die louter gericht zijn op diversificatie scopenadelen kennen.

Nuancering echter blijft belangrijk. Voor wat betreft schaalvoordelen laat eerder werk van Berger en Mester (1997) zien dat die bestaan, maar al vanaf een vrij kleine schaal uitgeput zijn. Meer recent onderzoek van Wheelock en Wilson (2009) en Feng en Serletis (2010) constateert echter ook schaalvoordelen voor grote financiële instellingen; en Elsas, Hackethal en Holzhäuser (2010) vinden ook scopevoordelen voor grotere financiële instellingen. Dit kan het gevolg zijn van beter meten (Mester, 2010), maar ook van onderliggende veranderingen in de financiële sector, bijvoorbeeld ontwikkelingen in de informatie- en communicatietechnologie die pas in de meer recente data zichtbaar zijn.

Naast (economische) schaalvoordelen blijkt dat banken een artificieel voordeel kunnen behalen door groot te worden om zo too-big-to-fail te worden. Jagtiani en Brewer (2009) constateren dat wanneer een overname wordt gedaan die een bank creëert die too-big-to-fail is, aandeelhouders een additionele premie voor deze overname willen betalen. Rime (2005) constateert dat banken boven een bepaald niveau van grootte of marktaandeel een hogere kredietbeoordeling krijgen, en Baker en McArthur (2009) laten zien dat banken met activa ter waarde van meer dan 100 miljard dollar lagere kapitaal-

kosten hebben dan andere banken en dat dit verschil toenam aan het eind van 2008 en het begin van 2009, toen door overheidsingrijpen bleek dat deze banken daadwerkelijk too-big-to-fail waren. Ook is in de afgelopen jaren gebleken dat credit rating agencies daadwerkelijk de waarschijnlijkheid dat overheden bij problemen tot redding overgaan, meewegen in hun oordeel.

### Conclusie

De financiële sector is 'speciaal'. De mogelijk grote negatieve consequenties van het falen van banken voor de rest van de economie en de daardoor te verwachten overheidsinterventies hebben invloed op het gedrag van banken, en ongetwijfeld ook op hun keuzes voor schaal en scope. Puur vanuit efficiëntieoverwegingen is het echter lastig om het streven naar schaal- en scopevergroting te verklaren.

De *bottom line* is dat banken groter en complexer zijn geworden en dat in een omgeving waar ook op de onderlinge verbindingen tussen individuele spelers zijn toegenomen (*interconnectedness*, al dan niet via financiële markten). Hierdoor zijn de TBTF en too-interconnected-to-fail problemen sterk toegenomen. Hoewel de crisis heeft geleid tot geluiden die duiden op versimpeling ('back-to-basics') is het niet onze inschatting dat de financiële sector daadwerkelijk minder complex zal worden. Dit roept de vraag op hoe financiële instellingen voldoende in de hand gehouden kunnen worden, en hoe het financieel systeem als geheel robuuster kan worden. De mogelijkheden hiertoe zullen in het volgende hoofdstuk worden besproken.

## 4 Marktdiscipline en structurele veranderingen

Hoe financiële instellingen in de hand te houden? Effectief intern (Raad van Commissarissen) en extern toezicht is hiervoor van belang. Een vraag is in hoeverre marktdiscipline daarbij een rol kan spelen. Louter inzetten op toezicht overschat de mogelijkheden van dat toezicht gezien de grote complexiteit en beweeglijkheid van financiële instellingen. Wij zullen in deze paragraaf ingaan op de effectiviteit van en mogelijkheden voor marktdiscipline en daarnaast ook bekijken in hoeverre structuurveranderingen nodig zijn in de financiële sector om met name de complexiteit te verminderen.

Deze problematiek betreft het vraagstuk van corporate governance. Corporate governance in de financiële sector is niet in alle opzichten hetzelfde als in andere sectoren. Levine (2004) noemt hiervoor twee redenen: de financiële sector is weinig transparant en kent een grote invloed van de overheid. Hieraan kan worden toegevoegd dat de financiële sector van nature een bepaalde mate van instabiliteit kent. Grosso modo gaat de vraag naar geld vaak gepaard met een langere looptijd dan het aanbod van geld. Banken overbruggen deze divergentie met *maturity transformation*. Deze maturity transformation kan stabiliteitsproblemen veroorzaken. Daarnaast kent de financiële sector allerlei dwarsverbanden (interconnecties) waardoor problemen

zich als een olievlek kunnen verspreiden in het financieel en economisch systeem. Dit wijst op systeemrisico.

De financiële sector is inherent niet transparant omdat het risico van activa van banken niet direct observeerbaar is, maar veelal een afgeleide is van het risico van een onderliggend product. Zo is bijvoorbeeld het risico van een hypotheek afhankelijk van de kredietwaardigheid van de lener, en de huizenprijs. Daarnaast kan een bank een groot deel van zijn activa onmiddellijk op een andere wijze samenstellen en zo zijn risicoprofiel veranderen. Deze twee eigenschappen van de activa van banken maken het toezicht houden op een bank ingewikkeld. De recente revolutie in informatietechnologie heeft de verhandelbaarheid van activa op de bankbalans sterk vergroot, en daarmee het beheersbaarheidsprobleem verder op de proef gesteld (Boot, 2011).

Tegelijkertijd staat de financiële sector bloot aan een sterke mate van overheidsinmenging. Dit komt tot uiting in bijvoorbeeld regels voor het aanhouden van kapitaal en liquiditeit, het verstrekken van garanties op deposito's en relatief uitgebreid toezicht. Deze overheidsinmenging is met name ingegeven door de inherente instabiliteit van de financiële sector en het belang van de sector voor de economie als geheel (de 'externalities').

Maar nu, hoe aan te kijken tegen marktdiscipline als een complementair mechanisme om het beheersbaarheidsprobleem van financiële instellingen te adresseren?

#### **4.1 Marktdiscipline**

Marktdiscipline is een veelbesproken element in het toezicht op banken. Bliss en Flannery (2002) noemen twee voorwaarden voor het effectief kunnen zijn van marktdiscipline: investeerders (beleggers) moeten in staat zijn voldoende informatie te achterhalen, en vervolgens moeten zij deze informatie kunnen omzetten in een actie. Marktdiscipline kan ook een indirect effect hebben, namelijk wanneer informatie uit de markt gebruikt wordt door een toezichthouder om tot actie over te gaan (Flannery, 2009; Llewellyn, 2010).

Uit de wetgeving in Bazel II blijkt dat de overheid ook een belangrijke rol ziet voor marktdiscipline. De derde pilaar van het Bazel II akkoord tracht immers transparantie af te dwingen om zodoende marktdiscipline effectiever te kunnen maken. Het is moeilijk om niet sympathiek te staan ten opzichte van marktdiscipline. Als het kan werken is het een welkom complement voor toezicht. De vraag is echter hoe marktdiscipline in de praktijk zou moeten werken. Hoe disciplineert de markt?

In hoeverre marktdiscipline effectief kan zijn, is onduidelijk. Zelfs wanneer 'de markt' alle risico's zou kunnen observeren, speelt er een collectieve actie probleem. Wie doet moeite om daadwerkelijk risico's te achterhalen als men de mogelijkheid heeft mee te liften op inspanningen van anderen? Ook kunnen expliciete (of impliciete) overheids garanties prijssignalen verstoren. Zo ondermijnt het systeem van depositoverzekering het daadwerkelijk in

de gaten houden van een bank door depositohouders.<sup>12</sup> Hetzelfde geldt voor vreemd vermogenfinanciering uit de kapitaalmarkt als deze door impliciete TBTF garanties de facto geen risico draagt.

Het is ook de vraag in hoeverre sterke marktdiscipline überhaupt gewenst is. Marktdiscipline kan de stabiliteit van financiële sector aantasten. De reden is dat marktdiscipline in de financiële sector zich vaak extreem manifesteert. Een bankrun is een voorbeeld van marktdiscipline, maar is een directe bedreiging voor het voortbestaan van een bank (Diamond en Dybvig, 1983). Marktdiscipline komt vaak te laat, en als het komt gedraagt het zich als een tsunami: iedereen rent tegelijkertijd naar de uitgang. De vraag voor beleidsmakers is dan ook in hoeverre marktdiscipline überhaupt helpt bij het verminderen van systeemrisico of in hoeverre het systeemrisico er juist door wordt vergroot. De vraag is of er een meer getemperde (en dus constructieve) vorm van marktdiscipline bestaat.

Een paradox is dat in een wereld waar banken sterk beïnvloed worden door ontwikkelingen op de financiële markten, marktdiscipline bijna per definitie niet kan werken. Zoals we hebben laten zien kan de druk van financiële markten in meer euforische periodes leiden tot het inspelen op winstmogelijkheden die zich in de financiële markt voordoen. Maar hoe kunnen we dan van diezelfde financiële markt verwachten dat zij marktdiscipline uitoefent? De paradox is dus dat het de financiële markt zelf is die stuurt in de richting van meer transactiegeoriënteerde activiteiten door in de euforische periodes risico's te onderschatten. Het is dan raar om te denken dat diezelfde markt dan ook nog eens kan disciplineren. In tegendeel, ze lokt het mogelijke riskante gedrag zelf uit.

Een andere manifestatie van de paradox van marktdiscipline is dat in euforische tijden de financiële markten banken lijken aan te sporen om te kiezen voor een relatief beperkte kapitaalbasis (eigen vermogen), terwijl in slechte tijden de kapitaalbasis niet hoog genoeg kan zijn. Maar hoe kunnen banken in slechte tijden genoeg kapitaal hebben als in goede tijden 'de markt' aandringt op een smalle kapitaalbasis? Kapitaal moet toch juist in goede periodes worden opgebouwd?

Marktdiscipline is dus een lastig concept. Het doseert relatief weinig – zie het voorbeeld van een bankrun – en voor zover we hopen dat het riskante strategieën ontmoedigt, lijkt het hier niet op als sprake is van marktgedre-

<sup>12</sup> Overigens zien wij het bestaan van depositogaranties als een vanzelfsprekendheid. Een depositohouder wil zijn geld veilig parkeren en moet niet gezien worden als een belegger in een bank. Het bekende bankrun probleem maakt evident waarom garanties gewenst zijn. De afhankelijkheid van banken van deposito's is mogelijk wel te groot geworden. Dit zou opgelost moeten worden door banken uit te nodigen veel meer obligaties met lange looptijd uit te laten geven. Om hier voldoende toegang tot te hebben is het waarschijnlijk nodig dat banken een hoger niveau aan eigen vermogen hebben. Wij zien dat als absoluut noodzakelijk.



ven winstmogelijkheden. Hier is immers de financiële markt de drijvende kracht om ze aan te gaan. Maar dit leidt tot een nogal onrustbarende conclusie. Op marktgedreven opportuniteiten wordt ingespeeld door alle banken samen. Het hele systeem richt zich hiernaar, en dus is sprake van systeemrisico. Iedereen zit in dezelfde richting. En juist voor deze opportuniteiten is er geen discipline van de markt. Maar dat betekent dat systeemrisico's niet onderworpen zijn aan marktdiscipline! Hiermee wordt de notie van Flannery (2009) onderschreven dat in de aanloop van de crisis (in de zomer van 2007) noch aandelenkoersen noch CDS spreads informatie gaven over de op handen zijnde problemen.

Marktdiscipline zou mogelijk wel kunnen werken voor idiosyncratische risico's van financiële spelers, dus voor verschillen in strategieën tussen banken onderling. Het is dan wel mogelijk om enige informatie uit de signalen van de markt te halen. Zo wordt in de literatuur vaak de rente op achtergestelde leningen (*subordinated debt*) gebruikt om informatie over risico te verkrijgen. Deze indicator zou de toezichthouder dan weer kunnen gebruiken om een partij te disciplineren (Bliss, 2001). Voor idiosyncratische risico's zou dit kunnen werken. Wel blijkt dat de markt vaak niet goed in staat is om vroegtijdig aan de bel te trekken.

#### *Misvatting over kostenvoet van het eigen vermogen*

Meestal ervaren bankiers kapitaal (eigen vermogen) als duur, en schatten zij de return on equity (ROE) eis van aandeelhouders op zo'n 15 procent. Maar zoals de klassieke financieringstheorie stelt, heeft kapitaal niet één prijs, maar is deze afhankelijk van het risico waar het kapitaal aan bloot staat. Dit betekent dat als het kapitaal ingezet wordt voor relatiebankieren, het een ander risico kent, en dus een andere prijs heeft dan het kapitaal dat wordt ingezet voor transactiebankieren. Het nemen van een gemiddelde voor het berekenen van de kosten van kapitaal in de bank, geeft dan ook een verkeerd beeld van de prijs van het kapitaal voor de afzonderlijke activiteiten. Doe je dat desondanks wel dan zal dit goed uitpakken voor de riskante transactieactiviteiten (die krijgen het te goedkoop) maar slecht uitpakken voor de minder riskante relatiegedreven activiteiten. Wij wezen hier al op bij het bespreken van de ondergang van Barings.

Daarnaast bestaat er in principe niet zoiets als 'te veel' kapitaal. Het eigen vermogen dat rechts op de balans staat wordt hoe dan ook gebruikt voor de activiteiten links op de balans. Het is dus nooit 'over'. Een andere belangrijke constatering is dat het niet duur hoeft te zijn. Immers, kapitaal dat niet blootgesteld wordt aan risico vereist geen hoog rendement. Vergelijk een geldmarktfonds dat in louter absoluut veilige staatsobligaties belegt. Rechts op de balans van dit beleggingsfonds staat 100% kapitaal, en wij als beleggers in dit kapitaal zijn tevreden met een risicovrije rentevoet als rendement.

Een geldmarktfonds biedt dus zekerheid, en kan (in principe!) ook niet plotseling toch risico gaan nemen. De statuten van geldmarktfondsen zetten hier sterke beperkingen op, vandaar dat wij bereid zijn genoeg te nemen met de risicovrije rente. Dit is anders bij het verstrekken van kapitaal (eigen vermogen) aan een bank. De rendementseis van kapitaalverschaffers zal dan anticiperen op het risico waaraan het kapitaal (naar verwachting) wordt blootgesteld. Het paradoxale is nu dat bankiers consequent signalen afgeven dat ze kapitaal zo snel mogelijk aan risico zullen blootstellen omdat ze percipiëren dat het kapitaal duur is (zeg die 15% ROE). Beleggers kunnen dan niet anders dan anticiperen op het relatief hoge risico waaraan hun belegging (het kapitaal van de bank) zal worden blootgesteld. Zij zullen dus op voorhand een hoog rendement eisen, en de bankiers zien hun overtuiging van duur kapitaal bevestigd! Het duur zijn van kapitaal is dus een *self-fulfilling prophecy* geworden. Dit is het evenwicht waar de bancaire sector zich in bevindt. Een mentaliteitsverandering is nodig van de sector als geheel om de markt te doen geloven dat de *self-fulfilling prophecy* zal worden doorbroken.<sup>13</sup> Zolang hier geen sprake van is, is marktdiscipline ook langs deze lijn beperkt.

#### 4.2 Veranderingen in structuur financiële instellingen nodig

130

De vraag die overblijft is hoe de toegenomen complexiteit van financiële instellingen kan worden beteugeld om de financiële sector beter beheersbaar te maken. Veranderingen in de structuur van financiële instellingen zouden de complexiteit kunnen doen verminderen. Het gaat dan om het volgende:

- 1 Naarmate een instelling complexer is, is het ingewikkelder deze te besturen en wordt effectief toezicht houden bemoeilijkt;
- 2 Een complexere instelling is eerder *too-big-to-fail* (voorzover al niet *too-complex-to-fail*, of *too-interconnected-to-fail*);
- 3 Hierdoor kan complexiteit systeemrisico's vergroten;
- 4 Complexiteit kan ervoor zorgen dat toezichthouders in een afhankelijke relatie worden gebracht, bijvoorbeeld door een grote afhankelijkheid van de interne informatie van de instelling zelf.

Om problemen op het gebied van *too-big-to-fail* aan te pakken, kunnen in de literatuur ruwweg twee verschillende oplossingen worden onderscheiden (Goldstein en Véron, 2011): een oplossing die zich richt op het *big*-deel (hoe de instelling te verkleinen), en een oplossing die zich richt op het *fail*-deel (hoe het oplossen van financiële problemen te vergemakkelijken). Oplossingen om banken te verkleinen (*big*-deel) richten zich bijvoorbeeld op het opsplitsen van banken. Oplossingen die zich richten op het *fail*-deel concentre-

<sup>13</sup> Wat wel van belang is, is dat het vreemd vermogen van banken fiscale voordelen kent. Als dit zo is, dan is eigen vermogen relatief duur omdat het niet gesubsidieerd wordt door een andere partij, namelijk de overheid.

ren zich op het minder invloed laten hebben van een mogelijk falen als het zich zou voordoen. Het opstellen (vooraf) van een plan van aanpak voor een gestructureerde ontmanteling bij falen (*living will*), is hiervan een voorbeeld.

### *Living will*

De living will is een gedetailleerd plan voor het ordelijk doen herstructureren van een financiële instelling zodra deze in financiële problemen is geraakt. Elke financiële instelling vanaf een bepaalde grootte zou die vooraf moeten opstellen. Een dergelijke living will probeert de door complexiteit veroorzaakte besluiteloosheid bij beleidsmakers en toezichthouders in het geval van falen te doorbreken. Het idee is dat hierdoor systeemrelevante delen gemakkelijker in veiligheid kunnen worden gebracht. Merk echter op dat het bijna niet anders kan dan dat dit betekent dat financiële instellingen zich al vooraf moeten organiseren op een manier die aansluit bij de living will. Dit betekent dat voor het effectief invoeren van een living will er al van tevoren maatregelen moeten worden genomen om de complexiteit tegen te gaan. Dit zal een direct effect hebben op de manier waarop het businessmodel van een bank wordt vormgegeven.

Op dit moment bestaat elke financiële instelling uit een groot aantal entiteiten. HSBC bijvoorbeeld kent meer dan 2.000 juridische eenheden (Llewellyn, 2010). Deze entiteiten veroorzaken een grote complexiteit en bestaan veelal voor kapitaal- en belastingarbitrage. De entiteiten bestaan veelal niet om de bank in overzichtelijke units te organiseren, noch hebben ze operationele zelfstandigheid. De complexiteit wordt alleen nog maar groter wanneer rekening wordt gehouden met grensoverschrijdende activiteiten en verschillen in faillissementswetgeving in verschillende landen. In principe zou een living will hierbij kunnen helpen. Zo kan er vooraf grotere duidelijkheid ontstaan over de verantwoordelijkheden van de verschillende nationale toezichthouders.

### *Fundamentele structuurverandering*

Een andere mogelijkheid is het radicaal veranderen van de structuur van banken. Dit zou in de praktijk kunnen betekenen dat regels worden ingevoerd voor de maximale grootte van banken en/of het type activiteiten dat zij mogen uitoefenen (Llewellyn, 2010). Merk hierbij op dat het niet onmiddellijk duidelijk is of kleinere banken ook voor meer stabiliteit in de financiële sector zorgen. Het kuddegedrag in de financiële sector suggereert dat het primaire probleem voor wat betreft systeemrisico de gelijkgerichtheid van de strategieën van banken is. Een groep kleine banken kan dan evenzeer gezamenlijk een systeemrisico vormen. Een meer diffuus bancaire systeem kent dus ongetwijfeld ook systeemrisico's, maar too-big-to-fail of too-complex-to-fail problemen zullen kleiner zijn. Dus een structurele aanpak die banken eenvoudiger en meer overzichtelijk maakt zou toezichtproblemen moeten vergemakkelijken.

En via deze weg leidt dat waarschijnlijk ook tot kleinere systeemrisico's (bijvoorbeeld door betere mogelijkheden voor *timely intervention*).

Maatregelen op het gebied van het opsplitsen van banken zijn door verschillende politici voorgesteld, met name in het Verenigd Koninkrijk. Mervyn King (gouverneur van de Bank of England) en Adair Turner (voorzitter van de Financial Services Authority) hebben hier beiden op geduid. Het is echter de vraag in hoeverre het mogelijk is op een eenvoudige, transparante wijze een plafond aan te wijzen waaronder een bank niet langer too-big-to-fail is. Voorts is het de vraag in hoeverre het daadwerkelijk mogelijk is om banken op te splitsen.

Een andere manier om de complexiteit tegen te gaan, is het opdelen (anders organiseren) van een bank in afzonderlijke business units, met een *ringfencing* van de te beschermen delen, terwijl deze gezamenlijk onderdeel blijven van dezelfde bank, zoals ook voorgesteld in OECD-voorstellen (Blundell-Wignall, Wehinger en Slovik, 2009). In een dergelijke structuur zouden toezichthouders sneller en beter kunnen reageren om de systeemrelevante onderdelen van een bank te redden, terwijl zij niet-systeemrelevante delen kunnen liquideren. Het is echter de vraag hoe effectief een dergelijke structuur kan zijn. Mogelijk zijn er reputatie-spillovers binnen de instelling, en het is mogelijk dat marktspelers nog steeds verwachten dat binnen de groep kruissubsidiëring of risicospreiding plaatsvindt (Lumpkin, 2010). In Box 2 wordt hier nader op ingegaan.

Voor het Verenigd Koninkrijk stelt de ICB (Independent Commission on Banking, 2011) voor een aantal aanpassingen door te voeren in de financiële sector. Allereerst stelt de commissie voor om de meer lokale ('commercial banking') activiteiten via ringfencing (met extra eigen kapitaaleisen) van investment bankactiviteiten te scheiden. Daarnaast wil de commissie het verliesabsorberend vermogen van banken vergroten door een verhoging van de kapitaalbuffer. Deze kapitaalbuffer zou dan afhankelijk moeten worden van de grootte van de bank, oplopend tot 10 procent van de risicogewogen activa. Daarnaast zou een deel van de uitstaande kredieten moeten bestaan uit converteerbare obligaties, tot maximaal zeven procent van de risicogewogen activa. Daar bovenop krijgt de toezichthouder de bevoegdheid om nog een additionele kapitaalbuffer van maximaal drie procent te vragen. Het verliesabsorberend vermogen wordt in de visie van de ICB voor de grootste banken dus zo'n 20 procent. Dit voorstel is vergelijkbaar met het voorstel dat in Zwitserland werd gedaan door de Commission of Experts (2010), die voor de grote Zwitserse banken (UBS en Credit Suisse) een kapitaalbuffer van 10 procent voorstelde, en converteerbare obligaties ter waarde van 9 procent van de risicogewogen activa daar bovenop. Ter vergelijking: de voorstellen van het Bazel Committee (Bazel III) liggen onder de 10 procent, met wel een discretionaire mogelijkheid om hier bovenuit te komen. De Europese Commissie

tracht echter in haar implementatie van Bazel III in de Europese regelgeving de Bazel minima tevens als maximum te definiëren.<sup>14</sup>

Ook gaan er stemmen op om niet zozeer de grootte van banken te reguleren, maar het aantal taken dat een bank op zich mag nemen. Het gaat dan met name om het opsplitsen van de reguliere bancaire activiteiten en investment bankingactiviteiten. Dit om de publieke infrastructuur van bepaalde essentiële bancaire diensten (betalingsverkeer bijvoorbeeld) te scheiden van risicovolle aan de financiële markt gerelateerde activiteiten (Giovannini, 2010). Te denken valt bijvoorbeeld aan de Volcker-regel zoals opgenomen in de Dodd-Frank Act. De Volcker-regel stelt dat banken depositogelden niet zouden mogen gebruiken voor handel voor eigen rekening. Daarnaast mogen banken in het voorstel niet langer investeren in hedgefondsen en private equity, worden restricties geplaatst op handel in derivaten en risicovolle producten, en mag er niet meer met tegenstrijdige belangen gehandeld worden. Het grote vraagstuk is hoe effectief een dergelijke regel kan zijn. Waterdichte implementatie lijkt moeilijk. Bijvoorbeeld het onderscheiden van klantgerichte handel in instrumenten gericht op het faciliteren van risicomangement (*hedging*) kan moeilijk te onderscheiden zijn van de handel voor eigen rekening.

Het idee dat structurele ingrepen van belang zijn verdient sympathie. De Volcker-regel zou de complexiteit van financiële instellingen kunnen verminderen en de blootstelling van banken aan risico's op de financiële markten kunnen tegengaan. Dit kan goed zijn voor de bescherming van essentiële publieke infrastructuur (het betalingsverkeer bijvoorbeeld) en kan ook de complexiteit verminderen waardoor tijdiger en meer effectief ingrijpen bij problemen mogelijk is.

*Box 2: Opknippen van banken is niet nodig, scheid ze intern*  
President Obama stelt structurele maatregelen voor om banken aan banden te leggen. Banken zouden niet meer mogen investeren voor 'eigen rekening', lees gokken à la Las Vegas, ze mogen niet te groot zijn en ook hun investeringen in hedgefondsen en private equitypartijen worden aan banden gelegd.

<sup>14</sup> De logica hiervan is onduidelijk. Suggesties worden gemaakt dat dit is om te voorkomen dat landen de kapitaalreizen gaan gebruiken om buitenlandse banken weg te houden, of anderszins de eigen markt af te schermen. Dit argument snijdt geen hout omdat elke bank die in dat land opereert als zelfstandige juridische entiteit ('subsidiaries' van buitenlandse banken en de 'eigen' banken) onderhevig is aan dat zelfde kapitaalniveau. Voorzover een buitenlandse bank opereert als branche in 'dat land' zou die buitenlandse bank een voordeel kunnen hebben, maar dit is precies het tegenovergestelde van het benadelen van een buitenlandse bank.

De voorstellen van Obama komen precies op tijd voor de commissie-De Wit die in Nederland de kredietcrisis onderzoekt. De specialisten die zij tot nu toe hoorde, kwamen niet verder dan dat het toezicht scherper moet en het kapitaal van banken omhoog. De opening die Obama verschaft, wordt terecht omarmd door minister Bos (Financiën, PvdA).

Voor wie het nog niet in de gaten heeft – dit is een totale verandering van het speelveld. Structurele ingrepen stonden niet op de agenda, en nu wel. Ongetwijfeld heeft meegespeeld dat het internationale bankwezen verziekt is door hebzucht, geen zelfreinigend vermogen heeft laten zien en dus op eigen kracht niet tot verbetering komt. Nederlandse banken staan hier grotendeels buiten, maar de negatieve opmerkingen over collega-bankiers voor de commissie-De Wit doen het ergste vrezzen. Tussen de regels door klonk dat men zich vroeg of laat gedwongen voelt om mee te doen.

Kern van het probleem is dat het bankwezen niet opereert als smeeroilie voor de economie, maar als zelfstandige winstmachine zonder kompas. Zo staan al de innovaties die uit het bankwezen komen, in een kwaad daglicht. Paul Volcker, de oud-voorzitter van de Amerikaanse centrale bank en geestelijke vader van Obama's voorstellen, liet zich ontvallen dat de enige zinvolle innovatie in het bankwezen over de afgelopen dertig jaar de betaalautomaat is geweest – en die is niet door bankiers uitgevonden. Dit is ongetwijfeld te extreem, maar als de financiële sector winstgevender is dan de rest van het bedrijfsleven bij elkaar, dan is er iets mis. Op het eind van de dag is de financiële sector immers de smeeroilie van de economie. Zij 'maakt' niets, maar zorgt dat de economie als geheel beter kan functioneren.

Sleutel tot de oplossing is een duidelijke diagnose van het probleem. Informatietechnologie geeft een doorslaggevende rol. Het heeft gezorgd voor het in elkaar doen opgaan van financiële instellingen en financiële markten, en geeft een ongekende dynamiek. Dit proces verloopt via financiële innovaties, zoals securitisatie, waardoor bankactiva verhandelbaar worden in de financiële markten. Maar ook via allerlei onderlinge leningen en over-the-counter transacties zit alles aan elkaar vast.

Een bank kan in een handomdraai zijn risicoprofiel veranderen. Financiële markten zijn hiertoe instrumenteel. En erger, het impulsieve gedrag dat hierdoor mogelijk is, is uitermate gevoelig voor kuddegedrag. Iedereen vliegt dus tegelijk dezelfde kant op. Dit zorgt voor systeemrisico: iedereen zit tegelijkertijd verkeerd.

De conclusie kan niet anders zijn dan dat de dynamiek die informatietechnologie heeft losgemaakt, de financiële sector onbeheersbaar heeft gemaakt. We ontkomen niet aan een gedeeltelijke ontrafeling van de financiële sector. Dat is wat Obama doet door banken te verbieden te handelen voor eigen rekening. Zijn voorstellen lijken iets op de Glass-

Steagall Act uit 1933 die tot 1999 in de VS het 'normale' bankieren (spaarbanken) scheidde van het zakelijk bankieren (activiteiten op de financiële markt). Het eerste is het meer 'huis, tuin en keukenbankieren': spaargelden aantrekken, betalingsverkeer verzorgen en het traditionele bancaire kredietbedrijf. Het tweede is alles wat met financiële markten te maken heeft, inderdaad het 'gokken' à la Las Vegas, maar ook het naar de beurs brengen van een onderneming of bedrijven helpen met het uitgeven van obligaties.

Het is zeer de vraag of het herinvoeren van een dergelijke scheiding wenselijk is. Het geven van een lening aan een bedrijf of het verzorgen voor datzelfde bedrijf van de plaatsing van een lening in de financiële markt (obligatie-emissie) zijn geen onverenigbare activiteiten. Toch is het afzonderen van de activiteiten belangrijk. Banken opknippen is hiervoor niet per se nodig. De OESO heeft voorgesteld om via holdingstructuren banken intern te ontrafelen zonder ze op te splitsen. Het 'publieke' deel van banken (deposito's, betalingsverkeer, etcetera) zou intern veiliggesteld kunnen worden van de risico's die andere activiteiten met zich meebrengen. Deze scheiding zou het leven van de toezichhouders aanmerkelijk vergemakkelijken.

Aan de commissie-De Wit nu de opdracht om De Nederlandsche Bank (DNB) hierover te ondervragen. De invalshoek moet dus niet zijn dat DNB het allemaal verkeerd heeft gedaan, maar juist om van DNB te horen welke structuur gewenst is voor effectief toezicht. Voor DNB vraagt dit enige intellectuele veerkracht. Tot voor kort dacht zij elke complexiteit aan te kunnen, en nog steeds lijkt ze te denken dat met een beetje meer instrumentarium het allemaal te behappen is. Dit is een illusie.

Bron: A.W.A. Boot in *NRC Handelsblad*, 27 januari 2010.

### *Conclusie*

Marktdiscipline als mechanisme om financiële instellingen beter te beheersen kent zijn beperkingen. Sterker nog, financiële markten nodigen uit tot het ondernemen van activiteiten die op dat moment momentum hebben. Het is dan raar om te verwachten dat dezelfde markten die eerst uitnodigen tot een bepaald gedrag, vervolgens effectief zijn in het disciplineren ervan.

Gegeven de verlamme werking van de complexiteit van financiële instellingen op toezichthouders en de ineffectiviteit van marktdiscipline lijkt het onvermijdelijk dat getracht moet worden de complexiteit te verminderen. Het introduceren van een living will kan in ieder geval de transparantie van financiële instellingen vergroten, zodat de toezichthouder sneller en gericht kan ingrijpen. Een meer fundamentele manier om financiële instellingen minder complex te maken is door de wijze van interne organisatie aan te passen, bijvoorbeeld door ringfencing van essentiële delen. Het volledig splitsen

van instellingen is dan mogelijk niet nodig (zie Box 2). Het blijft de vraag, en dit vergt nader onderzoek, hoe dit effectief kan. Ook moet gekeken worden naar de interconnecties in het financiële systeem. Dus een alomvattende opdracht is breder dan alleen de meer microfocus op individuele financiële instellingen.

Daarnaast kunnen hogere kapitaaleisen, zoals die nu in het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland worden voorgesteld, het verliesabsorberend vermogen van financiële instellingen vergroten, en zo de stabiliteit verhogen. Tevens kan bij hogere kapitaaleisen gemakkelijker tijdig worden ingegrepen. Bovendien valt moeilijk te ontkennen dat hogere kapitaaleisen ook het financiële systeem als geheel zullen versterken. Grotere buffers zorgen dat het systeem als geheel schokken beter aan kan.

### 5 Slot

Uit de literatuur weten we dat een meer ontwikkelde financiële sector kan leiden tot meer economische groei, maar het is de vraag of de financiële innovatiegolf van de afgelopen 15 jaar op een dergelijk positieve manier kan worden benaderd. Financiële innovaties, globalisering en de ontwikkeling van informatietechnologie in het algemeen hebben niet alleen geleid tot een grotere onderlinge verwevenheid van banken en tot een grotere gevoeligheid voor de financiële markten, maar ook tot een veranderbaarheid en wispelturigheid die grote beheersbaarheidsproblemen hebben veroorzaakt. Als gevolg hiervan is de financiële sector als geheel meer cyclisch, systeemgevoelig (kuddegedrag) en instabiel geworden. De grillen van de financiële markten krijgen meer en meer de overhand.

Hogere kapitaaleisen in het bankwezen kunnen ongetwijfeld bijdragen aan de stabiliteit.<sup>15</sup> Echter, zoals wij hebben aangegeven zal verder ingrijpen wenselijk zijn. Banken zijn nog steeds onderhavig aan perverse prikkels om hun rendement op eigen vermogen hoog te houden zonder dat het genomen risico voldoende hierin wordt verdisconteerd. Een hogere kapitaaleis

15 Het vreemde is overigens dat banken nu allemaal in koor roepen dat ze geen kapitaal- maar een liquiditeitsprobleem hebben. Dit getuigt van onbegrip. Het liquiditeitsprobleem waar banken mee te maken hebben, is een gevolg van gebrek aan vertrouwen in het bankwezen. Als het bancaire systeem veel beter gekapitaliseerd zou zijn dan is er veel minder reden voor wantrouwen en is dus het liquiditeitsprobleem grotendeels verholpen. En voor zover het zich dan nog zou manifesteren, kan een centrale bank ingrijpen via haar 'lender of last resort' liquiditeitsfaciliteiten; de centrale bank is er immers om liquiditeitsproblemen op te vangen, maar niet als er ook een solvabiliteitsprobleem is. Bij voldoende kapitalisatie is het duidelijk dat er inderdaad geen solvabiliteitsprobleem is, en kan een centrale bank haar legitieme liquiditeitsondersteunende rol vervullen. Maar hoe dan ook, bij een betere kapitalisatie is de hulp van de centrale bank minder snel nodig omdat iedere bank dan uit zichzelf een betere toegang tot funding (en dus liquiditeit) heeft.



kan zelfs uitnodigen tot het nemen van meer risico zodat over de grotere kapitaalbasis (= eigen vermogen) toch nog hetzelfde hoge rendement kan worden gemaakt. Deze prikkels zijn pervers omdat corporate finance theorie expliciet dicteert dat met het genomen risico wel degelijk rekening moet worden gehouden. En dit gebeurt niet als louter naar het rendement op het eigen vermogen wordt gekeken.

Marktdiscipline zal veelal ineffectief zijn in het beheersen van deze prikkels. Sterker nog, de markt is vaak de oorzaak ervan. Gegeven de complexiteit van financiële instellingen is het onrealistisch om aan te nemen dat interne of externe toezichthouders (Raad van Commissarissen versus DNB bijvoorbeeld) een dergelijk fluide systeem in de hand kunnen houden. Tegen deze achtergrond kunnen ingrepen in de financiële sector die de structuur van het bankwezen vereenvoudigen moeilijk anders dan toegejuicht worden.

Onze conclusie is dus dat het bankwezen – en de financiële sector als geheel – steeds complexer is geworden. De interconnecties tussen financiële spelers onderling, de verbindingen met financiële markten en mate van veranderbaarheid zijn enorm toegenomen. De wispelturigheid die hiervan uitgaat is moeilijk in te dammen. Derhalve liggen er fundamentele vraagstukken over de positionering en structuur (inclusief businessmodel) van banken. Gezien het belang van banken voor de economie als geheel, en de essentiële financiële infrastructuur die aan banken is verbonden, ligt ook de vraag op tafel hoe de evidente publieke belangen het best kunnen worden gewaarborgd. Wij achten toezicht alleen onvoldoende.

Als slotopmerking nog het volgende. De complexiteit van het financieel systeem en de problemen van beheersbaarheid in combinatie met de moeizame zoektocht naar structurele oplossingen, zullen volgens ons betekenen dat echte oplossingen lang op zich zullen laten wachten. Wij vermoeden dat de inrichting van het financiële stelsel met *trial and error* de komende decennia aan permanente veranderingen onderhevig zal zijn. Hoe de uiteindelijke constellatie van het financieel systeem zal zijn, is nu nog niet te voorspellen. De voorspelling dat het volstrekt anders zal zijn dan vandaag durven wij graag te maken.

### Referenties

- Allen, F., en D. Gale (2000), Financial Contagion, *Journal of Political Economy*, Vol. 108(1), p. 1-33.
- Arcand, J.-L., E. Berkes, en U. Panizza (2011), Too Much Finance?, VoxEU.org, 7 april.
- Bagehot, W. (1873), Lombard Street, H.S. King, Londen.
- Baker, D. en T. McArthur (2009), The Value of the ‘Too Big to Fail’ Big Bank Subsidy, *CEPR Issue Brief, September 2009*.
- Basu, S., R. Inklaar, en J.C. Wang (2011), The Value of Risk: Measuring the Service Output of U.S. Commercial Banks, *Economic Inquiry*, Vol. 49(1), 226-245.

- Beck, T. (2009), The Econometrics of Finance and Growth. In: T. Mills en K. Patterson (Red.), *Palgrave Handbook of Econometrics*. Vol. 2. Hampshire, U.K.: Palgrave Macmillan.
- Beck, T., A.W.A. Boot, en H. Degryse (2010), Financiële sector in andere dan ondersteunende rol te risicovol, *Me Judice*, jaargang 3, 21 mei.
- Berger, A.N., R.S. Demsetz en P.E. Strahan (1999), The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23(2-4), p. 135-194.
- Berger, A.N., en L.J. Mester (1997), Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21(7), p. 895-947.
- Bliss, R.R. (2001), Market Discipline and Subordinated Debt: A Review of Some Salient Issues, *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, Vol. 2001(Q1), p. 24-45.
- Bliss, R.R., en M.J. Flannery (2002), Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing, *European Finance Review*, Vol. 6(3), p. 361-395.
- Blundell-Wignall, A., G. Wehinger en P. Slovik (2009), The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do, *Financial Market Trends*, Vol. 2009(2), p. 1-26.
- Boot, A.W.A. (2003), Consolidation and Strategic Positioning in Banking with Implications for Europe, *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, Vol. 2003, p. 37-83.
- Boot, A.W.A. (2011), Banking at the Crossroads: How to Deal with Marketability and Complexity?, *Review of Development Finance*, te verschijnen.
- Boot, A.W.A., en M. Marinč (2010), Financial Innovation: Economic Growth Versus Instability in Bank-Based Versus Financial Market Driven Economies, te verschijnen in: *Research Handbook on International Banking and Governance Queries*, Chapter 22.
- Boot, A.W.A., en A.V. Thakor (1993), Security Design, *Journal of Finance*, Vol. 48(4), p. 1349-1378.
- Boot, A.W.A., en A.V. Thakor (2000), Can Relationship Banking Survive Competition? *Journal of Finance*, Vol. 55(2), p. 679-713.
- Boyd, J., en G. De Nicolo (2005), The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, *Journal of Finance*, Vol. 60(3), p. 1329-1343.
- CBS (2005), Nationale Rekeningen 2004 Revisie 2001, Voorburg/Heerlen: CBS.
- Colangelo, A., en R. Inklaar (2010), Banking Sector Output Measurement in the Euro Area – A Modified Approach, *ECB Working Paper*, 1204.
- Commission of Experts (2010), Final report of the Commission of Experts for limiting the economic risks posed by large companies, Bern: State Secretariat for International Financial Matters SIF.
- Cummins, J.D., M.A. Weiss, X. Xie, en H. Zi (2010), Economies of Scope in Financial Services: A DEA Efficiency Analysis of the US Insurance Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34(7), p. 1525-1539.

- DeLong, G. (2001), Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59(2), p. 221-242.
- Diamond, D.W., en P.H. Dybvig (1983), Bank runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol. 91(3), p. 401-419.
- Elsas, R., A. Hackethal en M. Holzhäuser (2010), The Anatomy of Bank Diversification, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34(6), p. 1274-1287.
- Elul, R. (1995), Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with Several Consumption Goods, *Journal of Economic Theory*, Vol. 65(1), p. 43-78.
- EU KLEMS Database (2011), [www.euklems.net](http://www.euklems.net).
- Feng, G., en A. Serletis (2010), Efficiency, Technical Change, and Returns to Scale in Large US Banks: Panel Data Evidence from an Output Distance Function Satisfying Theoretical Regularity, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34(1), p. 127-138.
- Flannery, M.J. (2009), Market Discipline in Bank Supervision, In: A.N. Berger, P. Molyneux, en J.O.S. Wilson (Red.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press. p. 377-404.
- Giovannini, A. (2010), Financial System Reform Proposals from First Principles. *Centre for Economic Policy Research Policy Insight*, 45.
- Goldsmith, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*. Yale University Press.
- Goldstein, M., en N. Véron (2011), Too Big To Fail: The Transatlantic Debate, *Peterson Institute for International Economics Working Paper*, 11-2.
- Haldane, A., S. Brennan en V. Madouros (2009), What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?, In: *The Future of Finance: The LSE Report*, London: London School of Economics.
- Independent Commission on Banking (2011), *Final Report Recommendations*, Londen: Independent Commission on Banking.
- Jagtiani, J. en E. Brewer (2009), How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-To-Fail and to Become Systemically Important?, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper*, 09-34.
- Jorion, P. (2000), *Value at Risk, The New Benchmark for Managing Financial Risk*, McGraw-Hill, New York.
- Keys, B.J., T.K. Mukherjee, A. Seru en V. Vig (2010), Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125(1), p. 307-362.
- KPMG (2011), *UK Banks: Performance Benchmarking Report. Full Year Results 2010*, KPMG.
- Laeven, L., en R. Levine (2007), Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 85(2), p. 331-367.
- Levine, R. (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35(2), p. 688-726.
- Levine, R. (2004), The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence. *World Bank Research Working Paper*, 3404.

- Llewellyn, D.T. (2010), The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario, *Topics in Corporate Finance*, Vol. 19, Amsterdam Center for Corporate Finance.
- Lozano-Vivas, A., en F. Pasiouras (2010), The impact of non-traditional activities on the estimation of bank efficiency: International evidence, *Journal of Banking & Finance*, Volume 34(7), p. 1436-1449.
- Lumpkin, S.A. (2010), Risks in Financial Group Structures, *Financial Market Trends*, Vol. 2010(2), p. 1-32, OECD.
- Mester, L.J. (2010), Comment on Scale Economies, in: *The Region*. FED Minneapolis.
- Netherlands Government Action Plan (2007), The Netherlands: International Financial Centre. Den Haag: Netherlands Government Action Plan.
- OECD (2007), OECD in figures 2007, OECD Observer 2007/Supplement 1.
- Orhangazi, Ö (2008), Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32(6), p. 863-886.
- Philippon, T. (2010), Financiers Versus Engineers: Should the Financial Sector be Taxed or Subsidized?, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2(3), p. 158-182.
- Philippon, T., en A. Reshef (2009), Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1909-2006, *NBER Working Paper*, 14644.
- Rajan, R.G., H. Servaes en L. Zingales (2000), The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment, *Journal of Finance*, Vol. 55(1), p. 35-80.
- Rajan, R.G., en L. Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, Vol. 88(3), p. 559-586.
- Richardson, M., R.C. Smith en I. Walter (2010), Large Banks and the Volcker Rule, In: V.V. Acharya, T.F. Cooley, M.P. Richardson, and I. Walter (Red.), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Wiley, p. 181-212.
- Rime, B. (2005) Do 'too big to fail' expectations boost large bank issuer ratings? *Swiss National Banks, Systemic Stability Section: Working Paper*.
- Saunders, A. (2000), *Financial Institutions Management*, 3rd edn. McGraw-Hill: New York.
- Schmid, M.M., en I. Walter (2009), Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?, *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 18(2), p. 193-216.
- Shleifer, A., en R.W. Vishny (2010), Unstable Banking, *Journal of Financial Economics*, Vol. 97(3), p. 306-318.
- Solow, R.M. (1957), Technical Change and the Aggregate Production Function, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 39(3), p. 312-320.
- Tufano, P. (2003), Financial innovation, In: Constantinides, G.M., M. Harris en R. M. Stulz (Red.), *The Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, p. 307-335.
- UBS (2008), Shareholder Report on UBS's Write-Downs, 18 april 2008, <http://www.ubs.com/1/ShowMedia/investors/releases?contentId=140331&name=080418ShareholderReport.pdf>.

- Udell, G.F. (2009), Innovation, Organizations and Small Business Lending, In: P. Alessandrini, M. Fratianni en A. Zazzaro (Red.), *The Changing Geography of Banking*, Springer, p. 15-26.
- Uhde, A., en U. Heimeshoff (2009), Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33(7), p. 1299-1311.
- Vives, X. (2010), Competition and stability in banking. *CEPR Policy Insight*, 50.
- Walter, I. (2003), Strategies in Financial Services, the Shareholders, and the System: Is Bigger and Broader Better?, *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, Vol. 2003, p. 1-36.
- Wheelock, D.C., en P. Wilson (2009), Are U.S. Banks Too Large?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers*, 2009-054.



# Governance van macroprudentieel beleid<sup>1</sup>

*Jakob de Haan, Aerdt Houben  
en Remco van der Molen*

## 1 Inleiding

De financiële crisis die in de zomer van 2007 uitbrak was omvangrijk en kwam onverwacht. Vier jaar later is de financiële stabiliteit nog steeds niet hersteld en zijn de kosten in termen van verloren economische productie en hogere overheidsschulden fors opgelopen. Een belangrijke les uit de financiële crisis is dat naast monetair beleid en microprudentieel toezicht ook macroprudentieel beleid nodig is om financiële stabiliteit te handhaven. Dit is een hoofdconclusie in de vele rapporten die over de crisis zijn geschreven, internationaal maar ook nationaal.<sup>2</sup> De relevantie van deze conclusie is nog groter in een muntunie als het eurogebied, omdat het monetaire beleid dan niet kan worden toegesneden op de financieel-economische omstandigheden in de afzonderlijke deelnemende landen. Het belang van macroprudentieel beleid wordt verder onderstreept door de acute landenrisico's die sinds 2010 binnen het eurogebied zichtbaar zijn geworden.

Macroprudentieel beleid richt zich niet primair op individuele instellingen, maar op ontwikkelingen die de stabiliteit van het gehele financiële stelsel in gevaar kunnen brengen. Macroprudentieel beleid houdt nadrukkelijk rekening met de wisselwerking tussen financiële instellingen en hun omgeving: andere instellingen, financiële markten, infrastructuur en de reële economie (structurele dimensie). Daarbij wordt bovendien gekeken naar de

- 1 Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel en representeert niet het standpunt van De Nederlandsche Bank. De auteurs danken Peter Wierts voor zijn commentaar.
- 2 Op mondiaal niveau leidde deze conclusie tot onderzoek door het Committee on the Global Financial System naar de mogelijke vormgeving van macroprudentiële beleidsraamwerken (CGFS, 2009). Ook het IMF heeft een initieel raamwerk ontwikkeld (IMF, 2011a). Op Europees niveau werd deze conclusie getrokken in het De Larosière rapport (2009). In de VS is de macroprudentiële dimensie weerspiegeld in de Dodd Frank Act. In het VK benadrukte de toonaangevende Turner Review (2009) het belang van een instellingsoverstijgende kijk op de financiële sector. En in Nederland bevat het parlementair onderzoeksrapport naar de financiële crisis diverse macroprudentiële aanbevelingen: het beter onderkennen van macrorisico's voor de financiële sector, het invoeren van een 'cyclusreserve' bij financiële instellingen, het aanpassen van boekhoudregels om procyclische effecten tegen te gaan, het toetsen van fusies en overnames op hun effect op de financiële stabiliteit en het versterken van het macroprudentiële toezicht op Europees niveau (Commissie de Wit, 2010).

dynamiek waarmee onevenwichtigheden zich kunnen opbouwen in de tijd (cyclische dimensie). Anders gezegd, macroprudentieel beleid draait enerzijds om het bevorderen van de schokbestendigheid van de financiële sector en anderzijds om het tegengaan van de opbouw van onevenwichtigheden die risico's inhouden voor het financiële systeem.

In een recent verschenen voortgangsrapport van de Financial Stability Board (FSB), het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Bank for International Settlements (BIS) wordt de governance van macroprudentieel beleid als één van de belangrijkste uitdagingen gezien: 'there is a need to put in place appropriate governance arrangements. Not least, since macroprudential policy involves managing tail risk (the incidence of a financial crisis), the benefit of taking an action becomes apparent only in the long run, while the costs will often be highly visible and felt immediately. This may lead to a strong bias in favour of inaction. This bias can be further exacerbated by lobbying on the part of financial institutions and by other political pressures. It puts a premium on governance arrangements for the chosen institutional framework that strengthen the policymaker's ability and willingness to act. Strong governance arrangements require: clear and specific mandates for the powers of macroprudential policy making; control over macroprudential instruments that are commensurate with those mandates; arrangements that safeguard the necessary operational independence; and provisions to ensure accountability, supported by transparency and clear communication of decisions and decision-making processes.'<sup>3</sup>

In de Europese Unie (EU) is de European Systemic Risk Board (ESRB) sinds het begin van 2011 verantwoordelijk voor het macroprudentiële toezicht op het financiële stelsel in de EU. Paragraaf 2 van deze bijdrage gaat in op de governance van de ESRB.<sup>4</sup> Zoals in deze paragraaf nader zal worden toegelicht, beschikt de ESRB niet over eigen instrumenten, maar kan slechts waarschuwen en aanbevelingen doen. De effectiviteit van het Europese macroprudentiële beleid staat of valt dus met de inrichting van dat beleid op het niveau van de Europese lidstaten. De financiële stabiliteitsmandaten en macroprudentiële beleidsinstrumenten van de afzonderlijke Europese landen zijn echter nog weinig ontwikkeld. Daarom pleiten wij in paragraaf 3 van deze bijdrage voor een strakke definitie van macroprudentieel beleid, met helder afgebakende instrumenten en voldoende reikwijdte. Paragraaf 4 gaat in op de institutionele vormgeving. Effectief macroprudentieel beleid vraagt om een grote operationele vrijheid, in combinatie met een goede veranke-

3 FSB, IMF, BIS, Macroprudential policy tools and frameworks. Update to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 14 Februari 2011, p. 11.  
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_1103.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_1103.pdf).

4 Zie Masciandaro et al. (2011) voor een analyse van de governance van de European Banking Authority die verantwoordelijk is voor (de coördinatie van) het toezicht op banken.



ring van de verantwoordingsplicht (accountability). Tegen deze achtergrond wordt in paragraaf 5 de praktijk van de governance in een aantal Europese landen nader geanalyseerd. Ter vergelijking wordt ook de situatie in de VS beschouwd. Deze vergelijking laat zien dat verschillende modellen gebruikt worden en dat de wenselijke institutionele inrichting sterk afhankelijk is van nationale omstandigheden. Paragraaf 6 gaat daarom in op de implicaties voor macroprudentieel beleid in Nederland. Om een daadkrachtige beleidsbepaling te bevorderen pleiten wij ervoor om het macroprudentiële mandaat bij één enkele, onafhankelijke instelling neer te leggen. Hiervoor is De Nederlandsche Bank (DNB), gegeven haar sleutelrol in de financiële sector, de aangewezen partij. Een aanpalend financiële-stabiliteitscomité kan bijdragen aan informatie-uitwisseling en beleidsafstemming met andere autoriteiten. Paragraaf 7 bevat onze conclusies.

## 2 De European Systemic Risk Board

De ESRB is een nieuw orgaan dat sinds begin 2011 operationeel is en dat is belast met het macroprudentiële toezicht op het financiële stelsel in Europa.<sup>5</sup> Doel van de ESRB is om bij te dragen aan het voorkomen of verminderen van systeemrisico's in de EU. De ESRB heeft als taak alle relevante informatie hierover uit de lidstaten te verzamelen en deze te analyseren. Op basis hiervan dient de ESRB systeemrisico's te identificeren en te prioriteren, en daaromtrent waar nodig te waarschuwen en aanbevelingen te doen. De aanbevelingen kunnen één of meerdere lidstaten betreffen, één of meerdere Europese Toezichthoudende Autoriteiten<sup>6</sup>, één of meerdere nationale toezichthouders, of de EU als geheel. Aanbevelingen kunnen ook aan de Europese Commissie zijn gericht wanneer ze relevante EU-wetgeving aangaan. De aanbevelingen van de ESRB zijn niet bindend, maar de geadresseerden zijn wel verplicht om te reageren via het zogenoemde 'comply or explain' principe: zij dienen de aanbeveling op te volgen, of met redenen te omkleden waarom zij dit niet doen.

De ESRB bestaat uit een General Board, een Steering Committee, een secretariaat, een technisch adviescomité en een wetenschappelijk adviescomité. De General Board is het besluitvormende orgaan van de ESRB en

5 Regulation No. 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of November 24 of 2010 en Council Regulation No.1096/2010 of November 17 of 2010.

6 Naast de oprichting van de ESRB zijn in 2011 de bestaande comités van samenwerkende Europese toezichthouders omgevormd tot Europese autoriteiten met een eigen rechtspersoonlijkheid. Het Committee of European Banking Supervisors (CEBS) is omgevormd tot de European Banking Authority (EBA), het Committee of European Securities Regulators (CESR) tot de European Securities and Markets Authority (ESMA) en het Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) tot European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

bestaat uit 37 leden met stemrecht: de President en Vicepresident van de ECB, de Presidenten van de nationale centrale banken van alle 27 EU-lidstaten, een lid van de Europese Commissie, de drie voorzitters van de Europese Toezichthoudende Autoriteiten (EBA, ESMA en EIOPA), de voorzitter en twee vicevoorzitters van het wetenschappelijk adviescomité en de voorzitter van het technisch adviescomité. Daarnaast zijn er nog 28 leden zonder stemrecht: vanuit elke EU-lidstaat een vertegenwoordiger van de nationale toezichthouder en de President van het Economische en Financiële Comité. Het Steering Committee ondersteunt de General Board van het ESRB dat besluit over risicowaarschuwingen en aanbevelingen. Het secretariaat is ondergebracht bij de ECB en is verantwoordelijk voor de dagelijkse werkzaamheden van het ESRB. Het technisch adviescomité en het wetenschappelijk adviescomité voorzien de ESRB van advies. Gedurende de eerst vijf jaar is de President van de Europese Centrale Bank (ECB) de Voorzitter van de ESRB. De eerste vicevoorzitter is een gouverneur van de nationale centrale bank van één van de 27 EU lidstaten, bij voorkeur van buiten de eurozone.<sup>7</sup> De tweede vicevoorzitter van de ESRB is de Voorzitter van het Gemengd Comité van de Europese Toezichthoudende Autoriteiten. Deze functie wordt bij toerbeurt vervuld door de voorzitters van EBA, EIOPA en ESMA.

146

De ESRB verkrijgt toezichtinformatie van de Europese Toezichthoudende Autoriteiten, wanneer dit relevant is voor de taken van de ESRB. Andersom voorziet de ESRB de Europese Toezichthoudende Autoriteiten van informatie over gesignaleerde risico's die relevant zijn voor het vervullen van hun taken. Zijn brede opzet stelt de ESRB in staat de relevante expertise bijeen te brengen en ontwikkelingen in verschillende segmenten van de financiële sector in samenhang te beschouwen.

Op de ESRB is door diverse economen kritiek geuit. Buitier (2009) richt zijn pijlen op de omvang, de samenstelling en het gebrek aan verantwoordingsplicht (accountability) van de ESRB. Volgens Buitier is de omvang van de General Board te groot om een rol van betekenis te kunnen spelen en hebben centrale banken een te zwaar gewicht in de ESRB. Buitier pleit voor een grotere rol voor de budgettaire autoriteiten. In de volgende paragraaf gaan we in op de vraag of centrale banken een hoofdrol moeten spelen bij het macroprudentiële beleid. De verantwoordingsplicht van de ESRB is volgens Buitier te beperkt: '[A]ccountability is, as with the ECB, defined purely in terms of reporting obligations, with no sanctions or punishment available to be imposed on the ESRB and its members should their performance not be up to snuff.' Hoewel feitelijk juist -de ESRB dient jaarlijks (en in het geval van financiële onrust vaker) aan het Europees Parlement en de Raad te rapporteren over zijn activiteiten -is de kritiek op de verantwoordingsplicht van

7 Zie Begg (2009) voor een verdere discussie over de deelname van landen buiten het eurogebied in de ESRB.

de ESRB naar onze mening niet steekhoudend. Deze lichte vorm van verantwoording is immers in overeenstemming met de beperkte bevoegdheden van de ESRB.

Deze beperkte bevoegdheden en het ontbreken van concrete instrumenten zijn naar onze mening dan ook zwaarder wegende kritiekpunten. Hoewel economische en financiële cycli voor een belangrijk deel nationaal bepaald worden, en dus vragen om nationaal macroprudentieel beleid, is er gezien de financiële verwevenheid van de EU-lidstaten (zie bijvoorbeeld Allen et al., 2011) en de externe effecten die nationaal macroprudentieel beleid kan hebben, veel voor te zeggen om op Europees niveau een macroprudentiële autoriteit met voldoende eigen beleidsbevoegdheid (inclusief instrumenten) in te richten. Binnen de belangrijkste EU lidstaten bestaat echter geen politiek draagvlak voor overdracht van enige soevereiniteit naar de ESRB (Buckley en Howarth, 2010). Het resultaat is dat het instrumentarium van de ESRB is beperkt tot het afgeven van waarschuwingen en het doen van niet-bindende aanbevelingen. Voor een ESRB aanbeveling is bovendien een tweederde meerderheid nodig in de General Board.

Het is dus zaak voor de ESRB om de middelen die hem ter beschikking staan zo effectief mogelijk in te zetten. Communicatie zal hierbij net als bij monetair beleid een grote rol spelen.<sup>8</sup> De ESRB zal met goed onderbouwde, gerichte, haalbare en realistische aanbevelingen moeten komen. Bovendien kan de ESRB door zijn waarschuwingen en aanbevelingen openbaar te maken<sup>9</sup> de druk op autoriteiten om te reageren op gesignaleerde risico's vergroten. Op deze manier kunnen de beleidsaanbevelingen van de ESRB wel degelijk effect sorteren. Niettemin is duidelijk dat de primaire verantwoordelijkheid voor macroprudentieel beleid bij de EU-lidstaten ligt, en dat de effectiviteit ervan staat of valt met de inrichting van nationaal macroprudentieel beleid. In het navolgende deel van onze bijdrage wordt de focus daarom verlegd naar het nationale niveau.

### 3 De bouwstenen voor macroprudentieel beleid

De bouwstenen voor macroprudentieel beleid zijn de doelstelling, het analysekader, de instrumenten en de reikwijdte. Deze worden in deze paragraaf achtereenvolgens besproken.

De *doelstelling* van macroprudentieel beleid is bescherming van financiële stabiliteit. Van financiële stabiliteit is sprake wanneer de financiële sector in staat is financiële middelen efficiënt te alloceren aan bestedingen, risico's te beheersen en externe schokken op te vangen, en zelf geen bron is van verstoringen (Houben et al., 2004). Belangrijk hierbij is dat financiële stabiliteit in

<sup>8</sup> Zie Blinder et al. (2008).

<sup>9</sup> Dergelijke besluiten dienen genomen te worden met een tweederde meerderheid en en na consultatie van de Europese Raad.

vergaande mate buiten het domein van de macroprudentiële beleidsmaker wordt bepaald, door exogene schokken en door andere beleidsterreinen. Zo is financiële stabiliteit ook sterk afhankelijk van het microprudentiële toezicht (kan een individuele instelling aan haar verplichtingen voldoen?), het gedragstoezicht (komen transacties in een transparante markt tot stand?), het monetaire beleid (is het algemene prijspeil stabiel?), het fiscale beleid (worden bepaalde financiële producten door de fiscaliteit gestimuleerd?) en het mededingingstoezicht (hoe worden financiële instellingen gedisciplineerd?). Maar macroprudentieel beleid is een enger begrip dan financiële stabiliteit en bestrijkt alleen de instrumenten die primair op financiële stabiliteit zijn gericht. Instrumenten die een grote invloed hebben op financiële stabiliteit, maar primair een andere doelstelling dienen, vallen dus buiten macroprudentieel beleid.

Het gescheiden houden van deze beleidsterreinen en het afbakenen van het macroprudentiële beleidsterrein dragen bij aan een heldere verantwoordelijkheidsverdeling, waarbij iedere autoriteit rekening houdt met de besluiten die op andere beleidsgebieden worden genomen, maar primair de eigen doelstelling nastreeft. Een fiscale regeling als de hypotheekrenteaftrek is vooral gericht op de inkomensherverdeling en het eigenwoningbezit, en niet op de financiële stabiliteit. Hoewel de renteaftrek grote invloed heeft op de schuldpopbouw en daarmee op de financiële stabiliteitsrisico's, is het aan de macroprudentiële autoriteit om, gegeven deze regeling, de eigen instrumenten indien nodig in te zetten gericht op de eigen doelstelling. Deze afbakening is vergelijkbaar met die tussen de budgettaire autoriteit en de monetaire autoriteit: net als budgettaire beslissingen van invloed zijn op de prijsontwikkeling, maar niet behoren tot de monetaire beleidsinstrumenten, zo is de rentebepaling relevant voor de begrotingsuitkomsten, maar valt deze buiten de invloed van de minister van Financiën. Zonder een duidelijke scheiding vermengen de verantwoordelijkheden en neemt de gerichtheid en geloofwaardigheid van de afzonderlijke doelstellingen af.

Macroprudentieel beleid wordt gebaseerd op de macroprudentiële *analyse* die naar de actuele sectorale risico's en de onderlinge verbanden kijkt, en daarmee naar de endogene processen die de dynamiek in het financiële systeem bepalen. Deze analyse tracht de voornaamste risico's in het financiële systeem in kaart te brengen in termen van hun waarschijnlijkheid en impact, alsook de tijdshorizon waarbinnen deze zich kunnen voordoen. Deze meerdimensionale risico's dienen vervolgens te worden gewogen tegen de kosten van ingrijpen, om een prioriteitstelling voor het beleid te bepalen.

De *instrumenten* van macroprudentieel beleid zijn primair gericht op financiële stabiliteit en hebben directe invloed op financiële verhoudingen binnen economische sectoren (zoals bij Loan-to-Value (LTV) limieten voor hypotheekverstrekking door gezinnen), financiële instellingen (zoals bij cyclische kapitaalrequisieten voor banken) of financiële markten (zoals bij marge-

eisen voor repotransacties) of beïnvloeden indirect het gedrag van financiële marktpartijen (zoals bij communicatie over risico's). Dit onderscheidt macroprudentiële instrumenten van beleidsinstrumenten, zoals de fiscale behandeling van vreemd vermogen of accounting regels, die wel relevant zijn voor financiële stabiliteit, maar primair een ander doel hebben. Voor zover macroprudentiële instrumenten ook worden gebruikt in het kader van het microprudentiële of het gedragstoezicht, heeft het macroprudentiële beleid alleen betrekking op dat deel dat primair voor macroprudentiële motieven is ingezet. Zo geldt een sectorbrede opslag in de risicoweging als een macroprudentiële instrument, maar een reguliere microprudentiële bepaalde kapitaaleis niet. Dit onderstreept het belang van een duidelijke afbakening van beleids-terreinen: macroprudentiële beleid is gericht op de stabiliteit van het systeem als geheel, terwijl microprudentiële beleid de bescherming van deposanten bij individuele instellingen als doel heeft. Bovendien zijn macroprudentiële instrumenten preventief van aard. Hoewel crisisbeheersingsinstrumenten een cruciale rol spelen bij het herstellen van de financiële stabiliteit, vallen deze instrumenten dus overwegend buiten het macroprudentiële arsenaal. Uit een enquête van het IMF blijkt dat de ondervraagde 15 Europese toezichthouders uiteenlopende voorkeuren hebben voor macroprudentiële

Tabel 1. Gewenste instrumenten van macroprudentieel beleid in 15 Europese landen

Country	Assets measures					Asset/liability measures			Capital measures		
	Caps on loan-to-value ratios	Caps on debt/loan-to-income ratios	Limits on exposures or concentration	Caps on foreign currency lending	Ceiling on credit or credit growth, incl by sector	Limits on net open currency position/currency mismatch	Limits on maturity mismatch	Reserve requirement	Counter-cyclical capital requirement	Dynamic provisioning	Restrictions on profit distribution
euro area	8	6	5	1	2	2	7	2	7	7	7
Other EU	5	2	2	2	1	4		2	3	3	3
EEA	1	1					1		1	1	
All	14	9	7	3	3	6	8	4	11	11	11

Country	Funding		Funding			Markets		Fiscal
	Size dependent leverage limit	Capital surcharge	core funding ratio	levy on wholesale fundig	time varying liquidity coverage ratio	haircut or margin on collateral	CCP for derivatives	Sector specific taxes
euro area	1	7	4		2	4	1	2
Other EU	1	1	2	1	1	2		2
EEA		1			1			1
All	2	9	6	1	4	6	1	5

Bron: IMF (2011b).

instrumenten. Gevraagd naar de instrumenten die ze zouden willen opnemen, komt naar voren dat LTV limieten, contra-cyclische kapitaaleisen, marge-eisen, restricties op winstverdeling en kapitaalopslagen voor systeemrelevante instellingen kunnen rekenen op de grootste populariteit (tabel 1).

Tot slot dient de *reikwijdte* van macroprudentieel beleid alle potentiële bronnen van financiële instabiliteit te dekken. Dit houdt in dat dat beleid ook betrekking moet kunnen hebben op ontwikkelingen bij instellingen of op markten die niet onder toezicht staan van de microprudentiële of gedragstoezichthouder. Een les uit de crisis is dat juist door de interactie tussen gereguleerde financiële instellingen en niet of minder gereguleerde financiële markten systeemrisico's kunnen ontstaan. De wettelijke bevoegdheden van de macroprudentiële autoriteit dienen hierbij aan te sluiten, bijvoorbeeld door rapportage- of prudentiële verplichtingen te kunnen opleggen aan mogelijk systeemrelevante spelers buiten het reguliere toezichtveld.

#### 4 De institutionele vormgeving van macroprudentieel beleid

De institutionele vormgeving van macroprudentieel beleid dient bovengenoemde elementen zo goed mogelijk te ondersteunen. Het institutionele kader dient de taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden helder te definiëren, alsmede een verantwoordingsplicht die daarbij past.

Idealiter bevat een mandaat één doelstelling, is dat mandaat bij één instelling ondergebracht, en bevat het duidelijk gedefinieerde instrumenten. Een wettelijke doelstelling om risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel te beperken, creëert een duidelijk onderscheid met andere beleidsterreinen die de financiële stabiliteit beïnvloeden, maar dat niet als primair doel hebben. Er kleven echter ook bezwaren aan een dergelijke brede doelstelling. In de eerste plaats is het de vraag of ingrijpende maatregelen hiermee voldoende kunnen worden gelegitimeerd. Zonder een expliciet en meetbaar doel is het moeilijker uit te leggen waarom een bepaalde maatregel wordt genomen. Bovendien is een brede doelstelling moeilijk te operationaliseren, wat ten koste kan gaan van de effectiviteit van het beleid. De doelstelling geeft de beleidsmaker immers geen duidelijke prikkel tot een bepaalde actie of tot het stellen van prioriteiten. Het is daarom wenselijk om in een mandaat voor macroprudentieel beleid naast een primaire, algemene doelstelling gericht op het mitigeren van systeemrisico's, ook secundaire, operationele doelstellingen op te nemen.<sup>10</sup> Hierbij kan worden gedacht aan een opsomming van specifieke taken, een nadere uitwerking van wat wordt verstaan onder systeemrisico's, of de afstemming met andere autoriteiten. Het onderscheid tussen algemene en operationele doelstellingen kan ook naar voren komen in de manier waarop ze juridisch worden vastgelegd. De primaire doelstelling dient verankerd te zijn in wetgeving, terwijl de operationele doel-

<sup>10</sup> Schoenmaker en Wierds (2011) onderstrepen het belang van operationele doelstellingen.

stellingen en taken op andere manieren kunnen worden vastgelegd (beleidsbrieven, MoU's, etc.). Dit heeft als voordeel dat ze gemakkelijker kunnen worden aangepast aan veranderende inzichten.

Diverse overwegingen pleiten ervoor om een onafhankelijke autoriteit verantwoordelijkheid te geven voor macroprudentieel beleid. Dit is bovenal nodig omdat de inzet van macroprudentiële instrumenten een inherente inertie (*'inaction bias'*) moet overwinnen. Deze inherente inertie kan aan vier factoren worden toegeschreven. Ten eerste zijn financiële stabiliteitsgevaars vaak staartrisico's, met een kleine kans op een groot ongeluk. Korte termijnkosten moeten dan worden gedragen voor lange termijnbaten. Dit maakt uitstel op korte termijn een aantrekkelijke optie. Ter illustratie geldt de noodzaak tot dijkverzwaring die in Nederland al in de jaren dertig werd onderkend. Maar het duurde tot de watersnoodramp van 1953 voordat dijkverzwaring prioriteit kreeg. Ten tweede zijn financiële stabiliteitsrisico's omgeven door relatief veel onzekerheid. Daardoor zal de neiging bestaan om liever een type 1 fout te maken (een verkeerde inschatting dat het goed afloopt) dan een type 2 fout (een verkeerde inschatting dat het mis gaat). Bij onzekerheid is een verandering van beleid immers lastig te rechtvaardigen. Ten derde zijn de kosten concreet, terwijl de opbrengsten vaak niet kwantificeerbaar dan wel onzichtbaar zijn. Hoeveel crises zijn voorkomen door de overstap van netto naar bruto betaalsystemen en van decentrale naar centrale clearing? Ten vierde hebben macroprudentiële beleidsaanpassingen vaak een verkrappende invloed op de financieringsruimte. Hierdoor zal een autoriteit die afhankelijk is van de politieke cyclus, of anderszins bloot staat aan politieke druk, geneigd zijn dergelijke beleidsmaatregelen uit te stellen.<sup>11</sup>

De institutionele vormgeving van macroprudentieel beleid kan deze neiging tot inertie tegengaan. Een helder mandaat en beleidsverantwoordelijkheid, die uitdrukkelijk zijn toebedeeld aan een onafhankelijke autoriteit, creëren sterke prikkels om een gegeven doelstelling actief na te streven. In de kern is deze argumentatie voor beleidsonafhankelijkheid gekoppeld aan een helder mandaat, vergelijkbaar met dat voor monetaire beslissingen.<sup>12</sup> De onafhankelijke status is niet alleen belangrijk om te waarborgen dat de autoriteit steeds de nodige maatregelen *kan* nemen, maar ook om te expliciteren dat hij de nodige maatregelen *moet* nemen. In die zin dient de institutionele structuur uitdrukkelijk aan te zetten tot de nodige acties.

11 Recent onderzoek suggereert dat onafhankelijkheid van toezichhouders kan bijdragen aan financiële stabiliteit. Klomp en De Haan (2009) schatten een panel model voor de periode 1985-2005 en vinden een negatief significant verband tussen financiële stabiliteit en de onafhankelijkheid van de centrale bank. Financiële stabiliteit is in deze studie gemeten aan de hand van een factor analyse op basis van een groot aantal indicatoren van financiële instabiliteit. Voor een verdere discussie over 'regulatory independence' verwijzen we naar Quintyn et al. (2007).

12 Zie Cukierman (2008).

Hierbij rijst de vraag welke rol de minister van Financiën dient te spelen in de macroprudentiële beleidsbepaling. Enerzijds geldt dat politieke onafhankelijkheid essentieel is om de daadkracht en tijdsconsistentie van het macroprudentiële beleid te beschermen. Anderzijds geldt dat de minister politiek eindverantwoordelijk is voor de financiële stabiliteit, de wettelijke regels voor de financiële sector bepaalt en beslist als publieke middelen moeten worden ingezet om een financiële crisis te bezweren. Aannemelijk is een mate van onafhankelijkheid tussen dat van het monetaire beleid, dat volstrekt los staat van de politiek, en dat van het microprudentiële toezicht, dat in Nederland op afstand is geplaatst van de minister, maar waar hij 'toezicht op toezicht' houdt.

Een sterke mate van operationele onafhankelijkheid vereist dat de *verantwoordingsplicht* van de macroprudentiële beleidsmaker goed wordt geregeld. Daarvoor is transparantie noodzakelijk. Als niet voldoende duidelijk is wat een macroprudentiële autoriteit heeft gedaan, en waarom, kan geen adequaat oordeel worden gevormd over haar prestaties. Een belangrijk instrument hierbij is de publicatie van periodieke Financiële Stabiliteitsoverzichten. De afgelopen jaren is het aantal centrale banken dat een dergelijk overzicht publiceert sterk toegenomen, maar de inhoud van die overzichten loopt sterk uiteen (Oosterloo et al., 2007; Ingves et al., 2011).

152

Een vergelijking met de verantwoordingsplicht van monetair beleid ligt voor de hand. De accountability van monetaire politiek in Europa gaat niet veel verder dan transparantie. Veel critici vinden dat niet genoeg.<sup>13</sup> Hun visie is gebaseerd op een principaal-agent benadering. De essentie van accountability vanuit dit perspectief is dat nadat een principaal (bijvoorbeeld de wetgever) een bepaalde taak delegeert aan een agent (bijvoorbeeld de centrale bank) en de agent instrumenten geeft om die taak uit te voeren, de agent wordt afgerekend op de doelstelling. Dat betekent dat de principaal een oordeel moet vormen over de performance van de agent. Bij een negatief oordeel kan de principaal ingrijpen, bijvoorbeeld door de agent te ontslaan of de agent een ander mandaat te geven. Hierbij moet worden gewaakt voor politieke inmenging in de reguliere activiteiten van de agent. Een goed voorbeeld om verantwoordingsplicht en onafhankelijkheid in balans te brengen was het aanwijsrecht van het monetaire beleid in Nederland tot de komst van de ECB. Hoewel het geven van een aanwijzing door de minister van Financiën aan DNB als ultimum remedium werd gezien en in de praktijk ook nooit is gebruikt, werd door deze constructie de politieke verantwoordelijkheid wel bij hem gelegd. Bij afwezigheid van een aanwijzing kon de minister immers worden geacht in te stemmen met het gevoerde beleid en kon hij door het parlement hiervoor ter verantwoording worden geroepen. Hierdoor werd de uiteindelijke verantwoordelijkheid neergelegd waar die thuis hoort, namelijk

<sup>13</sup> Zie Buitter (1999) en Eijffinger en De Haan (2000).



bij het parlement. Bovendien voorkomt deze constructie dat de minister of het parlement zich verschuilen achter de centrale bank indien de doelstelling onverhoopt niet wordt gehaald. Op soortgelijke wijze zou ook de verantwoordingsplicht van macroprudentieel beleid kunnen worden versterkt.

Er is echter een belangrijk verschil tussen de accountability van monetair beleid en macroprudentieel beleid. De doelstelling voor macroprudentieel beleid (financiële stabiliteit) is namelijk minder eenvoudig te definiëren dan de doelstelling van monetair beleid (prijsstabiliteit). En daarmee is het ook moeilijker om vast te stellen of de doelstelling is gehaald. Dit is een argument om verantwoordingsmechanismen bij macroprudentieel beleid te richten op beleidsprocessen en achterliggende analyses, in plaats van op uitkomsten.

Bij de verantwoordingsplicht moet ook rekening worden gehouden met de onzekerheden die gelden op het moment dat de analyse en beleidsinzet worden bepaald. Dit zijn deels risico's die bij benadering zijn te kwantificeren, maar waarvan de uitkomst ten tijde van de analyse nog ongewis zijn, en deels fundamentele onzekerheden die per definitie niet te voorspellen zijn en soms vergaande gevolgen kunnen hebben ('zwarte zwanen').<sup>14</sup> Het moge duidelijk zijn dat de verantwoordingsplicht voor macroprudentieel beleid minder strak geregeld kan worden dan voor beleidsterreinen waar sprake is van een eenduidige koppeling tussen instrumenten en uitkomsten. Omdat de einddoelstelling van financiële stabiliteit wordt bepaald door veel meer factoren -waaronder exogene schokken en de inzet van andere beleidsinstrumenten -kan de macroprudentiële beleidsmaker hier niet geheel verantwoordelijk voor worden gehouden. Wel kan de macroprudentiële beleidsmaker worden afgerekend op de macroprudentiële analyse en de mate waarin het macroprudentiële beleid is ingezet om gesignaleerde risico's te mitigeren.

Transparantie-eisen en verantwoordingsplichten zijn essentieel om de institutionele onafhankelijkheid te rechtvaardigen, maar kunnen bovendien een proactieve beleidsvoering stimuleren (De Haan en Oosterloo, 2006). Zo kunnen de transparantie-eisen worden gesteld aan de actuele risico-inschatting en de motieven achter genomen beleidsbeslissingen, maar ook op de motieven achter het niet nemen van maatregelen. Dit schept een omgeving waarin niets doen net zo goed moet worden uitgelegd als wel iets doen.

Bij welke instelling of eenheid kunnen het macroprudentiële mandaat en de beleidsverantwoordelijkheid het beste worden belegd? Ofschoon meerdere modellen mogelijk zijn (in de volgende paragraaf worden enkele voorbeelden gegeven), is de meest voorkomende vormgeving dat deze elementen primair bij de centrale bank worden ondergebracht. Een veel voorkomend

<sup>14</sup> Het onderscheid tussen risico en onzekerheid is terug te voeren op Knight (1921). Taleb (2007) introduceert de term 'zwarte zwanen' voor onverwachte gebeurtenissen met grote gevolgen, die achteraf worden verklaard alsof ze hadden kunnen worden verwacht. Houben en Kakes (2011) analyseren de rol van onzekerheden in de financiële crisis.

alternatief is de verantwoordelijkheid voor macroprudentieel beleid te leggen bij een comité waarin de verschillende betrokken autoriteiten zijn vertegenwoordigd. Diverse overwegingen pleiten voor een sleutelrol van de centrale bank: deze instelling is in sterke mate onafhankelijk, beschikt over de vereiste monetaire en macro-economische expertise alsmede over de ultieme bron van noodfinanciering om situaties van financiële instabiliteit te redresseren.<sup>15</sup> Bovendien wordt deze instelling algemeen gepercipieerd als verantwoordelijk voor financiële stabiliteit. Dit geldt a fortiori voor geïntegreerde centrale bank-toezichthouders.

Andere overwegingen pleiten daarentegen voor een comitéstructuur. Deze kan de informatie-uitwisseling en beleidsafstemming bevorderen tussen de diverse instanties die de financiële stabiliteit beïnvloeden. Zodoende kan een dergelijke structuur bijdragen tot coöperatieve beleidsoplossingen, ook voor wat betreft de inzet van beleidsinstrumenten die niet primair op financiële stabiliteit zijn gericht.

Het aanwijzen van een macroprudentiële autoriteit heeft dus twee dimensies: het bevorderen van een proactieve en daadkrachtige beleidsbepaling en het bijdragen aan een goede afstemming tussen de relevante beleidsterreinen. Terwijl de eerste dimensie pleit voor macroprudentiële beleidsverantwoordelijkheid bij een enkele instelling (de centrale bank), pleit de tweede dimensie voor een comitéstructuur. Om recht te doen aan beide dimensies is een combinatie mogelijk. Hierbij valt te denken aan een comitéstructuur binnen de centrale bank (zoals op dit moment in oprichting bij de Bank of England) of beleidsverantwoordelijkheid bij de centrale bank naast een comitéstructuur voor afstemming. In paragraaf 6 bepleiten wij laatstgenoemde optie voor Nederland.

## 5 Governance van macroprudentieel beleid in een aantal landen

In deze paragraaf wordt de governance van macroprudentieel beleid in het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en de Verenigde Staten beschreven en met elkaar vergeleken. De VS is toegevoegd, omdat er interessante parallellen en verschillen met de ESRB zijn. In het navolgende wordt vooral gekeken naar vormgeving en samenstelling, mandaat, bevoegdheden en verantwoordingsplicht van de macroprudentiële autoriteit.

### *Vormgeving en samenstelling*

In het *Verenigd Koninkrijk* is het Financial Policy Committee (FPC) in oprichting. Het FPC is een beleidscomité dat direct valt onder de Court of Directors, het bestuurslichaam van de Bank of England (BoE). Het FPC wordt voorgezeten door de Gouverneur van de BoE. Het ministerie van Financiën is vertegenwoordigd, maar heeft geen stemrecht.

<sup>15</sup> Ingves et al. (2011) en CGFS (2010).

In *Frankrijk* is in oktober 2010 de Raad voor Financiële Regulering en Systeemrisico's (Conseil de Régulation Financière et du Risque Systémique, CRFRS) ingesteld. Deze raad wordt voorgezeten door de minister van Financiën. Overige leden zijn de Gouverneur van de Banque de France (die tevens voorzitter is van de nieuw opgerichte cross-sectorale prudentiële toezichthouder, de Autorité de Contrôle Prudentiel), de Vicegouverneur, de voorzitter van de gedragstoezichthouder en de voorzitter van de autoriteit voor boekhoudstandaarden. Daarnaast zitten in de raad drie expertleden aangewezen door de minister van Financiën.

In de *Verenigde Staten* regelt de Dodd-Frank Act uit 2010 de oprichting van het Financial Stability Oversight Council (FSOC). Het comité telt tien leden met stemrecht en vijf leden zonder stemrecht; het staat onder voorzitterschap van de minister van Financiën en bestaat voornamelijk uit federale en regionale toezichthouders. Een opvallend verschil tussen de ESRB en de FSOC is de minder prominente rol voor de centrale bank in de FSOC. De voorzitter van de Federal Reserve Board is slechts één van de tien leden met stemrecht, terwijl de analytische ondersteuning van de FSOC komt van het Office of Financial Research dat is ondergebracht bij de Treasury. Dit is opmerkelijk omdat de Fed onder de Dodd-Frank Act verantwoordelijk is geworden voor het toezicht op systeemrelevante financiële instellingen (Ingves et al., 2011).

### **Mandaat**

De operationele doelstelling van het Financial Policy Committee in het *Verenigd Koninkrijk* is gekoppeld aan de financiële stabiliteitsdoelstelling van de BoE. Het mandaat van de BoE wordt als volgt geamendeerd: *'Een doelstelling van de BoE zal zijn de stabiliteit van het financiële systeem in het VK te beschermen en te bevorderen. In het nastreven van deze doelstelling zal de Bank samenwerken met andere relevante autoriteiten (Ministerie van Financiën, prudentiële toezichthouder, gedragstoezichthouder)'. De minister van Financiën krijgt net als bij het Monetary Policy Committee van de BoE een discretionaire bevoegdheid om een opdrachtbrief te sturen aan het FPC, waarop het FPC dient te reageren. Het FPC krijgt de verantwoordelijkheid om systeemrisico's te identificeren en te monitoren, en maatregelen te nemen om deze risico's weg te nemen of te verminderen. In het FPC mandaat wordt onderscheid gemaakt tussen twee vormen van systeemrisico's: (i) systeemrisico's volgend uit structurele eigenschappen van financiële markten of de verdeling van risico's binnen het financiële stelsel; (ii) onhoudbare niveaus van leverage, schuld of kredietgroei.*

De CRFRS in *Frankrijk* heeft de volgende taken: (i) faciliteren van de samenwerking en uitwisseling van informatie tussen de aangesloten instellingen; (ii) monitoren van de financiële sector en financiële markten en het beoordelen van systeemrisico's (rekening houdend met de adviezen van de

ESRB); (iii) faciliteren van samenwerking bij de implementatie van internationale en Europese regels voor de financiële sector.

Het FSOC kent drie doelstellingen: i) identificeren van risico's voor de stabiliteit van het financiële systeem in de *Verenigde Staten*, ii) borgen van marktdiscipline, en iii) reageren op dreigende stabiliteitsrisico's. Een centrale taak voor het FSOC is het bij elkaar brengen van de verschillende toezichthoudende autoriteiten ten behoeve van het monitoren en adresseren van systeemrisico's. Doel hiervan is lacunes in het toezichtraamwerk te dichten. Een belangrijke basis hiervoor is het verzamelen en uitwisselen van data en informatie van de toezichtautoriteiten die onderdeel uitmaken van het FSOC.

### **Bevoegdheden**

Het FPC in het *Verenigd Koninkrijk* is een beleidscomité en heeft zelf geen uitvoerende toezichttaak. Het FPC krijgt naast de bevoegdheid om data op te vragen bij toezichthouders vier instrumenten of pressiemiddelen om systeemrisico's te adresseren: (i) publieke communicatie, waaronder waarschuwingen; (ii) beïnvloeding van het macroprudentieel beleid op Europees en mondiaal niveau; (iii) (publieke) aanbevelingen aan andere autoriteiten dan de microprudentiële- en gedragstoezichthouders; (iv) rechtstreekse aanwijzingen aan de microprudentiële- en gedragstoezichthouders. Voor de laatste categorie geldt dat de aanwijzingen verplicht moeten worden opgevolgd waar het de inzet van het macroprudentieel instrumentarium betreft. Hierover heeft het FPC dus volledige zeggenschap. Voor de overige instrumenten geldt een comply-or-explain regel.

De macroprudentiële instrumenten waarover het FPC directe zeggenschap heeft dienen te worden vastgelegd in secundaire wetgeving die bekrachtigd moet worden door het parlement. Het FPC kan aanbevelingen doen aan de minister van Financiën ten aanzien van het beschikbare macroprudentiële instrumentarium. Het interim-FPC dat in februari 2011 van start is gegaan, heeft als opdracht te adviseren over het gewenste macroprudentiële instrumentarium.

De CRFRS in *Frankrijk* heeft de bevoegdheid vertegenwoordigers van kredietinstellingen, verzekeraars en pensioenfondsen, aan verhoor te onderwerpen. De CRFRS heeft geen wettelijke bevoegdheden om aanbevelingen te doen aan andere autoriteiten.

Het FSOC in de *Verenigde Staten* heeft bevoegdheden op het gebied van (i) onder geconsolideerd toezicht brengen van niet-bancaire financiële instellingen; (ii) identificeren van systeemrelevante instellingen binnen het betalingsverkeer, clearing en settlement; (iii) doen van aanbevelingen aan toezichtautoriteiten en het Congres. Een specifieke bevoegdheid is het geven van aanbevelingen aan de Federal Reserve aangaande hogere prudentiële standaarden voor systeemrelevante instellingen. Het comité kan ook specifieke taken opgelegd krijgen van het Congres. Zo kreeg het FSOC bij zijn

oprichting de opdracht te komen met een rapport met aanbevelingen over het instellen van de Volcker-Rule, die Amerikaanse banken verbiedt handelsactiviteiten voor eigen rekening en risico uit te voeren.

### **Verantwoordingsplicht**

In het *Verenigd Koninkrijk*, is het FPC verplicht halfjaarlijks een rapport te publiceren. Dit rapport moet niet alleen een oordeel van het FPC bevatten over de actuele stabiliteit en weerbaarheid van het financiële systeem, maar ook beschrijven welke acties het FPC in het voorgaande halfjaar heeft ondernomen en hoe effectief deze zijn geweest. Van de vergaderingen van het FPC dient binnen zes weken een verslag te worden gepubliceerd, waarbij de discussie in algemene termen wordt beschreven. Vertrouwelijke informatie hoeft niet gepubliceerd te worden. FPC aanwijzingen aan de microprudentiele- en gedragstoezichthouder dienen ook naar de minister van Financiën te worden gestuurd, die ze ter informatie aan het parlement kan sturen.

De CRFRS in *Frankrijk* dient jaarlijks een openbaar verslag aan het parlement te sturen.

Het FSOC in de *Verenigde Staten* legt bij monde van zijn voorzitter, de minister van Financiën, jaarlijks verantwoording af aan het Congres. Daarnaast dient het comité jaarlijks een rapport aan te leveren. Afhankelijk van de agenda is de vergadering van het FSOC besloten dan wel openbaar. Verslagen en bepaalde vergaderstukken worden na afloop van de vergadering openbaar gemaakt.

Tabel 2 geeft een samenvattend overzicht. De laatste kolom bevat ons voorstel voor de inrichting van macroprudentieel beleid in Nederland. Paragraaf 6 gaat hier dieper op in.

Tabel 2. Vormgeving macroprudentieel beleid in aantal landen

	VK	Frankrijk	VS	Nederland: voorstel
Ondergebracht bij:	Centrale Bank	Zelfstandig comité	Zelfstandig comité	Centrale Bank
Voorzitter:	President CB	Minister van Financiën	Minister van Financiën	President CB
Comité:	Beleidsbepalend	Afstemming	Beleidsbepalend/ Afstemming	Afstemming
Minister van Financiën: vertegenwoordigd stemrecht	Ja Nee	Ja Ja	Ja Ja	Ja Nee
Mandaat vastgelegd in:	Wet	Wet	Wet	Wet
Uitvoerend orgaan:	Nee	Nee	Nee	Ja

	VK	Frankrijk	VS	Nederland: voorstel
Wettelijke bevoegdheid om aanbevelingen te doen:	Ja	Nee	Ja	Ja
Dienen aanbevelingen te worden opgevolgd:	Ja (aanwijzingen aan toezichthouders)	--	Doorgaans niet	Nee (comply-or-explain)
Rapport:	Halfjaarlijks	Jaarlijks	Jaarlijks	Halfjaarlijks
Verslag vergadering openbaar:	Ja	Nee	Ja	Ja
Regering kan ingrijpen:	Opdrachtbrief (niet bindend)	Maakt deel uit van CRFSF	Maakt deel uit van FSOC	Aanwijsrecht
Verantwoordingsplicht aan:	Minister van Financiën	Parlement	Parlement	Parlement, via minister van Financiën

## 6 Implicaties voor Nederland

In deze paragraaf worden enkele aanbevelingen geformuleerd over de institutionele vormgeving van macroprudentieel beleid in ons land.

158

Voor Nederland ligt het in de rede om het macroprudentieel beleid bij DNB te beleggen. Als geïntegreerde centrale bank en prudentiële toezichthouder en stemgerechtigd lid van de ESRB is DNB goed gepositioneerd voor zowel de macroprudentiële analyse als het uitvoeren van macroprudentieel beleid. DNB heeft ervaring met analyses gericht op de stabiliteit van het financieel systeem. Twee keer per jaar publiceert DNB het zogenoemde Overzicht Financiële Stabiliteit. Ook bij het publiek staat DNB -in goede en slechte tijden -bekend als hoedster over de stabiliteit van de financiële sector.

DNB heeft momenteel echter geen expliciete bevoegdheid om maatregelen te treffen wanneer financiële instellingen die zelf financieel gezond zijn, via hun activiteiten bijdragen aan de opbouw van onevenwichtigheden in de financiële sector, financiële markten, infrastructuur of reële economie. Voor het voeren van beleid gericht op het verminderen van dergelijke onevenwichtigheden is daarom een wettelijk mandaat voor DNB van groot belang. Dit beleid kan namelijk gevolgen hebben voor de bedrijfsvoering van financiële instellingen en op macroniveau voor de inkomens- en vermogensverdeling. Daarnaast kan een wettelijke verankering van macroprudentieel beleid DNB de benodigde reikwijdte verschaffen om dit beleid te kunnen uitvoeren. De reikwijdte dient breed te zijn zodat macroprudentieel beleid ook direct van invloed is op financiële instellingen, markten en producten die buiten het microprudentieel toezicht vallen. Ten slotte waarborgt een wettelijk mandaat de consistentie met internationaal beleid. De ESRB kan DNB immers op macroprudentiële gronden verzoeken om informatie te verstrekken dan wel actie te ondernemen.

Gezien de reikwijdte van macroprudentieel beleid en de raakvlakken met andere beleidsterreinen is een goede afstemming met andere autoriteiten noodzakelijk. Wij pleiten daarom voor een comité met vertegenwoordigers van ondermeer het ministerie van Financiën, de Autoriteit Financiële Markten en de Autoriteit Consument en Markt.<sup>16</sup> In dit comité dient een goede afstemming plaats te vinden. Het comité kan hiertoe vier keer per jaar bijeenkomen om risicoanalyses en beleidsvoornemens uit te wisselen. Een verslag van dit overleg kan worden gepubliceerd.

De verantwoordingsplicht (accountability) moet goed worden geregeld. Dit kan door DNB accountable te maken voor input en proces en de uiteindelijke politieke verantwoording neer te leggen bij de minister van Financiën. Voor het vormgeven van de politieke verantwoordelijkheid zijn verschillende constructies denkbaar, waarbij het vooral van belang is de operationele onafhankelijkheid van DNB als macroprudentiële autoriteit voldoende te waarborgen. Zo kan de minister van Financiën de mogelijkheid krijgen om het macroprudentiële beleid te beïnvloeden, bijvoorbeeld door het vaststellen van de bevoegdheden van de macroprudentiële autoriteit of door de macroprudentiële autoriteit te verzoeken zich op bepaalde ontwikkelingen te richten. Ook kan worden gedacht aan een aanwijsrecht van de minister van Financiën. Een dergelijke constructie legt de eindverantwoordelijkheid bij de politiek. Immers, als de minister geen aanwijzing geeft is hij het blijkbaar eens met het gevoerde beleid en kan hij daaromtrent door het parlement ter verantwoording worden geroepen. Tegelijkertijd dient een dergelijk aanwijsrecht te worden voorzien van een aantal clausules die leiden tot een hoge drempel voor de minister om het beleid te 'overrulen', net als destijds bij het Nederlandse aanwijsrecht voor het monetaire beleid (De Haan en Oosterloo, 2006). Zo moest de minister de Bankraad raadplegen voordat hij een aanwijzing gaf en bestond de mogelijkheid voor DNB om tegen de aanwijzing in beroep te gaan.

Voorts is een goede wisselwerking tussen DNB en de ESRB van belang. Enerzijds kan het werk van de ESRB in belangrijke mate bijdragen aan de financiële stabiliteit in Nederland. De crisis heeft immers aangetoond dat de financiële gezondheid van overheden en banken in de overige EU-landen een factor van belang is voor de Nederlandse financiële stabiliteit. Dit vereist wel dat de ESRB onevenwichtigheden in een lidstaat krachtig aan de orde stelt en zonodig onomwonden beleidsadviezen afgeeft. Anderzijds is DNB medeverantwoordelijk voor de vormgeving van ESRB-analyses, risicowaarschuwingen en aanbevelingen, alsmede de uitvoering die hieraan wordt gegeven.

<sup>16</sup> Dit is de nieuwe toezichthouder die voortkomt uit de samenvoeging van de Consumentenautoriteit (CA), de Nederlandse Mededingingsautoriteit (NMA) en de Onafhankelijke Post- en Telecommunicatieautoriteit (OPTA).

Ten slotte vereist macroprudentieel beleid een zorgvuldige communicatiestrategie en goed verwachtingenmanagement. Onderzoek op het gebied van communicatie over monetair beleid laat zien dat communicatie het beleid kan versterken (Blinder et al., 2008). Tot nu toe is weinig onderzoek gedaan naar de effectiviteit van communicatie over macroprudentieel beleid. Een uitzondering is de studie van Born et al. (2011). Gebruikmakend van een dataset met informatie over Financial Stability Reviews (FSRs) van 37 landen over de afgelopen 14 jaar, vinden deze auteurs dat de publicatie van FSRs een sterk en langdurig positief effect heeft op het rendement op aandelen en de volatiliteit van de aandelenmarkt vermindert.

Bij dit alles dient te worden opgemerkt dat macroprudentieel beleid een relatief onontgonnen beleidsgebied is. Dit betekent dat de komende jaren van groot belang zijn voor het vergroten van ons begrip ter zake. Het vraagt ook om realisme over wat met deze nieuwe vorm van beleid kan worden bereikt. Een te hoog ambitieniveau kan, wanneer het niet wordt gehaald, leiden tot teleurstelling bij publiek en politiek. Recent onderzoek naar verwachtingen omtrent microprudentieel toezicht laat zien dat het publiek veel te hoge verwachtingen heeft van dit toezicht (Van der Cruysen et al., 2010). Zo verwacht een groot deel van het publiek dat het microprudentieel toezicht ervoor zal zorgen dat een bank nooit failliet gaat. Als dat vervolgens wel gebeurt, leidt dat tot een sterke afname in het vertrouwen in de toezichthouder. Een voorzichtige start, waarbij macroprudentiële instrumenten gradueel worden ingevoerd en 'lerenderwijs' steeds assertiever gebruik wordt gemaakt van het gegeven mandaat, lijkt dan ook wenselijk. Eerste stappen kunnen gevormd worden door DNB de bevoegdheid te geven over de inzet van de anticyclische buffer in de kapitaaleisen voor banken (conform Basel 3) en LTV-plafonnering. Deze instrumenten lenen zich goed voor een geleidelijke afbouw van onevenwichtigheden in de Nederlandse hypotheekmarkt en het verkleinen van de kans op eventuele verliezen op hypotheekportefeuilles. Andere specifieke instrumenten die DNB als macroprudentiële autoriteit ter beschikking zou moeten krijgen, zijn dynamische voorzieningen en kapitaalopslagen voor systeemrelevante instellingen. Daarnaast moet wettelijk worden bepaald dat instrumenten via secundaire wetgeving aan het macroprudentiële beleidsinstrumentarium kunnen worden toegevoegd.

## 7 Conclusies

De ESRB die in de EU is belast met macroprudentieel toezicht beschikt niet over eigen instrumenten, maar kan slechts waarschuwingen geven en aanbevelingen doen. De effectiviteit van het Europese macroprudentiële beleid staat of valt dus met de inrichting van macroprudentieel beleid op het niveau van de Europese lidstaten. In deze bijdrage pleiten wij ervoor het macroprudentieel beleid in Nederland te beleggen bij DNB. De centrale bank beschikt over de vereiste monetaire en macro-economische expertise en over de ultieme bron



van noodfinanciering om situaties van financiële instabiliteit te redresseren. Gezien de reikwijdte van macroprudentieel beleid is een goede afstemming met andere autoriteiten via een comité wenselijk. Wij bepleiten een wettelijk mandaat dat DNB de bevoegdheid geeft macroprudentieel beleid te voeren. In deze wet dient ook de verantwoordingsplicht te worden geregeld. Dit kan bijvoorbeeld door DNB verantwoording te laten afleggen over analyse, proces en beleid, maar tegelijk de uiteindelijke politieke verantwoording neer te leggen bij de minister van Financiën. Gedacht kan worden aan een aanwysrecht voor de minister van Financiën, waarbij de nodige waarborgen dienen te worden ingebouwd om de operationele onafhankelijkheid van DNB te waarborgen.

### Referenties

- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P.R. Lane, D. Schoenmaker en W. Wagner (2011), Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies, CEPR, Londen.
- Begg, I. (2009), Regulation and Supervision of Financial Intermediaries in the EU: The Aftermath of the Financial Crisis, *Journal of Common Market Studies*, 47 (5), 1107-1128.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan en D. Jansen (2008), Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*, 46 (4), 910-45.
- Born, B., M. Ehrmann en M. Fratzscher (2011), Central bank communication on financial stability, *ECB Working Paper* No. 1332, ECB, Frankfurt.
- Buckley, J. en D. Howarth (2010), Internal Market: Gesture Politics? Explaining the EU's Response to the Financial Crisis, *Journal of Common Market Studies*, 48, Annual Review, 119-141.
- Buiter, W.H. (1999), Alice in Euroland, *Journal of Common Market Studies*, 37(2), 181-209.
- Buiter, W.H. (2009), The proposed European Systemic Risk Board is overweight central bankers, beschikbaar op: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/10/the-proposed-european-systemic-risk-board-is-overweight-centralbankers/#axzz1SuglJpyw>.
- Committee on the Global Financial System (2010), Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, *CGFS Papers* 38, BIS, Bazel.
- Commissie de Wit (2010), Verloren krediet, Parlementair onderzoek financieel stelsel, Tweede Kamerstukken vergaderjaar 2009-10, nr. 31 980.
- Cruijssen, C. van der, J. de Haan, D. Jansen en R. Mosch (2010), Knowledge and Opinions about Banking Supervision: Evidence from a Survey of Dutch Households, DNB Working Paper No. 275.
- Cukierman, A. (2008), Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions - Past, Present and Future, *European Journal of Political Economy*, 24, 722-736.

- De Haan, J., en S.C.W. Eijffinger (2000), The Democratic Accountability of the European Central Bank: A Comment on Two Fairy-tales, *Journal of Common Market Studies*, 38 (3), 393-407.
- De Haan, J., en S. Oosterloo (2006), Transparency and Accountability of Central Banks in Their Role of Financial Stability Supervisor in OECD Countries, *European Journal of Law and Economics*, 22, 255-272.
- De Larosière, J., L. Balcerowicz, O. Issing, R. Mäser, C. McCarthy, L. Nyberg, J. Pérez en O. Ruding (2009), *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, EU, Brussel.
- Houben, A., J. Kakes en G. Schinasi (2004), Towards a framework for financial stability, *DNB Occasional Studies*, 2 (1), De Nederlandsche Bank.
- Houben, A. en J. Kakes (2011), Lessons from the crisis, in: *Regulation and Banking after the Crisis*, F. Browne, D. Llewellyn en P. Molyneux (red.), SUERF study, 2011/2.
- IMF (2011a), Macroprudential Policy—An Organizing Framework, *IMF Policy Paper*, Washington, beschikbaar op: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>.
- IMF (2011b), Euro Area Policies: 2011 Article IV Consultation—Lessons from the European Financial Stability Framework Exercise; and Selected Issues Paper, IMF Country Report No. 11/186.
- Ingves, S. et al. (2011), Central bank governance and financial stability, *BIS report by a Study Group chaired by S. Ingves*, BIS, Bazel.
- Klomp, J. en J. de Haan (2009), Central bank independence and financial instability, *Journal of Financial Stability*, 5, 321-338.
- Knight, F.H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company.
- Oosterloo, S., J. de Haan en R.M. Jong-A-Pin (2007), Financial stability reviews: a first empirical analysis, *Journal of Financial Stability*, 2 (4), 337-355.
- Quintyn, M., S. Ramirez en M.W. Taylor (2007), The fear of freedom. Politicians and the independence and accountability of financial supervisors. In: Masciandaro, D., Quintyn, M. (Red.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Masciandaro, D., M.J. Nieto en M. Quintyn (2011), Exploring governance of the new European Banking Authority—A case for harmonization? *Journal of Financial Stability*, te verschijnen.
- Schoenmaker, D., en P. Wierts (2011), Macroprudential Policy: The Need for a Coherent Policy Framework, *DSF policy paper*, no. 13.
- Taleb, N. (2007), *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, New York.
- Turner, A. (2009), *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, Londen.

# Europa en de Nederlandse welvaart

Jacques Pelkmans

## 1 Inleiding en opzet

De Nederlandse welvaart hangt sterk samen met de Europese economische integratie. Voor de economische toekomst van Nederland is het dus van groot belang dat opzet en werking van de EU de (Europese en) Nederlandse welvaart zo goed mogelijk ondersteunen. Daar gaat dit essay over. De kernvraag luidt: is de EU – in economische zin – optimaal geconfigureerd op hoofdpunten niet optimaal, wat ten koste gaat van hogere Nederlandse welvaart?<sup>1</sup> Men kan er gevoeglijk van uitgaan dat de EU momenteel – in economische zin – niet optimaal is geconfigureerd. De interne markt, economische unie en EMU lijden alle aan ernstige tekortkomingen en inconsistenties. Dit gegeven is onderwerp van debat en leidt soms tot beleidsvoorstellen om inconsistenties recht te zetten. De feitelijke vraag gaat dus over suboptimaliteit van de EU – in economische zin – en wat daaraan te doen valt, ten bate van de Nederlandse welvaart. In deze korte bijdrage kan alleen een drastische vereenvoudiging van deze vraag tot een zinvolle analyse leiden. Bovendien ligt de nadruk op micro-economische aspecten; de monetaire unie *stricto sensu* wordt door andere auteurs behandeld. Eerst wordt het belang van de interne markt van de EU kort besproken alsmede haar belangrijkste functie: economische groei. Vervolgens wordt aandacht besteed aan enkele grote tekortkomingen betreffende markten (m.n. diensten en arbeid), betreffende de middelen en EU (markt)instituties. Deze tekortkomingen beperken en/of verstoren in aanzienlijke mate de goede werking van de EU interne markt en dus de gewenste groei die de EU zou kunnen bewerkstelligen. Het hoeft geen betoog dat dit gegeven negatief uitpakt voor de Nederlandse welvaart. Ten tweede wordt ingegaan op een aantal meer specifieke interne marktkwesties die tevens macro-economische implicaties kunnen hebben, hetzij voor de macro-economische stabiliteitsfunctie, hetzij voor de financiële stabiliteit. In beginsel geldt dit voor alle 27 EU-landen. Deels gaat dit over kwaliteit van regulering, deels

163

1 Een probleem bij deze vraagstelling is dat 'optimaal' ook wezenlijk samenhangt met gekoesterde voorkeuren van politieke aard die net zo goed met 'welvaart' samenhangen en waarvan nooit te ver kan worden afgeweken. Uiteenlopende nationale voorkeuren vormen een van de uitgangspunten van de functionele subsidiariteitstoets. Zo'n toets tracht, middels kosten/baten analyse, het optimum te vinden tussen centralisatie en decentralisatie voor de diverse publieke economische functies in een vergaand geïntegreerde economie (zie bv. Gelauff, Ederveen & Pelkmans, 2008 en Pelkmans, 2005).

over voldoende en gerichte vormen van centralisatie. Ten derde verdient de Economische Unie aandacht, zowel de zachte en ‘ondiepe’ variant ervan, als de harde, vergaande variant die onlosmakelijk met de monetaire unie is verbonden. Ook daar spelen micro/macroverspanningen en kwesties die om voldoende centralisatie vragen.

De rode draad is dat de grotere onvolkomenheden van de EU in economische zin varianten zijn van twee ‘evergreens’ in de Europese integratie: halfslachting waar het gaat om de erkenning van de verbanden tussen micro-economische en macro-economische aspecten (de zogeheten ‘*micro-macro kronkels*’), en de consequenties van meer economische integratie voor optimale (de)centralisatie (of: ‘*meer Europa of niet*’). Opvallend is dat deze twee inconsistenties zich vaak tegelijk manifesteren wat de kosten kan opdrijven en de oplossing bemoeilijkt.

Paragraaf 2 bespreekt de EU interne markt als de ‘welvaartsmotor’ van de Unie en waar deze hapert.

Paragraaf 3 behandelt enkele interne marktaspecten met eventuele consequenties voor de financiële en/of macro-economische stabiliteit, gevolgd in paragraaf 4 door twee varianten van de Economische Unie vol met ambivalenties

In paragraaf 5 worden conclusies getrokken.

## 2 De EU interne markt als ‘welvaartsmotor’

### 2.1 De interne markt: grondslag en huidig belang

De interne markt van de Europese Unie heeft zich verrassend goed ontwikkeld, al heeft het vele decennia geduurd. Of dit in Nederland voldoende bekend is, blijft de vraag. Twee eenvoudige feiten helpen wellicht om aard, diepgang en omvang van de interne markt van de EU enigszins op waarde te schatten. Ten eerste, in de Europese Commissie, houden niet minder dan 13 van de 21 Directoraten-Generaal die beleidsinhoudelijk werk doen, zich geheel of gedeeltelijk met de interne markt bezig. Het gaat immers niet alleen om EU regulering, ook om die vormen van gemeenschappelijk beleid die wezenlijk met de instelling of/en goede werking van de interne markt samenhangen. Ten tweede gaat de permanente discussie over EU regulering voor het grootste deel over de noodzaak en de geschikte vormgeving (vooral een kosten/baten kwestie) t.b.v. een goed werkende interne markt. De steeds bredere en diepere interne markt, tezamen met een correcte toepassing van

het subsidiariteitsbeginsel, vormen de belangrijkste reden dat sinds (zeg) 1985 een forse toename van EU (markt)regulering is opgetreden.<sup>2</sup> De huidige status quo van de EU interne markt heb ik elders samengevat.<sup>3</sup> Terwijl men de EU na 25 jaar (dus in 1982) kon karakteriseren als een ‘douane-unie-plus’<sup>4</sup>, is een geweldige verdieping en verbreding opgetreden met ‘EG-1992’ (1985-1992 incl.). In de twee decennia daarna is de interne markt wederom aanzienlijk verdiept, verbreed en trouwens ook (met 15 landen) uitgebreid. Dat is wellicht voor velen verrassend want een interne marktstrategie ontbrak – veel was incrementeel. Anno 2011 ziet de status quo er grosso modo als volgt uit:

- 2 Dit is niet de plaats om de (verbeterde) kwaliteit van EU regulering te behandelen. Zie bv. Pelkmans (2011a), Weatherill, ed. (2007) en Hahn & Tetlock (2008). Niettemin is van belang om de mythe van ‘overregulering’ door de EU door te prikken. Veel van de interne markt regulering is in beginsel economisch gerechtvaardigd (door marktfalen) en sinds 2003 wordt dat en andere merites (waaronder het kiezen van de beste optie, na uitvoerige analyse) in detail aan strikte ‘effectbeoordeling’ onderworpen. Zie bv. de Guidelines van 2009 die wereldwijd als ‘standaard’ worden beschouwd ([http://ec.europa.eu/governance/impact/doc\\_en.htm](http://ec.europa.eu/governance/impact/doc_en.htm)). Het aantal Commissie RIAs (=Regulatory Impact Assessments) varieert tussen de 100 en 130 per jaar, dus 2 tot 3 per week. De vraag is wel of de Raad van Ministers van de EU en het EP zich ook veel gelegen laten liggen aan de voorliggende effectbeoordeling. De meeste lidstaten hebben lang niet een zo sterk ontwikkelde en transparante effectbeoordeling als de Commissie en zijn meestal selectief. Voor het bedrijfsleven behelst de ‘overregulering’ van de EU overigens net zo goed de nationale wetgeving. Het ontbreken van nationale effectbeoordeling vooraf of het zwak, selectief en niet transparant uitvoeren ervan, is des te zorgelijker aangezien trends erop wijzen dat juist de lidstaten op terreinen waar zij nog reguleringvrijheid hebben, als een soort reguleringmachine opereren (zie Pelkmans, 2007). Er zijn meer gronden voor een positieve kijk op de huidige EU regulering. Een groot deel van de oude EU reguleringsbenadering is door (minder kostbare) ‘nieuwe’ methoden vervangen of – op onderdelen – afgeschaft. Verder worden EU-richtlijnen natuurlijk in nationale wetgeving omgezet waardoor het lijkt alsof regulering a.h.w. ‘verdubbelt’. Inmiddels wordt veel gemakkelijker aanvaard dat interne marktregulering beter in EU-verordeningen kan worden gegoten : dit leidt niet tot nationale wetgeving noch tot allerlei heterogene interpretaties die weer kosten met zich meebrengen. Waar deze verordeningen vroegere EU- richtlijnen vervangen, dient de bijbehorende nationale wetgeving te worden afgeschaft. Ten slotte heeft EU- regulering niet zelden een ‘licht’ karakter wegens verwijzing naar (erkende) Europese normen die sterk marktgericht zijn.
- 3 Zie Pelkmans (2011b) en Pelkmans (2011c).
- 4 De ‘plus’ bestond uit drie vormen van gemeenschappelijk beleid (mededinging, handel, landbouw), ieder met forse beperkingen (bv. geen fusiecontrole en alleen goederenmarkten – staatssteun controle zwak; bij handel bleven nationale quota’s naar derde landen onaangetaast en diensten buiten schot; bij landbouw geen visserij); het EU-transportbeleid waartoe het verdrag verplicht, was nergens te bekennen. De grensoverschrijdende liberalisering van goederen was verre van volledig; in diensten, arbeid, kapitaal en intellectuele eigendom bestond geen vrij verkeer.

- de goederenmarkt is praktisch vrij van belemmeringen;
- de dienstenmarkt is gestaag vrijer geworden door liberalisatie van intra-EU markttoegang, zeker na de implementatie van de dienstenrichtlijn en verdere voortgang met betrekking tot een aantal gereguleerde diensten;
- het vrij verkeer van arbeid (voor migratie binnen de Unie of tijdelijke dienstverlening) is aanzienlijk verbeterd, maar er zijn restrictieve beginselen (bv. werklandbeginsel voor beloningen, zonder flexibiliteit) en andere problemen;
- kapitaalverkeer is geheel vrij;
- goederen of diensten onder intellectueel/commercieel eigendom kennen vrij verkeer door EU-regels (en een Agentschap); voor het EU-octrooi is dat bijna bereikt;
- daarnaast zijn ‘horizontale’ belemmeringen of distorsies aangepakt, zoals het open en concurrerend gunnen van grote overheidsopdrachten of een EU-regime voor strikte productaansprakelijkheid, dan wel bewust niet of nauwelijks aangepakt, zoals versturende nationale belastingregimes.

De interne markt wordt algemeen beschouwd als de welvaartsmotor van de EU: voor zover de EU (economische) waarde toevoegt, spruit die vooral voort uit de goede werking van de interne markt. Een interessante, nieuwe poging om inkomens- en handelseffecten te berekenen van de interne markt tot 2005 is ondernomen door Straathof et al., 2009. Zoals bekend komen zij tot een lange termijninkomenseffect van niet minder dan 17% van het Nederlandse bnp en dit betreft uitsluitend goederen en diensten, dus geen buitenlandse directe investeringen, geen arbeidsmigratie of een extra groei effect middels te verwachten stimulering van innovatie na de invoering van een (veel goedkoper en niet langer versnipperd) EU-octrooi. Ook is, gezien de periode die de data bestrijken, de liberalisering van de interne dienstenmarkt nog nauwelijks van betekenis. De decompositie bevestigt dat: ook daar ligt vermoedelijk aanzienlijke economische potentie gezien de recente verdieping in diensten.

## **2.2 Meer interne markt voor meer groei?**

Sinds het Verdrag van Rome (1957) van Rome is economische groei het belangrijkste doel van de EU en de interne markt verreweg het belangrijkste middel om dat doel te bereiken.<sup>5</sup> Ook tijdens de huidige crisis is de aandacht voor de

5 Voor uitvoerige analyse van de economische structuur van het EEG -verdrag en van de tekstwijzigingen in drie verdragsherzieningen, zie Pelkmans, 2006, hoofdstuk 2. De economische groei doelstelling was in 1957 al voorwaardelijk (bv. ‘evenwichtige’ groei; ook termen als ‘ontwikkeling’ en toename van de levensstandaard zijn breder dan groei) en de voorwaardelijkheid is alleen maar ingewikkelder geworden (inmiddels ‘duurzaam’ en bv. ook ‘niet-inflatoir’).

(op het hoogste politieke niveau enigszins in de versukkeling geraakte) interne markt toegenomen als wondermiddel om economische groei te genereren. Het handavingsregime van de interne markt heeft tijdens de crisis zijn waarde bewezen (zie Pelkmans, 2011c). Immers, bij de gevreesde, maar uitgebleven, golf van geniepig protectionisme, zelfs binnen de EU, had de economische crisis zich ongetwijfeld verdiept en was herstel lastiger geweest. De interne markt heeft de Unie dus voor erger behoed. Wanneer het vertrouwen terugkeert, kan de interne markt, zoals deze nu werkt, terugkeer van economische groei bevorderen. Voordat vraaguitval in 2011 (bijna?) een tweede dip veroorzaakte, waren de vooruitzichten voor EU-trendgroei overigens niet zo rooskleurig.<sup>6</sup> De status quo is onvoldoende en hogere groei vereist (c.p.) verdere verdieping en verbreding van de interne markt. De vraag is echter of de Unie zelf ernst maakt met het benutten van de interne markt als groeimotor.

Sinds de herfst van 2009 wordt lippendienst bewezen aan 'meer interne markt': in de conclusies van de Europese Raad; door het benoemen van Mario Monti als speciale adviseur voor een nieuwe interne marktstrategie; door het officieel omarmen van het Monti-rapport (2010); door 50 Commissie suggesties ter zake in oktober 2010<sup>7</sup> en het uiteindelijke voorstel van een 'Single Market Act'.<sup>8</sup> Ook het Europees Parlement heeft zich pro-actief opgesteld op dit terrein.<sup>9</sup> De twaalf zogeheten hefbomen 'to boost growth' (zoals de Commissie in de ondertitel van de Single Market Act zegt) bevatten enkele saillante onderdelen die beslist groeipotentieel bevatten: de 'digitale interne markt'<sup>10</sup> en het EU-octrooi (maar dat loopt reeds decennia en 25 lidstaten hadden in 2010 'al', besloten zonder Italië en Spanje tot EU-wetgeving te komen). Lastiger te beoordelen zijn enkele andere onderdelen zoals de nadruk op 'slimme' EU-regulering (ongetwijfeld van belang, want slechte regulering kost de economie schaarse middelen en kan tot distorsies leiden), maar dit kan niet worden beschouwd als een nieuwe 'hefboom', en de verdere verbetering van

- 
- 6 Zie Europese Commissie, 2011, European economic forecasts – Spring 2011, *European Economy* 1/2011, voor de Eurozone een 2011 groei van iets boven 1½% en zo'n 2% in 2012.
- 7 Europese Commissie, Towards a Single Market Act, COM (2010) 608 van 27 okt. 2010.
- 8 Waarbij 'Act' niet als een wet dient te worden opgevat, eerder als een zelf opgelegde verplichting. Voorstellen voor EU-wetgeving vereisen immers zeer uitvoerige RIAs (zie noot 3) en dit is tijdrovend. Zie Europese Commissie, Single Market Act, COM (2011) 206 van 13 april 2011.
- 9 Zie bv. het Grech rapport van 3 mei 2010, EP report on delivering a single market to consumers and citizens, A7-0132/2010 (met overgrote meerderheid aangenomen).
- 10 Copenhagen Economics schat in dat dit tot 4% extra EU BNP zou kunnen leiden. Misschien zou het ook kunnen bijdragen tot een (c.p.) hoger groeipad maar bij deze schrijver is op dit punt geen economische simulatie bekend. Toch ligt een dergelijke suggestie voor de hand, gezien de recente empirische literatuur over ICT en groei in de EU. Zie bv. Van Reenen et al., 2010 (op basis van individuele ondernemingsgegevens) en Guerrieri & Bentivegna, ed., 2011 (gericht op de vraagkant en 'inclusion').

EU-regels voor de gunning van overheidsopdrachten (omdat minder details en selectieve gunning de transactiekosten voor bieders fors doen dalen maar risico's inhouden voor de open toegang voor alle potentiële EU-bieders; ook bij het verhogen van de drempels is sprake van een afruil), een enorme markt voor de EU als geheel. Een aantal andere voorstellen zijn welkom, maar betrekkelijk marginaal in termen van economische groei dan wel uiterst onduidelijk (zoals verbeterde vervoers- en energie infrastructuur in de EU, zie paragraaf 4). Een nieuw pakket voorstellen is aangekondigd voor eind 2012.

### 2.3 Tekortkomingen van de interne markt

Het lijkt niet onredelijk om uit het bovenstaande af te leiden dat, gezien het reeds bereikte, de verdere verdieping en verbreding van de interne markt tot afnemende meeropbrengsten zal leiden. Op langere termijn is dit ongetwijfeld het geval.

Anno 2011 gaat dit evenwel niet op. De hernieuwde prioriteit die groei krijgt op politiek topniveau wordt maar ten dele weerspiegeld in de Single Market Act. De groeipotentie van de interne markt wordt namelijk door een dubbele inconsistentie te beperkt gehouden.<sup>11</sup> Immers, de verbreding naar alle vijf markten en de voortgaande verdieping van marktintegratie is selectief. Dat komt door maatschappelijke en politieke gevoeligheden, vooral op nationaal niveau. Daardoor blijven diverse distorsies in stand en wordt fragmentatie niet aangepakt. De eerste inconsistentie is dat voor twee soorten markten (arbeid en diensten) de interne markt onvoldoende dan wel selectief werkt. De tweede inconsistentie is van politieke en institutionele aard, en heeft tot gevolg dat belangrijke tekortkomingen in de interne markt niet kunnen worden opgelost.

#### 2.3.1 Eerste inconsistentie: welke markten?

Het vrije verkeer van werknemers en van diensten is decennialang vrijwel genegeerd.

Werknemers die migreerden liepen tegen tal van belemmeringen op, die in andere soorten markten allang tot een zekere harmonisatie of andere oplossingen hadden geleid. Vrij verkeer vond men eigenlijk ongewenst, behalve als restverschijnsel. Voor grensarbeiders was de situatie soms uitgesproken droevig.<sup>12</sup> Daarenboven zorgt de strikte toepassing van het werkländbeginsel

11 Deze gestyleerde benadering doet natuurlijk geen recht aan talloze gerichte, specifieke verbeteringen in het functioneren van de interne markt. Een interessant voorbeeld voor economen is de zgn. 'market monitoring' methodologie die DG EcFin van de Commissie heeft ontworpen en die inmiddels op een aantal (zo ontdekte) gevallen van 'market malfunctioning' is toegepast. En met enig succes, bv. in de landbouw- en voedselketen. Zie bv. Ilzkovitz, Dierx en Sousa, 2008 en COM (2009) 591 van 28 oktober 2009, A better functioning food supply chain in Europe.

12 Het Veil-rapport (1997) toont aan dat noch de lidstaten noch de EU zich iets gelegen lieten liggen aan de rechten (en daarmee de prikkels) van grenswerkers, met als gevolg tal van problemen m.b.t. gezondheid, belasting, verzekering, etc.



(host country) er voor dat de vraag naar werkers uit relatief lage lonenlanden van de EU opdroogt, tenzij er tekorten zijn in de desbetreffende sector.<sup>13</sup> Sinds Maastricht zijn weliswaar een aantal minimumrichtlijnen vastgesteld (vooral uit vrees voor een 'race to the bottom') en is de basis van de ARBO-wetgeving ge-europeaniseerd (omdat men unaniem wilde vermijden dat in de goederenmarkt, op deze kosten zou worden geconcentreerd), niettemin zijn arbeidsmarkten hoofdzakelijk nationaal gereguleerd. Uiteraard bestaat een nauw verband met de verzorgingsstaat die ook nationaal is. Er is dus niet zoiets als een EU-arbeidsmarkt en het Verdrag is daar ook (bewust) onduidelijk over. Gezien het werklandbeginsel en andere belemmeringen, en gezien de (typisch Europese) stay-put prikkels, is geen vergroting van migratie of tijdelijke dienstverlening te verwachten die zo omvangrijk zou worden dat verdergaande harmonisatie in zicht zou komen. Ook het begin van een EU-verzorgingsstaat is momenteel ondenkbaar, gezien de rigide houding van de lidstaten met betrekking tot het EU-budgetplafond (nu: 1,24% van het bnp). Marktdiscipline uit de rest van de EU die in goederen en dienstenmarkten doodnormaal is, wordt dus door vrij verkeer van arbeid slechts mondjesmaat afgedwongen. De Unie moet het doen met 27 strak gereguleerde en met nationale verzorgingsstaten verbonden arbeidsmarkten wat een voortdurende bron is voor heterogeniteit, distorsies en belemmeringen.

Bij diensten is belangrijke vooruitgang geboekt. De licht (of niet) gereguleerde marktdiensten vallen onder de dienstenrichtlijn (2006/123) die met verve is ingevoerd. Deze diensten genereren bijna 40% van het bnp van de EU. De gereguleerde diensten (vooral financieel, vervoer en netwerksectoren) in de interne markt vallen inmiddels onder herhaaldelijk verbeterde EU-regimes. Het groeipotentieel van de geleidelijk verdiepte marktintegratie is niettemin verre van duidelijk. De enige empirische studie van betekenis over de dienstenrichtlijn is en blijft die van het CPB.<sup>14</sup> De auteurs concluderen weliswaar dat handel en buitenlandse directe investeringen relatief

13 Zie Pelkmans, 2006, p. 198, voor (grafisch) bewijs. Dat er toch nogal wat Polen en andere migranten uit Centraal Europa naar West-Europa, incl. Nederland, zijn gekomen, heeft twee verklaringen (behalve de vaak gehoorde tekorten in bv. de tuinbouw): (a) een (bv. Poolse) ZZP'er kan, onder het VWEU verdrag, de gehele dienst (bv. een kleine verbouwing) voor een som 'aannemen' waardoor het impliciete uurloon veel lager kan liggen dan ons minimumloon (waarmee het werkland beginsel wordt omzeild). Dit kan aantrekkelijk zijn zolang de Polen dat geld thuis (willen) besteden; (b) de prikkel voor rijke EU-landen om aan krachtige handhaving te doen is (te) zwak, aldus blijven er mogelijkheden voor illegale migratie binnen de Unie. De door minister Kamp recentelijk aangekondigde hardere sancties, controles en andere maatregelen vormen een ommezwaai (vooral talloze louche uitzendbureaus als bron van illegaliteit).

14 Zie Kox & Lejour, 2006 en De Bruijn, Kox & Lejour, 2008. De methodologische en data kwesties m.b.t. Copenhagen Economics (2005), de enige alternatieve studie tot heden, maken een beoordeling lastig.

fors toenemen (zo'n 30% à 60%) maar dit slaat op veel geringere volumes dan voor goederen; het bnp-effect is beperkt (0.6%). De auteurs hanteren een heterogeniteitsindex (m.b.v. de Regulation data set van OECD-lidstaten): de merites van de dienstenrichtlijn worden gemeten aan de vermindering van de heterogeniteit van (bilaterale) reguleringsverschillen in diensten. Het idee daarachter is dat onderscheiden regulering en 'red tape' in iedere nationale markt tot hoge vaste kosten van markttoegang leiden. Hoewel dit juist is en relevant, worden op deze manier de economische effecten van de belemmeringen zelf niet gemeten. Enige kennis van dienstenmarkten en hun regulering doet al gauw vermoeden dat een meting van de effecten van de belemmeringen zelf (ook indien homogeen i.p.v. heterogeen) veel grotere welvaartskosten zou laten zien.<sup>15</sup> Daar komen minstens twee punten bij. Het belangrijkste voordeel van de dienstenrichtlijn is gelegen in de vrije vestiging waar tal van (soms ernstige) belemmeringen nu zijn verboden. Grensoverschrijdende handel in diensten (buiten toerisme en e-commerce) is in veel submarkten lastig of afwezig omdat diensten meestal tegelijk geproduceerd en geconsumeerd worden, en vertrouwen bovendien klant-nabijheid vereist.<sup>16</sup> De huidige intra -EU handel in diensten bestaat vooral uit diensten die niet onder de richtlijn vallen (zoals verzekeringen, zakelijke dienstverlening, netwerkdiensten, etc.). Helaas weten we relatief weinig van de vrije vestiging van diensten en evenmin van de verwachte effecten van de dienstenrichtlijn op dit punt. Bij vrije vestiging is heterogeniteit een secundair probleem – de nu opgeruimde barrières waren niet zelden hoog of zelfs prohibitief en vrijmaking kan dus onvermoede effecten genereren op langere termijn. Wel kan men zich afvragen hoe degelijk vrije vestiging van diensten wordt gemeten omdat heel kleine directe investeringen buiten de statistieken vallen (en juist in diensten kleine en middelgrote ondernemingen relatief belangrijker zijn dan in goederen). Ten tweede is de vraag in hoeverre de EU-regimes voor gereguleerde diensten inderdaad tot marktintegratie leiden. Bij vervoer is dat grosso modo het geval. Bij financiële diensten beslist niet op het niveau van consumenten (retail), deels door marktafscherming, deels door onderscheiden consumentenrecht, deels door belastingkwesties.

15 Ook de OECD-indicatoren voor het restrictieve karakter van nationale (diensten)regulering geven daar aanleiding toe, zelfs indien men enige behoedzaamheid in acht neemt m.b.t. de methodologie en resultaten van de OECD-benadering. Zie Arnold et al., 2009, Woelfl et al, 2009 en Pelkmans, 2010.

16 Dit punt werpt een pijnlijk licht op het chaotische debat over de dienstenrichtlijn in de periode 2004-2006. De raad van Ministers trok haar handen af van de politieke beslissing – na jarenlang juist geëist te hebben dat er snel een richtlijn kwam – wegens nationale gevoeligheden, terwijl het EP uiterst fel debatteerde over vrij verkeer (met een lange reeks van uitzonderingen en merkwaardige compromissen) terwijl de toegevoegde waarde vooral in het nauwelijks geamendeerde vrije vestigingsdeel van de richtlijn zit.

Bij netwerksectoren en professionele dienstverlening zijn de problemen zo diepgeworteld dat eigenlijk niet van een interne markt sprake is, hooguit als restverschijnsel. Bij de gereguleerde ('vrije') beroepen is wel van wederzijdse erkenning sprake, maar deze functioneert nog zwak.<sup>17</sup>

### 2.3.2 De tweede inconsistentie: de politiek – institutionele handrem

Het verlangen om meer groei te genereren door 'meer interne markt' stelt eisen. Enerzijds aan de politieke bereidheid om de interne markt op te tuigen met de juiste middelen, anderzijds aan instituties op EU-niveau. Op beide punten lijdt de interne markt van de EU aan verlammeende taboes die meer groei in de weg staan. We geven voor beide *een* voorbeeld.

Het vinden van de juiste middelen voor een goed werkende interne markt kan soms raken aan nationale bevoegdheden. Zo kan de precieze afbakening van nationale en EU-bevoegdheden problemen opleveren (zie Pelkmans, 2009 voor uitweiding). Het wordt anders wanneer een nationale bevoegdheid duidelijk wordt begrensd door de mate van verstoring van de werking van de interne markt. Zo zijn nationale overheidsopdrachten op EU-niveau aan pro-competitieve regels gebonden om redenen van markttoegang en mededinging, maar de opdrachten blijven vanzelfsprekend een nationaal prerogatief. Belastingen zijn eveneens een nationale bevoegdheid. Er zijn wel verdragsbepalingen (onder unanimiteit) voor indirecte belastingen en een algemene clausule. Daarom bestaat er een Europees btw-regime (en een voor accijnzen). Verder bestaat een beperkte harmonisatie op onderdelen van de vennootschapsbelasting en voor sommige (regulerings)heffingen zoals op energie. Maar in analogie met overheidsopdrachten gaan die beperkte EU-bevoegdheden met betrekking tot belasting niet over kardinale beslissingen hoeveel belasting er wordt geheven of welke belastingstructuur het land preferereert, en is en blijft de opbrengst voor de lidstaat. De EU heeft niet eens het recht om belasting te heffen. Toch blijkt de werking van de interne markt op dit terrein geen motivatie om aanzienlijke distorsies uit de weg te ruimen. Het al twee decennia durende debat over de versturende werking van de vennootschapsbelasting lijkt nog steeds muurvast te zitten. De kwestie betreft uitsluitend het minimaliseren van distorsies en van 'beggar-thy-neighbour' gedrag, geenszins dat 'de EU' aan nationale belastingen tornt of deze nationale bevoegdheid inperkt (in weerwil van allerlei politieke one-liners). Het debat staat bol van de ideologie. Zo vonden opeenvolgende Duitse kanseliers en Franse premiers dat de Ierse belastingvoet van (toen 10%, nu 12½%) en de Estse van 0% [maar daar wordt wel zo'n 25% geheven zodra winsten niet worden geherinvesteerd] niet alleen hun veel hogere tarieven ondermijnen

17 Er is wel beweging. Zie bv. COM (2011) 367 van 22 juni 2011, Green paper, modernising the professional qualifications directive (met o.a. bevordering van gecertificeerde, elektronische beroepkaarten voor de hele EU). Zie tevens Philipsen, 2008.

maar evenzeer hun vermogen om nuttige maatschappelijke doelen te bevorderen en solidariteit door overdrachten te verwezenlijken. In 'public choice' kringen wordt de (verdere) harmonisatie van tarieven onmiddellijk uitgelegd als een onbeschaamde afscherming van 'Leviathan', die altijd hogere belastingen wil opleggen. De feiten wijzen beide opvattingen naar het rijk der fabelen: er is wel degelijk enige belastingconcurrentie aangezien de 'effectieve' belastingtarieven (waarbij allerlei ontheffingen, aftrekposten en uitzonderingen op de grondslag expliciet worden meegewogen) blijken gedaald, van 1982 t/m 2004 van 34% naar 27% voor Frankrijk en van 48% naar 30% voor Duitsland (Devereux & Sorensen, 2006). Toch zijn, door verbreding van de grondslag, de opbrengsten van de vennootschapsbelasting (als % van het bnp) eerder licht toegenomen dan afgenomen voor de EU-landen als geheel en voor Frankrijk, terwijl die van Duitsland licht zijn afgenomen.

Waar gaat het dan wel om? De oorzaak van aanzienlijke distorsies bij directe investeringen en dus in de interne markt is gelegen in de niet-aflatende manipulaties met de grondslag van de vennootschapsbelasting. Nederland, België en Ierland doen dit ieder op eigen wijze. Het ontbreken van een geconsolideerde heffingsgrondslag in de EU kan tot dubbele belasting leiden en tot grote administratieve lasten voor ondernemingen, maar een nog belangrijker argument is dat het de goede werking van de interne markt aantast (door transfer pricing, dan wel het op kostbare wijze voorkomen ervan, alsmede door verstoringen van allocatie van kapitaal), om het over de verspilling aan in beginsel overbodig belastingadvies niet eens te hebben. De eerste twee argumenten worden door de Nederlandse regering erkend,<sup>18</sup> maar de distorsies (zie bv. De Mooij, 2005) worden verzwegen, wellicht omdat uitgerekend Nederland een van de kampioenen is op dit gebied. Distorsies leiden doorgaans tot tweede orde effecten: zo tonen De Mooij en Nicodeme (2008) aan dat – door het toenemende verschil in persoonlijke- en vennootschapsbelastingtarieven – een forse verschuiving van de persoonlijke inkomstenbelasting heeft plaatsgevonden omdat ondernemers hun inkomsten via de onderneming laten lopen. Nederland, vroeger en nu<sup>19</sup> fervent voorstander van verdiepingen verbetering van de werking van de interne markt, heeft klaarblijkelijk op dit terrein *geen* boodschap aan de betere werking. Het CCCTB (consolidatie)voorstel wordt door Nederland afgewezen omdat er negatieve

18 Zie TK stuk 32 728 no. 2 van 11 april 2011 over de door de Commissie voorgestelde CCCTB, een op EU-niveau geconsolideerde heffingsgrondslag.

19 Zie bv. De Staat van de Europese Unie 2011-2012, een jaarlijkse rapportage aan de TK, waarin de 'centrale rol van de interne markt' wordt bevestigd. Verder. 'Nederland heeft dan ook groot belang bij de versterking en vervolmaking van de interne markt'. TK stuk 33001, nr. 1 van 20 september 2011, p. 4.

inkomenseffecten voor Nederland van worden verwacht.<sup>20</sup> Logisch, want Nederland is onderdeel van het probleem. Erger, Nederland staat een vrijwillige toepassing voor wat indruist tegen het Europese belang én tegen het Nederlandse, omdat vrijwilligheid (opting in) tot grotere verliezen leidt terwijl verplichting mogelijk zelfs tot opbrengsttoename kan leiden ( McLure, 2008; van der Horst, Bettendorf & Rogas Romagosa, 2007).

Ook de EU-instituties dienen voldoende te worden toegerust. Met instituties heeft de EU het altijd moeilijk. De vier verdragswijzigingen sinds Maastricht (Amsterdam, Nice, het afgewezen Europees Grondwettelijk Verdrag en Lissabon) gingen over politieke instituties (en grotere legitimiteit bij kiezers) maar niet over economische. Anderhalf decennium is er nauwelijks aandacht geweest voor een belangrijke omissie in het Verdrag (of, zo men wil, een te rigide doctrine van het HJEU).<sup>21</sup> Het gaat hier over onafhankelijke EU-Agentschappen die wegens de Meroni-doctrine verboden zijn. Deze constitutionele doctrine is gebaseerd op de logica dat bevoegdheden die door de lidstaten aan de EU worden gedelegeerd niet zonder toestemming van diezelfde lidstaten opnieuw kunnen worden gedelegeerd aan bijvoorbeeld een onafhankelijk Agentschap. In de meeste gevallen vormt die logica een terechte bescherming van de oorspronkelijke beslissing van lidstaten om bevoegdheden af te staan en niet meer dan dat (daarbij moet niet vergeten worden dat de lidstaten in Brussel uiteraard blijven meebeslissen). Echter, waar de goede werking van de interne markt in het geding is – een kardinale voorwaarde voor de werking van het Verdrag, waar de overdracht van bevoegdheden net zo goed voor dient – wordt de absolute opvatting van de Meroni-doctrine contraproductief. Hier dient *of* een afweging in de jurisprudentie plaats te vinden tussen constitutionele bescherming en de gewenste goede werking van de interne markt, *of* een Verdragswijziging (zie noot 21). Dit zou helpen voor economische instituties in twee soorten markten: financiële en die van netwerksectoren. In financiële markten heeft de vierde generatie van financiële regulering (vanaf eind 2008 tot heden) pas geleid tot een duidelijke europeanisering van het toezicht op banken, verzekeringsmaatschappijen en investeringshuizen op basis van het De Larosiere-rapport (2009). Niettemin komt noch het Europese noch het (m.n. van lidstaten) onafhankelijke karakter voldoende tot zijn recht. Hoe ongelooflijk kostbaar dat ooit kan worden, is gedurende de huidige crisis duidelijk geworden: regels en toezicht in de interne

20 TK stuk 32 728 no. 2 van 11 april 2011 over de CCCTB.

21 Alleen gedurende de Conventie over de Europese Grondwet is een poging gedaan om een artikel hierover in te voeren, op basis van unanimitieit. Dit heeft slechts een derde van de stemmen gehaald, vermoedelijk omdat tal van Conventie leden het met een summier uitleg moesten doen en te bevreesd waren voor bevoegdheidsverdracht waarvan ze de uiteindelijke toedracht niet begrepen. Dit breekt nu op.

markt voor financiële diensten bleken volstrekt ontoereikend. De totstandkoming van deze enigszins ‘autonome’ Agentschappen is voortdurend aan de Meroni-voorwaarden (zoals de Commissie die uitlegt) getoetst. Anders gezegd: institutionalisering met de handrem er op. In paragraaf 3 wordt hier op teruggekomen. Iets dergelijks geldt voor netwerksectoren, zij het dat daar de druk van de crisis ontbreekt. Voor wat betreft gas, elektriciteit en telecom (nu: eCommunicatie) vormt het ontbreken van een gemeenschappelijke en onafhankelijke ‘regulator’ een belangrijke reden waarom daar geen sprake is van een interne markt. In alle OECD-landen (en tal van andere) is na de liberalisering van de nutssectoren een dergelijke regulator ingesteld om met voldoende bevoegdheden de goede marktwerking te bewaken, met *een* uitzondering: de interne markt van de EU. Weliswaar kan de Commissie via de mededinging en enige wetgeving dit probleem voor een deel verhelpen, maar desondanks is het merkwaardig dat de EU dergelijke regulators niet heeft. De reden is wederom de Meroni-doctrine, al moet gezegd dat de lidstaten niet bepaald staan te trappelen om zo’n regulator in het leven te roepen. In telecom, gas en elektriciteit zijn inmiddels zwakke quasi autonome Agentschappen opgericht (BEREC en ACER) maar het ziet er voorsnog niet naar uit dat de lidstaten verder zullen gaan dan nauw samen te werken binnen deze nieuwe instituties. Het gevolg is dat de liberalisering wel 27 nationale markten heeft opengebrouwen, overigens op basis van EU-regels, maar dat de Europese interne markt nog ver te zoeken is (zie Pelkmans & Renda, 2011 voor eComms; Kapff & Pelkmans, 2010 voor elektriciteit).

### 3 De interactie tussen de verdiepte interne markt en stabiliteit

#### 3.1 Financiële micro-macro kronkels in de EU

Wanneer vergaande verdieping plaatsvindt in vrij verkeer van financiële diensten en vrij kapitaalverkeer, kunnen macro-economische stabiliteit en de stabiliteit van het financiële systeem in het geding komen. Dat is overigens niets nieuws. Het eertijdse EEG-verdrag van 1957 kende reeds uiterste prudentie bij de vrijmaking van het vrij verkeer van financiële diensten, gekoppeld aan voorwaardelijkheid van vrij kapitaalverkeer, dat op zijn beurt weer verbonden was met macro-economische bepalingen ter bescherming van de betalingsbalans (in een tijd van vaste wisselkoersen). Destijds werkte deze micro-macro kronkel helemaal verkeerd uit, want de vrees van het moeten loslaten van de vaste koers ten opzichte van de dollar was zo groot, dat de prijs van een nauwelijks werkende kapitaalmarkt en een hopeloos gefragmenteerde financiële dienstenmarkt voor lief werden genomen.

Tegenwoordig wordt omgekeerd gedacht. Natuurlijk is de economische omgeving radicaal veranderd door een vermenigvuldiging van; 1. omzet en type producten in financiële markten wereldwijd; 2. de technologie betreffende informatie en handel; 3. de meer marktgerichte beleidsopvattingen

sinds (zeg) het midden van de jaren tachtig en 4. vier generaties van liberalisering, regulering en toezichtsverplichtingen door de EU. De prikkel van de introductie van de euro, door markten vanaf 1997 als zeker aanvaard, om financiële marktintegratie te verdiepen mag niet worden onderschat.<sup>22</sup> Tijdens de derde generatie EU- regelgeving<sup>23</sup> is in wezen pas begonnen met de europeanisering van een interne marktregime. In de tweede generatie was vrijmaking van bank- en verzekeringsdiensten binnen de interne markt bereikt op basis van enkele kardinale richtlijnen van micro-prudentiële aard zoals minimum kapitaalvereisten, solvabiliteit en een plafond voor te grote blootstelling aan te geconcentreerde risico's. Mede dankzij geharmoniseerde nationale toezichtsverplichtingen werd een EU 'paspoort' voor deze financiële instellingen mogelijk, en wederzijdse erkenning van nationaal toezicht door het land waar de hoofdzetel gevestigd was. Zo konden banken elders in de interne markt dochters vestigen die het gastland kon vertrouwen. Een EU toezichtscomité en wederzijdse informatieverplichtingen omtrent de solvabiliteit van bv. banken completeerden het regime. De derde generatie heeft het EU regime verbeterd en belangrijke tekortkomingen met betrekking tot markttoegang weggewerkt (vooral bij het effectenverkeer middels de MIFID richtlijn, zie Casey & Lannoo, 2006). De drie markten hebben aparte toezichtcomité's met duidelijke verantwoordelijkheden.

Binnen twee jaar nadat het EP en de Raad van Ministers in juni 2006 een nieuwe richtlijn voor kapitaalvereisten en een verbeterde bankrichtlijn had aangenomen, brak de financiële crisis uit. Zonder deze crisis was het bijzonder lastig geweest de zwakheden en fouten in het financiële interne markt regime bloot te leggen, deels omdat veel informatie vertrouwelijk blijft.<sup>24</sup> Hier worden de tekortkomingen in drie groepen samengevat: (i) geen of onvolledige dekking door EU-regulering van bepaalde financiële activiteiten en toezicht; (ii) de slechte kwaliteit van prudentiële regulering en toezicht (?); (iii) de (te) geringe aandacht voor mogelijke implicaties van (i) en (ii) voor systeemrisico's en macro-economische stabiliteit, zoals een forse negatieve shock. Het derde aspect is het meest verbonden met het tweede en in mindere mate met het eerste. Gezien de snel toegenomen marktintegratie,<sup>25</sup> vormen deze tekortkomingen tezamen een pijnlijk voorbeeld van overheidsfalen.

22 Dat geldt evenzeer voor het VK (lees: de City) omdat London als financieel centrum bevreesd was voor een mogelijke verschuiving van omzet naar de eurozone. De euro heeft inmiddels voor London enorme voordelen opgeleverd, niet alleen binnen de eurozone maar ook de dominantie van in London gevestigde banken bv. in de eurogedenomineerde obligaties en in euroleningen buiten de eurozone. Zie ECB, 2009, p. 19-24.

23 Het Financial Services Action Plan liep van 2000-2006 en is geheel aangenomen, de uiterst ingewikkelde Solvabiliteits II richtlijn voor verzekeringen overigens pas in 2009.

24 Zie het de Larosiere et al., 2009, rapport voor analyse en voorstellen voor remedies.

25 In 2009 was 27% van alle bancaire activiteiten intra-EU grensoverschrijdend. Zie IMF, 2011a, p. 69.

### **3.2 Tekortkomingen in de interne financiële markt en de vierde generatie EU regulering**

In de eerste groep vallen de zogeheten alternatieve investeringsfondsen zoals hedgefondsen en goederenfondsen,<sup>26</sup> de regulering en vooral markttransparantie van de gigantische derivatenhandel<sup>27</sup> en veel strengere regels voor management en de vertegenwoordigers van aandeelhouders in financiële instellingen die prikkels voor onverantwoorde risico's trachten te verminderen en/of te sanctioneren. Het (vergeefse) lobbyen tegen vooral de eerste twee initiatieven van de Commissie lijkt een aanwijzing te zijn dat de derde generatie krachtig beïnvloed was door de City.

Onder de tweede groep vallen veel nieuwe regels en instituties. Al deze verbeteringen en toevoegingen overziende, kan de conclusie getrokken worden dat de derde generatie een 'light touch' exercitie is gebleken, zowel inhoudelijk als institutioneel. Naast typische EU-vraagstukken, gaat het hier tevens over kennis, inzicht en het beheersen van risico's, traditiegetrouw een zaak voor banken. Het is gebleken dat, zelfs afgezien van 'moral hazard' en 'graacultuur', de financiële elite van private en centrale banken (deels zelfs de Credit Rating Agencies) vaak geen notie had van de risico's in sommige veel verhandelde derivaten en andere 'financiële innovatie'. Betreffende medicijnen, chemische substanties (in REACH) en technische producten met hoger risico is binnen de EU een traditie opgebouwd waarbij de bewijslast bij de ondernemingen ligt en risicomanagement uitvoerig wordt getoetst aan de hand van strikte normen. In augustus 2005 heeft Raghuram Rajan, destijds topeconoom bij het IMF en hoogleraar financiële markten aan de universiteit van Chicago aangetoond dat financiële innovatie, tezamen met de toen bestaande prikkels in de private sector, tot enorme financiële instabiliteit zouden kunnen leiden, met een 'highly costly downturn' als gevolg. Zijn gehoor bestond uit veel centrale bankiers, enkele academici en adviseurs. Hij bleek tegen dovemansoren te praten en er rinkelde geen alarmbel bij toezichthouders en centrale banken. Omdat hij ruim twee jaar voor de allervroegste crisisverschijnselen in de VS deze gezaghebbende waarschuwing gaf, had onmiddellijke actie, bijvoorbeeld door het verleggen van de bewijslast omtrent risico's of transparantie naar de eerste verkoper van ondoorzichtige producten, veel ellende kunnen voorkomen. Daarnaast is in de kapitaalvereisten vergaande delegatie geslopen naar interne risicomodellen van banken met aanvechtbare aannames wat ten minste de indruk wekt

26 Deze fondsen hebben niet de crisis veroorzaakt, maar wel veelal onbekende risico's doorgegeven wat, gezien de enorme sommen in dit soort fondsen, destabiliserend kan werken – hun managers komen nu onder een licentie en de fondsen onder toezicht.

27 Bv. door standaardisatie van contracten en goedkeuring ervan door een Central Counterparty – nu gebeurt dat meestal 'over the counter' met hoger risico en gebrek aan inzicht voor toezichthouders.



dat toezichthouders onvoldoende afstand hielden en zich te gemakkelijk van hun ex-ante verantwoordelijkheid wensten te kwijten. Ex-postontdekkingen kunnen bij grote (systeem)banken uiteraard tot financiële instabiliteit leiden, die staatssteun als het ware afdwingt en die heeft weer zowel budgettaire gevolgen als gevolgen voor de concurrentie. Indien men vrij extreme gevallen als Northern Rock en sommige regionale banken in Duitsland en Spanje bestudeert, valt nauwelijks te bevatten waarom daar niet eerder is ingegrepen. In mindere, maar zeker niet geringe, mate geldt die verbazing ook voor kleine landen als IJsland en Ierland, wellicht zelfs voor Nederland en België. Indien men al banken tolereert die veel groter zijn dan het bnp van het desbetreffende land, dan zou als compensatie toch minstens verwacht mogen worden dat risico's extra streng bewaakt worden en, bij twijfel, de bewijslast bij de banken ligt. Die afruil schijnt niet te zijn gemaakt.

Onder de tweede groep vallen: 1. striktere en enigszins variabele kapitaalvereisten,<sup>28</sup> die de verantwoordelijkheid bij banken leggen; 2. een effectiever systeem van het afwikkelen van bankfaillissementen;<sup>29</sup> 3. een verbeterd en geharmoniseerd depositogarantiesysteem, tevoren op risicobasis gefinancierd door financiële instellingen waardoor bankruns op een geloofwaardige manier kunnen worden voorkomen (opnieuw een kwestie van zowel interne markt als financiële stabiliteit) en 4. minimum regulering en registratie van kredietbeoordelaars zoals Standard's & Poor, Moody en Fitch.<sup>30</sup> Daarnaast is

28 Het voert te ver hierop in te gaan. Men denke aan een veel hogere Tier 1 van eigen vermogen (bv. naar de Basel III norm van 4½%), alleen eigen vermogen in de buffer, betere risicoweving, een conjuncturele extra buffer en extra kapitaalbuffers bij risicovolle activiteiten (wat Spanje destijds 'dynamic provisioning' noemde). Daarnaast is veel te zeggen voor een maximum leverage (hefboom) ratio en eisen betreffende liquiditeitsrisico.

29 Zgn. crisis management, dat op fondsvorming steunt die tevoren is opgebouwd via een bankbelasting of onderlinge bijdragen, zodat geen staatssteun nodig is en klanten verzekerd zijn via speciale beschermingsconstructies. Een goede opzet verzekert dat de EU als zodanig niet over zgn. 'fiscal capacity' hoeft te beschikken, dus niet (onnodig) 'meer Europa'. De Commissie wil dan ook eerst een netwerk van nationale fondsen. Echter, uiteindelijk zal er (ook) een EU fonds moeten komen voor de 50 à 60 grensoverschrijdende banken, zodat deze niet in een weekend hoeven te worden opgesplitst tegen draconische kosten en aldus de financiële stabiliteit gewaarborgd blijft.

30 Kredietbeoordelaars hebben geen overtuigende methodologie gehanteerd. Want noch de risico's van de zeepbellen noch de besmetting via allerlei 'securitisation' producten met een AAA rating werden voorzien. Daarnaast bleek belangenverstrengeling aan de orde van de dag. In regels en toezicht werd vaak gerefereerd aan ratings waar nu vraagtekens bij kunnen worden gesteld. Overigens is ook sprake van een oligopolie van drie firma's met hoge toetredingsdrempels. Dit klemt te meer daar de functie van deze beoordelaars ten dele een publieke is (en, nog gevoeliger, nu hogere rentebetalingen op staatsobligaties steeds vaker afhankelijk blijken van hun oordeel over nationaal beleid).

de zwakke en louter coöperatieve samenwerking tussen de nationale (micro-prudentiële) toezichhouders aanzienlijk versterkt in een nieuw systeem. Bij toezicht spelen zowel 'micro-macro kronkels' als 'meer Europa' een rol. Het oude systeem was louter consultatief, met veel specifieke nationale kenmerken (met in totaal ver over de 100 toezichhouders), zo'n 150 nationale afwijkingen van EU-regels, geen ernstig gezamenlijk toezicht op grensoverschrijdende banken (doorgaans de belangrijkste) en zwakke informatie-uitwisseling die, uitgerekend in crisistijd, niet goed bleek te werken. Coördinatie in geval van ontdekte risico's mislukte nogal eens. Het nieuwe systeem is inmiddels in werking getreden: er zijn nu drie EU-Agentschappen (EBA voor banken, EIOPA voor verzekeringen en ESMA voor effecten) met een krachtiger mandaat. Zij moeten een einde maken aan de talloze nationale uitzonderingen (single rulebook), een coherente toepassing verzekeren, nauw samenwerken met (ook nieuwe) colleges van toezichhouders voor grensoverschrijdende financiële instellingen en toezicht houden op kredietbeoordelaars. Voorts kunnen zij zelf besluiten om in noodsituaties in te grijpen, bijvoorbeeld middels een EU-ban voor '(naked) short selling'. Dit nieuwe systeem is (nog net) Meroni-consistent en daarmee per definitie geen 'regulator' op EU-niveau. De vrees is dat hierdoor te vaak halfbakken besluiten worden genomen, verzwakt door remmende invloed van de lidstaten, zoals is geschied bij de eerste stress test van banken onder auspiciën van EBA in juni 2011, waar bv. Dexia glansrijk door heen kwam. Vanzelfsprekend moet men deze ontwikkeling in zijn geheel beoordelen, dus tezamen met de voornoemde andere initiatieven. Zoals sommige andere EU-Agentschappen, kunnen deze zich ontwikkelen tot quasi EU-regulators, ook al is dat juridisch niet het geval (zie bv. Lannoo, 2011). Verder helpt het wanneer een EU-fonds voor bankfaillissementen wordt opgezet. Ten slotte is het gunstig dat inmiddels ook voor systeemrisico's een instituut is opgericht, de ESRB in Frankfurt, en waar in het Algemeen Bestuur de drie toezichhoudende Agentschappen zitting hebben. Immers, vroege erkenning van macro-prudentiële risico's vermindert de kans op een systeemcrisis en op blootstelling van grote banken aan specifieke risico's (zoals het knappen van een zeepbel in een land).

De te geringe aandacht voor systeemrisico's (derde groep) speelde bovenal op Europees niveau. De ESRB zal deze macro-prudentiële functie op zich nemen. De toegevoegde waarde is gelegen in (a) de waakhondfunctie (die niet bestond, terwijl de ECB zich vooral richtte op prijsstabiliteit), (b) de waarschuwingen en aanbevelingen alsmede (c) de directe betrokkenheid van alle relevante autoriteiten. De implicaties van geïntensiveerde financiële marktintegratie op macro-economische stabilisatie, zoals het voorkomen van negatieve shocks voor inkomen en werkgelegenheid, zijn onderschat of genegeerd. Tijdens de eerste maanden van de financiële crisis werd de interne markt als een schild beschouwd tegen al teveel vraaguitval en mogelijk protectionisme,

terwijl de eurozone werd toegejuicht als beschermer tegen wilde wisselkoersschommelingen (zoals de val van het Pond en van de Forint met een derde). Later bleek dat de interne markt, de financiële stabiliteit, de forse verschuivingen van private naar publieke schulden in tal van EU-landen, de zo ontstane schulden crisis en de macro-economische stabilisatie allemaal met elkaar verbonden waren en zelfs dreigingen van vicieuze cirkels vertoonden. In dit verband is het ongeloofwaardig en riskant dat de EU regulering tegen de blootstelling van banken aan geconcentreerde in plaats van gespreide risico's alleen geldt voor private risico's, niet voor staatsobligaties.

Dit harde leerproces was in feite begonnen bij een ander hoofdstuk in deze crisissaga waar de EU aanvankelijk niet op was voorbereid: staatssteun aan banken die failliet dreigden te gaan, moest uiteraard op mededingingscriteria worden beoordeeld, maar tegelijk speelden argumenten van financiële stabiliteit een rol. Dit was nieuw en dwong tot, voor Directoraat Generaal Mededinging unieke, afwegingen zoals het (moeten) toestaan van noodsteun, met achteraf gedetailleerde beoordeling, met (harde) remedies, en – soms – het in extreem korte tijd goedkeuren van steun, met alle risico's van dien. Bij de steunbeoordeling werd een trend zichtbaar die erop wees dat de Commissie verder ging dan het sanctioneren van steun door remedies (en niet-gesteunde concurrenten aldus enig voordeel te gunnen als compensatie) en eigenlijk de sector herstructureerde in de richting van kleinere instellingen door zeer forse reducties van balanstotalen (vaak 40% of 45% of opsplitsing). De EU is er meer bij gebaat wanneer dit soort noodsteun aan banken voorkomen wordt door nationale en/of EU-reddingsfondsen onder crisismanagement (zodat de banken deels of geheel worden ontmanteld volgens een tevoren ontworpen model). Uiteraard is het nog beter wanneer door bovenstaande verbeteringen, zowel inhoudelijk als institutioneel, banken tijdig gedisciplineerd worden waardoor zelfs een bank die failliet dreigt te gaan niet meer voorkomt.

#### 4 De zachte en harde Economische Unie

Wij leven reeds twintig jaar in een Europese Economische Unie. Strikt genomen bepaalde het verdrag van Maastricht dat de EU-12 (en alle toetreders) de tweede fase van de EMU moest doorlopen – de derde fase was de muntunie. Alleen weet niemand precies wat die Economische Unie behelst. Nergens in het Verdrag van Maastricht wordt een definitie gegeven van de Economische Unie. De literatuur biedt evenmin een helpende hand.<sup>31</sup> Aangezien niemand

31 In Pelkmans, 1991, in het literatuuroverzicht in de Annex, vindt men zeven uiteenlopende betekenissen van 'Economische Unie' sinds 1948. Bedenk ook dat de Economische Unie in het Plan Werner (1970) onmogelijk een toereikende basis kon vormen voor een muntunie – zie Case Study 18.1 in Pelkmans, 2006, p. 383.

in de afgelopen twee decennia een debat hierover gemist schijnt te hebben, wordt in deze bijdrage daartoe zelfs geen aanzet gegeven.

Wel lijkt het volgende onderscheid nuttig en relevant voor de Unie. Er is een zachte en harde Economische Unie binnen de EU. De *zachte* Economische Unie kan worden beschouwd als een ambitieuzere stap om economische groei te bevorderen dan middels de interne markt alleen. In een fasentheorie van economische integratie is de Economische Unie dus een stap 'hoger' dan de interne markt,<sup>32</sup> maar er is geen monetaire unie (voor nodig), wel een betrekkelijke stabiliteit van wisselkoersen voor het goed functioneren van de interne markt. Toegevoegd aan de interne markt worden (a) economische cohesie, die via fondsen, een geschikter investeringsklimaat en het beter benutten van de specialisatie in de interne markt, inhaalgroei kan bevorderen voor armere landen of regio's, (b) economische beleidscoördinatie tussen de lidstaten zowel om redenen van macro-economische stabiliteit als ter gezamenlijke bevordering van economische groei en werkgelegenheid. Deze aspecten zijn terug te vinden in de Verdragen. De economische coördinatie is uitgewerkt in art. 121, VWEU, binnen een algemeen kader van gezonde overheidsfinanciën, gezonde monetaire condities en stabiele prijzen (art. 119).

180

De *harde* Economische Unie is onlosmakelijk verbonden aan de monetaire unie. Deze Economische Unie staat ten dienste van de goede werking van de muntunie. Dit vereist (i) budgettaire coördinatie die voldoende bindend is om te verzekeren dat prijsstabiliteit binnen de monetaire unie niet in gevaar wordt gebracht, (ii) soepele aanpassingsmechanismen vooral door marktwerking, gezien de ontstentenis van interne wisselkoersen, (iii) hervormingen op het niveau van de lidstaten die, behalve verbetering van aanpassingen, ook gericht zijn op groei en al te grote onevenwichtigheden op de lopende rekening van de betalingsbalans van landen binnen de monetaire unie helpen te voorkomen.

#### 4.1 De zachte Economische Unie

De zachte Economische Unie heeft zich geleidelijk ontwikkeld tot een OECD-achtige machinerie onder het Lissabonproces (2000-2010) waarbij een aantal succesindicatoren voor de lidstaten dicht benaderd zijn en andere in het geheel niet.<sup>33</sup> De grote zwakte van deze benadering is het gebrek aan politiek 'eigenaarschap' van en inbedding in de binnenlandse politiek van de lidsta-

32 Overigens strookt deze opvatting van Economische Unie niet met die fase in Balassa, 1961, de basis van alle fasentheorieën. Zie Pelkmans, 2006, hoofdstuk 1 en tevens p. 380-385.

33 Zie bv. het Commissie Staff Document SEC (2010) 114 van 2 febr. 2010, Lisbon strategy evaluation document.

ten. Het geheel is intergouvernementeel opgezet en de Commissie handelt in wezen als een deskundig EU-secretariaat, zonder zeggenschap. Het gevolg is dat hervormingen alleen plaatsvinden in lidstaten die zelf tot het inzicht zijn gekomen dat hervormingen nodig zijn – hooguit werden Lissabon ‘scores’ en zgn. best-practices van andere lidstaten daarbij als rechtvaardiging aangevend. Bovendien is het de vraag hoe ver de in het Lissabonproces vermelde hervormingen gingen. Want in zo’n intergouvernementeel proces bepalen de lidstaten in sterke mate zelf de tekst van de hervormingsopdrachten. Naast Lissabon heeft de zachte Economische Unie ook consequenties voor de niet-euro landen (nu tien) omdat alle EU-landen verplicht zijn gezonde (inmiddels vaak ingevuld als op lange termijn ‘houdbare’) overheidsfinanciën en een gezond monetair beleid na te streven. Verder wordt voor alle lidstaten een werkgelegenheidsstrategie gepubliceerd waar ook de sociale partners bij betrokken zijn. Ten slotte zijn EU-landen (m.n. de nieuwe lidstaten) gehouden ooit tot de monetaire unie toe te treden wat in macro-economische convergentierapporten wordt bijgehouden op basis van indicatoren.

Onder het nieuwe (Lissabon) verdrag dat begin 2010 in werking trad, is besloten om deze machinerie te hervormen en te integreren: het zogeheten Europees semester. Gezien de aard van deze bijdrage kunnen de institutionele details van deze opzet worden weggelaten. Het gaat ten eerste om de timing: tussen januari en juli van elk jaar dient de nationale ontwerp-begroting, zoals vervat in de stabiliteits- en convergentieprogramma’s van elke lidstaat, vroegtijdig bij de Commissie te worden ingediend, met als doel om tijdig bij te kunnen sturen en te grote tekorten te vermijden. Daaruit volgt het tweede doel: de directe politieke verbinding tussen wat in Brussel wordt ingediend en wat het nationale parlement wil, wordt zichtbaar aan budgettaire disciplines vanuit Brussel gebonden (op basis van het Verdrag en secundaire wetgeving) en bovendien aan een economische beleidstoets onderworpen. Inhoudelijk hoeft die toets niet zozeer te verschillen met analyses van de Commissie voor 2010. Wat er toe doet is de politieke binding en de ‘europeanisering’ van nationale parlementen, waar dat relevant is. Daar lag altijd de zwakheid van de zachte Economische Unie. Ten derde lopen de budgettaire beleidsdiscussies en die betreffende structurele hervormingen (in zogeheten nationale hervormingsplannen) parallel, in de hoop dat zij aanvullend kunnen werken en spill-overs tussen uiteenlopende beleidsterreinen worden benut. In een voorlopige evaluatie van dit eerste experimentele jaar blijken toch lastige problemen op te duiken (Hallerberg, Marziniotti & Wolff, 2011). In de eerste plaats worden bindende aanbevelingen van de Raad van Ministers (die slaan op stabiliteits- en convergentiekwesties) in een adem met niet-bindende aanbevelingen omtrent structurele hervormingen en werkgelegenheid genoemd. Verder blijken de vier onderzochte lidstaten het semester op verschillende wijzen uit te voeren. Het eerste bezwaar vindt

zijn oorsprong in de tweeslachtigheid van de Economische Unie. De ‘harde’ variant voor de eurozone en de gretigheid om economische groei in de EU te bevorderen lijken de beleidsautonomie van niet-euro lidstaten met betrekking tot hervormingen te bagatelliseren. Dit kan politiek als een boemerang werken als de legitimiteit van zulke, vaak als pijnlijk ervaren, aanpassingen niet nationaal verankerd is. Zelfs binnen de eurozone blijken nationale structurele hervormingen de achilleshiel van het beleidsinstrumentarium (zie ook Buijink, 2011 en paragraaf 4.2).

In dit verband is het belangrijk te vermelden hoe het Europese semester begint. De Commissie wil voortaan elk jaar begin januari een jaarlijks economisch kader publiceren. Veelbetekenend is de titel: Annual Growth Survey.<sup>34</sup> Dit beleidskader bevat een louter economische analyse van wat de Commissie nodig acht voor hernieuwde groei. De tekst gaat soms gemakkelijk voorbij aan de verschillen tussen de eurozone en de tien niet eurolanden, alsmede aan de nationale beleidsbevoegdheden, inclusief de rol van sociale partners. In de SER hebben de vakbonden daar hun ongerustheid over uitgesproken.

De groeiagenda bevat tevens enkele belangrijke elementen van de EU2020 strategie.<sup>35</sup> Een element is vermeldenswaard in het kader van de zachte Economische Unie: uitbreiding en vernieuwing van grensoverschrijdende – in wezen ‘Europese’ – netwerkinfrastructuren op het gebied van gas, elektriciteit, spoor en elektronische communicatie. Het gaat hier om bedragen ver boven de 1.000 miljard euro en over een heuse Europese aanpak. De interne markt van de EU voorziet hierin niet, omdat de lidstaten heel lang infrastructuur als een typisch nationale aangelegenheid beschouwden. Bij verdere marktintegratie kan dit niet terecht zijn. Immers, het zou betekenen dat netwerksectoren van nature nationale markten zouden zijn in plaats van Europese. Eerder is het zo dat Europese infrastructuur, nationale en soms regionale, ieder een eigen functie kunnen vervullen. In een echte interne markt is het ten ene male onduidelijk waarom vrachtvervoer over het spoor met nationale ondernemingen zou moeten geschieden. Mutatis mutandis geldt dit ook voor andere netwerksectoren. Het Europese netwerk stelt echter andere eisen<sup>36</sup> en de financiering (van deze enorme bedragen) is cruciaal. De Commissie komt met voorstellen voor ‘EU project obligaties’ in samenwer-

34 Europese Commissie, Annual Growth Survey, advancing the EU's comprehensive response to the crisis, COM (2011) 11 van 12 januari 2011 en 5 annexen.

35 Europese Commissie, Europe 2020, a strategy for smart, sustainable and inclusive growth, COM(2010) 2020 van 3 maart 2010.

36 Bij vrachtvervoer per spoor wordt dit momenteel verbeterd via speciale lange Europese corridors, waarbij de coördinatie op lokaal, regionaal, nationaal en Europees niveau ongeloflijk lastig blijkt te zijn. Iets dergelijks geldt voor de private prikkels om interconnectors te bouwen die (nu nog) nationale markten verbinden (Kapff & Pelkmans, 2010).

king met de EIB en gestimuleerd door de EU-begroting. Deze investeringsbenadering lijkt zinvol en kan lange termijn groei bevorderen.

#### **4.2 De harde Economische Unie**

De twee verschillen tussen de zachte en de harde Economische Unie bestaan uit de drie vereisten voor het goed functioneren van de monetaire unie en het verplichte karakter van veel van het gezamenlijk afgesproken beleid. Er is lange tijd extreem veel aandacht besteed aan de budgettaire kant van de drie vereisten, maar recentelijk wordt ingezien dat soepele aanpassingsprocessen in de eurozone geen academisch speeltje zijn uit de optimum valuta theorie (cf. Mongelli, 2010) en dat nationale hervormingen niet alleen goed kunnen zijn voor groei, maar ook voor de correctie van uit de hand gelopen tekorten op de lopende rekening (door verbetering van het concurrentievermogen). De nadruk op het budgettaire aspect was zo groot dat 'economische' coördinatie (als in art. 121, VWEU) meestal vertaald werd als budgettaire. Naast de procedure die, voortvloeiend uit het Verdrag van Maastricht, in gang werd gezet wanneer sprake was van buitensporige tekorten (nu art. 126, VWEU + protocol) werd een strakker Stabiliteits- en Groeipact ingevoerd (met evenwicht over de middellange termijn) dat te weinig automatismen voor sancties kent en te weinig discipline behelst omtrent staatsschuldposities. De politieke deining rondom het SGP (bv. m.b.t. Frankrijk en Duitsland) was veel groter dan de economische betekenis van overschrijdingen van (zeg) 1 à 2 procentpunten gedurende slechts twee jaar. Het valt niet vol te houden dat een tijdelijk tekort van bv. Duitsland van 1% of 2% boven de 3% norm de monetaire unie in gevaar heeft gebracht. Voor hoge schuldposities ligt het iets lastiger omdat dit langdurige processen zijn. Echter, zelfs financiële markten hebben tien jaar lang geen onderscheid gemaakt tussen eurolanden met sterk uiteenlopende schuldposities. Het is goed om de twee redenen in herinnering te brengen waarom de budgettaire discipline destijds is ingevoerd: (a) uit vrees voor grensoverschrijdende spill-overs waardoor andere eurolanden de rentevoet zouden zien stijgen; (b) uit vrees voor politieke druk op de ECB om de inflatie te laten oplopen zodat de afbouw van schulden sneller en minder pijnlijk wordt. Beide aspecten hebben in de eerste tien jaar van de eurozone geen enkele rol gespeeld. Ook de huidige misère heeft weinig te maken met het SGP. De plotselinge en dramatische schuldverhogingen sinds eind 2008 zijn, behalve deels conjunctureel via de automatische stabilisatoren, veroorzaakt door (i) het falen van EU-regelgeving ter zake en het banktoezicht (systeemrisico's), met als gevolg een overname van grote private schulden door nationale overheden, en daarmee het falen van de bewaking van financiële stabiliteit in de eurozone, en (ii) het onvermogen om zeepbellen in eurolanden als Ierland en Spanje zowel nationaal als op het niveau van de eurozone op tijd te laten leeglopen. Uitgerekend Spanje en Ierland kenden een uitstekend budgettair beleid en een lage schuldpositie. Daarenboven had Spanje conservatieve kapitaalvereis-

ten voor banken die meebewogen met risico's. Was het SGP in staat geweest landen als Italië en Griekenland te dwingen door te gaan met de aanvaardbare schuldafbouw, zoals België meer dan een decennium heeft volgehouden, dan was de kwetsbaarheid vanzelfsprekend geringer geweest. Dat lijkt de ware betekenis van het 'six pack'.

Hoe dan ook, het inmiddels aangenomen 'six pack'<sup>37</sup> versterkt in aanzienlijke mate de budgettaire discipline. Politiek en institutioneel boeiend, het komt niettemin in wezen neer op een geloofwaardiger SGP.<sup>38</sup> Interessant is de nieuwe macro-economische onevenwichtigheidsprocedure. Het betreft onevenwichtigheden op de lopende rekening, een hardnekkig probleem in de eurozone wat duidt op een gebrek aan concurrentievermogen (uitgedrukt in scherpe verschillen in de reële effectieve wisselkoersen [= REW]). Dit instrument is ook bedoeld om bv. huizenmarktzeepbellen te identificeren hoewel dit niet altijd even gemakkelijk zal zijn.<sup>39</sup> Deze verordening zal nog veel analytische discussie uitlokken. Immers, wanneer is een tekort of een overschot op de lopende rekening buitensporig? Dat is toch iets anders als een tekortnorm voor de begroting. Gaat het om de huizenprijzen of hypotheekschulden en wat is dan een zeepbel? Betreft het private schulden als percentage van het bnp of de REW (zie boven, in tekst) en wat zijn dan de kritische grenzen?<sup>40</sup> Bij het corrigeren van gemelde onevenwichtigheden ligt de nadruk op micro-economische hervormingen: loonbeleid, arbeidsmarkten, goederen- en dienstenmarkten en regulering van de financiële sector.<sup>41</sup> Hierbij is een scherp onderscheid ontstaan tussen micro-economische hervormingen in de zachte Economische Unie, want die in de harde Economische Unie zijn verplicht

37 Aangenomen op 28 september 2011 door het EP. Het EP heeft enkele verzwakkingen, door Lidstaten (lees Frankrijk) voorgesteld, geamendeerd zodat alleen een gekwalificeerde meerderheid in de Raad van Ministers de sanctie voor een land kan voorkomen. De Raad van Ministers heeft op 5 oktober toegestemd.

38 Daarbij is wel nieuw dat ook in de lidstaten zelf begrotingsnormen gaan gelden.

39 De OECD (2011, hfst. 4) besteedt uitvoerig aandacht aan de economische analyse van huizenmarkten, de betekenis voor groei en beleidsremedies.

40 In Annex 2 van de Annual Growth Strategy staan enkele 2009 indicatoren vermeld waaronder deze twee. De REWs vertonen tal van uitschieters (Letland 51, Slowakije – een euroland – 54, Roemenië 56) in Centraal Europa en minder in EU-15 landen (V.K. 12, Italië 14, Ierland 20, Duitsland 6 en Nederland 9). Bij private schulden scoort Nederland hoog (251), voorgestreefd door drie eurolanden in een benarde positie (Ierland, Spanje en Portugal) maar ook door Denemarken en Zweden. Zie ook Europese Commissie, 2009, Quarterly Report on the Euro area, jrg. 8, no. 1, geheel gewijd aan deze problematiek. De lezer oordele zelf over de sectie 'Distinguishing between benign and harmful developments in competitiveness' (p. 35-40).

41 Begrotingsbeleid wordt ook genoemd. De Commissie (zie noot 40 hierboven, Quarterly Report, p. 30) concludeert dat begrotingsbeleid niet tot de belangrijkste determinanten behoort van tekorten op de lopende rekening.



en onder de nieuwe verordening kan uiteindelijk een boete worden opgelegd bij niet nakoming ervan (jaarlijks 0,1% van het bbp). Dit is klaarblijkelijk gebaseerd op de aanname dat structurele hervormingen precies meetbaar zijn en een herkenbare bijdrage leveren aan het terugbrengen van het tekort (overschot). Bij loonbeleid is dat een redelijke veronderstelling. Een van de oorzaken van het gebrek aan concurrentievermogen van enkele 'club MED' landen is dat lonen regelmatig werden verhoogd met meer dan de productiviteitsstijging, iets wat zich op den duur gaat wreken. Maar bij andere hervormingen ligt dat aanmerkelijk ingewikkelder. Zo heeft de OECD zich lang bezig gehouden met het met PMR-indicatoren empirisch meten wat precies restrictieve regulering van diensten is, hoe restrictief en welk effect een hervorming naar 'best practices' in de regulering van diensten in de OECD zou kunnen hebben (Woelfl et al, 2009, voor een uitgebreid overzicht). Uit deze analyses valt veel te leren over betere regulering en de algemene richting van aanbevelingen lijkt niet controversieel, maar om dit in precieze aanbevelingen om te zetten, die voldoende meetbaar zijn om er eventueel boetes aan te kunnen koppelen, gaat erg ver.<sup>42</sup>

In OECD (2011) worden drie hervormingen bepleit voor diensten die voortvloeien uit de meting van PMR-indicatoren: geringere toetredingsbarrières in de kleinhandel en de gereguleerde ('vrije') beroepen alsmede verdere opening in netwerksectoren. Het eerste punt steunt sterk op het succes in de VS, maar ligt in Europa met zijn oude steden veel lastiger. Het derde punt is zinrijk, maar vereist in de EU niet zozeer nationale hervormingen doch 'meer Europa' door krachtige EU regulators. Het tweede punt is een hardnekkige kwestie in de EU, waarbij het buitengewoon moeilijk is om restrictieve regulering wegens marktfalen te scheiden van die voor private belangen.<sup>43</sup> Ook de wisselwerking tussen restricties in diensten en in arbeidsmarkten kan leiden tot moeilijkheden omdat in de literatuur zowel substitutie als complementariteit wordt verdedigd.<sup>44</sup> Het in maart 2011 gesloten Pact voor de euro (door de Europese Raad) versterkt deze beleidsrichting. Voor eurolanden nemen de regeringsleiders persoonlijk beleidsverplichtingen op zich, waaronder aanbevelingen omtrent de verbetering van het concurrentievermogen. Nog los van de complicatie dat de Europese vakbonden hier ook bij worden betrok-

42 Zie Pelkmans, 2010, voor bespreking van een aantal problemen bij de toepassing van de OECD PMR indicators op de EU. Er zijn belangrijke omissies en PMR's lijden onder een 'EU-neglect bias'.

43 De EU kent ruim 800 gereguleerde beroepen, vele met enige rechtvaardiging in het algemeen belang, sommige louter op basis van vroegere belangenpolitiek (zo heeft Portugal 'barkeeper' als beschermd beroep en Oostenrijk 'fotograaf'). Aanbevelingen in het belang van groei dienen zich te richten op belangrijke doelgroepen die vooral B2B diensten verrichten.

44 Zie bv. Bassanini & Duval, 2006 versus Fiori et al, 2008.

ken – hoewel het gaat om nationale hervormingen – staan hier soortgelijke aanbevelingen in die overigens (nog) vrij algemeen van aard zijn. Bovendien worden – terecht – ‘nationale tradities inzake sociale dialoog en arbeidsverhoudingen’ geëerbiedigd. De vraag werpt zich op hoe dit te rijmen is met de onevenwichtigheidsprocedure met betrekking tot de lopende rekening, wellicht uitlopend op boetes.

Ook het IMF (2011b) dringt sterk aan op diepgaande hervormingen, vooral in landen met een zeer lage groei zoals Italië en Portugal. Italië had in 2010 een lager Inkomen per hoofd van de bevolking dan in 2000 en liet ook daarvoor een geringe groei zien. Indien Italië uit de schulden wil komen door meer te groeien, zal het (volgens het IMF) zeer grote hervormingen moeten doorvoeren zoals het efficiënt besteden van de publieke uitgaven, vereenvoudigen van het belastingsysteem, grondigere hervormingen van de (duale) arbeidsmarkt en maatregelen om de structurele vraag naar arbeid te vergroten, een reeks van ingrijpende maatregelen om (de zeer geringe) innovatie te bevorderen, afhandeling van privaatrechtelijke procedures in inefficiënte gerechtshoven drastisch verbeteren, resultaten in het hoger onderwijs fors opschroeven en een eind maken aan het woud van lokale en regionale regulering van slechte kwaliteit.

186

Deze opsomming maakt duidelijk hoe moeilijk effectieve nationale hervormingen kunnen zijn en hoe diep de obstakels zijn geworteld in gegroeide tradities, instituties of belangen. Dat de druk vanuit de eurozone wordt opgevoerd, is terecht maar die werkt alleen indien Italië zichzelf hervindt en transformeert. Boetes in six-pack regels zullen dit niet bewerkstelligen. Ten slotte bepleit het IMF (2011b) een innovatie-agenda die lijkt op wat de EU zelf bepleit (in de EU2020 strategie), waaronder de eliminering van belastingobstakels voor venture capital in de gehele EU, de ontwikkeling van kapitaalmarkten in EU-landen (een verschuiving weg van bankfinanciering, vooral door betere of evenwichtigere posities voor aandeelhouders, en meer belang voor institutionele investeerders), lagere vennootschapsbelasting (omdat hoge een onevenredig negatief effect heeft op innovatie [TFP] van gevestigde bedrijven), minder regulering van diensten en beter hoger onderwijs door hervorming van universiteiten.

De harde Economische Unie vereist eveneens dat soepele aanpassingsprocessen de goede werking van de monetaire unie vergemakkelijken. Nationale hervormingen zijn daarbij nodig, hoewel variatie tussen landen van de eurozone geboden lijkt. In Pelkmans, Acedo & Maravalle, 2008, wordt aangetoond dat sectorale absorptie van asymmetrische aanbod- en vraagshocks in de EMU sterk verschilt en ook verschilt tussen eurolanden. Hervormingsbehoeften kunnen aldus sectoraal worden geïdentificeerd, en per land, en zullen het aanpassingsvermogen van de eurozone verbeteren. Sommige non-tradeable sectoren lijken zo afgeschermd dat hun absorptie-

vermogen van shocks erg beperkt is. Maar er is nog een kandidaat voor verbetering van de aanpassing: verdieping van de financiële integratie als onderdeel van de interne markt. In paragraaf 3 is de kwaliteit van de financiële regulering binnen de EU, van het toezicht en van de EU-instituties besproken. Daarbij is opgemerkt dat de financiële marktintegratie sinds de komst van de euro enorm is geïntensiveerd. Die marktintegratie is echter niet in detail behandeld. Zonder de voortgang op dit punt te miskennen,<sup>45</sup> van een Europees betalingssysteem tot obligatiemarkten in euro's, dient men toch te beseffen dat grotere financiële marktintegratie bereikt kan worden en dat dit zal helpen bij permanente aanpassing in de EMU. Opmerkelijk is dat het IMF (2011a, p. 69-72), zich sterk maakt voor verdieping van de EU financiële integratie. 'The crisis in Europe was prolonged by the incomplete integration of the financial system.' om vervolgens enkele hoofdpunten te noemen: '(H)ome bias in portfolio allocations, securitization is very much a national affair (for example, no uniform mortgage contract exists) and cross-border retail banking is virtually non-existent; cross-border mergers and acquisitions are still limited' naast 'the desire to maintain national champions,... take advantage of regulatory and supervisory arbitrage and retain full national accountability for explicit and implicit guarantees.'

## 5 Conclusies

De Nederlandse welvaart is gediend met diepe en vergaande Europese economische integratie. De traditionele Nederlandse voorkeur voor verdieping van de interne markt is in zekere mate gehonoreerd en heeft een gunstig economisch effect op het Nederlandse inkomen gehad. Op langere termijn neemt dit effect nog aanzienlijk toe, terwijl in deze empirische benadering beslist niet alle effecten zijn meegenomen. Dit pre-advies bespreekt in detail aan welke tekortkomingen en inconsistenties de (micro-)economische integratie nog lijdt en hoe deze – steeds weer – zijn terug te brengen tot remmingen met betrekking tot de bevordering van groei en het bewaken van macro-economische en financiële stabiliteit, alsmede tot weerstand tegen 'meer Europa', ook als dat qua integratielogica gerechtvaardigd is. De Nederlandse welvaart kan nog veel meer profiteren van de EU economische integratie en de versterkte vormen van economische beleidscoördinatie die – zeker voor eurolanden – daar onlosmakelijk mee verbonden is. Zelfs beperkt tot een hoofdzakelijk micro-economisch perspectief, blijkt dat er nog veel in het vat zit en er dus nog veel te doen staat. Kort samengevat:

- in de interne markt bevatten vooral de dienstenmarkten nog allerlei potentie voor nadere liberalisering en marktwerking over intra-EU grenzen heen; in beperkte mate geldt dit ook voor arbeidsmarkten, wat gezien

<sup>45</sup> Zie bv. het Commissie Staff Doc SEC (2009) 1702 van 11 december 2009, European financial integration report 2009.

de vergrijzing aantrekkelijk is. Bij diensten is de laatste twee decennia veel vooruitgang geboekt en de omvang van de economische potentie van een goed werkende interne dienstenmarkt is nog onvoldoende onderzocht. Veel nieuw onderzoek is gaande. Ten slotte zal het EU octrooi de innovatie versterken en daarmee de EU groeivoet kunnen verhogen.

- De goede werking van de interne markt wordt ook bemoeilijkt omdat lidstaten aan de EU niet altijd de middelen (soms bevoegdheden) verstrekken die nodig zijn – als voorbeeld zijn de forse distorsies genomen op het gebied van de vennootschapsbelasting. Daarnaast blijven institutionele taboes bestaan zoals de (Meroni-)doctrine dat op EU-niveau geen onafhankelijke regulerende Agentschappen mogen bestaan. Dit taboe wreekt zich bij het toezicht op financiële markten en in netwerksectoren.
- Bij financiële diensten en vrij kapitaalverkeer hebben zowel zwakke en onvolledige regulering als taboes omtrent toezicht door de EU geleid tot dramatisch overheidsfalen in de financiële crisis en zelfs tot expliciete desintegratie in sommige gevallen bij enkele Europese banken, Fortis voorop. Pas nu worden oplossingen bedacht om het gebrek aan ‘fiscal capacity’ op EU-niveau te omzeilen door ex-ante reddingsfondsen met tevoren overeen gekomen crisismanagement. Pas nu wordt een zekere centralisatie aanvaard op het terrein van toezicht., al is het waarschijnlijk onvoldoende, zelfs tezamen met andere maatregelen. Pas nu wordt de EU regulering aangescherpt en verbreed naar niet-bankactiviteiten. Pas nu bestaat er een EU-institutie voor systeemrisico’s.
- De zachte Economische Unie is, na het Lissabonproces en de crisis, aanmerkelijk verstevigd in het zogeheten Europese semester en met een groeiagenda (als EU2020). Hoewel niet verplichtend, maakt dit een redelijke kans beter te werken dan het politiek zeer zwak verankerde Lissabonproces. Bovendien wordt het Europees semester in de praktijk gedomineerd door de eurolanden en die hebben wel harde verplichtingen en meer marktdruk om te presteren.
- De harde Economische Unie heeft nog steeds een excessieve aandacht voor budgettaire kwesties (vooral in het ‘six-pack’) maar niettemin is een verschuiving zichtbaar naar hervormingen op het niveau van de lidstaten o.a. via de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure die over de concurrentieposities en tekorten op de lopende rekening gaat (met uiteindelijk zelfs boetes) en voor extra groei. Het lijkt geen twijfel dat de werking van de monetaire unie wordt bevorderd door deze voorgenomen nationale hervormingen daadwerkelijk uit te voeren. Met een aantal voorbeelden en de moeilijkheden die de OECD-indicatoren met zich meebrengen, wordt geïllustreerd hoe lastig het zal zijn zo’n EU-strategie van nationale hervormingen succesvol door te voeren, laat staan met meetbare criteria die, wanneer niet nageleefd, tot boetes kunnen leiden. Waarschijnlijk zullen op den duur de financiële markten zulke hervor-

mingen beoordelen omdat groeipotentie, althans voor hoge schuldenlanden in de eurozone, betekent dat schulden gemakkelijk kunnen worden afbetaald.

### Referenties

- Arnold, J. et al. (2009), Structural reforms and the benefits of the enlarged EU internal market: much achieved and much to do, *OECD Economics Dept Working Papers* no. 694, april.
- Bassanini, A. & R. Duval (2006), Employment patters in OECD countries; reassessing the role of policies and institutions, *OECD Social Employment Migration papers*, no. 35, Paris.
- Bruijn, R. de, Kox H. & Lejour A. (2008), Economic benefits of an integrated European market for services, *Journal of Policy Modeling*, jrg. 30,2, p. 301-319.
- Buijink, C. (2011), Pieken in Europa, *Economisch-Statistische Berichten*, jrg. 96, no. 4601, 7 januari.
- Casey, J.P. & K. Lannoo (2006), The MiFiD revolution, *ECMI Policy Brief*, no. 3, November, zie [www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org).
- Copenhagen Economics (2005), Economic Assessment of the obstacles to the internal market of services, Copenhagen/Brussels, January, [www.copenhageneconomics.com](http://www.copenhageneconomics.com).
- De Larosiere, J. et al. (2009), Report by the High Level Group on Financial Supervision, Brussel, voor de Europese Commissie.
- Devereux, M & Sorensen (2006), Corporate Income Tax; international trends and options for fundamental reform, DG EcFin *Economic Papers* no. 264, december.
- ECB (2009), *International role of the euro*, Frankfurt, juli.
- Ederveen, S., G. Gelauff & J. Pelkmans (2008), Assessing subsidiarity, in: G. Gelauff, I. Grilo & A. Lejour, ed.s, *Subsidiarity and economic reform in Europe*, Berlin / New York, Springer.
- Fiori, G. et al. (2008), Employment outcomes and the interaction between product and labour market deregulation: are they substitutes or complements?, Presented at IMF conference on structural reforms, Washington DC, 28, 9 februari.
- Guerrieri, P. & Bentivegna, S. (2011), *The Economic Impact Of Digital Technologies*, E. Elgar.
- Hahn, R.W. and P.C. Tetlock (2008), Has Economic Analysis Improved Regulatory Decisions? *Journal of Economic Perspectives*, 22, 67-84.
- Hallerberg, M., B. Marzinotto & G. Wolff (2011), How effective and legitimate is the European semester? Increasing the role of the EP, Brussel, *Bruegel Working Paper* 2011/09.
- Horst, A. van der, L. Bettendorf & H. Rojas-Romagosa (2007), Will corporate tax consolidation improve efficiency in the EU?, *CPB Document* no. 141, maart.
- Ilzkovitz, F. et al. (2007), Steps towards a deeper economic integration: the internal market in the 21<sup>st</sup> century, Europese Commissie, DG EcFin, *Economic Papers* no. 271.

- Ilzkovitz, F., A. Dierx & N. Sousa (2008), An analysis of the possible causes of product malfunctioning in the EU, DG EcFin, *Economic Papers* no. 336, augustus.
- IMF, 2011a, *Regional Economic Outlook – Europe*, mei.
- IMF, 2011b, *Regional Economic Outlook – Europe*, oktober.
- Kapff, L. & J. Pelkmans (2010), Interconnector investment for a well-functioning internal market – what EU regime of regulatory incentives?, Bruges, College of Europe, *BEER papers* no. 18, zie [www.coleurope.eu/ECO](http://www.coleurope.eu/ECO).
- Kox H. & Lejour A. (2006), The effect of the services directive in intra-EU trade and FDI, *Revue économique*, Vol. 57/4, p. 474-69.
- Lannoo (2011), The EU's response to the financial crisis – a mid-term review, *CEPS Policy Brief* no. 241, april, [www.ceps.eu/publications](http://www.ceps.eu/publications).
- McLure, Ch. (2008), Harmonising corporate income taxes in the US and in the EU: legislative, judicial, soft law and corporate approaches, *CESifo Forum*, 2/2008, p. 46 ff.
- Mongelli, F. (2010), The optimum currency area theory and the path to EMU, in: M. Buti et al., *The euro, the first decade*, Cambridge University Press.
- Monti, M. (2010), A new strategy for the Single Market at the service of Europe's economy and society, 9 mei, [http://www.ec.europa.eu/bepa/pdf/monti\\_report\\_final\\_10\\_05\\_2010\\_en.pdf](http://www.ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf).
- Mooij, R. de & G. Nicodeme (2008), How corporate tax competition reduces personal tax revenue, *CESifo Dice Report*, 1/2008.
- Mooij, R. de (2005), Will corporate income tax survive?, *De Economist*, jrg. 153, p. 277-301.
- OECD (2011), *Economic Policy reforms 2011: going for growth*, Paris.
- Pelkmans, J., 1991, *Towards Economic Union*, in: P. Ludlow, ed., *Setting EC Priorities*, Londen, Brassey's.
- Pelkmans, J. (2005), Testing for subsidiarity, in: T. Bruha & C. Nowak, ed.s, *Die Europäische Union: Innere verfasstheit und globale Handlungsfähigkeit*, Baden Baden, Nomos; also as *BEEP Briefing* no. 13, College of Europe, [www.coleurope.eu/ECO](http://www.coleurope.eu/ECO).
- Pelkmans, J. (2006), *European Integration, methods and economic analysis*, third revised edition, Pearson Education.
- Pelkmans, J. (2007), Mutual recognition in goods, on promises and illusions, *Journal of European Public Policy*, augustus, jrg. 14, no. 5.
- Pelkmans, J. (2009), Marktwerking en algemeen belang in de EU, in: E. van Damme & M. P. Schinkel, red., *Marktwerking en publieke belangen*, Pre-adviezen voor de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuiskunde, Amsterdam.
- Pelkmans, J. (2010), Product Market reforms in EU countries, are the methodology and evidence sufficiently robust?, Bruges (*BEER paper* no. 17, go to [www.coleurope.eu/ECO](http://www.coleurope.eu/ECO)) and Brussels (*CEPS Working Document* no. 332, go to [www.ceps.eu/publications](http://www.ceps.eu/publications)).
- Pelkmans, J. (2011a), The economics of Single Market regulation, in: A. Tovias & A. Verdun, ed.s, *Mapping European Economic Integration*, te verschijnen, Palgrave-McMillan.

- Pelkmans, J., 2011b, Single Market, deepening and widening over time, *Intereconomics* Jrg. 46, no. 2, 64-81.
- Pelkmans, J. (2011c), De Interne Markt, in: A. Schout, red., *De Nederlandse Europese Perspectieven*, Clingendael, te verschijnen in 2012, Boom Uitgeverij.
- Pelkmans, J., L. Acedo & A. Maravalle (2008), How product markets reforms lubricate shock adjustment in the euro area, DG EcFin, *Economic Papers* no. 341, oktober, opgenomen in: M. Buti et al. (2010), *The euro, the first decade*, Cambridge University Press.
- Pelkmans, J. & A. Renda (2011), Single eComms market? No such thing, *Communications & Strategies*, no. 82, p. 21-42.
- Philipsen, N. (2008), Regulation of professions: a European perspective, in: M. Faure & F. Stephen, ed.s, *Essays in the law and economics of Regulation*, Antwerpen, Intersentia.
- Rajan, R. (2005), Has financial development made the world riskier?, IMF, unpublished paper.
- Reenen, J. van, et al. (2010), The economic impact of ICT, study for the European Commission, [ Contract: SMART N. 2007/0020 ], Brussels / London- LSE, januari.
- Straathof, B., G. Linders. A. Lejour & J. Moehlmann (2008), The internal market and the Dutch economy, implications for trade and economic growth, *CPB Document* no. 168.
- Veil S., et al. (1997) Report of the High Level Panel on the free movement of persons to the Commission, Brussels, 18 maart.
- Weatherill S., ed. (2007), *Better Regulation*, Oxford, Hart Publishing.
- Woelfl, A., et al. (2009), Ten years of product market reform in OECD countries – insights from a revised PMR indicator, *OECD Economics Dept Working papers* no. 695, april.





# De Economische Monetaire Unie: uitkomsten en uitdagingen<sup>1</sup>

Frank Smets

---

Op 1 december 1998, een maand voor de introductie van de euro, begon ik mijn werkzaamheden bij de Europese Centrale Bank (ECB) in Frankfurt. Als monetaire econoom en overtuigd Europeaan was het de verwezenlijking van een droom: meewerken aan een van de, zonder twijfel, grootste en moedigste experimenten in de geschiedenis van de internationale macro-economie: de creatie van een muntunie in aanvankelijk elf en nu al in zeventien lidstaten van de Europese Unie. Een lange voorbereidingsfase was eraan vooraf gegaan. De introductie van een gemeenschappelijke munt, de euro, volgde een lang proces van Europese economische en financiële integratie, gestoeld op het politieke verlangen naar een verenigd Europa. De beginselen voor een succesvolle muntunie, zoals neergelegd in het Delors rapport<sup>2</sup>, steunden op de concrete beleidservaringen van de nationale overheden en centrale banken die deelnamen aan de muntunie, en - niet te vergeten - de bevindingen van jarenlang economisch onderzoek.

Na het afsluiten van het eerste succesrijke decennium, hebben de financiële aardbeving en haar naschokken en de huidige schulden crisis geleid tot een eerste belangrijke test voor de nog jonge muntunie. Die schudt anno 2011 op haar fundamenten. Terwijl crisisberaad en spoedoverleg in Brussel, Frankfurt en de zeventien nationale hoofdsteden nog volop aan de gang zijn, worden al belangrijke beslissingen getroffen om die fundamenten te verstevigen. Op 22 september 2010 heeft het Europees parlement het nieuwe Europees systeem voor financieel toezicht goedgekeurd met de oprichting van drie nieuwe Europese toezichthoudende autoriteiten en de Europese Raad voor Systeemrisico's (ERSR).<sup>3</sup> In de herfst van 2011 werd een zogeheten 'sixpack' van maatregelen ter versterking van de economische unie door

- 
- 1 Deze tekst geeft mijn eigen mening weer en niet noodzakelijk die van de ECB of haar raad van bestuur. De bijdrage is gedeeltelijk gebaseerd op mijn oratie ter gelegenheid van de aanstelling tot professor honorair op de Duisenberg leerstoel aan de Faculteit van Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Groningen. Met dank aan Ad van Riet voor commentaar.
  - 2 Committee for the study of economic and monetary union (1989), Report on economic and monetary Union in the European Community.
  - 3 De drie nieuwe Europese autoriteiten zijn respectievelijk verantwoordelijk voor het toezicht op de banken, de verzekeringssector en de effectenmarkten.

het Europese Parlement gesluit en door de Europese Raad aangenomen. Inderdaad, Jean Monnet, een van de voorvaders van de Europese Unie, zei 'L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises', 'Europa zal gemaakt worden in crises en ze zal de som zijn van oplossingen, gevonden tijdens deze crises'.

In deze bijdrage zal ik beargumenteren dat het belang van financiële stabiliteit en van het beheer van financiële systeemrisico's voor een goede werking van de Europese muntunie is onderschat.<sup>4</sup> Dit uit zich op verschillende terreinen. Eerst en vooral heeft de financiële crisis aangetoond dat financiële stabiliteit een belangrijke factor is in de efficiënte transmissie van het geldbeleid van de ECB en dus in het waarborgen van prijsstabiliteit. Dit betekent niet dat de ECB prijsstabiliteit als primaire doelstelling moet opgeven ten gunste van financiële stabiliteit. Het betekent wel dat zowel in booms, via een 'leaning against the wind' beleid, als in tijden van crisis, door haar rol als 'market-maker of last resort', de bijdrage van de ECB tot financiële stabiliteit een belangrijk middel is om de prijsstabiliteit op middellangetermijn te bewaren.

De crisis heeft ook duidelijk gemaakt dat een effectieve invulling van de rol van de ECB als 'market-maker of last resort' een versterking van de Europese financiële integratie en van de economische unie vereist. De integratie van de financiële markten in Europa moet vervolledigd worden zodat de rampzalige navelstreng tussen de nationale banksector en de nationale overheid kan worden doorgesneden. Voorwaarden voor het ontstaan van waarlijk pan-Europese financiële instellingen zijn dat het Europees financiële toezicht steeds meer wordt gecentraliseerd en dat er een Europees resolutiemechanisme voor financiële instellingen komt.<sup>5</sup> Ten tweede, een van de belangrijkste oorzaken van de schuldencrisis in een aantal lidstaten van de eurozone zoals Ierland en Spanje, ligt in het verlies aan concurrentievermogen en het uiteenspatten van de zeepbel in de huizenmarkt die zich gevormd had op basis van lage reële rentetarieven, excessieve kredietgroei en ontoereikend banktoezicht.<sup>6</sup> Om de ontwikkeling van dergelijke divergente onevenwichtigheden in de toekomst te vermijden, hebben de Europese

4 Het belang van financiële stabiliteit in het beleid van een centrale bank is natuurlijk een eeuwenoud discussiepunt. Zie bijvoorbeeld Goodhart (1991) voor een historisch overzicht. Padoa-Schioppa (2003) benadrukt de link tussen de centrale bank en financiële stabiliteit in de context van de ECB.

5 Zie ECB July 2011 Monthly Bulletin: 'The new EU framework for financial crisis management and resolution'.

6 Een andere belangrijke oorzaak is de gebrekkige toepassing van de Europese regels voor het nationale begrotingsbeleid zoals vastgelegd in het Stabiliteits- en Groeipact. Daardoor werd onvoldoende druk uitgeoefend op Griekenland en andere landen met kwetsbare overheidsfinanciën om hun begrotingspositie snel te verbeteren, juist ook in goede jaren. Zie Van Riet (2010) and Schuknecht et al. (2011).

Raad en het Europese Parlement op voorstel van de Europese Commissie naast het versterkte Stabiliteits- en Groeipact ook een nieuw 'Excessive Imbalances Procedure' in het leven geroepen. Dit wordt gecombineerd met nieuwe sanctiemechanismen voor landen die zich niet aan de regels houden. Dit zal hopelijk tot een betere economische governance van de muntunie bijdragen maar dan moeten zowel de Europese Commissie als de Eurogroep van Ministers van Financiën hun taken serieus nemen en een sterkere en meer effectieve rol spelen in de analyse en sturing van divergenties binnen de eurozone. De pas opgerichte Europese Raad voor Systeemrisico's (ERSR) kan daarbij helpen door met aanbevelingen te komen die vermijden dat lokale zeepbellen het Europese financiële stelsel ondergraven.

Ten slotte, door 'market-maker of last resort' acties komt de centrale bank dieper in de grijze zone tussen geld en begrotingsbeleid terecht en kunnen de risico's in de balans van de centrale bank groter worden. Om te vermijden dat dergelijke acties de geloofwaardigheid van de centrale bank ondermijnen, is het belangrijk dat de ECB opereert in een institutionele omgeving waarbij een sterke Europese partner in de uitvoerende macht de houdbaarheid van de overheidsfinancien op nationaal niveau garandeert.

In het vervolg van deze bijdrage wordt eerst een beschrijving van de status quo gegeven. Daarna wordt aandacht besteed op de gevolgen van de financiële crisis voor het geldbeleid van de ECB. Vervolgens wordt geschetst hoe de Europese eenwording verder gestalte moet krijgen, om ervoor te blijven zorgen dat de ECB een effectieve rol als behoeder van de prijsstabiliteit in financieel onrustige wateren kan blijven spelen.

### **Drie pijlers voor een succesrijke EMU: de status quo voor de crisis**

De fundamenteën van het initiële succes van de EMU, zoals ook beschreven in het Delors rapport, zijn gebaseerd op drie pijlers. Ten eerste, economisch onderzoek en praktijkervaring hadden aangetoond dat voor een succesvol geldbeleid drie voorwaarden noodzakelijk zijn. Die werden verankerd in het verdrag van de Europese Unie en de monetaire beleidsstrategie van de ECB. Het geldbeleid dient een duidelijke doelstelling te hebben, namelijk het bewaken van prijsstabiliteit. Daarnaast moet dit mandaat aan een onafhankelijke centrale bank gegeven worden, die zonder politieke inmenging deze doelstelling kan vervullen. Ten slotte is het geldbeleid gediend met een transparant communicatiebeleid dat rekenschap geeft van de genomen beslissingen. Dat komt de geloofwaardigheid van de centrale bank ten goede en verbetert de effectiviteit van haar beleid.

Ten tweede was het duidelijk dat door de afwezigheid van een politieke unie met een aanzienlijke Europese federale begroting, duidelijke spelregels met betrekking tot het nationale begrotingsbeleid in de verschillende lidstaten noodzakelijk waren om 'free-rider' problemen te vermijden, een buiten-

sporige toename van de overheidsschuld te voorkomen en aldus de budgettaire voorwaarden voor een succesvol geldbeleid gericht op prijsstabiliteit te creëren. Aan de ene kant werden het 'no bailout' principe en het verbod van monetaire financiering van de overheidsschuld in het Verdrag van de Europese Unie vastgelegd om de juiste prikkels in de vorm van marktdiscipline voor een houdbaar begrotings- and schuldbeleid te genereren. Aan de andere kant werden expliciete regels voor het begrotingsbeleid vastgelegd in het Stabiliteits en Groei Pact (SGP) omdat een blind vertrouwen op de werking van de markt als te naïef werd beschouwd. De begrotingsbuffers die op deze wijze worden opgebouwd zouden er ook voor dienen om het begrotingsbeleid als een effectief beleidsinstrument voor het stabiliseren van de conjunctuur te vrijwaren en zodoende het verlies van het nationale geldbeleid en de wisselkoers als aanpassingsinstrument te compenseren.

Ten derde zou, voor zover dit nog niet het geval was, de versnelde financiële and reële integratie worden bespoedigd door de invoering van een gemeenschappelijke munt en zou het wegvallen van wisselkoersrisico's leiden tot het optimaliseren van de muntzone. Reële integratie zorgt ervoor dat de conjunctuurencyclus meer gesynchroniseerd is zodat de noodzaak voor een nationaal geldbeleid minder sterk is. Financiële integratie zorgt ervoor dat nationale schokken en de risico's die daarmee gepaard gaan kunnen worden verspreid over de hele eurozone, zodat de gevolgen voor de welvaart van de nationale economie minder nadelig zijn. Een grotere reële and financiële integratie draagt ook bij tot een betere werking van de markt wanneer een economie zich moet aanpassen aan een asymmetrische schok. Het gevolg is dat aan het verlies van het nationale geldbeleid minimale kosten verbonden zijn, temeer omdat de wisselkoersen in de meeste landen die deelnemen aan de muntzone al verankerd zijn.

### **Een positieve balans na het eerste decennium**

Bij de viering van het eerste decennium van de EMU, ondanks het begin van de financiële turbulenties en de wereldwijde crisis na het bankroet van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, was er alle reden om trots te zijn op de initiële uitkomsten van de EMU. De euro werd in korte tijd en zonder noemenswaardige problemen eerst elektronisch in januari 1999, en fysiek in januari 2002 ingevoerd. Al snel werd de nieuwe munt een vaste waarde als betalingsmiddel, rekeneenheid en waardemeter, zowel in het dagelijkse gebruik als op de internationale financiële markten. Dit wordt weerspiegeld in de wisselkoers van de euro die aanvankelijk 1.17 US dollar bedroeg en na een periode van relatieve zwakte sinds 2004 boven deze waarde wordt verhandeld. Een aantal conferentieverlagen die ter gelegenheid van het tienjari-

ge bestaan van de euro werden uitgegeven documenteren het succesverhaal.<sup>7</sup> Het volstaat hier om een korte samenvatting te geven.

Ten eerste, de ECB heeft vanaf het begin prijsstabiliteit gedefinieerd als jaarlijkse inflatie in de geharmoniseerde index van consumptieprijzen van minder dan 2% over de middellangetermijn. In 2003 werd deze definitie verder verduidelijkt: De gewenste inflatie ligt lager dan, maar dichtbij 2%. Toen werden twee redenen gegeven voor het creëren van een bufferzone (Zie ECB, 2003). De eerste had te maken met het behouden van een veiligheidsmarge voor het potentiële risico van deflatie. Onderzoek van de ECB had aangetoond dat het risico dat het rentebeleid ingeperkt zou worden door het feit dat de rente niet negatief kan worden, voldoende klein was indien een inflatiebuffer van ongeveer 2% wordt aangehouden. Een tweede reden was dat lage, positieve inflatie ook kon helpen in het accommoderen van structurele inflatieverschillen binnen de eurozone zonder deflatie te creëren in specifieke regio's. Beide argumenten hebben hun relevantie niet verloren.

De ambitie van deze kwantificering van de doelstelling van prijsstabiliteit was om beter te presteren dan de meest succesvolle lidstaten in de naoorlogse geschiedenis. Op basis van de geharmoniseerde index van consumptieprijzen, is de gemiddelde inflatie over de periode januari 1999 tot de zomer van 2011 2%. Gedurende een aantal perioden was inflatie hoger dan 2% (zoals in 2011 het geval is) of bijna nul (zoals in 2009). Meestal kwam dat door de volatiliteit van energie- of voedselprijzen die moeilijk direct onder controle konden worden gebracht. Nog belangrijker is dat de inflatieverwachtingen op middellangetermijn, ondanks die kortetermijnschommelingen verankerd bleven in de vooropgestelde doelstelling. Zelfs na de belangrijkste recessie in de geschiedenis van de euro, verwachten de financiële markten dat ook in het volgende decennium de inflatie beneden 2% zal liggen. Vanuit de gezichtshoek van de prijsstabiliteit is men dus geneigd te zeggen: 'Mission accomplished'. In mijn ogen kan de invloed en het belang van het duidelijke institutionele kader en de beleidsstrategie van de ECB in het verankeren van de inflatieverwachtingen, niet worden onderschat.

Ten tweede, ondanks de verslapping van het Stabiliteits and Groei Pact (SGP) in 2003 nadat zowel Duitsland als Frankrijk weigerde zich neer te leggen bij sancties, bedroeg het overheidsdeficit ten opzichte van het bruto binnenlands product (bbp) in 2007 minder dan 1%, hoger dan men in dat jaar van hoogconjunctuur mocht verwachten, maar duidelijk minder dan de 3% limiet van het SGP. De bruto overheidsschuld in de eurozone was eveneens nog steeds te hoog, maar daalde langzaam naar de limiet van 60 procent van

7 Zie bijvoorbeeld Buti et al. (2010), Mäckowiak et al. (2009), Alesina and Giavazzi (2008), ECB (2008).

het bbp. Er waren ook aanwijzingen dat het SGP geholpen heeft om het begrotingsbeleid minder procyclisch te maken (e.g. Gali and Perotti, 2004).<sup>8</sup> Onderliggend was het beeld echter aanzienlijk minder positief. Er was sprake van een verslapping van het SGP in 2005 en de Europese begrotingsregels werden gebrekkig toegepast, waardoor in veel landen vooral in goede jaren de begrotingsdiscipline ontbrak.

Ten derde heeft economisch onderzoek aangetoond dat de eurozone inderdaad heeft bijgedragen tot een grotere reële and financiële integratie van de Europese economie. Hoewel het vanaf het begin duidelijk was dat de impliciete voorspelling van Rose (2000) dat een muntunie kan bijdragen tot een verdubbeling of zelfs verdrievoudiging van de handel binnen de muntunie niet van toepassing kan zijn op een al sterk geïntegreerde zone zoals de Europese Unie, is toch gebleken dat EMU de handel tussen de lidstaten met 5 tot 15 procent heeft doen toenemen.<sup>9</sup> Daarenboven hebben de nieuwe EU-lidstaten die nog geen lid zijn van de EMU ook kunnen profiteren van deze handelstoename. De EMU heeft ook een positief effect gehad op de buitenlandse investeringen. De toegenomen reële integratie heeft op haar beurt bijgedragen tot de convergentie van de conjunctuurcyclus in de EMU. De EMU heeft ook de financiële integratie versneld. Dat blijkt uit de jaarlijkse rapporten van de ECB en de Europese Commissie over de stand van zaken van de financiële integratie in Europa. Financiële markten zoals de geldmarkt of de aandelenmarkten kenden een snelle eenwording. De rapporten tonen echter ook aan dat niet op alle fronten sprake was van succes. Vooral in de bankensector is van volledige integratie nog geen sprake. Dit is gedeeltelijk het gevolg van het feit dat er nog talrijke belemmeringen bestaan voor transnationale fusies en overnames in de bankensector waardoor er weinig transnationale banken zijn die actief zijn in de hele muntunie. Dit heeft te maken met het feit dat het banktoezicht nog op nationale leest is geschoeid. De toegenomen financiële integratie heeft ervoor gezorgd dat de risico's beter gespreid zijn over de hele muntunie, zoals aangetoond door Kalemli-Ozcan, Manganelli en Papaioannou (2009). De vooruitgang met structurele hervormingen van de arbeids- en dienstenmarkten was minder indrukwekkend. Vooral in de grotere lidstaten van de EMU werd de hervormingsijver van de jaren negentig op een laag pitje gezet.<sup>10</sup> Het nagenoeg ontbreken van effectief toezicht op macro-economische onevenwichtigheden was hier zeker debet aan.

<sup>8</sup> Zie ECB (2008).

<sup>9</sup> Zie bijvoorbeeld Baldwin en Taglioni (2007).

<sup>10</sup> Alesina et al. (2009).

## De financiële en schuldencrisis: de eerste grote uitdaging voor de jonge EMU

Bij het uitbreken van de financiële crisis in 2007/2008 waren alle ogen nog gericht op de Verenigde Staten waar de securitisatie van minderwaardige hypotheekleningen en de verhandeling van dergelijke giftige activa was begonnen. Sinds voorjaar 2010 heeft het epicentrum van de crisis zich verlegd naar Europa en de eurozone in het bijzonder. De tevredenheid die vanzelfsprekend was bij de succesvolle tiende verjaardag van de euro is omgeslagen in 'gloom and doom' over de overlevingscapaciteiten van de EMU. Veel van deze reacties zijn overdreven en vaak het gevolg van een zekere 'Schadenfreude'.<sup>11</sup> De ernst van de schuldencrisis in de eurozone en de speculatieve aanvallen op de financiële markten die ermee gepaard gaan, maken het echter levensnoodzakelijk om de constructiefouten op te sporen. Wat hebben we over het hoofd gezien? Hoe kunnen we de EMU verder versterken?

### Het geldbeleid van de ECB: Is prijsstabiliteit genoeg?

In januari 2006, dus voor de huidige crisis uitbrak, vroeg de toenmalige hoofdeconoom van de Bank voor Internationale Betalingen, Bill White, zich af: 'Is price stability enough?' Hij argumenteerde dat historisch gezien prijsstabiliteit geen voldoende voorwaarde is geweest om ernstige macro-economische groeivertragingen uit te sluiten. Hij verwees daarbij naar de grote depressie van de jaren dertig en het ineenstorten van de zeepbeleconomie en het daaropvolgende verloren decennium ('lost decade') in Japan. Als een Cassandra besloot hij toen zijn analyse met een hoop die, zoals achteraf blijkt, tevergeefs was: 'One hopes that it will not require a disorderly unwinding of current excesses to prove convincingly that we have been on a dangerous path'. Met betrekking tot het geschikte geldbeleid stelde hij dat een focus op het controleren van kortetermijninflatieverwachtingen leidt tot te soepel geldbeleid in de boomperiode wanneer het optimisme groeit en de kiemen van de volgende crisis gezaaid worden.

Fahr et al. (2010) tonen aan dat, ondanks stabiele prijzen voor consumptiegoederen en diensten, er zich ook in de eurozone een kredietcyclus heeft voorgedaan. In de boomperiode vinden in tandem stijgende kredietverlening, investeringen, en prijzen van vastgoed en aandelen plaats die elkaar versterken. Tezeldertijd neemt de externe financieringspremie, in het bijzonder het verschil tussen de rente op leningen aan bedrijven en gezinnen en de rente of overheidspapier, af. Deze procyclische evolutie van het financiële stelsel schakelt dan in de achteruit, wanneer overdreven optimisme omslaat in zwart pessimisme (bijvoorbeeld omdat de verliezen op deze kredieten beginnen te stijgen). In het korte bestaan van de EMU hebben zich al twee zulke boom/bustperiodes voorgedaan (de IT crisis in 2000 en de financiële

<sup>11</sup> Zie Jonung (2009).

crisis in 2008). De huidige financiële crisis die het gevolg is van het ineensstorten van de laatste boom, heeft geleid tot een nieuwe quasi-consensus, namelijk dat beleidsmakers deze pro-cyclicaliteit van het financiële stelsel moeten inperken.

Moet financiële stabiliteit een grotere rol spelen in het geldbeleid? Voor op die vraag in te gaan, wil ik twee belangrijke punten vooropstellen. Ten eerste zou het fout zijn de drie beginselen van prijsstabiliteit, onafhankelijkheid en transparantie ter discussie te stellen. Zeker in een crisis is het onvoorzichtig om van goedgefundeerde beginselen af te wijken. In het midden van de diepste financiële en economische crisis sinds decennia, moet het verankeren van de inflatieverwachtingen op middellangetermijn meer dan ooit prioriteit hebben. Een dergelijke verankering is een noodzakelijke voorwaarde om een effectief, stabiliserend monetair beleid te kunnen voeren en te vermijden dat men in een liquiditeitsval en/of een deflatiespiraal verstrikt raakt. Een van de belangrijkste uitdagingen voor centrale banken in 2009 was te vermijden dat een tijdelijke dip in kortetermijninflatieverwachtingen zou omslaan in meer algemene deflatieverwachtingen op middellangetermijn. Deflatieverwachtingen leiden immers tot een verhoging van de reële rente en uitstel van investeringen en consumptiebestedingen. Als de centrale bank daar niet op kan reageren omdat de rente al zeer laag is, kan dit resulteren in een neerwaartse spiraal. Ondanks het feit dat de eurozone door de zwaarste recessie van haar jonge bestaan ging met een dip in headline inflatie als gevolg, bleven inflatieverwachtingen op middellangetermijn tot nu toe schommelen rond twee procent. Zolang dit het geval blijft is het risico op een deflatiespiraal beperkt. Het geldbeleid overbelasten met andere taken houdt het risico in dat deze primaire focus verloren geraakt. Gebruikmakend van simulaties met het NAWM model van de ECB, heb ik elders aangetoond dat indien de inflatieverwachtingen op drift waren geraakt, de recessie nog dieper zou zijn geweest en de ruimte voor een actief geldbeleid beperkter (Smets, 2010).

Ten tweede, is het, in navolging van Tinbergen's stelling dat men voor een effectief beleid evenveel beleidsinstrumenten als doelstellingen moet hebben, belangrijk een nieuw beleidsinstrumentarium, het macro-prudentieel toezicht, uit te werken om de procyclische invloed van het financiële stelsel af te remmen. Daar wordt nu volop aan gewerkt, onder meer in het Basel Comité voor Banktoezicht en het Forum voor Financiële Stabiliteit onder de impuls van de G20. Zoals gezegd, is op Europees niveau een nieuwe financiële toezichtstructuur voorgesteld, goedgekeurd en geïmplementeerd, die grotendeels de aanbevelingen van het De Larosière-rapport volgt.<sup>12</sup>

12 Report of 25 February 2009 on financial supervision by a high-level group of experts chaired by J. de Larosière.



Een belangrijk element van deze nieuwe structuur is de nieuwe autonome instelling, de Europese Raad voor Systeemrisico's (ERSR) die als belangrijkste taak heeft om de systeemrisico's in kaart te brengen en een Europees macro-prudentieel beleid te coördineren. De ERSR is zijn operaties in januari 2010 begonnen met de analytische, statistische en logistieke steun van de ECB. Een belangrijke uitdaging voor de nieuwe instelling is het verkrijgen van de micro-prudentiële informatie om daadwerkelijk met concrete aanbevelingen te kunnen werken. Een andere belangrijke succesfactor is het optimaliseren en kalibreren van de nieuwe macroprudentiële beleidsinstrumenten. Beleidsinstrumenten zoals cyclische kapitaalvereisten of 'loan to value ratios' hebben het voordeel dat ze afgestemd kunnen worden op specifieke fricties in de financiële markten. Het nadeel is dat ze andere distorties teweeg kunnen brengen en dat de toezichthouder er op moet toezien dat de regelgeving door financiële innovaties niet omzeild wordt. De ECB speelt een belangrijke rol in het macro-prudentiële beleid op basis van haar kennis van de financiële sector, haar onafhankelijkheid en haar rol als 'market maker of last resort'. Gezien de risico's verbonden met laatstgenoemde rol, hebben centrale banken er alle baat bij om de waarschijnlijkheid van een financiële crisis te minimaliseren.

Hoe moet het rentebeleid in verhouding staan tot dit nieuw macro-prudentieel toezicht? De meeste centrale banken hebben het promoten van financiële stabiliteit al in hun constituties opgenomen. Zo ook de ECB. Volgens Art. 105(5) van het Verdrag van de Europese Unie is een van haar taken het bijdragen tot de stabiliteit van het financiële stelsel. Men kan een onderscheid maken tussen de rol van de centrale bank in boomperiodes en in crisistijden.

In lijn met het advies van Milton Friedman, is de belangrijkste taak van de verantwoordelijken voor het geldbeleid te vermijden dat het geldbeleid in een boomperiode zelf een bron van instabiliteit wordt. Er is meer en meer empirisch en theoretisch onderzoek dat aantoont dat een langdurig laag rentepeil ertoe bijdraagt dat beleggers en investeerders bereid zijn of gedwongen worden grotere risico's te nemen. De redenen voor deze grotere risicobereidheid bij lage rente zijn veelvuldig. Ze hebben bijvoorbeeld te maken met compensatiesystemen die dikwijls op de korte termijn gericht zijn en aan nominale benchmarks gerelateerd zijn. Uitgebreid empirisch onderzoek toont het bestaan van een dergelijke relatie aan. Twee ECB collega's, José Luis Peydro-Alcalde en Angela Maddaloni (2011), hebben op basis van gegevens van de ECB's Bank Lending Survey aangetoond dat een laag rentepeil ertoe leidt dat banken kredietvoorwaarden zoals de rentepremie, de kwaliteit van de onderliggende waarborg of de termijn van het krediet versoepelen, zelfs als je rekening houdt met andere factoren zoals de economische conjunctuur. Zij tonen ook aan dat goed financieel toezicht een dergelijke versoepeling die de stabiliteit van het financiële stelsel dreigt te ondermijnen, kan vermijden.

In mijn onderzoek samen met een andere ECB-collega, Marek Jarocinski, hebben wij in 2009 aangetoond dat het uitzonderlijk lage rentepeil in de VS in 2003 en 2004 heeft bijgedragen tot de boom en bust in de huizenmarkt aldaar. Friedman's advies volgen betekent dat dergelijke neveneffecten van een te accommoderend rentebeleid vermeden moeten worden.

Een meer ambitieuze benadering bestaat erin het geldbeleid tegen de wind van de uit de hand lopende activaprijzen en geld- en kredietgroei te laten aanleunen: een zogeheten 'leaning against the wind' beleid. Een dergelijk beleid kan een zelfstandig macro-prudentieel toezicht aanvullen, vooral omdat het belangrijkste instrument van het geldbeleid, de kortetermijnrente, directe invloed heeft op de financieringskosten van schulden. De twee-pijler strategie van de ECB is flexibel genoeg om een dergelijk beleid te incorporeren. De middellangetermijnbenadering impliceert dat tijdelijke afwijkingen van prijsstabiliteit getolereerd kunnen worden indien dit bijdraagt tot grotere financiële stabiliteit en dus prijsstabiliteit over de middellangetermijn. De twee pijlers, economische en monetaire analyse, laten voorts toe de traditionele analyse, gebaseerd op inflatie en groeivoorspellingen, te combineren met een analyse van de financiële markten en de evolutie van geld en kredietaggregaten. In het maandbulletin van april 2005 heeft de ECB de haalbaarheid van een dergelijk beleid al besproken. Die haalbaarheid hangt onder meer af van het feit of we goede en slechte booms in activa prijzen kunnen onderscheiden. In een onderzoek met mijn ECB collega Carsten Detken in 2004 hebben wij aangetoond dat vooral booms in huizenprijzen die voorafgegaan worden door overmatige geld- of kredietgroei, meer kans hebben om in een recessie en een bankcrisis te eindigen. Deze resultaten werden onlangs bevestigd in nieuw onderzoek dat aantoonde dat dergelijke indicatoren ook in 'real time' waardevol zijn. (Alessi en Detken, 2008)). Als gevolg van de financiële crisis zal het gewicht van de analyse van geld- en kredietstromen in het geldbeleid verder versterkt moeten worden.

202

### **De ECB as crisismanager: niet-conventionele maatregelen**

In welke mate speelt financiële stabiliteit een rol in het geldbeleid gedurende de crisis? De financiële crisis heeft nogmaals aangetoond dat in tijden van crisis centrale banken een cruciale rol spelen als 'lender of last resort'. Die rol was de belangrijkste reden voor de oprichting van de Federal Reserve in 1913, na de bankencrisis in de VS van 1907, en ligt ook ten grondslag aan het ontstaan van veel andere Europese centrale banken in de 19<sup>de</sup> eeuw. Zoals Charles Goodhart in 2009 heeft beklemtoond, was die rol een beetje verwaarloosd in de recente theorie en praktijk van centraal bankieren met zijn focus op het verzekeren van lage en stabiele inflatie. Het eeuwenoude principe van Bagehot dat een centrale bank bereid moet zijn te lenen aan solvente instellingen tegen volwaardig onderpand en een verhoogde rente om bank runs en een financiële meltdown te vermijden, verdween naar de

achtergrond: de strijd tegen de hoge inflatie van de jaren zeventig lag nog te fris in het geheugen. Hoewel de modaliteiten van de 'lender of last resort' functie zich hebben aangepast aan de veranderingen en modernisering van het financiële stelsel, is door de huidige financiële crisis deze rol weer terug op het eerste plan. In ons moderne financiële systeem zijn centrale banken tevens 'market makers of last resort' geworden.

Met haar niet-conventionele maatregelen die, onder andere, bestaan uit een elastisch aanbod van liquiditeiten op langere termijn en in verschillende valuta tegen een grote waaier van onderpand, heeft de ECB ervoor gezorgd dat het ineenstorten van de geldmarkt na het in gebreke blijven van Lehman Brothers, niet tot grotere liquiditeit- en solvabiliteitsproblemen heeft geleid. Ook het Covered Bonds Purchasing Programme (CBPP) dat eruit bestond een beperkt aantal gedekte obligaties, uitgegeven door banken, te kopen was en is erop gericht om deze belangrijke markt voor langetermijnfinanciering van de bankensector nieuw leven in te blazen.<sup>13</sup> Het uitbreken van de schulden crisis in mei 2010 heeft ten slotte geleid tot het inzetten van het Securities Market Programme (SMP) dat tot doelstelling heeft de werking van specifieke obligatiemarkten, vooral die voor langetermijnoverheidstitels van kwetsbare landen, te verbeteren. Deze niet-conventionele maatregelen zijn complementair aan het gewone rentebeleid, aangezien ze de goede werking van de transmissie van het rentebeleid bevorderen. Zo draagt de rol van de centrale bank als 'market maker of last resort' ook bij tot het vrijwaren van prijsstabiliteit. Zolang de centrale bank liquiditeitsproblemen aanpakt, is het ook waarschijnlijk dat de transacties van de centrale bank niet verlieslatend of zelfs winstgevend zullen zijn, aangezien de aankoop van activa gebeurt bij sterk verlaagde prijzen en de leningen worden toegestaan bij verhoogde rentevoeten.

Dus is prijsstabiliteit voldoende? Prijsstabiliteit is en blijft de primaire doelstelling van de meeste centrale banken en de ECB in het bijzonder. Verankerde inflatieverwachtingen zijn een belangrijke voorwaarde voor een effectief monetair beleid, zeker gedurende een financiële crisis. Centrale banken hebben echter ook een historische rol in het vrijwaren van financiële stabiliteit. De kiem van een toekomstige financiële crisis wordt dikwijls gezaaid tijdens de boomperiode wanneer ongebreideld optimisme heerst, de aangegeven risico's toenemen en de kredietvoorwaarden te soepel zijn. Een nieuw macro-prudentieel beleid kan daartegen in gaan, maar ook het geldbeleid kan een belangrijke ondersteunende rol spelen door weerstand te bieden met hogere rentetarieven. Een dergelijk 'leaning against the wind' beleid is goed verenigbaar met een focus op prijsstabiliteit indien een voldoende lange horizon in ogenschouw genomen wordt. Als lender of last resort speelt de centrale bank ook een belangrijke rol in crisistijden. Ook dan zijn niet-

<sup>13</sup> Beirne et al. (2011).

conventionele beleidsmaatregelen perfect verenigbaar met het behouden van prijsstabiliteit. Een symmetrische reactie in de boom en crisistijden vermindert de effecten van de zogeheten Greenspanput waarbij sterk stijgende activaprijzen worden gedoogd en sterk dalingen van de activaprijzen worden beperkt. Zo vermijdt het een positieve bias in de prijzen van financiële activa en de kredietverlening.

### **Zwakke plekken in de EMU constructie**

De ervaring van de ECB als crisismanager heeft een aantal zwakke plekken in de EMU-constructie blootgelegd. Een kritiek element voor een effectief 'lender of last resort' beleid is dat een onderscheid kan worden gemaakt tussen liquiditeits- en solvabiliteitsproblemen. Dit is niet vanzelfsprekend aangezien beide concepten dikwijls met elkaar verstrengeld zijn. Initiële liquiditeitsproblemen kunnen zich vertalen in solvabiliteitsproblemen en omgekeerd hebben liquiditeitsmoeilijkheden dikwijls een meer fundamentele oorzaak. De centrale bank kan overbruggingskredieten verlenen en zo een ineenstorting van het financiële stelsel voorkomen, maar moet vermijden niet-solvabele instellingen te ondersteunen aangezien dit tot 'moral hazard' en een uitstel van een noodzakelijke herstructurering kan leiden. Die herstructurering is typisch een taak voor de begrotingsautoriteiten.

204

Zoals in andere muntzones, heeft dit een micro-economische dimensie. De toezichthouder moet ervoor zorgen dat alleen solvabele financiële instellingen toegang krijgen tot de liquiditeiten van de centrale bank. In principe zorgt het vereiste onderpand ervoor dat aan deze voorwaarde automatisch voldaan is. Aangezien de lijst van activa die als waarborg kan dienen vrij uitgebreid is, is er echter een grijze zone. Een nauwe samenwerking tussen de toezichthouder, de overheid en de centrale bank is belangrijk om die grijze zone zo klein mogelijk te houden en te vermijden dat de liquiditeitsvoorziening van de centrale bank leidt tot uitstel van noodzakelijke herstructureringen. In de EMU is die samenwerking niet eenvoudig als gevolg van het feit dat de toezichthouders nationale instellingen zijn. Dit bemoeilijkt de noodzakelijke informatiestroom tussen de toezichthouder en de centrale bank en kan tot een 'free-rider' probleem aanleiding geven als nationale autoriteiten er baat bij hebben solvabiliteitsproblemen te verdoezelen. Het uitstellen van de noodzakelijke herstructurering of herkapitalisatie van niet-solvabele banken heeft externe negatieve effecten op de financiële stabiliteit van de eurozone, die vermeden kunnen worden door een gezamenlijke Europese toezichthouder. Zoals Charles Goodhart verschillende malen beklemtoond heeft, vereist een dergelijke Europese aanpak ook een minimale kostendeling om noodzakelijke herstructureringen van financiële instellingen te financieren. Met ander woorden: een Europese micro-prudentiële toezichthouder vereist ook een Europees resolutiemechanisme voor financiële instellingen. De recente oprichting van de Europese financiële autoriteiten is een belangrijke

stap in de goede richting. Het nieuwe Europese netwerk combineert nationaal toezicht op instellingen met een sterke coördinatie op Europees niveau teneinde zowel geharmoniseerde regelgeving als coherente toezichtpraktijken en handhaving in de hand te werken. In de toekomst moet de weerstand tegen een waarlijke eenmaking van het financieel toezicht met een bijhorend resolutiefonds overwonnen worden.<sup>14</sup>

In de eurozone is ook een meer uitgesproken macro-economische dimensie verbonden aan de niet-conventionele maatregelen van de ECB. De financiële crisis heeft geleid tot een 'sudden stop' in de financiering van de boom in hypotheekleningen en huizenprijzen in een aantal EU-lidstaten waaronder Ierland en Spanje. In de aanloop naar de crisis hebben deze lidstaten door een accumulatie van tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans een buitenlandse schuld opgebouwd die vooral via kortetermijnbankkredieten werd gefinancierd. Via haar niet-conventionele liquiditeitsverschaffing heeft de ECB kunnen voorkomen dat het plotselinge stopzetten van de private bankfinanciering op het hoogtepunt van de crisis gevolgd werd door een ineenstorting van de bankensector in die landen met rampzalige gevolgen voor de financiële stabiliteit in de hele eurozone. Tegelijkertijd gaat de 'sudden stop' in deze landen gepaard met een diepe recessie, een grote toename van de werkloosheid en een sterke verhoging van het overheidsdeficit en de overheidsschuld. Dit leidt tot een wisselwerking tussen de toename van het overheidsrisico en spanningen in de financiële sector van de landen in kwestie. Enerzijds wordt de ongerustheid over de budgettaire houdbaarheid aangewakkerd door problemen in de nationale financiële sector, voor zover het verlenen van overheidssteun aan deze laatste de potentiële of effectieve verplichtingen van de overheidssector kan opdrijven. Anderzijds houden banken over het algemeen grote portefeuilles met (vooral) nationale overheidseffecten aan, die kunnen worden aangewend als onderpand voor leningen. Wijzigingen in de waarde van deze effecten kunnen de kwaliteit en beleenbaarheid van het onderpand aantasten, waardoor externe financiering voor de banken duurder of minder toegankelijk wordt. In extremis kan dit tot een zelfvullende speculatieve aanval op zowel de overheids- als private schuld leiden. Niet-conventionele interventies door de centrale bank kunnen een dergelijke negatieve spiraal doorbreken, maar alleen indien structurele aanpassingen plaatsvinden die tot een afbouw van zowel de binnenlandse als buitenlandse schuld leiden en private financiering opnieuw mogelijk maakt. Per definitie kan de interventie van de centrale bank slechts tijdelijk soelaas bieden. Een expliciete garantie van de overheid om de overheidsschuld te consolideren en de houdbaarheid te garanderen, is essentieel om te vermijden dat

<sup>14</sup> De beslissing van de Europese Raad om de Europese Financiële Stabiliteits Faciliteit (EFSF) en straks het Europees Stabilisatie Mechanisme (ESM) toe te laten fondsen te gebruiken om financiële instellingen te herkapitaliseren is een eerste stap in die richting.

deze tijdelijke steun omslaat in monetaire financiering. In de huidige crisis worden deze voorwaarden vastgelegd in de programma's van de zogeheten trioka, die de Europese Commissie, het IMF en de ECB verenigt. Op middellangetermijn is het echter belangrijk dat een sterkere Europese institutionele oplossing wordt gezocht die de Europese begrotingsautoriteiten toelaat op basis van strenge voorwaarden op de markten voor overheidsstitels te interveniëren. De oprichting van de Europese Financiële Stabiliteits Faciliteit (EFSF) en straks het Europees Stabilisatie Mechanisme (ESM) is een eerste stap in die richting.

### **Lessen voor een verdieping van de muntunie**

Crisis hoeven niet alleen als bedreigend te worden ervaren. Zij kunnen ook als uitdaging worden gezien. De aanhoudende schuldencrisis in de eurozone en de ervaringen van de ECB als crisismanager kunnen leiden tot een aantal essentiële stappen voor de verdere uitbouw van de Economisch en Monetaire Unie, onder het motto: voorkomen is beter dan genezen. Het drieluik van i) versterking van het Stabiliteits en Groeipact, ii) invoeren van procedures om onevenwichtige en divergente economische en financiële ontwikkelingen in de muntunie te vermijden en iii) een beter en meer gecoördineerd Europees micro en macro-prudentieel toezicht is een belangrijke stap in die richting. Maar ook het institutionele kader voor het crisisbeheer in de muntunie moet versterkt worden.

De crisis heeft aangetoond dat in goede tijden voldoende grote begrotingsbuffers moeten worden opgebouwd om gewapend te zijn tegen asymmetrische schokken. Om de legitimering van het versterkte Stabiliteits en Groei Pact te ondersteunen is het van groot belang dat begrotingsregels, zoals de 'debt brake' die in Duitsland nu in de Grondwet is verankerd, ook door andere lidstaten van de eurozone in hun respectievelijke grondwetten wordt opgenomen.<sup>15</sup> Naast de belangrijke rol van de Europese commissie in het controleren van het begrotingsbeleid, kan de rekenschap van het nationale begrotingsbeleid versterkt worden door de oprichting van een netwerk van onafhankelijke nationale adviesraden voor het begrotingsbeleid. Een overkoepelende Europese adviesraad zou over de navolging van de begrotingsregels kunnen rapporteren aan het Europees Parlement.

De convergentie naar een gezond en houdbaar begrotingsbeleid gepaard aan een groter verlies van soevereiniteit naarmate de begrotingsdiscipline niet wordt gehandhaafd is ook een noodzakelijke voorwaarde voor de mogelijke invoering van euro-obligaties. Dergelijke obligaties zouden kunnen bijdragen aan de ontkoppeling van nationale banksectoren van de nationale overheid en aan een verdere integratie en hogere liquiditeit van de markt

<sup>15</sup> Dit werd onlangs voorgesteld door Angela Merkel en Nicolas Sarkozy en werd in maart 2011 vastgelegd in het zogenaamde Euro Plus Pact.

voor overheidstitels in de euro. Op zijn beurt zou dit ook een beter instrument voor ECB interventies kunnen zijn en de mogelijkheid van speculatieve aanvallen op de markt voor nationale overheidstitels verminderen. Het invoeren van euro-obligaties zonder voorwaarden met betrekking tot een gezond begrotingsbeleid moet vermeden worden. Zoals de ervaring met de lage rentespreads voor de huidige crisis heeft aangetoond, kunnen dergelijke obligaties de verkeerde prikkels geven en uiteindelijk averechts werken door de kans op een schuldencrisis te verhogen. Er liggen verschillende voorstellen op tafel die de 'moral hazard' implicaties van de introductie van euro-obligaties en de bijhorende bundeling van risico's proberen aan te pakken (bijvoorbeeld door de bundeling tot een bepaald percentage van het bbp te beperken of door de financieringspremie te laten afhangen van indicatoren zoals de schuldgraad).<sup>16</sup> Het is echter weinig waarschijnlijk dat dergelijke voorstellen haalbaar zijn zonder een verdere Europese integratie van het begrotingsbeleid en een verdieping van de politieke unie. Om met Jean Claude Trichet te spreken: 'In my personal view, Europe will need to make significant progress towards political unity with an executive branch and a Parliament, both with extended responsibilities as in any democracy. Part of this executive branch would be a European finance ministry which will be responsible, not necessarily for a large federal budget, but certainly for a strong economic and fiscal surveillance and governance, for the handling of the financial sector and for the external representation of the Economic and Monetary Union.'<sup>17</sup>

### Referenties

- Alesina, A. and F. Giavazzi (2008), *Europe and the euro*, Chicago University Press.
- Alessi, L. and C. Detken (2009), 'Real time' early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity', *ECB Working Paper* 1039.
- Baldwin, R. and D. Taglioni (2007), 'Trade effects of the euro: A comparison of estimators', *Journal of Economic Integration*, 22(4).
- Beirne, J., L. Dalitz, J. Ejsing, M. Grothe, S. Manganelli, F. Monar, B. Sahel, M. Sušec, J. Tapking and T. Vong (2011), 'The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets', Occasional Paper 122, January 2011.
- Buti, M., S. Deroose, V. Gaspar and J. N. Martins (2010), *The euro: The first decade*, Cambridge University Press.
- De Grauwe, P. and W. Moesen (2009), 'Gains for all: A proposal for a common Eurobond', *Intereconomics*, May-June.

<sup>16</sup> Zie bijvoorbeeld De Grauwe en Moesen (2009), Delpla en Von Weizsäcker (2010), Muellbauer (2011) and others.

<sup>17</sup> Trichet, J.C. (2011), Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Introductory statement, Brussels, 4 October 2011.

- Depla, J. and J. von Weizsäcker (2010), 'The blue bond proposal', Breugel Policy Brief, May.
- Detken, C. and F. Smets (2004), 'Asset price booms and monetary policy', in Siebert, H. (ed) *Macroeconomic Policies in the World Economy*, Springer.
- ECB (2003), 'The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy strategy', Monthly Bulletin, June.
- ECB (2008), 'Ten years of the Stability and Growth Pact', Monthly Bulletin, October.
- ECB (2008), Monthly Bulletin – 10th anniversary of the ECB, special edition.
- Fahr, S., R. Motto, M. Rostagno, F. Smets and O. Tristani (2010), 'Lessons for monetary policy strategies from the recent past', in Jarocinski, Smets and Thimann (2010), *Approaches to monetary policy revisited – Lessons from the crisis*, Sixth ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010.
- Gali, J. and R. Perotti (2003), 'Fiscal policy and monetary policy integration in Europe', *Economic Policy*, 37, 533-572.
- Goodhart, C (1999), *The evolution of central banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. (2009), 'The changing role of central banks', mimeo, 2009.
- Jarocinski, M. and F. Smets (2009), 'House prices and the stance of monetary policy', Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2008, 90(4), p. 339-65.
- Jonung, L. E. and Dreia (2009), The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989 – 2002. Economic Papers 395.
- Kalemli-Ozcan, S., S. Manganelli and E. Papaioannou (2009), 'Financial integration, macroeconomic volatility and risk sharing: The role of the monetary union', in Mácowski et al. (eds), *The euro at ten: Lessons and challenges*.
- Mackowiak, B., F. Mongelli, G. Noblet and F. Smets (2009), *The euro at ten: Lessons and challenges*, European Central Bank.
- Muellbauer, J. (2011), 'Resolving the eurozone crisis: Time for conditional euro bonds', mimeo, Oct 4 2011.
- Padoa-Schioppa, T. (2003), 'Central banks and financial stability: Exploring a land in between', Chapter 6 in: V. Gaspar, P. Hartmann and O. Sleijpen (eds), *The transformation of the European financial system*, European Central Bank.
- Peydro-Alcalde, J.L. and A. Maddaloni (2011), 'Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro Area and U.S. Lending Standards', *Review of Financial Studies*, 24, 2121-65, 2011.
- Riet, A. van (2010) (ed), Euro area fiscal policies and the crisis, ECB Occasional Paper 109, April 2010.
- Rose, A. (2000), 'One money, one market: Estimating the effects of common currencies on trade', *Economic Policy*, 30:9-45.
- Schuknecht, L., P. Moutot, P. Rother and J. Stark (2011), The Stability and Growth Pact - crisis and reform, ECB Occasional Paper 129, September 2011.
- Trichet, J.C. (2011), 'Two continents compared', Keynote Address at the 'ECB and its Watchers XIII' Conference Frankfurt am Main, 10 June 2011.
- White, W. (2006), 'Is price stability enough?', BIS Working Paper 205.



# Nationaal begrotingsbeleid moet Europese dimensie krijgen

Harrie Verbon

Het is een vreemde wereld, de wereld van de economische politiek. Griekenland kampt met ernstige structurele onevenwichtigheden met te hoge lonen, hoge werkloosheid, te hoge importen, te lage exporten en een te hoog overheidstekort. Oftewel, Griekenland lijdt aan een ernstige vorm van chronische overconsumptie. Men wil meer consumeren dan men in staat is zelf te produceren. Nederland en Duitsland exporteren uitbundig, waaronder natuurlijk ook naar Griekenland, doen aan loonmatiging en hebben hun overheidsfinanciën op orde. Nederland lijdt aan onderconsumptie: er wordt meer geproduceerd dan de ingezetenen willen consumeren. Als de EU Griekenland zou moeten bevrijden van zijn consumptieverslaving, zou het helpen als rijkere landen als Nederland en Duitsland meer consumeren en dus ook meer gaan importeren, bij voorkeur uit Griekenland. Door Griekse overheidsobligaties te kopen wordt Griekenland niet van zijn chronische overconsumptie afgeholpen. Daarvoor is het beter als Duitsland en Nederland meer Griekse olijfolie consumeren.

Dat vergt echter een expansief begrotingsbeleid in de rijkere landen, terwijl deze landen bezig zijn hun begroting 'op orde' te brengen. Zo is Nederland bezig aan een bezuinigingsoperatie die een daling van het EMU-saldo tot doel heeft. Volgens de Miljoenennota 2012 daalt het tekort van bijna 5½% bbp in 2009 naar minder dan 3% in 2012 om in 2015 op 1,8% te eindigen. Daarmee zit Nederland ver onder het gemiddelde in het eurogebied (3½% bbp). Ook met de overheidsschuld (63% bbp) zit Nederland ver onder het gemiddelde in het eurogebied (85% bbp). Vanaf naar verwachting 2013 zal de schuldquote al weer gaan dalen tot een percentage dat onder de SGP norm ligt. Er is dus sprake van een toename van de macro-economische besparingen. Nederland spaart al zoveel dat er voor 6% bbp kapitaalexport plaats vindt (OECD, 2010). Een deel daarvan gaat naar landen die om financieel kapitaal verlegen zitten, zoals de schuldenlanden in het zuiden van Europa (Griekenland, Italië en Portugal). Dit leidt dus tot de situatie dat aan de ene kant de sterke landen per saldo naar de zwakke zuid Europese landen uitvoeren, waardoor deze laatste landen geremd worden in hun poging tot herstel via het aantrekken van hun exportsector, terwijl anderzijds het spaaroverschot van de rijke landen voor een deel teruggaat naar de zwakke landen in de vorm van onzekere investeringen met een groot afbreukrisico (Verbon, 2010).

Waarom halen we Griekenland niet uit de structurele overbesteding door zelf meer te besteden, maar proberen we te helpen door meer van ons eigen spaargeld in te zetten voor het creëren van begrotingsfondsen voor de Griekse schuld waarvan het effect uiterst onzeker is? Waarom wil het huidige VVD/CDA-kabinet zo graag bezuinigen in een tijd die schreeuwt om ouderwets Keynesiaans stimulerend beleid? Waarom wil ditzelfde kabinet wel schulden maken om de uit de hand lopende overheidsfinanciën van een ander EU-land te financieren?

De antwoorden op deze vragen liggen besloten in het feit dat het begrotingsbeleid nog nooit door Europese overwegingen is gedomineerd. Pas sinds het uitbreken van de schulden crisis in 2010 beginnen de *spillover* effecten van nationaal begrotingsbeleid tot de Nederlandse politici door te dringen. Nog het verkiezingsprogramma van de grootste regeringspartij, de VVD, begint met de bewering dat het vorige kabinet (Balkenende IV) de overheidsfinanciën heeft laten ontsporen. Weliswaar zegt de VVD er wel bij dat ook de kredietcrisis verantwoordelijk was voor het toenemende begrotingstekort, maar dat wordt toch van ondergeschikt belang gevonden. Nationale ontwikkelingen, zoals bijvoorbeeld de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsschuld, wordt van groter belang geacht dan Europese ontwikkelingen van de schuld. De houding ten opzichte van het begrotingsbeleid was veelal dat andere landen zich aan het Europese begrotingspact dienen te houden en verder was er geen Nederlandse inbreng noodzakelijk. Met de schulden crisis is die houding in ieder geval wel veranderd, al valt er van een Europese houding met het begrotingsbeleid nog weinig te merken.

Dit artikel geeft eerst een overzicht van de ontwikkeling van de ideeën en de uitvoering van het nationale begrotingsbeleid. Daarna gaan we in op de Europese dimensie van het begrotingsbeleid en dan, met name, op de zwakten en (eventuele) sterktes van het stabiliteits- en groeipact (SGP). Sinds het uitbreken van de schulden crisis is er meer belangstelling voor het effect van nationaal begrotingsbeleid op de Europese economie, maar ook staat omgekeerd de effecten van de euro op het begrotingsbeleid op de agenda. We besluiten met een bespreking hoe de nationale en Europese dimensie de toekomst van het begrotingsbeleid zullen en kunnen bepalen.

## 1 Wat zegt de economische theorie over overheidsschuld?

Laten we echter eerst terug gaan naar de basis: waarom is het eigenlijk slecht als de overheid een schuld heeft. Schuld kan natuurlijk alleen ontstaan als de overheid op enig moment een financieringstekort heeft. Nederland heeft sinds de tweede wereldoorlog vrijwel alleen tekorten gekend, maar de overheidsschuld als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) is tot midden jaren zeventig voortdurend gedaald en heeft daarna perioden van stijgingen en dalingen gekend. Er is onder economen geen consensus of een negatief begrotingssaldo een goede of slechte invloed op de economie heeft.

Klassieke economen meenden dat de overheid een neiging heeft belastinggeld over de balk te gooien. Overheden werden vooral gezien als consumptiehuishoudingen die zich minder om de burgers wensten te bekommeren. Zo'n overheid kon in ieder geval enigszins in bedwang worden gehouden door een sluitende begroting te eisen. In dat geval immers zou de belastingbetaler de kosten van iedere overheidsuitgave direct in zijn portemonnee voelen en dan eerder de neiging hebben zich tegen een uitgave te verzetten dan als de uitgave met schuld zou worden gefinancierd. Alleen nationale rampen konden een tekort op de begroting rechtvaardigen, maar daar zou dan tegenover moeten staan dat er in 'normale' tijden een overschot zou moeten zijn om een reserve op te bouwen voor zulke slechte tijden.

De moderne neoklassieke variant op de visie dat overheidsschuld negatieve gevolgen heeft voor de economie is door Diamond (1965) in een inmiddels klassiek paper beschreven. De kern van zijn analyse is dat als consumptieve uitgaven gefinancierd worden door een toename van de overheidsschuld dit leidt tot verdringing van de vraag naar investeringsmiddelen op de kapitaalmarkt. Deze verdringing ontstaat omdat het toenemende aanbod van overheidsobligaties leidt tot een stijging van de rente op de kapitaalmarkt waardoor de marginale investeringsprojecten niet langer rendabel zijn. Er wordt derhalve minder geïnvesteerd in fysiek kapitaal zodat het nationaal inkomen zal afnemen. De last van de overheidsschuld is in dat geval de lagere welvaart die toekomstige generaties zullen genieten door de gedaalde productiecapaciteit.

Het Keynesiaanse gedachtegoed veranderde radicaal de visie op overheidsschuld. De overheid werd niet langer gezien als een potentieel verspillende consumptiehuishouding, maar als een 'wijze' dictator die door op verstandige en geïnformeerde wijze de financiering van overheidsuitgaven te manipuleren de economie optimaal kan sturen. In tijden van recessie kan de overheid door uitgaven te verrichten die niet gedekt zijn door belastingen de economie weer op weg helpen naar het pad van volledige bezetting. Daar tegenover moet dan natuurlijk staan dat in tijden van overspanning de overheid juist meer belasting moet heffen dan ze uit geeft om de druk van de economie weg te nemen.

In de praktijk werkte Keynesiaans beleid niet zo stabiliserend. Vooral in tijden van aanhoudende economische groei zoals in de jaren zestig en eind jaren negentig bleek het moeilijk voor politici om een terughoudend budgettair beleid te voeren. Juist in zulke tijden is er een neiging om optimistisch te zijn over de economische toekomst, zodat er van een beperkend beleid om ruimte te scheppen voor slechtere economische tijden weinig terecht komt. Het Keynesiaanse beleidsadvies om overschotten te creëren tijdens hoogconjunctuur en tekorten tijdens laagconjunctuur wordt dan ook zelden opgevolgd (Frankel, 2011). Het gevolg kan zijn dat in recessies de ruimte zo gering is geworden dat bezuinigingsbeleid noodzakelijk is. Zelfs een 'auto-

matisch stabiliserend beleid' zoals dat in Nederland sinds 1994 wordt toegepast, garandeert niet dat bezuinigingen tijdens recessies achterwege kunnen blijven. Dat bleek bijvoorbeeld bij het aantreden van het kabinet Balkenende I in 2002 toen, ondanks jaren van hoogconjunctuur, het kabinet Kok II een hoog financieringstekort had achter gelaten. Het kabinet Balkenende I begon ondanks de toen heersende dotcom crisis met restrictief begrotingsbeleid.

Naast de klassieke en neoklassieke visie ('een begrotingstekort is slecht') en de Keynesiaanse visie ('een begrotingstekort kan goed zijn') is er een derde visie die is gebaseerd op het zogenaamde beginsel van Ricardiaanse equivalentie. Volgens dit beginsel, toegeschreven aan de klassieke econoom Ricardo en gerevitaliseerd door Robert Barro (1974), zal een toename van de overheidsschuld door belastingbetalers geïnterpreteerd worden als een toekomstige verhoging van de belastingtarieven die noodzakelijk is om de extra rentelasten te kunnen financieren, dan wel de hele schuld af te lossen. Belastingbetalers gaan dan meer sparen om de toekomstige hogere belastingen te kunnen financieren. Die extra besparingen zijn dan dus per definitie exact gelijk aan de obligaties die de overheid uitgeeft voor de financiering van de extra schuld. Aangezien er verder op de kapitaalmarkt geen verandering in de vraag en het aanbod van geldmiddelen plaats vindt, is de hele operatie neutraal. Er zou alleen een effect kunnen optreden als de belastingtarieven pas verhoogd worden na het overlijden van de huidige belastingbetalers. Als in dat geval echter de belastingbetalers altruïstisch zijn ten opzichte van hun kinderen, zullen zij toch meer gaan sparen om geld opzij te leggen voor de toekomstige rentebetalingen of aflossingen op de schuld. Zij zullen dan hogere erfenissen aan hun kinderen geven, zodat dezen niet getroffen worden door de hogere schuld die de overheid nalaat. Het is eenvoudig om aan te tonen dat ook in dat geval de schuld geen welvaartseffect heeft.

Het beginsel van Ricardiaanse equivalentie heeft tot het principe van 'tax smoothing' geleid (Barro, 1979). Het idee is dat aangezien veranderingen in de overheidsschuld geen welvaartseffecten hebben, maar veranderingen in de belastingtarieven wel, het aan te bevelen is belastingtarieven constant te houden, ongeacht de stand van de conjunctuur. Als de economie dan in een depressie verkeert, is de belastingopbrengst gering, maar het tekort op de begroting loopt op. Omgekeerd zal in tijden van hoogconjunctuur de belastingopbrengst hoog zijn en kan de schuld weer dalen. Over de gehele conjunctuurcyclus kan de overheidsbegroting in evenwicht zijn, maar gedurende de cyclus wisselen perioden van tekorten en overschotten elkaar af. 'Tax smoothing' leidt tot hetzelfde recept als het Keynesiaanse begrotingsbeleid, namelijk overschotten creëren tijdens hoogconjunctuur en interen tijdens laagconjunctuur. Het lijdt dan ook aan hetzelfde euvel, namelijk dat het voor politici lastig blijkt te zijn om in tijden van hoogconjunctuur een zuinig begrotingsbeleid te voeren.

De conclusie is dus dat de economische theorie geen eensluidend oordeel heeft over de effecten van overheidsschuld. Hoe kan er dan een schulden-crisis ontstaan, zoals nu in Europa, als het theoretisch mogelijk is dat overheidsschuld een neutraal effect heeft op de economie? Het antwoord is heel eenvoudig: omdat een overheidsschuld op termijn financierbaar moet blijven. Het gaat hierbij om het begrip houdbaarheid van de schuld waarbij volgens de technische definitie moet gelden dat de huidige schuld gelijk moet zijn aan de contante waarde van de primaire overschotten op de begroting. Nog iets anders geformuleerd betekent houdbaarheid dat minstens een deel van de rentelasten op de schuld gefinancierd moet worden door belastinginkomsten.

Hoe veel van de rentelasten daadwerkelijk met nieuwe schuld mogen worden geherfinancierd is moeilijk bij voorbaat vast te stellen. Gegeven bepaalde verwachtingen kan er weliswaar een exacte berekening gemaakt worden van de houdbaarheid van een gegeven schuld, maar uiteindelijk gaat het om de perceptie en het vertrouwen van de financiële markt in de toekomstige toestand van de openbare financiën van een land die bepalend zijn voor de houdbaarheid van een gegeven overheidsschuld. Drie voorbeelden mogen dit illustreren. Bij de huidige waarden van de schuld en het primaire overschot op de overheidsbegroting is het 'houdbaarheidstekort' van het Verenigd Koninkrijk op het moment ongeveer even groot als dat van Griekenland, maar kennelijk heeft de markt er meer vertrouwen in dat het VK in staat is in de toekomst voldoende primaire overschotten te creëren op de begroting dan dat Griekenland daartoe in staat is. Het tweede voorbeeld betreft de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsschuld. Volgens de berekeningen van het CPB (2006, 2010) is de Nederlandse overheidsschuld onhoudbaar door de toenemende overheidsuitgaven die in de toekomst te verwachten zijn samenhangend met de vergrijzing. De financiële markt denkt daar kennelijk heel anders over want de rente die de Nederlandse overheid op nieuwe obligaties moet vergoeden behoort momenteel tot de laagste in de EU. Het derde voorbeeld betreft de Griekse overheidsschuld zelf. In feite is volgens de technische definitie de Griekse overheidsschuld al onhoudbaar sinds Griekenland toetrad tot de eurozone. Pas na het invallen van de kredietcrisis, waardoor de Griekse schuld, als percentage van het bbp aanzienlijk ging toenemen, begon de financiële markt het vertrouwen in de houdbaarheid te verliezen, zoals bleek uit de explosief stijgende rente op Griekse overheidsobligaties.

Uiteindelijk draait een groot deel van de discussie over begrotingsbeleid dan ook rond de vraag of het houdbaar is, of niet. Vanaf welk niveau de schuld niet langer houdbaar wordt bevonden, is aan de financiële markt om te bepalen. Door economen wordt er wel hard gezocht naar 'kritische' waarden voor de schuldquote waarboven het voor een land moeilijker wordt om de schuld te financieren. Reinhart en Rogoff (2010) stellen deze waarde vast

op 90 percent. Landen met een schuldquote hoger dan 90 percent worden geconfronteerd met een lagere economische groei en groeit de kans dat de gevraagde rente op nieuwe overheidsobligaties omhoog gaat schieten waardoor de houdbaarheid van de schuld in gevaar komt.

## 2 Begrotingsbeleid in nationaal perspectief

### *Structureel, feitelijk en trendmatig begrotingsbeleid: 1961-2002*

Een van de betere ministers van financiën na de tweede wereldoorlog was de gereformeerde politicus/econoom Jelle Zijlstra, die deze post eind jaren vijftig kreeg toen de hoogtijdagen van het Keynesianisme zo ongeveer aanbaken. Zijlstra had het voor die tijd briljante inzicht dat een degelijk begrotingsbeleid niet zonder een structureel kader kon. Zijn zogeheten structurele begrotingsbeleid is evident een grote inspiratiebron geweest voor het latere trendmatige begrotingsbeleid waar de naam van minister van financiën Gerrit Zalm middels de zogeheten Zalmnorm aan verbonden is.

Het uitgangspunt van het structurele begrotingsbeleid (zoals omschreven in de miljoenennota, 1961, p. 5) was dat er een structureel spaaroverschot in de Nederlandse economie aanwezig was. Dit was behalve Keynesiaans ook nationaal gedacht. Het uitgangspunt was dat de boeken met de wereld gesloten moesten blijven. Een spaaroverschot zou leiden tot onderbesteding en daarom kon de overheid deze ‘overtollige’ besparingen in de economie kunnen aanwenden middels een tekort op de begroting. Alleen de structurele ruimte mocht echter worden aangewend, dat wil zeggen, het spaaroverschot moest bepaald worden uitgaande van een gegeven structurele groeivoet van de economie, en de overheid zou alleen de aldus berekende ‘structurele’ ruimte mogen benutten, rekening houdend met de progressie in de belastingen. Dit idee leidde tot een automatisch anticyclisch begrotingsbeleid. Immers, als bijvoorbeeld de feitelijke economische groei onder de structurele economische groei zou liggen, werd er meer uitgegeven dan er feitelijk aan ruimte was en had de overheidsbegroting dus een expansief effect op de economie.

Toch werd dit beleid eind jaren zeventig officieel in het vriesvak gelegd om na 15 jaar weer ontdooid te worden in een ietwat gewijzigde vorm als het trendmatige begrotingsbeleid. Wat er fout ging in het structurele begrotingsbeleid was dat, hoewel de structurele ruimte van tevoren vast lag, de invulling van de ruimte helemaal vrij was. Het was de regering vrij de ruimte in te vullen met iedere combinatie van uitgavenverhogingen of -verlagingen en belastingverhogingen of -verlagingen. In de praktijk werd de ruimte opgerekend door de belastingtarieven continu te verhogen. Zo was de overheidsbegroting voortdurend expansief door de extra ruimte die voor nieuwe uitgavenverhogingen werden gecreëerd, terwijl de verhogingen van de belastingen tot verstoringen in de economie zouden kunnen leiden. Ook bleek het niet goed

mogelijk de structurele groei van de economie te voorspellen. Met name nam sinds het begin van de oliecrisis in 1973 de economische groei af. Die daling bleek permanent te zijn, maar bij de berekening van de ruimte werd nog uitgegaan van de hoge structurele groei cijfers uit de jaren zestig.

Begin jaren tachtig was het financieringstekort vrijwel onbeheersbaar geworden. Er brak een periode aan waarin het Nederlandse begrotingsbeleid geheel gefixeerd was op de verlaging van het financieringstekort. In 1994, drie kabinetten Lubbers later, was deze klus min of meer geklaard en kon er weer een begrotingsbeleid op basis van structurele elementen worden gevoerd. Dat werd het trendmatige begrotingsbeleid. Dit beleid richt zich op de structurele stabilisering van de financieringstekortquote. Een belangrijk hulpmiddel daartoe is de zogenaamde Zalmnorm. Volgens deze norm moeten de overheidsuitgaven op of onder het bij het Regeerakkoord afgesproken niveau blijven, ongeacht welke nieuwe ontwikkelingen zich ook voordoen. In tegenstelling tot bij het structurele begrotingsbeleid van Zijlstra blijven de uitgaven gescheiden van de inkomsten. Incidentele mee- en tegenvallers in de belastinginkomsten moeten geheel ten gunste of ten laste van het financieringstekort gebracht worden, zodat er van de belastinginkomsten een automatisch stabiliserende werking uitgaat.

De functie van de Zalmnorm was dus om de continu opwaartse druk op overheidsuitgaven die onder het structurele begrotingsbeleid een struikelblok was gebleken, te beteugelen. De prijs voor die keuze was dat er van de uitgavennorm een procyclisch effect zou kunnen uitgaan voor zover uitgaven de vastgestelde plafonds vooral overschrijden in tijden van conjuncturele neergang. Het ligt voor de hand dat dit zich in ieder geval voor zal doen bij de uitgaven aan sociale zekerheid. Onder Zalm als minister van financiën (1994-2002) lag vooral tegen de eeuwwisseling het aantal mensen met een uitkering onder de uitgavenkaders als gevolg van de voorspoedige conjuncturele ontwikkeling. In strijd met de Zalm norm zijn deze conjuncturele financiële meevallers gebruikt om structurele tegenvallers in andere sectoren, zoals de zorg en het onderwijs, te compenseren, en werden meevallers in de belastinginkomsten deels doorgegeven aan de burgers in de vorm van lastenverlichting (zie bijvoorbeeld Raad van State, 2000).

Onder het trendmatige begrotingsbeleid werd in beginsel weer gekoerst op structurele doelen, zoals een gewenste structurele omvang van het financieringstekort. Aan het begin van de kabinetsperiode van Kok II (1998) was dat tekort (min of meer) op 1% vastgelegd. In feite was dat een zeer bescheiden ambitie. Het was toen ook al bekend dat als de overheid zonder al te veel budgettaire problemen de 21e eeuw wil doorkomen het (met het oog op de te verwachten vergrijzing) noodzakelijk is om op korte termijn van een structureel overschot uit te gaan. Aan deze voorwaarde heeft het kabinet Kok II in het geheel niet voldaan. Integendeel, terwijl dit kabinet vrijwel de gehele kabinetsperiode de wind economisch mee heeft gehad, liet deze coa-

litie in 2002 toch een tekort achter. De reden daarvoor was dat, zoals zojuist gemeld, het begrotingsbeleid maar deels spoorde met het trendmatig begrotingsbeleid.

### ***Begrotingsbeleid onder Balkenende: 2002-2010***

Bij de start van de kabinetten Balkenende in 2002 werd de facto teruggekeerd naar het feitelijke tekortbeleid van de jaren tachtig. De reden daarvoor was het relatief hoge tekort dat door het kabinet Kok II werd achtergelaten na de dotcomcrisis van 2001. Het tekort moest eerst verlaagd worden om weer ruimte te creëren voor een automatisch stabiliserend beleid. Bij de latere kabinetten, met name Balkenende IV (CDA, PvdA, CU), kwam het begrotingsbeleid meer in het teken te staan van de komende vergrijzing. Het CPB heeft in opeenvolgende rapporten berekend dat de vergrijzing waar Nederland, net als een groot deel van de wereld, de komende decennia mee te maken krijgt, binnen ongeveer tien tot vijftien jaar tot exploderende overheidsschuld zal leiden bij ongewijzigd beleid. Om een 'houdbaar' begrotingsbeleid te voeren, en om niet in strijd met Europese begrotingsregels te komen, zou daarom een verlaging van het EMU-saldo noodzakelijk zijn.

216

Toen de kredietcrisis de Nederlandse begroting bereikte (in 2009) was het strikt handhaven van het trendmatig begrotingsbeleid economisch gezien onwenselijk. Dus werd het uitgavenkader van de sociale zekerheid buiten werking gesteld, alsmede dat van de rentebetalingen op de schuld. Inmiddels werd de Nederlandse financiële sector met kapitaalinjecties overeind gehouden. Het was daarbij vrijwel onvermijdelijk dat zowel het overheidstekort als de overheidsschuld flink zouden oplopen onder invloed van de crisis tot waarden die boven de normen van het stabiliteits- en groepact lagen. Het kabinet Balkenende IV heeft zich er diverse malen over uitgesproken dat als de toestand van de economie het weer zou toelaten de uitgavenkaders weer gehandhaafd zouden worden. Het kabinet heeft dat moment niet meer mogen meemaken: het trad af op het moment dat de overheidsbegroting de eerste tekenen van herstel lieten zien.

### ***Begrotingsbeleid onder Rutte: 2010-?***

Zoals bekend heeft het kabinet Rutte 18 miljard euro als bezuinigingsambitie in het regeerakkoord opgenomen. Dat is maar een miljard euro minder dan de ambitie die in het VVD verkiezingsprogramma was vermeld. De motivering voor die 19 miljard was deels gebaseerd op het houdbaarheidsidee van het CPB. Het verkiezingsprogramma van de VVD begon met de bewering dat het vorige kabinet (Balkenende IV) de overheidsfinanciën heeft laten ontsporen. Weliswaar zegt de VVD er bij dat ook de kredietcrisis verantwoordelijk was voor het toenemende begrotingstekort, maar toch dat de begrotingsdiscipline nogal wat te wensen over liet. Dat was een opmerkelijke, hoewel niet gestaafde, uitspraak omdat de minister van Financiën in Balkenende IV,



Wouter Bos (PvdA), nogal uitdrukkelijk een leerling van Gerrit Zalm was geweest in het kabinet Kok II en ook bekend stond als een erkend aanhanger van het trendmatige begrotingsbeleid.

Het kabinet Rutte heeft in het regeerakkoord aangegeven dat het de overheidsfinanciën weer gezond wil maken. Daarom wordt vast gehouden aan het trendmatige begrotingsbeleid en moeten alle conjunctuurgevoelige uitgaven onder de kaders worden gebracht. Het tekort moet omlaag van 4% (in 2010) naar begrotingsevenwicht in 2015. De ombuigingsinspanningen zoals die beschreven zijn in het Regeerakkoord en nader geanalyseerd door het CPB in een CPB-notitie van 27 september 2010 laten zien dat er een veelheid aan kleine bezuinigingen zijn ingeboekt, in 2015 oplopend tot (netto) ruim 14 miljard. De meer substantiële bezuinigingen betreffen bezuinigingen op de sociale zekerheid (4 miljard), lagere overheden (1,5 miljard), vermindering EU-afdracht en ontwikkelingshulp (2 miljard) en verminderen zorgtoeslag (2 miljard). Deze bezuinigingen lijken effectief te zijn want, zoals in de inleiding al vermeld, zal het tekort op de begroting in 2012 al met bijna 3% punt bbp gedaald zijn ten opzichte van 2009. Daarmee is aan het op lange termijn compenseren van het 'crisistekort' ruimschoots voldaan, omdat het 'houdbaarheidstekort van de crisis' met enige voorzichtigheid op 1% bbp geschat kan worden (Verbon, 2009). Een zo grote daling van het tekort is derhalve niet noodzakelijk voor het compenseren van de effecten van de crisis voor de begroting. De overige motieven die genoemd worden door het kabinet zijn de vergrijzing en de Europese schulden crisis.

Wat de vergrijzing betreft, wellicht dat het kabinet het houdbaarheidstekort van het CPB als motief op het oog heeft. Volgens het CPB in 2006 (Van Ewijk et al., 2006) zou een permanente en onmiddellijke ingreep in de overheidsfinanciën van 2,6% bbp, oftewel 15 miljard euro per jaar, nodig zijn. Volgens het CEP 2010 is dit zogenaamde houdbaarheidstekort inmiddels opgelopen tot 29 miljard euro. Dat bedrag is het aantal miljarden euro's waarmee het financieringstekort zal moeten dalen om de overheidsfinanciën 'houdbaar' te maken, dat wil zeggen waarmee het beleid voortgezet kan worden zonder dat de overheidsschuld explodeert. De berekening van het CPB vereist dat er naar een positief EMU-saldo van ongeveer 2% bbp wordt gestreefd. Het regeerakkoord heeft het over begrotingsevenwicht. Ze voldoet daarmee (bij voorbaat) aan de 'gouden begrotingsregel' die Merkel en Sarkozy onlangs voor de Eurolanden heeft geformuleerd, maar niet aan de houdbaarheidseis van het CPB.

Aangezien conjunctureel beleid door dit kabinet is uitgebannen, vallen alle uitgaven weer onder de uitgavenkaders, Dus ook een uitgavenstijging door een toename van de werkloosheid zal op de begroting van sociale zaken moeten worden gecompenseerd. Kennelijk denkt het kabinet dat het weer business-as-usual is en iedere vorm van conjunctuurbeleid tot 'ongezonde' overheidsfinanciën zal leiden. Het trendmatig begrotingsbeleid zoals we dat

in Nederland kennen geeft alleen ruimte voor automatische stabilisatoren aan de inkomstenkant, maar niet aan de uitgavenkant. Daar zijn, als gezegd, goede redenen voor en één daarvan is dat als ook uitgaven automatisch zouden mogen meedeinen met de conjunctuur het voor uitgavenministers verleidelijk is om begrotingsoverschrijdingen als gevolg van conjuncturele ontwikkelingen te duiden, zodat compensatie op de begroting niet nodig is. De ontwikkeling van de werkloosheid is, zoals we weten, grotendeels een gevolg van de stand van de conjunctuur. Het zou dus juist aan te bevelen zijn werkloosheidsuitgaven niet onder de uitgavenkaders te laten vallen. Dat zou ook verhinderen dat in goede tijden wanneer de werkloosheid laag is, de onderschrijding van de uitgavenkaders voor sociale zekerheid gebruikt voor compensatie van overschrijdingen elders, zoals tijdens het kabinet Kok II gebeurde zoals we zagen.

Zal het huidige begrotingsbeleid de economie versterken, zoals het regeerakkoord betoogt? Een groot deel van de bezuinigingen zijn gericht op het verminderen van uitgaven aan zwakke groepen. Dit geldt voor de lagere uitgaven aan ontwikkelingssamenwerking, aan socialezekerheidsregelingen, aan de lagere zorgtoeslag en het verminderen van de overdrachten naar lagere overheden. De lagere uitkeringen aan de gemeenten zal ongetwijfeld tot lagere subsidies voor onder meer het welzijnswerk en tot een verkrapping van de bijstandsbudgetten bij gemeenten leiden. Ook als er koopkrachtrepatriaties komen, zal het beleid van dit kabinet de lagere netto inkomensgroei (of hogere daling) voor uitkeringsgerechtigden, vergeleken met werknemers, die al enige jaren gaande is, niet ombuigen, maar naar alle waarschijnlijkheid versterken. Indien de bestedingseffecten van lagere overdrachtsuitgaven beperkt blijven, zal er nauwelijks een negatief effect op de economie zijn, maar eerder een positief effect omdat de verhoging van verstoringe belastingen ook beperkt kan blijven. Een dergelijke argumentatie wordt door veel economen verdedigd (zie bijvoorbeeld Alesina en Ardagna (2009)). Zoals Beetsma (2011) schrijft: 'hoewel deze categorie bezuinigingsmaatregelen politiek het moeilijkst te verkopen valt, is dit ook het type sanering dat financiële markten het meeste vertrouwen geeft.' (t.a.p., p. 126). Vanuit de lokale overheid is er echter gewaarschuwd voor de negatieve effecten die dergelijke maatregelen kunnen hebben op risicogroepen aan de 'onderkant' van de samenleving. Engeland, het land met de hoogste inkomensongelijkheid in de westerse wereld na de VS, zag tijdens de zomer van 2011 opeens langdurige rellen uitbreken die gepaard gingen aan plunderingen. Dat er een verband is tussen de hoge inkomensongelijkheid en de rellen is uiteraard niet aantoonbaar. Of een (steeds) schever wordende inkomensverdeling op de lange duur goed uitwerkt op de economische groei, is echter een vraag die niet iedere econoom volmondig met ja beantwoordt (zie Knowles, 2005).

### **Conclusie**

Het Nederlandse begrotingsbeleid van de laatste vijftig jaar is gedomineerd geweest door nationale overwegingen. Structurele elementen hebben vaak mede een rol gespeeld. Vanaf de jaren zestig tot eind jaren zeventig en daarna vanaf de jaren negentig is met wisselend succes op trendmatige doelen gekoerst. Het huidige kabinet Rutte meent dat om het trendmatige beleid weer ten volle te kunnen inzetten eerst het financieringstekort naar beneden moet zijn gebracht ('sanering van de overheidsfinanciën'). Er is echter geen bewijs voor de stelling dat het tekort hoog is door een falend begrotingsbeleid. Vanuit Europees gezichtspunt draagt het Nederlandse begrotingsbeleid niet bij aan het oplossen van de crisis.

### **3 Intermezzo: loonmatiging als het eeuwige recept naar herstel**

Een van de grootste uitdagingen voor de komende jaren is om de arbeidsmarkt goed te laten functioneren. Door de vergrijzing vallen er gaten in het arbeidsaanbod, terwijl de vraag naar arbeid in sectoren als de zorg naar verwachting sterk zal stijgen. Als er op bepaalde terreinen schaarste aan voldoende gekwalificeerd personeel is, zal de markt de correcte signalen moeten uitzenden, namelijk loonsverhogingen voor de beroepen of functies met betrekkelijk gering aanbod van geschikt personeel. Voor een links kabinet is dat altijd een lastig gegeven omdat het toelaten van bijvoorbeeld loonstijgingen in de collectieve sector (verpleegkundigen, onderwijzers) de solidariteit op de proef kan stellen doordat bezuinigingen elders (bijvoorbeeld uitkeringen) daardoor nodig kunnen zijn. Om de arbeidsmarkt in de collectieve sector beter te laten functioneren, is het nodig de inkomensverdeling tussen werknemers en uitkeringsgerechtigden schever te maken. Een rechts kabinet heeft dat dilemma niet, omdat solidariteit minder hoog op de prioriteitenlijst staat. Van een rechts kabinet verwachten we dat de arbeidsmarkt zoveel als mogelijk geliberaliseerd wordt zodat de (schaarste)prikkels hun werk kunnen doen. Volgens het regeerakkoord zet dit kabinet echter in op een sociaal akkoord met werkgevers en werknemers waarbij het moet gaan om 'maatregelen die nodig zijn om uit de crisis te komen'. Deze bewoording roept associaties op met het 'akkoord van Wassenaar' uit de jaren tachtig, waarbij de vakbonden matiging in de looneisen beloofden in ruil voor arbeidstijdverkorting.

Het is niet vast te stellen of het akkoord van Wassenaar heilzame effecten heeft gehad. Loonmatiging zou er in de jaren tachtig toch gekomen zijn door de zwakke economische positie van vakbonden/werknemers op de arbeidsmarkt. De grotere acceptatie van parttime arbeid heeft waarschijnlijk een grotere en positieve invloed op de arbeidsmarkt gehad, met name op de toegenomen participatie van vrouwen op de arbeidsmarkt dan loonmatiging.

Loonmatiging wordt in Nederland vrijwel altijd als medicijn ingezet als er problemen op de arbeidsmarkt zijn. Concreet is in het regeerakkoord opgenomen dat de lonen van ambtenarensalarissen gematigd zullen worden,

waarschijnlijk in de hoop dat dan ook in de private sector de lonen gematigd zullen worden. Maar ook in tijden van crisis kan van loonmatiging gezegd worden dat die op zijn best overbodig is en op zijn slechtst contraproductief. Als de arbeidsmarkt niet om loonmatiging vraagt, schept loonmatiging verkeerde signalen: waar schaarste aan arbeid is kan deze niet weerspiegeld worden in gewenste loonstijgingen. Door de vergrijzing zullen die tekorten aan arbeid het komende decennium ontstaan, zodat loonmatiging grote onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt tot gevolg kan hebben.

Het tweede motief voor loonmatiging dat genoemd wordt, is dat het de concurrentiepositie voor de Nederlandse economie zou verbeteren. De arbeidskosten voor Nederlandse ondernemingen worden dan immers lager vergeleken met de arbeidskosten van ondernemingen in het naburige buitenland. In de Europese context waar integratie en coördinatie van beleid voorop zou moeten staan is dit een nationalistisch argument met een 'beggar-thy-neighbor' karakter. Als alle landen hetzelfde beleid van loonmatiging zouden voeren is er geen enkel effect op de concurrentiepositie. Bovendien zullen de Zuid-Europese landen en Ierland al een beleid moeten voeren, dat gezien de positie van de overheidsfinanciën, gericht zal moeten zijn op een aanzienlijke bestedingsbeperking. Om 'uit de crisis' in de EU te komen, is het niet dienstig als landen met een relatieve gunstige positie van de overheidsfinanciën, zoals Nederland, dan ook bestedingsbeperkende maatregelen nemen. Loonmatiging leidt uiteraard tot een beperking van de bestedingen.

Het kabinet heeft zich nog niet volmondig voor loonmatiging in de marktsector uitgesproken. De aankondiging van een sociaal akkoord doet zo'n voorkeur echter wel vermoeden. Dat zou dan niet erg in het liberale gedachtegoed passen, al is loonmatiging natuurlijk wel aangenaam voor werkgevers die hun kosten zien dalen. Voor de economie is het niet heilzaam omdat het tot onevenwichtigheden op de arbeidsmarkt zal leiden en in Europees verband is loonmatiging weinig solidair in relatie tot de landen die in budgettaire problemen verkeren.

#### 4 Begrotingsbeleid in Europees perspectief

Het begrotingsbeleid in Nederland houdt uiteraard rekening met de Europese begrotingsnormen, maar de doelstellingen ten aanzien van het tekort worden echter vrijwel volledig bepaald door nationale overwegingen. Het houdbaarheidstekort, bijvoorbeeld, dat door het CPB wordt bepaald, is typisch zo'n nationale overweging. In de Nederlandse discussie over het begrotingsbeleid brengt het probleem van de houdbaarheid vele economische pennen in beweging, maar in een Europese context is de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsbegroting een probleem van nano-omvang. De problemen met de houdbaarheid van de overheidsbegroting van de zwakke eurolanden, zoals Portugal en Griekenland, zou wel eens tot een grotere Nederlandse bezuinigingsinspanning kunnen leiden dan de vergrijzing van de Nederlandse bevolking.

De Nederlandse politiek heeft zich vrijwel permanent aan de Europese begrotingsnormen gehouden, maar heeft zich zelden bezig gehouden met de discussie over de vorm en de procedure rond deze normen. Dat bleek bijvoorbeeld ten tijde van de discussie over de EU grondwet in 2005. Het stabiliteits- en groeipact was kort daarvoor door ingrijpen van Frankrijk en Duitsland afgezwakt en in deze afgezwakte vorm in de grondwet opgenomen. Desondanks was dit geen enkele reden om de Europese begrotingsnormen in de discussie rond de grondwet aan de orde te stellen. Toch was het toen al duidelijk dat de afdwingbaarheid van de normen door de gekozen procedure tot problemen zou kunnen leiden. Nederlandse politici, zo kunnen we nu vaststellen, zijn ernstig tekort geschoten in hun voorlichting over de mogelijke effecten van Europa op het Nederlandse begrotingsbeleid op het moment dat dat kon, namelijk bij de mogelijke invoering van de Europese grondwet. Nu er een schuldencrisis in de eurozone is uitgebroken, omdat zwakke zuid Europese landen steeds slechter in staat zijn hun overheidsschuld tegen gematigde rentetarieven te financieren, zijn de desastreuze gevolgen van de procedure rond de begrotingsnormen duidelijk geworden.

Door de Europese nood gedwongen is de belangstelling voor de Europese begrotingssituatie aanzienlijk toegenomen getuige de bijna twintig bladzijden die de recente miljoenennota aan de Europese schuldencrisis wijdt. De huidige problemen zijn veroorzaakt door falende EU instituties. De oorzaak van dat falen was een tekort aan centrale en onafhankelijke sturing en controle. Tot aan het voorjaar van 2011 trok het kabinet Rutte echter niet de conclusie dat nationale begrotingsbevoegdheden aan een centraal EU-orgaan zouden moeten worden overgedragen. Dat deze instituties konden falen was al eerder bekend en de oplossing ervoor ook. Nu (najaar 2011) is de regering wel voorstander van verder gaande centralisatie. Zo wordt voorgesteld een eurocommissaris aan te stellen die toeziet op de naleving van de begrotingsregels. Centralisatie van bevoegdheden op het terrein van begrotingsbeleid is pas effectief nadat de schulden- en eurocrisis is opgelost. Momenteel lijkt de steun voor voorstellen van de Nederlandse regering voor een versterking van het pact niet erg groot.

In het vervolg van dit hoofdstuk wordt allereerst ingegaan op het falen van het stabiliteits- en groeipact. Daarna wordt het daarmee samenhangende falen van de eurozone besproken. Tenslotte wordt ingegaan op de gevolgen die deze analyses zouden kunnen hebben op de besluitvorming rond de Nederlandse begroting.

### ***Het falen van het stabiliteits- en groeipact (SGP)***

Sinds in de EU het stabiliteits- en groeipact (SGP) is gesloten (in 1997 in aanvulling op het verdrag van Maastricht van 1991) zijn de lidstaten niet meer geheel autonoom bij het voeren van hun nationale begrotingsbeleid. De EU stelt randvoorwaarden waar de nationale begrotingen aan moeten voldoen.

Die randvoorwaarden waren arbitrair zoals door sommige economen (o.a. Buitter, 1992) is opgemerkt, maar hadden uiteindelijk tot doel de overheids-schuld van lidstaten financierbaar te houden.

Een mogelijkheid om de financierbaarheid van de nationale schuld op termijn te garanderen is door een sluitende begroting te eisen. Bij een sluitende begroting convergeert de schuld uiteraard naar nul, zodat aan de houdbaarheid van de schuld niet getwijfeld hoeft te worden. Deze zogenaamde 'gouden regel' is recent door de regeringsleiders Merkel en Sarkozy ook weer voorgesteld als een regel die de lidstaten in hun grondwet zouden moeten opnemen. De 'gouden regel' was echter ook al als een doelstelling voor de middellange termijn in het SGP opgenomen. Wat deze regel betreft kunnen we een vergelijking maken met de situatie bij de lokale overheden in Nederland. In Nederland mogen gemeenten geen tekort op hun begroting hebben. Dat betekent dat de speelruimte om een eigen begrotingsbeleid te voeren voor gemeenten sterk beperkt is. Als zij toch in ernstige financiële problemen komen, worden zij een artikel 12-gemeente. Zij krijgen dan financiële steun van het rijk, maar raken de soevereiniteit over hun uitgavenbeleid kwijt. Door deze clause wordt voorkomen dat gemeenten failliet gaan. Voordat financieel wanbeleid door de markt wordt afgestraft, grijpt het rijk immers in en kan er een financiële sanering plaats vinden.

222

Voor de desbetreffende gemeente zelf zou een faillissement een lucratieve manier kunnen zijn om van een uit de hand gelopen schuldberg af te komen, maar voor de overheid als geheel is dat natuurlijk niet het geval. Ten eerste wordt de schuld van de gemeente grotendeels door de overheid zelf gefinancierd via de Bank der Nederlandse Gemeenten en op de tweede plaats zal door het faillissement van een gemeente de financiering van gewenste investeringen door andere gemeenten in gevaar kunnen komen. Ten derde zal er, als faillissement van een gemeente mogelijk wordt, een aanzuigende werking op het financiële gedrag van andere gemeenten van uit kunnen gaan.

In een internationale context is zo'n (nationale) rem op het faillissement van de overheid niet of minder aanwezig. Het aantal malen dat in de afgelopen 150 jaar ergens op de wereld een overheid op een zeker moment zijn schuldverplichtingen niet meer kon nakomen is dan ook nauwelijks te tellen. Reinhart en Rogoff (2011) laten zien dat vrijwel altijd meer dan vijf procent van alle landen in de wereld in een situatie van (bijna) faillissement verkeert. In de jaren tachtig van de vorige eeuw was zelfs meer dan veertig procent van de landen in een staat van faillissement. Het is opvallend dat er overheden zijn die meerdere malen achtereen failliet gaan. Kennelijk kan een overheid die eens failliet is gegaan na verloop van tijd weer gaan lenen om zijn (overdadige?) uitgaven te financieren. Bekend is bijvoorbeeld het geval van het Spaanse koninkrijk tijdens de tachtigjarige oorlog met de Verenigde Provinciën. De Spaanse monarch stopte zeven maal met het nakomen van

zijn financiële verplichtingen, maar kon toch tachtig jaar lang oorlog blijven voeren (zie Ferguson, 2008). Recent economisch historisch onderzoek (Drelichman en Voth, 2011) heeft echter ook gesuggereerd dat de faillissementen van de Spaanse koning onderdeel waren van een verzekering tussen de koning en zijn financiers. De auteurs suggereren dat als de schuldverplichtingen niet werden nagekomen, er sprake was van exogene gebeurtenissen die, de schatkist negatief hadden beïnvloed buiten de schuld van de monarch. Het contract tussen de Koninklijke schuldenaar en zijn schuldeisers bevatte kennelijk impliciet een clausule dat ‘vergeefbare’ omstandigheden aanleiding konden zijn voor een default die geen effect had op de reputatie van de kredietwaardigheid van de koning. Voor de huidige Europese context is deze observatie ook van belang.

Het SGP verlangt geen sluitende begroting op korte termijn, maar een begrotingstekort lager dan drie procent bbp. Ongewone gebeurtenissen buiten de schuld van de lidstaat om, of een ernstige economische recessie mogen echter wel tot een tijdelijk hoger tekort leiden. Daarnaast moeten, als gezegd, de lidstaten zich op de middellange termijn wel richten op een sluitende begroting, zodat ze in staat zijn automatisch stabiliserend beleid te voeren. Als aanvulling op deze regels, hoewel strikt genomen overbodig, is de schuldquote op zestig procent gemaximeerd, of, als het daar bovenuit komt, zou deze quote ‘voldoende snel’ naar deze maximumwaarde moeten convergeren.

Om ervoor te zorgen dat lidstaten zich aan deze basisregels van het SGP zouden houden werd er aan het pact een aantal procedureregels toegevoegd. Deze regels moesten zo veel mogelijk er voor zorgen dat te hoge tekorten niet zouden voorkomen. Als er toch sprake van te hoge tekorten zou zijn, moesten deze regels tot corrigerende maatregelen leiden die de overtreding van de begrotingsregels weer teniet zouden doen. Meest opvallende aspect van deze procedure was, en nog steeds is, dat de ministers van economische zaken en financiën van de lidstaten de belangrijkste besluiten over deze corrigerende maatregelen nemen in de zogenaamde Ecofin, terwijl de Europese Commissie een adviserende rol had.

Op deze machtsverdeling bij de handhaving van het SGP bestaat al lang kritiek (zie bijvoorbeeld Calmfors, 2005). Kernpunt is dat als de overtreders zelf bij de besluitvorming over sancties stemrecht hebben dit de naleving van de normen van het SGP ondermijnt. Dit bleek heel pijnlijk in 2004 toen Frankrijk en Duitsland een te hoog begrotingstekort hadden. Desondanks wisten zij het in werking treden van de correctieprocedure te voorkomen. In plaats daarvan werd het SGP veranderd en meer verzachtende maatregelen om een te hoog tekort te rechtvaardigen, werden geïntroduceerd. Zelfs als het zo is dat het invoeren van meer verlichtende omstandigheden economisch gerechtvaardigd zou kunnen worden (Beetsma en DeBrun, 2007), was de aanleiding voor het invoeren hiervan fnuikend voor de reputatie van het SGP.

Zoals Alesina en Perotti indertijd (2004) schreven 'Deze gebeurtenis heeft duidelijk gemaakt dat als grote landen (namelijk Duitsland en Frankrijk, HV) al bereid zijn bevoegdheden af te staan aan de Europese Commissie, ze die bevoegdheden zullen terugnemen als het hen uitkomt, met legale of minder legale middelen.'. De voorbeeldwerking die van dit incident is uitgegaan is overduidelijk en wordt ook zo door Nederlandse politici erkend.

*Verbeteringen van het SGP: centralisatie en sancties*

De oplossingen die voor de governance van het SGP de ronde doen in politieke kringen zijn tweeerlei. De eerste oplossing zou de invloed van de lidstaten op de besluiten over sancties moeten verminderen. Op de top van de Europese Raad van maart 2011 zijn daartoe een aantal voorstellen aangenomen in het zogenoemde Euro plus pact. Een van de paragrafen in het aangenomen document (EU, april 2011) heeft als suggestieve titel 'strengthening governance'. De kern van deze voorstellen was dat de Europese Commissie grotere bevoegdheden zal krijgen om de budgettaire en economische situatie van de lidstaten te beoordelen. Bovendien zal een 'advies' van de Europese Commissie nu alleen door een gekwalificeerde meerderheid kunnen worden afgewezen. De voorzitter van de Europese Commissie, Barroso, noemde de eurotop die dit plus pact aanname 'historisch'. Hoewel de invloed van de regering van de lidstaten iets was terug gebracht en ze een grotere commitment aan het SGP aan de dag moesten leggen, was het fundamentele probleem niet opgelost, namelijk dat er geen onafhankelijke instantie bestaat die een bindend oordeel kan geven over de budgettaire situatie in de lidstaten en de acties die de lidstaten moeten ondernemen. Zo mag volgens het Pact uit maart 2011 de Commissie nog steeds niet zelfstandig een lidstaat ter verantwoording roepen.

Het was daarom dan ook niet verrassend dat na de Europese raad in maart 2011 de voorstellen voor een andere besluitvormingsstructuur rond het SGP onverminderd door bleven gaan. In Nederland stelde CDA-fractie leider Sybrand van Haersma Buma voor om een Europese begrotingsautoriteit op te richten. Zijn partijgenoot minister De Jager denkt, namens de regering, aan een Europese commissaris voor de begroting die in de Europese Commissie zou moeten worden opgenomen. Deze commissaris moet grote bevoegdheden krijgen bij het ingrijpen in het begrotingsbeleid van lidstaten waarbij het buiten werking stellen van de bevoegdheden bij het eigen beleid van de lidstaten mogelijk moeten zijn. Met andere woorden, het moet mogelijk zijn lidstaten onder curatele te stellen, zoals dat in Nederland met gemeenten mogelijk is.

Dit voorstel betekent natuurlijk een aanmerkelijke centralisatie van bevoegdheden op het terrein van economisch beleid. Of de lidstaten van de EU en dan met name Duitsland en Frankrijk met dit soort voorstellen kunnen instemmen, is momenteel onduidelijk. Toch is het uit de gebeurtenis-



sen sinds mei 2010 toen de problemen met de Griekse overheidsbegroting publiek werden, overduidelijk dat Frankrijk en Duitsland de sleutelspelers zijn in discussies over de besluitvormingsstructuur. Alle EU besluiten die zijn genomen in de Europese schulden crisis konden pas genomen worden nadat Frankrijk en Duitsland het met elkaar eens waren over de te volgen route. De andere lidstaten in de eurozone konden slechts een inbreng hebben voor zover zij de lijn Merkel-Sarkozy steunden. De ideeën die deze EU grootmachten de afgelopen zomer naar buiten brachten over de wenselijke besluitvormingsstructuur toonden vooral aan dat zij niet van plan zijn hun sleutelrol in de EU op te geven. Zij pleitten voor een 'nieuwe economische regering' met Herman van Rompuy, de voorzitter van de Europese Raad, als regeringsleider. Dat Merkel en Sarkozy willen dat Van Rompuy als regeringsleider zou functioneren van deze regering, was al tekenend. De voorzitter van de Europese Raad is de persoon die de besluiten van de Raad overdraagt aan de Europese Commissie. Zijn rol is daarom niet veel meer dan secretaris van de Raad zonder eigen macht. De 'nieuwe' economische regering van de EU leek daarom vooral op een opgetuigde Ecofin met een andere naam en een 'regeringsleider' die min of meer de rol van boodschapper van Frankrijk en Duitsland mag vervullen. Op dit moment (najaar 2011) is nog niet te zeggen hoe deze discussie over de besluitvormingsstructuur zich ontwikkelt. Optimistisch kan men er gezien de besluiten die in de afgelopen crisisperiode zijn genomen door de regeringsleiders niet over zijn.

Een tweede onderdeel van de oplossing betreft de vorm van de sancties. Hierbij gaat het vooral om de vraag of de sancties automatisch worden toegepast, of niet. Hiervan zijn in Nederland vele voorstanders onder politici (onder meer europarlementariër Van Baalen, ex-politicus Bolkestein) en economen (Eijffinger en Mujagic, 2011, de president van DNB, Knot, 2011). Het is niet altijd duidelijk wat onder automatische sancties op het overtreden van de begrotingsregels wordt verstaan. Er kunnen twee cases worden verondersteld. Ten eerste kan men er van uitgaan dat zodra een lidstaat een van de criteria heeft overtreden het sanctiemechanisme in werking treedt zonder dat de Ecofin daarover een beslissing heeft genomen. Deze modaliteit is door Knot voorgesteld.

Ten tweede kan men aannemen dat zodra de Ecofin het overtreden van de normen heeft geconstateerd, het sanctiemechanisme zonder nadere besluitvorming zal worden toegepast. Alleen bij de eerste modaliteit zal de invloed van de lidstaten op de besluiten over sancties op zichzelf geheel zijn uitgeschakeld. Bij de tweede modaliteit evident niet, maar toch kan men gezien de letter van het SGP niet anders dan deze modaliteit op het oog hebben. Volgens het SGP is, immers zoals zojuist aangeduid, een overtreding van de begrotingsnormen te verontschuldigen als er sprake van ongewone gebeurtenissen of een economische recessie is geweest. In die zin kan een sanctie nooit automatisch zijn omdat eerst vastgesteld zal moeten worden of het

overtreden van de norm door een lidstaat verwijtbaar is of niet. In dat geval zal er een instantie moeten zijn die het budgettaire gedrag van de lidstaat beoordeelt. Wordt dit een onafhankelijke instantie, zoals Knot wil, of staat deze instantie weer onder het gezag van de Ecofin? Als het eerste het geval is, is de noodzaak van automatische sancties afwezig. We mogen immers aannemen dat een onafhankelijke instantie een onderscheid zal maken tussen verwijtbare en niet verwijtbare overtredingen. Als Ecofin de besluitvormer blijft, zijn we weer terug bij de discussie over de besluitvormingsstructuur, over de afloop waarvan we ons zojuist niet erg optimistisch hebben getoond. We zullen dus wel moeten aannemen dat degenen die automatische sancties voorstellen bedoelen dat de vraag van de verwijtbaarheid van een overschrijding van de norm van het maximale begrotingstekort van drie procent niet langer een rol mag spelen. Ieder land dat niet aan deze norm voldoet, zal in de toekomst een sanctie opgelegd krijgen. Bij deze interpretatie van het SGP is automatisch of discretionair anticyclisch begrotingsbeleid als dat leidt tot een hoger tekort dan drie procent uitgesloten. Het is niet moeilijk in te zien dat als ten tijde van de kredietcrisis een automatische sanctie zou zijn toegepast, dit tot economische rampen in vrijwel alle landen van de eurozone zou hebben geleid. Een automatische begrotingsnorm is dan ook wat Milesi-Ferretti in zijn 2003-artikel over 'the good, bad and the ugly' onder de begrotingsnormen een *ugly* norm heeft genoemd. Een automatische begrotingsnorm is lelijk, omdat het dan voor een overheid die stabilisering van de economie op het oog heeft, lonend kan zijn om aan 'window dressing' te doen ten opzichte van degenen die de taak hebben het naleven van de begrotingsnorm af te dwingen. Beetsma en Debrun (2007) komen op grond van een andere redenering tot dezelfde conclusie.

### ***Het falen van de eurozone***

De invoering van de euro in 2001 is gebaseerd geweest op de gedachte (of de hoop) dat de landen die deel uitmaken van de eurozone economisch naar elkaar zouden convergeren. Een gemeenschappelijke munt kan immers alleen gehandhaafd worden als de economieën van de lidstaten voldoende op elkaar gaan lijken. Dat was in het begin van deze eeuw uiteraard niet het geval. Landen als Duitsland en Nederland hadden hoger ontwikkelde economieën als de Zuid Europese landen. In beginsel zou men dan convergentie verwachten op de volgende wijze. Als de lonen in, zeg Griekenland, relatief laag zijn, zou er emigratie van Griekse werkers plaatsvinden, waar tegenover dan immigratie van buitenlands kapitaal zou moeten staan. Als de lonen laag zijn is het potentiële rendement op investeringen relatief hoog. Door een toename van de investeringen neemt de economische groei toe en in het spoor daarvan stijgen ook de lonen. Dit proces zet zich door tot de Griekse economie in de pas loopt met de 'gemiddelde' EU-economie. Dit is theorie, het veronderstelt flexibele markten met een mobiele en goed opgeleide beroepsbevolking.

Met name Griekenland en Portugal kenden een lage arbeidsproductiviteit van de beroepsbevolking en een grote en ineffektieve overheidssector met te hoge lonen. Hoewel in het begin van deze eeuw de economische groei in Griekenland boven het EU gemiddelde lag (Hogenboom, 2007), zijn de zwakke punten van deze economieën toch niet voldoende opgelost. In Griekenland zijn de lonen meer gestegen dan de arbeidsproductiviteitsstijging toeliet en vooral de lonen bij de overheid zijn uit de pas blijven lopen. Het aandeel van de arbeidskosten per eenheid product zijn als gevolg daarvan gestegen van 65% naar 84%. Daarnaast is de inflatie relatief hoog. Gekoppeld aan de appreciatie van de euro heeft dit geleid tot een voortdurende verslechtering van de handelsbalans. De appreciatie van de euro heeft Griekenland hard getroffen omdat de meeste handel van Griekenland buiten de eurozone plaatsvindt. De Griekse economie slaagt er bovendien niet in interessant genoeg te zijn voor de andere EU-landen. Dat komt ook omdat de rijkere landen Duitsland en Nederland via een beleid van loonmatiging de arbeidskosten laag proberen te houden, waardoor het voor de zuidelijke landen nog moeilijker wordt om concurrerend te worden ten opzichte van het noorden.

Kortom, de zuidelijke EU landen zijn in een positie gekomen waarin zij zowel ten opzichte van hun handelspartners buiten de EU als binnen de EU in een nadelige positie verkeren. Daarnaast konden de overheden van de zuidelijke landen, gemaskeerd door de kracht van de euro, tegen gunstige voorwaarden lenen op de kapitaalmarkt. Dat bevorderde niet de spaarzaamheid van de overheden die toch al geconfronteerd werden met toenemende werkloosheid onder invloed van zowel de slechte concurrentiepositie als de crisis. Een stijgend tekort was het gevolg. Totdat de financiële markten in 2010 de oplopende schulden van eerst Griekenland en later ook van andere zuidelijke landen, alsmede van Ierland, niet langer als houdbaar beschouwden. Het gevolg was dat de overheidsobligaties van deze landen alleen verhandelbaar konden blijven bij hoge rentetarieven.

In een echte federatie waarbij in ieder geval een deel van de belastinginning zou zijn gecentraliseerd, zou de federale overheid de obligaties voor de hele unie hebben gefinancierd (voor het EU-gebied dus de zogenaamde euro-obligaties). Een enkele zwakke lidstaat zou dan niet tot rentestijging en/of koersdaling voor de federale obligaties leiden. Als dan al de (budgettaire) zwakte van een lidstaat zou kunnen worden waargenomen. De federale belastingopbrengst zal immers niet direct aan een specifieke lidstaat toegeschreven kunnen worden, evenmin als een groot deel van de uitgaven. De overheidsschuld van de afzonderlijke lidstaten heeft dan slechts betrekking op een beperkt aantal uitgavencategorieën, zodat budgettaire problemen van een enkele lidstaat niet direct repercussies voor de waarde van de federale obligaties hoeft te hebben. Bovendien zou door de federale structuur bij een zwakke staat door het federale bestuur kunnen worden ingegrepen en maat-

regelen getroffen worden die de tekortkomingen van het budgettaire beleid van de staat zouden verhelpen.

Er is in de eurozone evident geen federale structuur en de kans dat die er komt binnen twee decennia lijkt zeer gering. Een land dat niet aan de Europese begrotingscriteria kan voldoen en ook geen economie heeft die binnen de eurozone concurrerend is, zal dan grotendeels op eigen kracht aangewezen zijn om de scheefgroei van de economie te herstellen. In het geval van Griekenland doen Europese politici nu al meer dan een jaar pogingen de schade binnen de eurozone te verhelpen door Griekenland van nieuwe middelen te voorzien zodat het Grieks overheidstekort kan worden gefinancierd. Deze overdrachten die via het Europese stabiliteitsfonds van de rijke eurolanden aan de zwakkere eurolanden worden overgedragen zullen op langere termijn niet zonder meer een oplossing bieden. De stortingen aan deze landen om hun overheidsschuld financieerbaar te houden zullen alleen maar moeten toenemen zolang deze zwakke economieën geen structurele verbeteringen doorvoeren.

### *Zijn er remedies?*

Het centrale probleem van de eurozone is dat centrale sturing om lokale onevenwichtigheden weg te nemen ontbreekt, terwijl decentrale mogelijkheden voor de landen in problemen al evenzeer beperkt zijn. Voor de zwakke zuid Europese landen is een herstructurering van de economie een noodzakelijke voorwaarde voor het op lange termijn oplossen van de schulden crisis. Daarvoor is echter ook noodzakelijk dat de producten van die landen goedkoper moeten worden zodat ze ook voor de andere landen in de eurozone aantrekkelijk worden. Hierbij zit echter de euro duidelijk in de weg. Een devaluatie van een eigen munt zou onmiddellijk tot het gewenste effect leiden, maar door de euro zal een prijsdaling alleen lukken als er een algehele inkomensdaling plaatsvindt. Dat een dergelijke maatregel tot een groot maatschappelijk protest zal leiden, is evident. De onvrede over het overheidsbeleid is in de zuid Europese landen al groot. Stel echter dat bijvoorbeeld de Grieken een verdere en aanzienlijke daling van hun inkomen zouden willen accepteren. Dan nog is het niet goed voorstelbaar hoe dat zou moeten worden georganiseerd. Ambtenarensalarissen kunnen relatief makkelijk verlaagd worden en deze zijn al verlaagd door de Griekse overheid, maar in de private sector ligt dat veel gecompliceerder. De Griekse overheid zou een wet moeten uitvaardigen die werkgevers verplicht de lonen van hun werkgevers te verlagen. Daarnaast zullen er ook afdwingbare prijsmaatregelen noodzakelijk zijn. Een ander nadeel van een algemene inkomensdaling is dat dit tot ontwrichting van de arbeidsmarkt zal leiden omdat het aanbieden van arbeid opeens minder aantrekkelijk wordt. De werking van de Griekse arbeidsmarkt moet echter juist verbeterd worden om de concurrentie met de andere eurolanden aan te kunnen. Tenslotte leidt zo'n rigoureuze maatregel door de vraageffecten

die dat met zich meebrengt vrijwel onvermijdelijk tot een diepe recessie met onbekende duur. Behalve dat een interne EU depreciatie via een daling van de inkomens in de zwakke landen moeilijk in te voeren zal zijn, ligt het ook voor de hand dat de prikkeleffecten en de bestedingseffecten die een interne depreciatie met zich brengt zijn doel voorbij schiet. In dat geval zal de financiële hulp uit de noodfondsen niet tot het gewenste resultaat leiden.

Een alternatief ligt daarom bij het opbreken van de eurozone. Het zou hier kunnen gaan om het uit de eurozone treden van één lidstaat, of meerdere lidstaten tegelijk, zoals bijvoorbeeld de zeer zwakke eurolanden Griekenland en Portugal. Het zou ook denkbaar zijn de eurozone in meerdere zones op te breken met zoveel mogelijk economisch gelijkwaardige lidstaten in eenzelfde zone. Afgezien van de problemen die een transitie naar verschillende eurozones oplevert, zijn er duidelijke voordelen verbonden aan het herinrichten van de eurozone. De landen met een zwakkere economische structuur kunnen via wisselkoersaanpassing van de munt van hun zone concurrerend blijven met de economisch sterkere landen. Bovendien zijn er geen ontwrichtende inkomensdalingen nodig om de economie van deze lidstaten te herstructureren. Dat er hervormingen van de economie in die landen nodig blijven, staat buiten kijf. Indien deze hervormingen uitblijven, heeft dat vooral effecten voor de landen binnen die zone. Aannemende dat het aantal landen binnen een eurozone beperkt is, zullen de negatieve effecten van het uitblijven van hervormingen een beperkt aantal landen betreffen. Het ligt daarom voor de hand dat er dan meer behoefte zal zijn aan coördinatie van economisch beleid, omdat de kosten van eigen falen nu meer direct door andere landen wordt gevoeld dan in de huidige grote eurozone het geval is.

Vele economen hebben betoogd dat het opbreken van de euro zal leiden tot grote welvaartsverliezen. Zo betoogt de Amerikaanse econoom Barry Eichengreen (2010) dat dit zal leiden tot de ‘moeder van alle financiële crises’, en Buitier en Rahbari (2011) suggereren hetzelfde. Die crisis komt er, zo zeggen zij, omdat rekeninghouders die vrezen dat hun euro's omgezet worden in valuta die minder waard zullen zijn, snel hun kostbare euro's van de bank halen. Er ontstaat dus een bank-run met omvallende banken en een bankencrisis tot gevolg. Het is duidelijk dat een dergelijk scenario niet ondenkbaar is en vermeden zal moeten worden. De enige manier waarop dat zou kunnen is door snel te handelen. Het opbreken van de eurozone moet snel, zonder informatie vooraf en met een tijdelijke beperking van het geldverkeer tot stand worden gebracht. Dat zijn binnen de EU tamelijk restrictieve eisen gezien de snelheid waarmee binnen de EU besluitvorming plaats vindt.

Als de oplossing van de schulden crisis binnen de eurozone gezocht moet worden, zal het daarom vrijwel onvermijdelijk zijn om de schulden van de probleemlanden te saneren, zodat de overheden meer ruimte krijgen om de economie gericht te herstructureren. Aangezien er binnen de eurozone geen centrale coördinatie en/of sturing van economisch beleid van lidstaten aan-

wezig is, is het afhankelijk van de goede wil en de capaciteit van de beleidsmakers en de democratische steun die ze ontvangen of deze herstructurering een succes wordt. Ook in dit geval kan men geen snelle successen verwachten. Buitier en Rahbari (2011) denken echter dat dit de enige haalbare optie is, die ook nog tot een soort evenwicht zal leiden waarin onvoorzichtig gedrag door overheden verminderd wordt omdat ze weten dat tegenover financiële noodhulp altijd (enig) verlies van beschikkingsmacht staat, terwijl dat in het verleden niet het geval was. Of dit een vorm van wishful thinking is of de feitelijke uitkomst van het zigzaggende ('higgledy-piggledy', zoals Buitier en Rahbari zeggen) beleid is momenteel nog onmogelijk te voorspellen.

### Tot slot

De recente gebeurtenissen in de EU en met name in de eurozone hebben duidelijk gemaakt dat de preoccupatie met nationale Nederlandse begrotingsproblemen niet langer een garantie kan zijn om tot houdbare overheidsfinanciën te komen. De bijdragen die momenteel (september 2011) verlangd worden om een overheidsfaillissement van Europese landen met exploderende schulden te voorkomen kunnen uiteindelijk van een veel grotere omvang zijn dan de relatief kleine begrotingsproblemen die de komende vergrijzing in Nederland zal veroorzaken. Het is nog ongewis hoe de eurozone uit deze problemen zal komen. Het is al even ongewis of de EU landen, zelfs na de recente financiële catastrofes, bereid zullen zijn tot een meer federale structuur in Europa. In tegenstelling tot bijvoorbeeld Buitier en Rahbari (2011) is dit preadvies niet optimistisch over de mogelijkheid dat zonder een federale structuur de problemen die veroorzaakt zijn door enerzijds zwakke budgettaire discipline en anderzijds door een zwakke economische structuur, afdoende kunnen worden bestreden. De Nederlandse regering heeft zich, na een lange aarzeling, deze zomer tot een federale opvatting over het Europese begrotingsbeleid bekeerd door zich uit te spreken voor een onafhankelijke eurocommissaris. De steun van andere eurolanden voor dit voorstel lijkt gering, maar dat is op korte termijn ook niet relevant. Zolang de schuldencrisis niet is opgelost, is het aanscherpen van begrotingsregels en begrotingsinstituties niet effectief. De bestrijding van de schuldencrisis, echter, lijkt ook niet gepaard te gaan met een duidelijke visie op de toekomst van de eurozone. Vooral de handhaving van de status quo lijkt voorop te staan, met een gebrekkige centrale sturing die daar een onlosmakelijk onderdeel van lijkt te zijn. Ook draagt de status quo niet bij aan de convergentie van de economieën in de eurozone, zoals het afgelopen decennium geleerd heeft.

Voor Nederland is de conclusie dat een sterk federaal Europees gezag de beste waarborgen biedt voor de Nederlandse welvaart binnen de huidige begrotingsregels en de muntunie. Zonder dat federale gezag zou het voor Nederland beter zijn om de niet afdwingbare begrotingsregels en de muntunie te ontmantelen omdat met de ondergang van de zwakke Europese eco-

nomieën, die imminent lijkt binnen de eurozone, de Nederlandse economie ook de afgrond in wordt getrokken.

Ongeacht of er een federale structuur komt in de EU, zal bij behoud van de eurozone Nederland tot het inzicht moeten komen dat het samen met andere sterke Europese economieën een bijzondere verantwoordelijkheid heeft voor de Europese economie in het algemeen. Dat betekent dat nationaal bezuinigingsbeleid, terwijl tegelijkertijd de zwakke landen via bezuinigingsmaatregelen tot een recessie worden gedwongen, de Europese economie in het algemeen en de zwakke landen in het bijzonder, niet verder helpt. Eenzelfde soort opmerking geldt voor het in Nederland populaire loonmatigingsbeleid. Dit beleid dat bedoeld is om de nationale concurrentiepositie in stand te houden of te verbeteren heeft binnen de EU met het ongelijkmatige ontwikkeling van de Europese economieën het karakter van een 'beggarthy-neighbor' beleid. Door loonmatigingsbeleid in Nederland en Duitsland worden de zwakke economieën in de eurozone nog verder gedwongen hun lonen en prijzen te verlagen en neemt de neergang in deze landen alleen maar toe.

Kortom, met het huidige Nederlandse begrotingsbeleid, waarin een bezuinigingsopgave van 18 miljard euro en het bevroren van de ambtenarsalarissen centraal staan, bewijst de Nederlandse regering de welvaart in de EU geen dienst.

### Referenties

- Alesina A. en Ardagna (2009), *Large changes in fiscal policy. Taxes versus spending*, NBER Working Paper 15438, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Alesina, A. en R. Perotti, (2004), The European Union: a politically incorrect view, *Journal of Economic Perspectives*, 18: 27-48.
- Barro, R. (1974), Are government bonds net Wealth? *Journal of Political Economy*, vol. 82, issue 6, 1095-1117.
- Barro, R. (1979), On the determination of the public debt, *Journal of Political Economy*.
- Beetsma, R. (2011), Na de crisis: begrotingsbeleid en institutionele aanpassingen in de Europese Unie, in: *Jaarboek Overheidsfinanciën 2011*, Sdu Uitgevers.
- Beetsma R. and X. Debrun (2007), The new stability and growth pact: a first assessment, *European Economic Review*, vol. 51, 453-477.
- Buiter, W. (1992) De budgettaire voodoo van Maastricht. *ESB*, 77(3851), 268-272.
- Buiter w. en E. Rahbari (2011), The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe', *Global Economics View*, september 2011.
- Calmfors, L. (2005) *What Remains of the Stability Pact and What Next?* Swedish Institute for European Policy Studies, Report 8.
- CPB (2010) *Vergrijzing verdeeld: toekomst van de Nederlandse overheidsfinanciën*. Den Haag: CPB.

- Diamond, P. (1965), National Debt in a Neoclassical Growth Model, *American Economic Review*, vol 55, 1126-1150.
- Drelichman, M. en H-J. Voth (2011), Risk sharing with the monarch: contingent debt and excusable defaults in the age of Philip II, 1556-1598, working paper.
- Ewijk, C. van, N. Draper, H. ter Rele, en E. Westerhout, 2006, *Ageing and the Sustainability of Dutch Public Finances*, CPB Bijzondere Publicatie 61.
- Eijffinger, S. en E. Mujagic (2011), Laat de eurocrisis niet tevergeefs zijn, *De Volkskrant*, 20 augustus.
- EU, Council of the European Union (2011), Measures to strengthen economic governance, Brussels.
- Ferguson, N. (2008), *The ascent of money; a financial history of the world*, Penguin press.
- Frankel, J. (2011), *A lesson from the South for fiscal policy in the US and other advanced countries*, Harvard Kennedy School, RWP 11-014.
- Hogenboom, R. (2007), De Griekse sprong voorwaarts, *ESB*, 82 (4523), 715-717.
- Knot, K. (2011), interview, *DNB Magazine*, 26 september.
- Knowles, S. (2005), Inequality and Economic Growth: The Empirical Relationship Reconsidered in the Light of Comparable Data, *Journal of Development Studies*, 41, 135-159.
- Milesi-Ferretti, G.M. (2004), Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. *Journal of public economics*, vol. 88, 377-394.
- Nicolitsas, D. (2005), Per capita income, productivity and labour market participation: recent developments in Greece, in: Bank of Greece, Economic bulletin.
- OESO (2010), **Economic outlook. Nummer 87, Parijs: OESO.**
- Raad van State (2000), *Advies bij de miljoenennota 2001*, Den Haag.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff (2010), growth in a time of debt, *American Economic Review*, vol. 100(2): 573-78.
- Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff (2011), *A decade of debt*, NBER WP 16827.
- Verbon, H.A.A. (2010), Wij voorspellen de vorige crisis, *ESB*, 95 (4594).



# Steden, grondprijzen en de lokale overheid

*Wouter Vermeulen, Henri L.F. de Groot,  
Gerard A. Marlet en Coen N. Teulings<sup>1</sup>*

Door forse rijksbezuinigingen en een terugtrekkende overheid komen op steeds meer beleidsterreinen verantwoordelijkheden bij lokale overheden te liggen. Maar ook zij hebben te maken met krimpende budgetten. Veel steden merken nu al dat er weinig geld overblijft voor investeringen. De omvang van de economische recessie en de fors uit de hand gelopen overheidsfinanciën in combinatie met een vergrijzende bevolking, maken de krapte tot een structureel fenomeen voor de komende decennia. Tegelijkertijd zijn voortdurende investeringen in publieke voorzieningen van cruciaal belang voor een gezond ontwikkelingspotentieel in een globaliserende wereld. De tijd lijkt dan ook rijp voor een fundamentele discussie over de financiering van lokale publieke goederen. Die discussie begint bij de vraag waar de baten van investeringen in dergelijke voorzieningen terechtkomen. Ligt het voor de hand dat de nationale overheid opdraait voor alle kosten? Of zijn er andere partijen die op een meer directe wijze de vruchten van de investering plukken en een steentje bij kunnen dragen? Met deze bijdrage over 'stad en land' proberen wij deze discussie te voeren.

Steden zijn een belangrijke bron van maatschappelijke welvaart. Ze vormen de plek waar ideeën ontstaan en zich verspreiden, waar voor producten en diensten een aantrekkelijke markt is en waar bedrijven en werknemers elkaar eenvoudig kunnen vinden. Deze agglomeratievoordelen aan de productiezijde gaan hand in hand met vergelijkbare en misschien wel even omvangrijke voordelen in de consumptieve sfeer, zoals een hoogwaardig en divers aanbod van winkels, restaurants en uitgaansgelegenheden. Lokatiegebonden schaalvoordelen kunnen in steden worden uitgebaat. Markten internaliseren de voordelen van nabijheid maar ten dele. Daarom is goed lokaal beleid dat steden de ruimte geeft om te bloeien als centra van productie en consumptie, van groot maatschappelijk belang. Dit hoofdstuk laat zien dat de baten

1 Dit hoofdstuk is deels gebaseerd op De Groot e.a. (2010), waarin op onderdelen een uitgebreidere verantwoording van de resultaten is terug te vinden. Zie <http://www.cpb.nl/stadenland> voor meer achtergrondmateriaal. We zijn dank verschuldigd aan Maarten Allers, Free Huizinga en de editors van deze preadviezen voor nuttig commentaar en suggesties bij een eerdere versie van deze bijdrage.

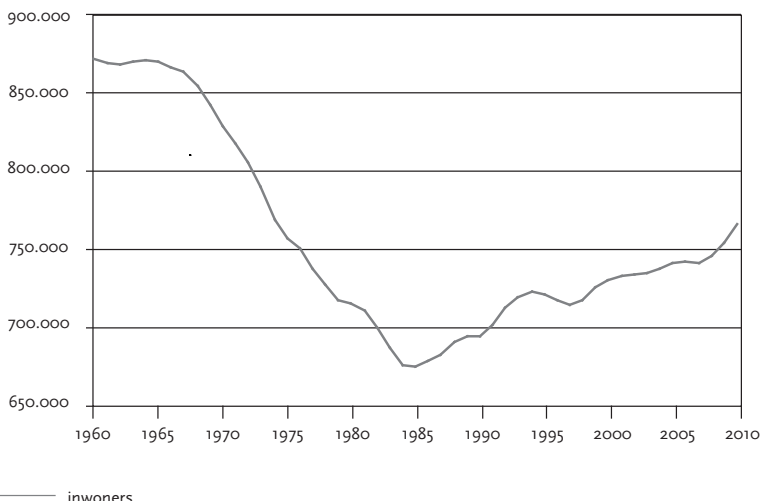
van dergelijk beleid terechtkomen in de grondprijs. Grondprijzen vormen daarmee een belangrijke basis en bron van informatie voor een *evidence based* lokaal beleid. Op basis van een eenvoudig stedelijk-economisch denkkader betogen wij dat de grondwaarde bovendien een zeer geschikte bron van financiering is voor lokale overheden.

### De stad is terug

Waar veel wordt geogost, is landbouwgrond duur. Deze economische wijsheid kan worden toegeschreven aan David Ricardo die reeds in 1817 stelde dat: 'Corn is not high because a rent is paid, but a rent is paid because corn is high'. Analoog hieraan geldt dat waar mensen graag willen wonen, de grond onder woningen veel waard is. Het zijn niet de grondprijzen die de woningprijzen dicteren, maar de populariteit van de woning en de aantrekkelijkheid van haar omgeving die de grondprijs bepaalt. In tegenstelling tot wat beleidsmakers vaak denken, zijn hoge grond- en huizenprijzen geen probleem voor een stad, maar zijn zij juist een indicatie dat het goed gaat. En het gaat goed met veel steden in Nederland. Maar dat is wel eens anders geweest.

In de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw was in Nederland sprake van een suburbanisatiegolf: het platteland won ineens terrein ten opzichte van de stad. Omdat steeds meer mensen zich een auto konden permitteren, konden steeds meer mensen zich een groter huis in een groene omgeving op grotere afstand van het werk in de stad veroorloven. Bovendien liep de werkgelegenheid in bijvoorbeeld de scheepsbouw in Amsterdam Noord met rasse schreden terug. En steden als Tilburg, Enschede en Helmond werden geconfronteerd met complexe transformaties ten gevolge van het wegtrekken van de textielindustrie onder invloed van globalisering. De grote steden in

234



Figuur 1: Bevolkingskrimp en groei in Amsterdam, 1960-2010

Nederland verloren in die tijd soms wel een kwart van hun bevolking (zie ter illustratie figuur 1 voor Amsterdam).

Het is dan ook niet verwonderlijk dat velen dertig jaar geleden dachten dat het gedaan was met de stad, dat iedereen uiteindelijk in een veilige, groene omgeving zou willen wonen, en dat de stad verpauperd zou achterblijven. De opkomst van de computer in de jaren tachtig van de vorige eeuw, gevolgd door de ICT-revolutie, leken daar nog een schepje bovenop te doen. Nu iedereen gemakkelijk thuis kon werken en vanachter zijn computer kon winkelen, zou er echt niemand meer zijn die nog genoeg zou willen nemen met een kleine etagewoning driehoog-achter zonder tuin en met als enige aantrekkelijkheid de directe nabijheid van werk, winkels en kroegen. Een volksverhuizing naar Drenthe en Zeeland werd voorspeld. De steden zouden nog verder leeglopen en verpauperen. De grondprijzen in de stad zouden verder dalen en de wereld zou afplatten (cf. Friedman, 2005).

Niets is minder waar gebleken. Figuur 1 illustreert dit voor de bevolkingsontwikkeling van Amsterdam. Zowel wat betreft woon- als werklocatie heeft de stad een sterke omslag gekend in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw. En vergelijkbare ontwikkelingen zien we in de meeste historische steden in Nederland. Zo maakte Den Haag een ontwikkeling door van ruim 600.000 inwoners in 1960 via 440.000 in 2000 naar 500.000 nu. Mensen wilden blijkbaar weer in de stad wonen. Meer en meer verkozen ze een klein en duur tweedehands huis in een onveilige stedelijke omgeving boven een Saksische boerderij op de hei in Drenthe of een groot nieuw huis in Almere. Edward Glaeser noemt dat *The paradox of urban triumph*: afnemende transportkosten in combinatie met toenemende bevolkingsdichtheid.

### Grondprijzen in kaart

Publieke informatie over grondprijzen is niet systematisch voorhanden. Via hedonische prijsanalyses waarin de prijs van een woning verklaard wordt uit kenmerken van de woning en van haar omgeving kan desalniettemin een inschatting van de ruimtelijke variatie in grondprijzen worden gemaakt. Hedonische prijsregressies leveren ons immers informatie over de impliciete prijs van attributen van woningen, waaronder de perceeloppervlakte. In De Groot e.a. (2010) zijn grondprijzen op PC-4 niveau bepaald als de bijdrage van de laatste vierkante meter van het perceel aan de woningprijs.<sup>2</sup> De onderliggende gegevens hebben betrekking op door de NVM vastgelegde woningtransacties in de periode 1985–2007. Prijzen zijn uitgedrukt in constante prijzen van 2007. Het resultaat is weergegeven in figuur 2. Omljnd zijn de 22 Groot Stedelijke Agglomeraties (GSA) die het CBS heeft gedefinieerd. In deze stedelijke gebieden woont ongeveer 50% van de Nederlandse bevolking.

2 Zie De Groot (2011) voor meer informatie over de wijze waarop grondprijzen zijn bepaald.

## Grondprijzen

- 2.000 tot 3.600
- 1.000 tot 2.000
- 500 tot 1.000
- 250 tot 500
- 100 tot 250
- 50 tot 100
- 25 tot 50
- 0 tot 25



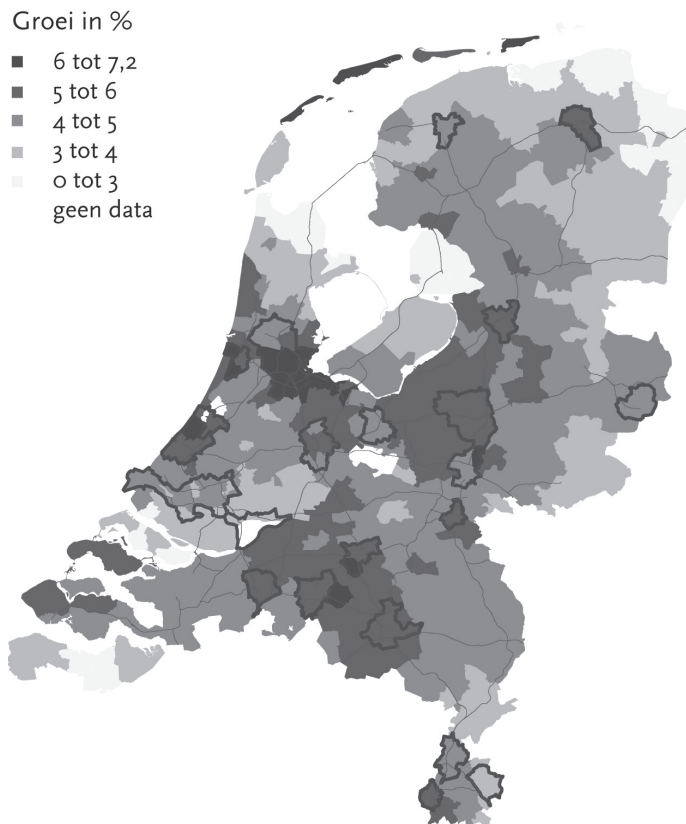
236

Figuur 2: Grondprijzen in Nederland lopen sterk uiteen (PC-4 niveau, prijspeil 2007)

Uit deze figuur blijkt een enorme variatie in grondprijzen: grond onder de duurste woonplek in de stadscentra is ruim tweehonderd keer zo duur als grond onder de goedkoopste woonplek in het landelijke gebied van Groningen. Blijkbaar is lokatie heel belangrijk, want mensen willen er grif voor betalen. De GSA's kennen overduidelijk hogere grondprijzen dan het niet-GSA gebied. Daarnaast zijn grondprijzen in de GSA's in de Randstad hoger dan grondprijzen in de GSA's in de rest van het land. Om een gevoel voor de orde van grootte te geven: in de GSA Amsterdam is de gemiddelde grondprijs ruim 700 euro, in Utrecht een kleine 400 euro, in de GSA's als Arnhem, Tilburg en Leeuwarden rond de 200 euro en in Heerlen en Geleen/Sittard slechts 100 euro. Grondprijzen in sterk verstedelijkte gebieden zijn hoger dan die in meer perifere stedelijke gebieden en op het platteland. Ook binnen de steden bestaan grote verschillen. In de meeste Nederlandse steden is de vierkantemeterprijs voor een woning in het centrum hoger dan voor een woning in de buitenwijken wat helemaal in lijn is met theoretische inzichten uit de *urban economics* literatuur.

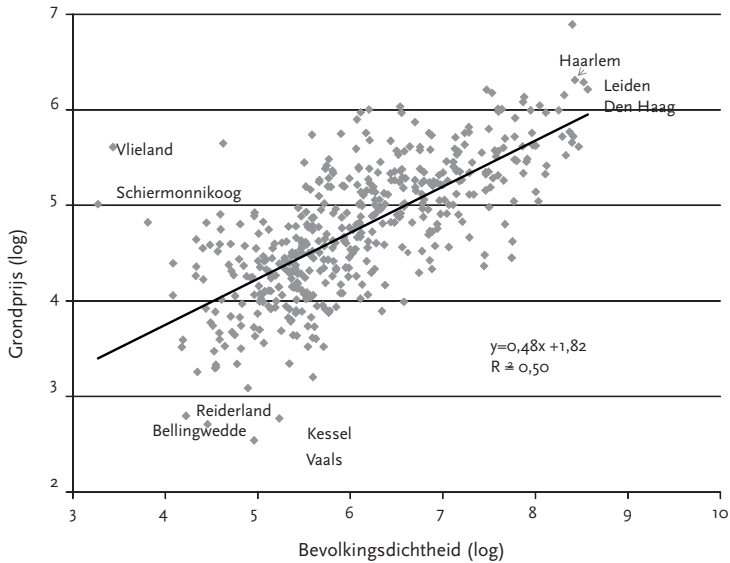
Het toegenomen belang van steden blijkt uit de ontwikkeling van reële huizenprijzen over de tijd in figuur 3. De trends in deze figuur reflecteren de verschillen in reële stijging van huizenprijzen na correctie voor kenmerken van de woning. Ze zijn samengesteld uit een reële stijging van de waarde van de opstal en van de grond. De regionale verschillen in prijsstijging zijn vooral het gevolg van variatie in de ontwikkeling van grondprijzen omdat de waarde van de opstal wordt bepaald door de bouwkosten. Die zijn overal in het land ongeveer gelijk. De ontwikkeling van de grondprijzen loopt daardoor nog veel sterker uiteen dan die van de woningprijzen die hier zijn afgebeeld.

Ten opzichte van Noordoost-Groningen zijn de huizenprijzen in Amsterdam tussen 1985 en 2007 meer dan verdubbeld, en voor de grondprijzen zijn deze verschillen dus nog groter. In de Noordvleugel van de Randstad was de waardestijging groter dan in de Zuidvleugel. Ook in de Brabantse stedendriehoek Breda-'s-Hertogenbosch-Eindhoven en de binnensteden van Maastricht, Groningen, en Den Haag zijn de prijzen sterk gestegen. Kortom:



Figuur 3: Huizenprijzen meer gestegen in stedelijk gebied

het belang van lokatie is in de afgelopen twintig jaar allesbehalve kleiner geworden: de stad is terug.<sup>3</sup>



238

Figuur 4: Mensen betalen voor dichtheid

Figuur 4 toont ten slotte de relatie tussen grondprijs en dichtheid op gemeentenniveau. Hier is natuurlijk sprake van een tweezijdige relatie. Hoge grondprijzen prikkelen huishoudens en vastgoedontwikkelaars om een hogere dichtheid te realiseren door precelen kleiner te maken en meer woningen op elkaar te stapelen. Een dergelijk patroon zien we overduidelijk terug in de data. In een ruimtelijk evenwicht moet daar echter iets tegenover staan. Waarom zijn huishoudens bereid om de hogere prijs te betalen? Exogene verschillen in aantrekkelijkheid kunnen misschien een deel verklaren zoals nabijheid tot de zee, maar de hogere dichtheid brengt blijkbaar zelf ook voordelen met zich mee – de voordelen waarnaar doorgaans wordt verwezen als *agglomeratievoordelen*.

### Wat verklaart de grondprijs?

De variatie in grondprijzen is in tabel 1 verklaard aan de hand van een beperkt aantal factoren, uitgesplitst naar de productie- en de consumptiekant (zie Marlet, 2009, voor meer informatie over de gebruikte variabelen). In de eerste categorie vallen het bruto uurloon en de bereikbaarheid van banen

<sup>3</sup> Overigens hebben zich ook opvallend grote prijsstijgingen voorgedaan in recreatiegebieden, zoals de Veluwe en de Waddeneilanden, hetgeen consistent is met het toegenomen belang van consumptiemotieven in lokatiekeuze.

Tabel 1: Werk en voorzieningen bepalen ieder ongeveer de helft van de variatie in grondprijzen (afhankelijke variabele grondprijs per m<sup>2</sup> op PC-4 niveau)

Verklarende variabele	Gemiddelde over de periode 1985-2007	Verklaarde variantie (zonder covariantie)	Verklaarde variantie (met covariantie)
Bruto loon per uur (in €)	6.43**	1%	1%
Bereikbaarheid banen per auto, met filecorrectie (in duizenden banen)	0.18**	13%	25%
Bereikbaarheid banen per OV (in duizenden banen)	0.09**	3%	6%
Nabijheid station	67**	1%	2%
Nabijheid natuur (bereikbaarheid van natuurgebieden)	0.15**	2%	4%
Nabijheid stadspark (oppervlakte park in de wijk)	213**	1%	3%
Ligging aan zee (wijk grenst aan zee)	74**	1%	3%
Historische binnenstad (aantal Rijksmonumenten per honderdduizend woningen in de gemeente)	1.70**	4%	8%
Ligging binnen de grachtengordel van Amsterdam (0-1 variabele)	1491**	0%	0%
Nabijheid cultureel aanbod (bereikbaarheid van uitvoering in de podiumkunsten)	0.16*	4%	7%
Nabijheid culinair aanbod (bereikbaarheid van kwalitatieve horeca)	6.63**	1%	2%
Nabijheid winkels voor mode en luxe artikelen (bereikbaarheid van winkels voor funshopping)	0.71**	6%	11%
Verschraling (afstand tot voldoende winkels voor alle dagelijkse boodschappen)	- 7.73**	2%	3%
Overlast, verloedering en onveiligheid (aandeel van de bevolking dat last heeft van overlast, verloedering en onveiligheid)	-1.14*	1%	2%
<b>Totale verklaarde variantie</b>		<b>41%</b>	<b>77%</b>

Noten: \*\* betekent statistisch significant bij meer dan 99% betrouwbaarheid, en \* statistisch significant bij meer dan 95% betrouwbaarheid. Prijsbasis jaar 2007. Aantal observaties is gelijk aan 2329. Bronnen: grondprijzen, eigen berekening op basis van NVM. Overige data: Atlas voor gemeenten.

per auto en per OV. Het loonniveau in een gemeente is gecorrigeerd voor verschillen in persoonskenmerken. Variatie in lonen reflecteert daarmee de plaatsgebonden bonus die werknemers kunnen verdienen op bepaalde lokaties en is daarmee gecorrigeerd voor sorteereffecten die maken dat in

bepaalde gebieden bepaalde soorten mensen clusteren.<sup>4</sup> De coëfficiënt is 6,43. Een euro extra loon gaat dus samen met 6,43 euro meer grondwaarde per vierkante meter.

Daarnaast biedt ook de variëteit aan banen een verklaring voor de grondprijzen. Het gaat daarbij niet uitsluitend om het werk in de directe woonomgeving, maar om de bereikbaarheid van werk, binnen acceptabele reistijd, vanuit de woonlocatie. Uit de regressieanalyse volgt een coëfficiënt van 0,18 voor de bereikbaarheid van werk per auto. De bereikbaarheid van werk is uitgedrukt in aantallen banen in duizenden. Dat betekent dat als op een bepaalde woonlocatie duizend banen meer binnen acceptabele reistijd komen te liggen, de grondprijzen daar naar verwachting 0,18 euro per vierkante meter hoger zullen zijn. Overigens zijn vanuit veel woonlocaties in de Randstad meer dan één miljoen banen binnen acceptabele tijd te bereiken. Het teruggedringen van files kan zomaar leiden tot een plus van honderdduizenden banen en een navenante grondprijsstijging. Ook de bereikbaarheid van werk met het OV hangt samen met de grondprijzen, alleen is het effect kleiner (0,09). Omdat voor- en natransport voor reizen met het OV erg belangrijk is, biedt de nabijheid van een station een extra verklaring voor de grondprijzen. Een station in de buurt leidt gemiddeld tot een grondprijs die 67 euro per vierkante meter hoger ligt dan in een wijk zonder station.

240

Van de factoren die te maken hebben met de consumptiekant hangt vooral de nabijheid van concerten en theatervoorstellingen sterk samen met de grondprijs op een woonlocatie. De nabijheid van cultuur is gemeten door vanuit iedere woonlocatie het binnen acceptabele reistijd te bereiken aantal uitvoeringen in de podiumkunsten te tellen. De coëfficiënt van 0,16 betekent dat 100 extra concerten of theatervoorstellingen (per jaar), binnen acceptabele reistijd vanuit de woning, gemiddeld leiden tot zestien euro extra grondwaarde per vierkante meter op die woonlocatie. Het effect van cultuur blijkt zich vooral te doen gelden in steden, en dan met name in Amsterdam. Op dezelfde wijze als voor het culturele aanbod is ook de nabijheid van winkels voor mode en luxe artikelen en de nabijheid van kwaliteitsrestaurants berekend. Ook die voorzieningen in de buurt verhogen de grondwaarde op een woonlocatie. De interpretatie van de coëfficiënten is hetzelfde als bij het culturele aanbod.

Naast het aanbod van voorzieningen is ook de ligging van belang. De aanwezigheid van een historische binnenstad (afgemeten aan het aantal rijks-

4 Het valt buiten het bestek van deze bijdrage om in te gaan op de wijze waarop deze voor persoonskenmerken gecorrigeerde lonen zijn bepaald. Voor de empirische studie die de ruimtelijke variatie in lonen verklaart uit enerzijds persoonskenmerken en anderzijds agglomeratie-effecten aan de productiezijde die aan deze gecorrigeerde lonen ten grondslag ligt verwijzen we naar Groot e.a. (2011).



monumenten) biedt een aanvullende verklaring voor de grondprijzen. De interpretatie is dan dat honderd extra monumentale panden in een stad met honderdduizend woningen, de grondwaarde op alle woonlocaties in die stad met gemiddeld 1,70 euro verhogen. Ligging binnen de Amsterdamse grachtengordel levert nog een extra bonus op van bijna 1.500 euro per vierkante meter grond. Ook de nabijheid van natuurgebieden zorgt voor hogere grondprijzen. Naast een stadspark in de buurt willen mensen in steden ook natuur op acceptabele afstand van hun woning hebben. De nabijheid van natuurgebieden is op dezelfde wijze berekend als bij cultuur, alleen nu in hectares, en gewogen naar soort 'natuur' (bos, water, weideland, etc.). Dit wordt dan geïnterpreteerd dat als er honderd hectare natuur extra binnen acceptabele reistijd vanuit de woning ligt, de grond op die woonlocatie gemiddeld 15 euro duurder is. Daarbovenop is de grond in wijken die aan de Noordzeekust grenzen, gemiddeld zo'n 75 euro per vierkante meter duurder dan grond meer landinwaarts.

Het wonen in de stad heeft niet alleen maar voordelen. Overlast, verloedering en onveiligheid enerzijds en verschraling van het voorzieningenniveau anderzijds blijken ook een rol te spelen in het verklaren van verschillen in grondprijzen. In onze empirische analyse vormen overlast, verloedering en onveiligheid een gecombineerde index van tien relevante indicatoren die is uitgedrukt in het aandeel van de bevolking in de wijk dat last heeft van die problemen. Die indicator hangt samen met lagere grondprijzen; als één procent van de bevolking in een wijk extra last heeft van dergelijke leefbaarheidsproblemen in de buurt leidt dat gemiddeld tot 1,14 euro per vierkante meter lagere grondprijzen. Verschraling van voorzieningen is gemeten als de afstand die mensen vanuit hun woning moeten afleggen om al hun dagelijkse boodschappen te kunnen doen. Hoe groter die afstand, hoe meer er sprake is van verschraling van voorzieningen. Als de afstand voor het doen van die dagelijkse boodschappen – bijvoorbeeld door het sluiten van de bakker in de buurt – één kilometer groter wordt, kost dat de wijk gemiddeld 7,73 euro per vierkante meter grond. We zien hier voor een deel de effecten van krimp en achteruitgang van voorzieningenniveau's gekwantificeerd.

In tabel 1 zijn ook de bijdragen van de verschillende factoren aan de verklaring van de variatie in grondprijzen weergegeven. In de eerste kolom is louter gekeken naar de bijdrage van de individuele variabelen onafhankelijk van de andere factoren, in de tweede kolom is ook rekening gehouden met de samenhang met andere factoren. Als alle factoren in statistische zin onafhankelijk van elkaar zijn, dan zijn beide kolommen gelijk. Als alle factoren perfect met elkaar samenhangen, dan is het getal in de tweede kolom twee keer zo groot als het getal in de eerste kolom. Dat laatste is bijna overal het geval. Dat stemt overeen met de theoretische verwachtingen. Als op een bepaalde plaats een economisch draagvlak voor de ene voorziening is, dan is er tegelijkertijd ook draagvlak voor allerlei andere voorzieningen, of het nu gaat om

theaters of om een hoofdkantoor met veel banen. Steden zijn dus plaatsen waar tal van voorzieningen clusteren.

Opgeteld blijkt dat de productiekant (loon, bereikbaarheid per auto, per OV plus nabijheid station) 34% verklaart van de verklaarde variatie van 77%. Voorzieningen (cultureel en culinair aanbod, luxe en dagelijkse winkels) verklaren 22% van de verklaarde variatie en ligging (nabijheid natuur, parken en zee, monumenten) verklaart 18%. Samen verklaren de consumptiefactoren dus 40%.<sup>5</sup> Grosso modo dragen de productie- en de consumptiekant ongeveer evenveel bij aan de verklaring van grondprijverschillen. Maar binnen de stad domineert de consumptiekant, omdat de productiekant breder gespreid is over de steden en het directe ommeland.

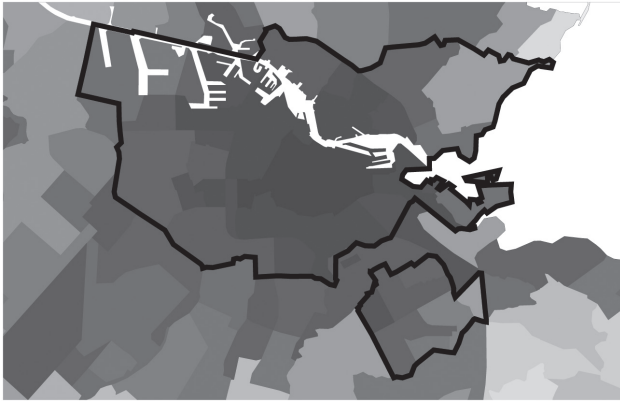
De resultaten laten zien dat de stad is geëvolueerd van een productiestad naar een consumptiestad. Stedelijke centra zijn niet langer alleen maar centra van werk. Veel bedrijven zijn in de jaren zestig en zeventig van de vorige eeuw – en in navolging van huishoudens – verhuisd naar de randen van de stad. De binnensteden zijn veranderd in centra van consumptie, met een groot aanbod aan winkels, horeca en cultuur. Stedelijke centra zijn de laatste jaren weliswaar aantrekkelijker geworden, maar om andere redenen dan in het verleden. De figuren 5 en 6 geven een illustratie van die transitie. De bereikbaarheid van banen vanuit woonlocaties in het centrum van Amsterdam is niet beter dan vanuit woonlocaties aan de randen van de stad, maar de bereikbaarheid van (culturele) voorzieningen is voor de inwoners in of nabij het centrum van de stad wel groter dan daarbuiten.

242



Figuur 5: Bereikbaarheid van banen vanuit wijken in Amsterdam

5 Dat roept vervolgens de vraag op welk deel van het grondwaardesurplus toegekend kan worden aan gemeentelijk beleid. De nabijheid tot een station, het aanbod van cultuur en de nabijheid tot stadsparken tellen op tot 12% van de verklaarde variantie. Dit zou echter een behoorlijke onderschatting kunnen zijn, omdat de meeste andere factoren ook beïnvloed worden door het beleid van de gemeente.



Figuur 6: Bereikbaarheid van culturele voorzieningen vanuit wijken in Amsterdam

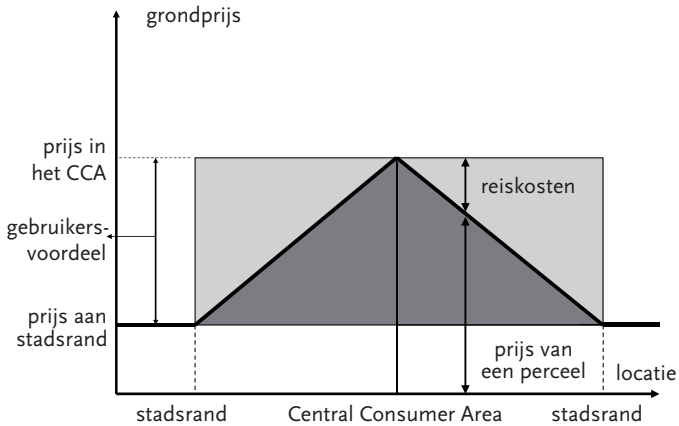
### De monocentrische stad: een denkkader

Uit de empirie blijkt overduidelijk dat de concentratie van mensen en banen in steden voordelen met zich meebrengt, die maken dat mensen er graag willen wonen. Het traditionele model voor de monocentrische stad beschrijft het effect van een lokaal productievoordeel op grondprijzen en dichtheden in de omgeving, onder de vereenvoudigende aanname dat alle banen zich in het Central Business District (CBD) in het midden van de stad bevinden. Nabijheid tot dat CBD bespaart reistijd en maakt dat mensen bereid zijn relatief veel te betalen voor een woning in de buurt van het CBD.<sup>6</sup> De hoge grondprijs in de directe omgeving van het CBD maakt dat mensen daar kleiner wonen, dat er veel hoogbouw is, en dat de huizen en percelen er kleiner zijn.

Het is niet moeilijk om het model voor de monocentrische stad aan te passen, zodat het de effecten van voordelen in consumptie op grondprijzen en dichtheden beschrijft. In dit geval wordt het centrum gevormd door een Central Consumer Area (CCA), waarin een publiek goed wordt aangeboden. Het kost mensen niets om van dit goed gebruik te maken, maar de waardering ervoor neemt af naarmate ze er verder voor moeten reizen. Figuur 7 illustreert een dergelijke consumptiestad. In de figuur is de afstand tot het CCA (op de horizontale as) afgezet tegen de grondprijzen (op de verticale as). Deze grondprijzen zorgen ervoor dat iedereen in een ruimtelijk evenwicht overal even goed af is. Tegenover het voordeel van nabijheid tot voorzieningen in het CCA staat dus het nadeel dat wonen in het centrum van de stad duurder is dan wonen op het platteland. Het grondprijzverschil geeft zo precies de betalingsbereidheid voor het gebruik van het publieke goed weer. Dit is het bedrag dat een huishouden dat van het platteland naar het stadscentrum verhuist ervoor op wil geven. Een huishouden

6 Dat effect kan verder versterkt worden wanneer mensen in gebieden met een hoge banendichtheid een relatief hoog loon kunnen verdienen ten gevolge van agglomeratievoordelen aan de productiezijde (cf. Groot e.a., 2011).

dat verder van het CCA af woont, moet een korting op de grondprijs krijgen ter waarde van de reiskosten. Aan de stadsrand is de waardering voor het publieke goed precies gelijk aan de reiskosten, zodat het bezoek er aan niet meer loont.



Figuur 7: Grondprijzen in de monocentrische consumptiestad

244

Het totale surplus van de stad wordt gegeven door de som van de licht- en donkergrijze vlakken in figuur 7 en is gelijk aan de betalingsbereidheid voor de publieke voorziening (verticaal) vermenigvuldigd met de totale bevolking (horizontaal, van de linker tot de rechter stadsrand). Het deel van dit surplus dat opgaat aan reiskosten komt overeen met de lichtgrijze vlakken. De totale netto baten van het publieke goed – het totale gebruikersvoordeel minus de reiskosten naar het CCA – moet dan gelijk zijn aan de donkergrijze vlakken. Deze donkergrijze vlakken geven het totale grondwaardesurplus van de stad ten opzichte van het platteland weer. De netto baten van de stad zijn dus gelijk aan het grondwaardesurplus: ze kapitaliseren volledig in grondprijzen. Dit resultaat, dat berust op aannamen zoals identieke voorkeuren en kosteloze mobiliteit, impliceert dat de schattingsresultaten uit tabel 1 inzicht geven in de maatschappelijke waarde van lokale voorzieningen zoals openbaar vervoer, cultuur of open ruimte.

Een andere consequentie van het kapitaliseringsresultaat is dat de doelstelling van een welwillende lokale overheid overeenkomt met die van een private stadsontwikkelaar, die alle benodigde grond van landbouwers opkoopt voor een prijs die gelijk is aan de waarde in landbouwproductie en deze na creatie van het publieke goed tegen opbod onder huishoudens veilt. De welwillende lokale overheid zou in het publieke goed investeren totdat de maatschappelijke baten (dat wil zeggen: de som van de baten van alle individuele gebruikers) gelijk zijn aan de marginale kosten ervan. Deze regel voor het optimale investeringsniveau in publieke goederen danken we aan Paul Samuelson (Samuelson, 1954), de eerste Amerikaanse econoom aan wie de Nobelprijs voor de economie werd toegekend. De private ontwikkelaar investeert totdat de toename in grondop-

brengrst als gevolg van een extra investering gelijk is aan de marginale kosten. Echter, vanwege kapitalisatie komen de maatschappelijke baten van een extra investering precies overeen met deze stijging in opbrengsten.

De winst van een private stadsontwikkelaar bestaat uit het verschil tussen de opbrengsten van de geveilde stedelijke grond en de kosten die voortkomen uit het opkopen van landbouwgrond en de aanschaf van het lokale publieke goed. Als het grondwaardesurplus de uitgaven aan het publieke goed overstijgt, maken de ontwikkelaars winst en is het lucratief om een nieuwe stad te bouwen. In een marktevenwicht maakt de ontwikkelaar van een nieuwe stad geen winst, omdat het verschil tussen de totale opbrengst van stedelijke grond en de landbouwwaarde van deze grond gelijk is aan de kosten van het publieke goed. Dit zogenaamde Henry George Theorema is vernoemd naar de negentiende eeuwse econoom en goudzoeker, die vurig pleitte voor de confiscatie van het gehele grondwaardesurplus als 'enige belasting' voor de financiering van overheidsbeleid. Private ontwikkelaars hebben dus niet alleen de juiste prikkels om een optimaal aanbod van publieke voorzieningen te leveren, de grondmarkt biedt ze hiervoor ook de benodigde middelen.

### Financiering van de lokale overheid

Het monocentrische stadsmodel geeft een eenvoudig antwoord op de vraag hoe lokale overheden gefinancierd moeten worden: schrap alle uitkeringen van de rijksoverheid en laat gemeenten het volledige grondwaardesurplus afromen. Dit geeft ze immers de juiste prikkels: gemeenten zouden net zoveel in publieke voorzieningen investeren totdat aan de Regel van Paul Samuelson voldaan is. Het Henry George Theorema zou rijksuitkeringen overbodig maken. Voorwaarde is wel dat de reikwijdte van publieke voorzieningen samenvalt met gemeentegrenzen. Als omliggende gemeenten mee profiteren, dan vraagt dat in dit raamwerk om gemeentelijke herindeling.

Ook in de literatuur over fiscaal federalisme, zoals besproken in overzichtsartikelen van Oates (1999, 2005), wordt ingegaan op de vraag hoe taken en belastingen over de verschillende overheidslagen verdeeld moeten worden. Hoewel deze literatuur veel verder gaat dan het simpele monocentrische model dat in deze bijdrage besproken is, lijkt er een redelijke consensus te bestaan over de wenselijkheid van het financieren van lokale voorzieningen uit een belasting op onroerend goed. Wanneer een lokale overheid de kosten van voorzieningen af kan wentelen op andere overheidslagen, ontstaan prikkels om te veel te spenderen. Daarom heeft een lokale belasting de voorkeur, en dan bij voorkeur op niet-mobiele factoren zoals onroerend goed om verstoringen van lokatiekeuze te voorkomen. Een lokale belasting op arbeid zou werknemers en bedrijven immers weggagen. Zo komt de onroerendgoedbelasting in beeld als praktisch uitvoerbaar instrument. Een belasting op het grondwaardesurplus kan in de praktijk immers moeilijk gerealiseerd worden, onder meer omdat grond en opstal niet op gescheiden markten verhandeld worden.

Tegelijkertijd wordt in deze literatuur ook een rol voor uitkeringen van de centrale overheid onderkend. Hiervoor worden uiteenlopende redenen genoemd. Zo kunnen zogenaamde *matching grants* gemeenten prikkelen om voldoende te investeren in voorzieningen die ook door inwoners van aangrenzende gemeenten gebruikt worden. Herverdeling en macro-economisch beleid, die typisch als een taak van hogere overheden worden gezien, leiden ook tot overdrachten tussen overheidslagen. Verschillen in aantrekkingskracht hebben niet alleen te maken met investeringen van lokale overheden, maar ook met exogene factoren zoals die eerder in deze bijdrage zijn samengebracht onder de noemer 'ligging'. *Equalizing grants* compenseren dit soort lokatie voor- en nadelen. Een ander argument is dat rijksuitkeringen een verzekering vormen tegen lokatie-specifieke schokken. In de praktijk spelen uitkeringen van hogere overheden doorgaans dan ook een substantiële rol in lokale overheidsfinanciën.

In de Nederlandse context speelt daarnaast het zogenoemde medebewind een belangrijke rol. Als het Rijk, om welke reden dan ook, een uniform niveau van een bepaalde voorziening wil realiseren en de uitvoering hiervan bij de gemeente legt, ligt financiering middels een kostendekkende specifieke uitkering voor de hand (Boorsma en Allers, 2006). Immers, ook wanneer de centrale overheid de kosten van een *de facto* nationale voorziening af kan wentelen op andere overheidslagen, ontstaan prikkels om te veel te spenderen.

246

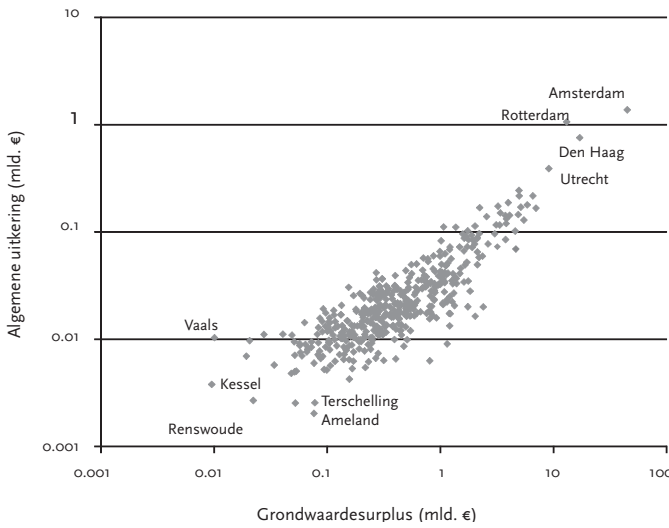
### Lokale overheidsfinanciën in Nederland

Welke rol speelt grondwaarde in de Nederlandse gemeentelijke financiën? Tabel 2 laat zien dat de OZB momenteel nog geen tien procent uitmaakt van gemeentelijke inkomsten, terwijl meer dan de helft direct van het Rijk afkomstig is (zie ook Bos, 2010). Hiermee is de financiering van lokale overheden in Nederland vanuit internationaal perspectief bijzonder sterk gecentraliseerd (Bergvall e.a., 2005). Zoals de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid het twintig jaar geleden al formuleerde: 'Er bestaan nauwelijks voorbeelden van landen waar de financiële verhouding tussen de verschillende overheidslagen zo is gecentraliseerd als bij ons.' (WRR, 1990, p. 25).

Tabel 2: Lokale belastingen beslaan nog geen 10% van gemeentelijke inkomsten

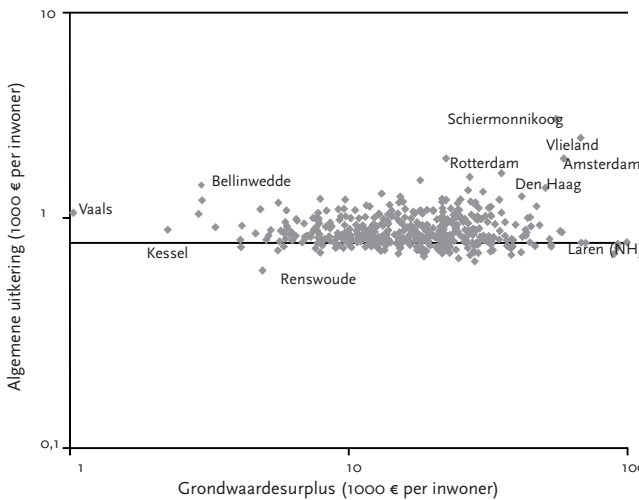
Inkomsten van gemeenten	Duizenden euro per inwoner	Aandeel van totaal (%)
Uitkering gemeentefonds	1,1	37
Doeluitkeringen van het Rijk	0,8	27
w.v. bijstand, wsw e.d.	0,6	20
wonen en infrastructuur	0,2	6
Belastingen	0,3	9
Verkopen en inkomen uit vermogen	0,8	27
<b>Totaal</b>	<b>2,9</b>	

Bron: CBS, cijfers 2009.



Figuur 8: Algemene uitkering correleert sterk met grondwaardesurplus

Figuur 8 verkent de samenhang tussen het grondwaardesurplus (horizontale as) en de Algemene Uitkering (verticale as), waarbij van beide variabelen de logaritme is genomen. De correlatie lijkt bijzonder sterk: een toename van het grondwaardesurplus met 10% gaat gepaard met een toename van de Algemene Uitkering van ongeveer 6%. In figuur 9, waarin beide variabelen zijn gedeeld door het aantal inwoners per gemeente, verdwijnt deze associatie nagenoeg volledig. De correlatie wordt blijkbaar gedreven door bevolkingsomvang. Twee gemeenten met hetzelfde aantal inwoners krij-



Figuur 9: Correlatie algemene uitkering en grondwaardesurplus wordt gedreven door inwonertal

gen gemiddeld genomen dezelfde uitkering, ook als grondprijzen in de ene gemeente veel hoger zijn dan in de andere. Verevening is waarschijnlijk een belangrijk mechanisme achter deze bevinding: als de waarde van het vastgoed in een gemeente toeneemt, wordt ruim zeventig procent van de gestegen belastinggrondslag afgeroomd (Allers, 2011).

Hieruit blijkt dat de Algemene Uitkering niet dezelfde prikkels genereert als financiering uit het grondwaardesurplus. Een verbetering van het voorzieningenniveau trekt nieuwe inwoners aan en doet hiermee de gemeentelijke inkomsten stijgen, mits het ruimtelijke ordeningsbeleid de toegenomen woningvraag accommodeert. Gemeenten hebben echter geen prikkel om beleid te voeren dat het grondwaardesurplus per hoofd van de bevolking verhoogt. Hiermee verdwijnt de ruimte voor differentiatie tussen dure gemeenten waarin per inwoner veel wordt uitgegeven aan voorzieningen, en gemeenten met lage grondprijzen en een meer basaal voorzieningenniveau. Verdelende rechtvaardigheid is troef.

Tabel 2 bevat ook een relatief grote post verkopen en inkomen uit vermogen. Hoewel duidelijke cijfers hierover helaas ontbreken, mag er van worden uitgegaan dat gemeentelijke grondbedrijven een substantiële bijdrage leveren aan deze post. Hier speelt grondwaarde dus wel een rol, maar het gaat dan alleen om de waarde van grond die ontwikkeld wordt. Voorzover de externe effecten van investeringen allemaal binnen het ontwikkelde gebied terecht komen geeft dit goede prikkels. Het is echter denkbaar dat externe effecten van bijvoorbeeld het ontwikkelen van bedrijventerreinen ook in bestaand bebouwd gebied doorwerken. Een ander actueel voorbeeld is het bouwen van nieuwe huizen in krimpgemeenten, wat leidt tot leegstand in de bestaande woningvoorraad en daarmee geassocieerde overlast. Hiertegenover kunnen schaalvoordelen staan, zoals het toegenomen draagvlak voor voorzieningen. Omdat de waarde van reeds ontwikkelde grond nauwelijks op haar inkomsten van invloed is, heeft de gemeente geen financiële prikkel om hiermee rekening te houden.

Ten slotte merken wij op dat inkomsten uit het grondbedrijf in de praktijk mede bepaald worden door het ruimtelijke ordeningsbeleid. Waar niet gebouwd mag worden valt er voor het grondbedrijf weinig te verdienen, terwijl in gemeenten met een grote 'bouwopgave' vanuit het Rijk wel inkomsten in het verschiet liggen. Zo vindt Marlet (2003) dat de verdien capaciteit uit grondexploitatie op nieuwbouwlocaties verreweg het hoogst ligt in Almere terwijl een stad als Haarlem onderaan de ranglijst bungelt. Deze bron van gemeentelijke inkomsten lijkt weinig te maken hebben met verschillen in de kwaliteit van het lokale voorzieningenaanbod en prikkelt daarmee ook niet tot investeringen die de waarde ervan verhogen.

### **De decentralisatie van overheidstaken**

Een van de meest basale argumenten voor decentralisatie van overheidsbeleid is dat lokale overheden beter kunnen inspelen op lokale behoeften en betere



informatie hebben over de wensen van haar burgers. In de ene gemeente hebben mensen misschien liever een groot zwembad in de andere een mooie bibliotheek. Van het Rijk wordt een uniform beleid verwacht en bovendien zijn lokale overheden veel beter op de hoogte van de behoeften van hun inwoners, maar ook van wat het kost om hierin te voorzien. Een ander argument, naar voren gebracht door Brennan en Buchanan (1980), is dat competitie tussen lokale overheden disciplineert. De onderliggende aanname is dat overheden de neiging hebben om zichzelf zo groot mogelijk te maken. Mobiliteit van huishoudens en bedrijven beperkt de mate waarin lokale overheden hun onderdanen kunnen belasten, zonder daar op een efficiënte wijze de gewenste voorzieningen tegenover te plaatsen (zie ook Fischel, 2001).

Decentralisatie van overheidstaken kan echter ook nadelig uitpakken. Een van de grootste risicofactoren is het bestaan van zachte budgetrestricties. Wat doet het Rijk als een lokale overheid niet meer solvabel is? Faillissement is gecompliceerd en electoraal onacceptabel, dus wordt de lokale overheid uitgekocht. Voor een lokale overheid die dit ziet aankomen is de prikkel om aan haar budgetrestrictie te voldoen een stuk kleiner. Waarom bezuinigen als je weet dat het Rijk er uiteindelijk toch wel inspringt? Hier ligt een fascinerende analogie met de problemen waarmee Europa sinds enkele jaren kampt en die in belangrijke mate een gevolg zijn van het niet geloofwaardig zijn van de *no bail out* clause.

Het is op basis van theoretische overwegingen dus niet eenduidig te voorspellen of decentralisatie voor- of nadelig uit gaat pakken. Uit empirisch onderzoek komt echter wel een duidelijke boodschap naar voren: de kans op succes neemt toe als lokale overheden ook gefinancierd worden uit een lokale belastingbasis (zie het overzicht van Oates, 2005, en in het bijzonder Rodden, 2003). De disciplinerende werking van competitie tussen lokale overheden blijkt niet meer aanwezig als ze centraal gefinancierd worden, wellicht niet in de laatste plaats omdat inwoners nauwelijks een prikkel hebben om een oogje te houden op de financiën van hun gemeente als de rekening toch naar het Rijk gaat. Zo kan decentralisatie uiteindelijk zelfs in een grotere overheid resulteren. Het is verleidelijk om ook recent Nederlands onderzoek naar decentralisatie van de Bijstand in dit licht te interpreteren. Roelofs en Van Vuuren (2011) concluderen dat gemeenten hierop hebben gereageerd door bijstandsgerechtigden richting de Wajong te dirigeren, die nog steeds door het Rijk wordt gefinancierd. Daarom is het maar de vraag of decentralisatie in dit geval tot een meer efficiënte besteding van publieke middelen heeft geleid (los van de vraag of hier sprake is van een macro- of een lokaal risico).

Het voorbeeld van de decentralisatie van de Bijstand raakt ook aan een ander aspect: de decentralisatie van herverdelingsbeleid. Mobiliteit van huishoudens maakt het heel lastig om rijkere mensen in een gemeente te laten betalen voor steun aan armere mensen. In een gemeente met een genereus

herverdelingsbeleid zouden de rijken snel vertrokken zijn, zodat er geen belastingbasis meer overbleef voor de armenzorg. Dit probleem is verre van denkbeeldig. Uiteenlopende verschillen tussen arme en rijke gemeenten vormden voor de Nederlandse overheid in 1929 de belangrijkste reden voor de invoering van het gemeentefonds (zie Bos, 2010). Ook in de huidige Amerikaanse samenleving, waar beleid veel sterker gedecentraliseerd is dan hier, worden de discrepanties tussen arme en rijke gemeenten als een belangrijk nadeel ervaren.<sup>7</sup>

### Ruimtelijke herverdeling

Herverdeling lijkt dus een taak voor het Rijk en niet voor de lokale overheid. Maar moet het Rijk vervolgens inzetten op nivellering van inkomensverschillen tussen mensen, of op nivellering van inkomensverschillen tussen plekken? In de praktijk is plaatsgebonden herverdelingsbeleid een belangrijk onderdeel van overheidsuitgaven.<sup>8</sup> Het gaat hierbij niet alleen om steun voor relatief arme regio's in de vorm van bijvoorbeeld subsidies voor investeringsprojecten, maar ook om de herverdeling die ingebakken zit in het gemeentefonds door een gunstige belastingbasis af te straffen en voor een ongunstige lokatie te compenseren (zie bijvoorbeeld Allers, 2010). Financiering uit het grondwaardesurplus zou de verdeling van gemeentelijke inkomsten waarschijnlijk aanzienlijk schever maken.

De onderliggende vraag is wat er eigenlijk mis is met een scheve inkomensverdeling tussen gemeenten, als mensen mobiel zijn en zelf kiezen waar ze willen wonen. In zo'n wereld zou je namelijk verwachten dat iedereen overal even goed af is. Op plekken waar inkomens relatief laag zijn worden mensen dan blijkbaar gecompenseerd door aantrekkelijke eigenschappen van de omgeving of door de lagere grondprijs: anders zouden ze wel vertrekken. Zo vinden Vermeulen en Van Ommeren (2009) dat woningen goedkoper zijn in Europese steden met een hogere werkloosheid. Bovendien zou steun aan relatief arme gebieden leiden tot een toename in grondprijzen, waardoor huurders er niet beter van worden.<sup>9</sup> Hilber e.a. (2011) laten voor Engelse lokale overheden inderdaad zien dat rijksuitkeringen nagenoeg

7 Dit wordt deels gevoeld door de vrees voor negatieve externe effecten bij de ruimtelijke concentratie van achterstandsgroepen. Over de omvang van dit soort effecten is echter, zeker in de Nederlandse context, nog maar weinig bekend (Gerritsen en Reininga, 2011).

8 Voor een debat over *people versus place-based* beleid, ontsponnen naar aanleiding van het World Development Report (2009), verwijzen we naar Gill (2010) en Garcilazo e.a. (2010).

9 Dat steun aan achterliggende gebieden neerslaat in grondprijzen hoeft overigens niet te betekenen dat dit instrument onwenselijk is. Er wordt op deze manier namelijk wel een verzekering geboden tegen lokatiespecifiek vastgoedrisico dat, in elk geval voor individuele huishoudens, moeilijk is te diversifiëren. Incomplete verzekeringsmarkten zouden kunnen leiden tot onderinvestering in vastgoed.

volledig kapitaliseren in woningprijzen. Het lijkt er dus op dat het Rijk zich beter kan richten op het nivelleren van inkomensverschillen tussen mensen dan tussen plekken. Ed Glaeser (2011, p. 250) zegt hierover dat “... throwing resources at troubled firms or troubled cities is usually a terribly inefficient means of taking care of troubled people. Helping poor people is an appropriate task for government but helping poor places and poorly run business is not.”

De nuancering die echter bij deze redenering gemaakt moet worden is dat perfecte mobiliteit een sterke aanname is, zeker voor minder geprivilegeerde bevolkingsgroepen. In krimpgebieden zijn de jongere hoogopgeleiden typisch degenen die als eerste vertrekken, terwijl ouderen en mensen met minder kansen op de arbeidsmarkt achterblijven. Lokale binding die wordt gedreven door bijvoorbeeld culturele factoren of sociale netwerken, kan hierin een rol spelen. Op Europees niveau speelt dit nog sterker dan op nationaal niveau. Als mensen zich hechten aan hun omgeving, dan kunnen er wel degelijk ruimtelijke verschillen in welvaart ontstaan. Een subsidie van de centrale overheid hoeft dan niet volledig bij grondeigenaren terecht te komen (zie bijvoorbeeld Moretti, 2011).

### Ruimtelijke dynamiek als macro-economisch aanpassingsmechanisme

Steden hebben de afgelopen decennia een belangrijke *revival* doorgemaakt. Deze hangt nauw samen met de transformatie van een industriële naar een dienstensamenleving, waarin *face to face* contact van groot belang is. Dat fenomeen manifesteert zich in oplopende grondprijzen in met name steden die aantrekkelijk zijn voor hoogopgeleiden. Verstandig ruimtelijk beleid gaat mee met de stroom om deze fundamentele transformatie te faciliteren. Hiermee kan een basis worden gelegd voor een gezonde lange termijn economische ontwikkeling.<sup>10</sup> Het belemmeren van dit aanpassingsmechanisme is een prijs die we betalen voor de voor ons land zo kenmerkende verdelende rechtvaardigheid in ruimtelijk beleid, en de financiering van lokale overheden. Het is een prijs die zeker in tijden van krimp extra voelbaar is en meer dan ooit noopt tot heroverweging.

<sup>10</sup> Zie Stiglitz (2011) voor een vergelijkbaar argument gebaseerd op lange termijn structurele transformaties en gevolgen voor de macro-economie.

## Referenties

- Allers, M.A. (2010), Gemeentefonds verevent minder dan gedacht. *Economisch Statistische Berichten*, 95, p. 248-249.
- Allers, M.A. (2011), Het CPB en de gemeentefinanciën. *Economisch Statistische Berichten*, 96, p. 301-302.
- Bergvall, D., C. Charbit, J. Kraan en O. Merk (2006), Intergovernmental transfers and decentralised public spending. *OECD Journal of Budgeting*, 5, p. 111-158.
- Boorsma, P.B. en M.A. Allers (2006), *De Financiële Verhouding onder de Loep*. Den Haag: VNG-Uitgeverij.
- Bos, F. (2010), *Fiscal Decentralisation in the Netherlands. History, Current Practice and Economic Theory*. Den Haag: CPB Document no. 214.
- Brennan, G. en J.M. Buchanan (1980), *The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution*. Cambridge: Cambridge University Press.
- De Groot, H.L.F. (2011), Determination of Land Rents: A Simple Approach, forthcoming.
- De Groot, H.L.F., G.A. Marlet, C.N. Teulings en W. Vermeulen (2010), *Stad en Land*. Den Haag: Centraal Planbureau. Zie [www.cpb.nl/stadenland](http://www.cpb.nl/stadenland).
- Fischel, W.A. (2001), *The Homevoter Hypothesis: How Home Values Influence Local Government Taxation, School Finance, and Land-Use Policies*. Cambridge MA: Harvard University Press.
- Friedman, T.L. (2005), *The World is Flat*. London: Penguin Books.
- Garcilazo, J.E., J. Oliveira-Martins en W. Tompson (2010), Why Policies May Need to Be Place-Based in Order to be People-Centred, *VoxEU.org*, November 20.
- Gerritsen, S.B. en F.K. Reininga (2011), Buurteffecten in perspectief, Den Haag: CPB Policy Brief 2011/08.
- Gill, I. (2010), Regional development policies: Place-based or people centred? *VoxEU.org*, October 9.
- Glaeser, E.L. (2011), *Triumph of the City*. London: Macmillan.
- Groot, S.P.T., H.L.F. de Groot en M.J. Smit (2011), *Regional Wage Differences in the Netherlands: Micro-evidence on Agglomeration Externalities*. Den Haag: CPB Discussion Paper no. 184.
- Hilber, C.A.L., T. Lyytikäinen en W. Vermeulen (2011), Capitalization of central government grants into local house prices: Panel data evidence from England. *Regional Science and Urban Economics*, 41, p. 394-406.
- Marlet, G.A. (2003), Gemeentefonds mist grond. *Economisch Statistische Berichten*, 88, p. 155-157.
- Marlet, G.A. (2009), *De Aantrekkelijke Stad*. Nijmegen: VOC Uitgevers.
- Moretti, E. (2011), Local labor markets. In: O. Ashenfelter en D. Card (Eds), *Handbook of Labor Economics, Volume 4*, Amsterdam: Elsevier.
- Oates, W.E. (1999), An Essay on Fiscal Federalism. *Journal of Economic Literature*, 37, p. 1120-1149.
- Oates, W.E. (2005), Toward a Second-Generation Theory of Fiscal Federalism. *International Tax and Public Finance*, 12, p. 349-373.

- Ricardo, D. (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*. London: John Murray.
- Rodden, J. (2003), Reviving Leviathan: Fiscal federalism and the growth of government. *International Organization*, 57, p. 695-729.
- Roelofs, G.H.A. en D.J. van Vuuren (2011), *The Decentralization of Social Assistance and the rise of Disability Insurance Enrolment*. Den Haag: CPB Discussion Paper no. 185.
- Samuelson, P. (1954), The pure theory of public expenditure, *Review of Economics and Statistics*, 36, p. 387-389.
- Stiglitz, J.E. (2011), Rethinking macroeconomics: What failed and how to repair it. *Journal of the European Economic Association*, 9, p. 591-645
- Vermeulen, W. en J.N. van Ommeren (2009), Compensation of regional unemployment in housing markets. *Economica*, 76, p. 71-88.
- World Bank (2009), *Reshaping Economic Geography: World Development Report*, Washington D.C.: World Bank.
- WRR (1990), *Van de Stad en de Rand*. Den Haag: Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, rapport no. 37.



# De hardnekkigheid van het Nederlandse productiviteitsprobleem

Bart van Ark<sup>1</sup>

---

## 1 Inleiding

Gezien de omvang van de crisis van 2008/09 heeft de Nederlandse economie zich in 2010 en het begin van 2011 redelijk goed hersteld. De economie is in de loop van 2011 zo goed als teruggekeerd op het productieniveau van vóór de crisis. Bovendien is de productiviteitsgroei in 2010 sterk gestegen na een dramatische afname in 2009. De daling in de productiviteit was deels het gevolg van de gebruikelijke vertraging in de reactie van ondernemers om het niveau van hun productiefactoren (arbeid en kapitaal) aan te passen aan het dalende productieniveau. Bovendien zijn tijdens de recessie diverse beleidsmaatregelen genomen, met name de deeltijd-WW, met als doel om banen te behouden door middel van een beperking van de werktijd. Hoewel deze maatregelen een korte termijn positief effect hebben gehad op de arbeidsmarkt, is het procyclische patroon van arbeidsproductiviteitsgroei tijdens de recessie er wellicht nog verder door versterkt.

Indien het herstel in de arbeidsproductiviteitsgroei na 2010 nog enkele jaren zou doorzetten zouden we binnen afzienbare tijd kunnen terugkeren bij de trend van ruwweg 1,5 procent groei per jaar zoals we die gedurende de jaren negentig en de eerste zeven jaar van de 21<sup>e</sup> eeuw hebben gezien. Gezien de vertragende groei van de beroepsbevolking zou het echter wenselijk zijn om de productiviteitstrend met tenminste een half procent op te voeren teneinde de groeitrend van het bruto binnenlands product (bbp) van omstreeks 2 procent vast te kunnen houden.

De grote vraag is echter hoe die ommekeer in de productiviteitstrend gerealiseerd moet worden. Een terugblik leert dat de productiviteitsgroei in de Nederlandse economie gedurende de afgelopen 30 jaar onderhevig is geweest aan een geleidelijk afnemende groeitrend. In historisch perspectief was de gemiddelde productiviteitsgroei van 1980 tot 2010 sowieso al aanzienlijk lager dan in de voorgaande 70 jaar. Tussen 1913 en 1980 lag de gemiddelde jaarlijkse arbeidsproductiviteitsgroei, gemeten als toegevoegde waarde per gewerkt uur, op 2,7 procent (van Ark en de Jong, 1996), hetgeen ruim een

---

<sup>1</sup> De auteur is dank verschuldigd aan Erik Veldhuijzen (Centraal Bureau voor de Statistiek), Reitze Gouma en Robert Inklaar (Rijksuniversiteit Groningen) voor advies en toelevering van relevante data voor dit artikel. Dank gaat tevens uit naar het economisch team van The Conference Board voor opbouw en onderhoud van The Conference Board Total Economy Database™.

procentpunt hoger was dan de productiviteitsgroei van 1,6 procent gedurende de periode 1980-2010. Ondanks aanzienlijke structurele hervormingen in de arbeidsmarkt sinds de jaren tachtig, deregulering in diverse economische sectoren en de snelle opkomst van informatie en communicatietechnologie tijdens de jaren negentig, alsmede de zich verbredende toepassingen van ICT in dienstensectoren, lijken de Nederlandse productiviteitsprestaties dus alleen maar verder te zijn teruggelopen.

Deze bijdrage aan de Preadviezen kijkt naar scenario's met betrekking tot productiviteitsgroei in Nederland in de komende periode, de lessen uit het verleden en de uitdagingen die voor ons liggen om de productiviteitsgroei met ten minste een half procent te versterken in de komende 10 tot 15 jaar. De noodzaak hiertoe is des te urgenter, aangezien de demografische ontwikkelingen er toe zullen leiden dat binnen afzienbare tijd arbeidsproductiviteit de enige bron van economische groei is.

In paragraaf 2 van dit artikel kijken we in detail naar de historische ontwikkeling van de productiviteit in Nederland sinds de jaren tachtig. In paragraaf 3 concentreren we ons op de meest recente periode sinds de recessie van 2008/09 en wordt de Nederlandse productiviteitsontwikkeling vergeleken in internationaal vergelijkend perspectief. Ten slotte bespreken we in paragraaf 4 de beleidsuitdagingen voor de toekomst. Er kan worden geconcludeerd dat een combinatie van een verdere verbetering in marktwerking en een versterkte innovatieve omgeving, gekenmerkt door grotere investeringen in immaterieel kapitaal, de beste kans biedt om de productiviteitsgroei in Nederland te versterken.

## 2 De bronnen van productiviteitsgroei in historisch perspectief

### *Macro-economische ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit*

Sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw is de productiviteitsgroei in Nederland sterk vertraagd. Tussen 1980 en 2010 bedroeg de gemiddelde jaarlijkse groei van het bruto binnenlands product per gewerkt uur 1,6 procent. Tussen 1980 en 1990 bedroeg de groei nog rond de 2 procent, waarna deze afnam tot 1,7 procent van 1990 tot 2000 en tot 1,2 procent van 2000 tot 2010. Indien de recessie-periode 2008/2009 buiten beschouwing wordt gelaten, komt de groei van de arbeidsproductiviteit uit op 1,6 procent van 2000 tot 2007.

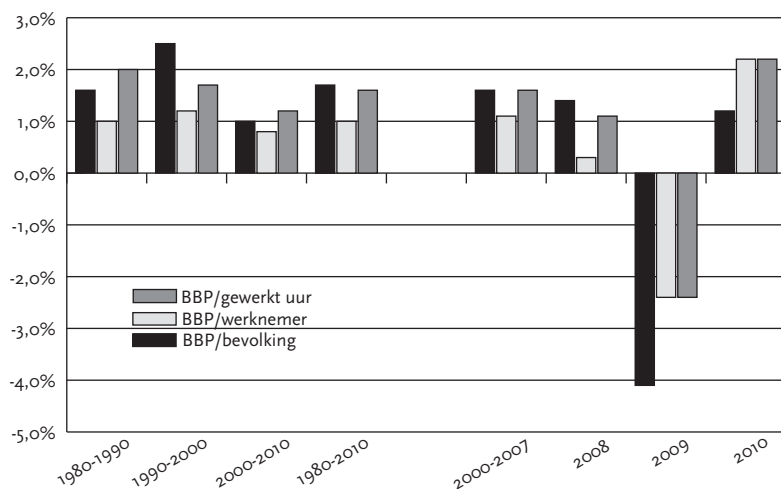
Een meer gedetailleerde analyse van de productiviteitsgroei gedurende de afgelopen drie decennia verschaft inzicht in in hoeverre tijdelijke dan wel meer permanente factoren de daling in de trend veroorzaken. Tijdens de jaren tachtig was het verschil tussen de toename in de toegevoegde waarde per gewerkt uur (2 procent) en die per werknemer (1 procent) relatief groot vanwege de sterke afname in gewerkte uren: van 1674 jaarlijkse uren per werkende in 1980 naar 1508 uren in 1990. Deze daling was deels het gevolg van de arbeidstijdverkorting die werd ingevoerd met het Akkoord van Wassenaar in 1982, maar geschiedde vooral ook door de sterke toename in deeltijdar-



beid wat sinds de jaren tachtig zeer populair is geworden in Nederland. Aan het eind van de jaren tachtig werkte al bijna een kwart van de Nederlandse beroepsbevolking in deeltijd.

In de jaren negentig vertraagde de productiviteitsgroei mede als gevolg van een sterk herstel van de werkgelegenheid die toenam met gemiddeld 1,9 procent per jaar, van 6,7 naar 8,1 miljoen werknemers. Ondanks de voortdurende afname in gewerkte uren per werknemer, steeg zelfs het totaal aantal gewerkte uren met 1,4 procent per jaar. Het bleek niet mogelijk om de productiviteitsgroei op peil te houden met zo'n sterke uitbreiding van de werkgelegenheid. De toename van de werkgelegenheid in de jaren negentig was met name geconcentreerd in de dienstensector, in het bijzonder in de zakelijke dienstverlening, waar de productiviteitsgroei aanzienlijk lager lag dan in de industriële sector.

Gedurende de eerste zeven jaar van de 21e eeuw bleef de arbeidsproductiviteitsgroei redelijk op peil ten opzichte van de jaren negentig, hoewel zowel de groei in de toegevoegde waarde vertraagde (van 3,1 procent naar 2 procent) als die in totaal gewerkte uren (van 1,4 naar 0,4 procent). Met name de bijdrage van de werkgelegenheid aan de groei nam sterk af in de eerste helft van het decennium. Als we de laatste jaren van het decennium meerekenen, gedurende welke de 2008/09 recessie plaatsvond, lag de arbeidsproductiviteitsgroei 0,5 procentpunt beneden de groei van 1990 tot 2000, zelfs met inbegrip van het sterke productiviteitsherstel van ruim 2 procent in 2010 (zie paragraaf 3). In vergelijking met de vorige eeuw lag de gemiddelde productiviteitsgroei per decennium in vreedstijd alleen lager tijdens de depressie van de jaren dertig.



Figuur 1: Gemiddelde jaarlijkse groeivoet van het bruto bbp per hoofd van de bevolking, bbp per werknemer en bbp per gewerkt uur, 1980-2010

Noot: bbp = bruto binnenlands product.

Bron: The Conference Board Total Economy Database™, september 2011 versie (<https://www.conference-board.org/data/economydatabase/>)

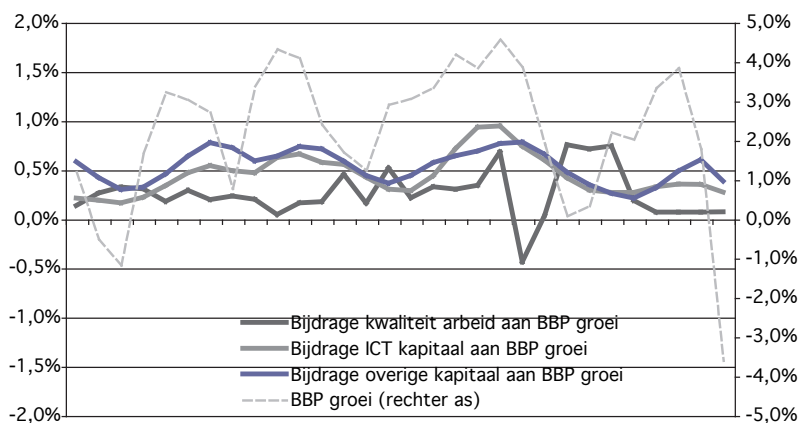
Een stijging van de arbeidsproductiviteit is een belangrijke determinant van het gemiddeld inkomen per hoofd van de bevolking. De ontwikkeling van beide indicatoren verschilde echter sterk tijdens de afgelopen dertig jaar. Terwijl de trend in de arbeidsproductiviteits sinds 1980 voortdurend afnam, was er sprake van een sterke stijging in het inkomen per hoofd in de jaren negentig, namelijk van 1,6 procent tussen 1980 en 1990 naar 2,5 procent tussen 1990 en 2000. Deze toename hing samen met de eerder genoemde sterke stijging in de arbeidsparticipatie. Na de eeuwwisseling kon de relatief hoge groei in het inkomen per hoofd echter niet worden gecontinueerd en keerde deze terug naar de groeivoet van de jaren tachtig. De versnelling in de groei van het per capita inkomen in Nederland tijdens de jaren negentig is daarom waarschijnlijk van tijdelijke aard geweest en betrof een correctie ten opzichte van de afnemende arbeidsparticipatie in eerdere decennia (Van Ark en De Haan, 1999 en 2000).

### ***Bronnen van productiviteitsgroei***

Een toename in de arbeidsproductiviteit is het resultaat van een breed spectrum van ‘bronnen van groei’. Deze bronnen hebben onder andere betrekking op de groeibijdragen van machines en gebouwen (opgesplitst in ICT en niet-ICT kapitaal), verbeteringen in het scholingsniveau van werkenden, en een efficiënter gebruik van de productiefactoren in het productieproces, gemeten als de groei in totale factor productiviteit. Door middel van groei-rekeningen kunnen de groeibijdragen van deze bronnen worden gemeten (figuren 2a en 2b). Bij een vergelijking van beide figuren blijkt dat de bijdragen van de productiefactor kapitaal aan de economische groei gedurende de afgelopen dertig jaar een veel stabielere verloop heeft vertoond dan de bijdrage van arbeid aan de totale factor productiviteit. Uit figuur 2a blijkt dat de kwaliteit van arbeid, gemeten als een toename in het scholingsniveau van werknemers, een positieve trend heeft laten zien, met uitzondering van een sterke terugval in 2000, wellicht als gevolg van het verdwijnen van ICT-banen in veel bedrijfstakken na de ‘nieuwe economie’-hype in de jaren er voor. De veel lagere bijdrage van de kwaliteit van arbeid sinds 2003, inclusief de hoogconjunctuur van 2005-2007, is echter een veel problematischer gegeven. De bijdrage van ICT aan economische groei lijkt eveneens te zijn gestabiliseerd op een lager groeniveau, terwijl alleen de bijdrage van overig kapitaal vanwege de hoogconjunctuur vóór de recessie toenam.

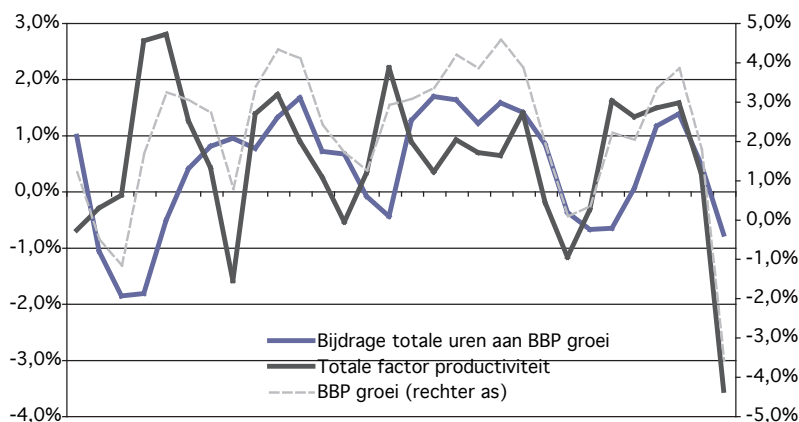
Door naar de jaarlijkse ontwikkelingen te kijken komt ook de invloed van conjunctuurcycli, die niet te zien is in de gemiddelden, scherper in beeld. Figuur 2b laat zien dat de gewerkte uren en de totale factor productiviteit de meest dynamische bronnen van groei zijn, en dat de factor arbeid zich het meest procyclisch gedraagt. De terugval in de groeibijdrage van het totaal aantal gewerkte uren was het grootste tijdens de recessie aan het begin van de jaren tachtig, en sterker dan in de recessie van 2008/09. De beleidsmaat-

regelen tijdens de meest recente recessie lijken effectief te zijn geweest doordat ze de daling in de groeibijdrage van de arbeid hebben beperkt. Een ander belangrijk verschil tussen de recessie van de jaren tachtig en die van 2008/09 is dat de daling in de groeibijdrage tijdens de eerdere recessie gedeeltelijk



Figuur 2a: Bijdragen van menselijk kapitaal, kapitaaldiensten van investeringen in ICT-kapitaal, en niet-ICT-kapitaal aan de groei in het bbp (% , 1980-2009)

259



Figuur 2b: Bijdragen van totaal gewerkte uren en totale factor productiviteit aan groei in in het bruto binnenlands product (% , 1980-2009)

Noot: De groeibijdragen van de productiefactoren zijn gewogen volgens een groei-rekeningenmodel met behulp van het aandeel van de totale beloning voor elke productiefactor in het totale nationale inkomen. De bijdrage van de kwaliteit van de arbeid is gemeten door middel van veranderende aandelen van hoog-, middel- en laaggeschoolde werknemers in het totale werknemersbestand.

Bron: The Conference Board Total Economy Database™, september 2011 versie (<https://www.conference-board.org/data/economydatabase/>).

gecompenseerd werd door een toename in de totale factor productiviteit, wellicht als gevolg van de versnelde herstructurering van de industrie waardoor minder productieve bedrijven sneller hun deuren sloten dan het geval was tijdens de laatste recessie. Het aantal faillissementen lag tijdens de meest recente recessie inderdaad aanzienlijk lager dan in de jaren tachtig.

Het historisch perspectief in figuren 2a en 2b laat ook zien dat, behalve de arbeidsproductiviteit, ook de totale factor productiviteit een dalende trend heeft laten zien sinds de jaren tachtig. Tussen 1980 en 1990 nam de totale factor productiviteit toe met 0,75 procent, die vervolgens daalde naar 0,65 procent van 1990 tot 2000, en tot 0,32 procent van 2000 tot 2010 (0,61 procent van 2000 tot 2007). Dit duidt op het feit dat niet de investeringen zelf, maar vooral het efficiënte gebruik van die investeringen in het geding is.

### ***Sectorale veranderingen in productiviteitsgroei***

De sectorale veranderingen in de Nederlandse economie zijn mogelijkwerwijs mede debet aan de productiviteitsvertraging sinds de jaren tachtig. Al vanaf het begin van de jaren zeventig is het aandeel van de industriële sector, waar de productiviteitsgroei historisch gezien hoger lag dan in de dienstensector, sterk afgenomen: van meer dan 25 procent van het totaal aantal gewerkte uren naar 12 procent in 2007. De marktdienstensector daarentegen zag een toename van 39 procent van het totaal aantal gewerkte uren in 1980 naar 52 procent in 2007.

Tabel 1 laat de ontwikkeling zien van de arbeidsproductiviteit voor acht geaggregeerde sectoren.<sup>2</sup> De tabel laat tevens de bijdragen van deze sectoren aan de arbeidsproductiviteitsgroei voor de gehele economie zien op basis van een weging met behulp van sectorale arbeidsaandelen. De cijfers laten zien dat de afname van de productiviteitsgroei in de jaren negentig vooral het gevolg was van een lagere groeibijdrage van de industrie, de bouwsector (die grotendeels verantwoordelijk was voor de afnemende productiviteitsgroei in de ruimer gedefinieerde sector in tabel 1) en de niet-marktdiensten. Voor de industrie is de afnemende groeibijdrage vooral het gevolg van de krimpende omvang van de sector, terwijl de productiviteitsgroei sterk positief bleef en zelfs verder toenam in het eerste decennium van de nieuwe eeuw. In de niet-marktdiensten, inclusief de overheid, de gezondheidszorg en de onderwijssector, is de voornaamste oorzaak van de lagere groeibijdrage juist de afname in de productiviteitsgroei. Het aandeel van de niet-marktdiensten in

2 De cijfers zijn ontleend aan de maart-2011 update van de EUKLEMS Database. Omdat deze zijn gebaseerd op geaggregeerde industriedata verschillen de cijfers enigszins van de macro-economische cijfers uit The Conference Board Total Economy Database. De cijfers verschillen eveneens enigszins van sectorcijfers zoals berekend door het CBS, welke nader worden belicht in paragraaf 3, en die meer recent zijn maar een kortere periode beslaan. De ontwikkelingen van de trends volgens deze verschillende bronnen bewegen zich echter in dezelfde richting.

het totaal aantal gewerkte uren is na een stijging in de jaren zeventig juist opvallend stabiel gebleven rondom de 21 tot 24 procent. De gemeten productiviteitsgroei in de niet-marktdiensten lag tijdens de jaren tachtig en negentig zelfs nog hoger dan in de marktdiensten, hoewel die sinds het begin van de nieuwe eeuw sterk is vertraagd.<sup>3</sup>

Tabel 1: Gemiddelde jaarlijkse groei in toegevoegde waarde per gewerkt uur per sector, 1980-2007

	1980-1990	1990-2000	2000-2007
	<b>Groei in BBP per gewerkt uur</b>		
Totale economie	1,7	1,2	1,5
ICT productie en diensten	4,0	6,8	6,5
Overige industrie	3,2	2,7	3,4
Landbouw, mijnbouw, energie en bouwnijverheid	2,2	-0,4	1,2
Detail- en groothandel en transportsector	2,6	2,3	2,8
Financiële sector & zakelijke dienstverlening	-0,5	0,3	1,2
Persoonlijke & sociale dienstverlening	-4,3	-0,4	0,0
Niet-markt diensten	2,0	0,9	-0,5

	<b>Sectorbijdrage aan groei in BBP per gewerkt uur</b>		
Totale economie	1,7	1,2	1,5
ICT productie en diensten	0,2	0,2	0,2
Overige industrie	0,6	0,4	0,4
Landbouw, mijnbouw, energie en bouwnijverheid	0,4	-0,1	0,2
Detail- en groothandel en transportsector	0,6	0,5	0,6
Financiële sector & zakelijke dienstverlening	0,0	0,0	0,2
Persoonlijke & sociale dienstverlening	-0,3	0,0	0,0
Niet-markt diensten	0,5	0,2	-0,1
Reallocatie-effect	0,0	-0,2	-0,1

Noot: Reallocatie-effect meet het effect van de verschuiving in aandelen per sector in de economie op de arbeidsproductiviteitsgroei voor de totale economie.

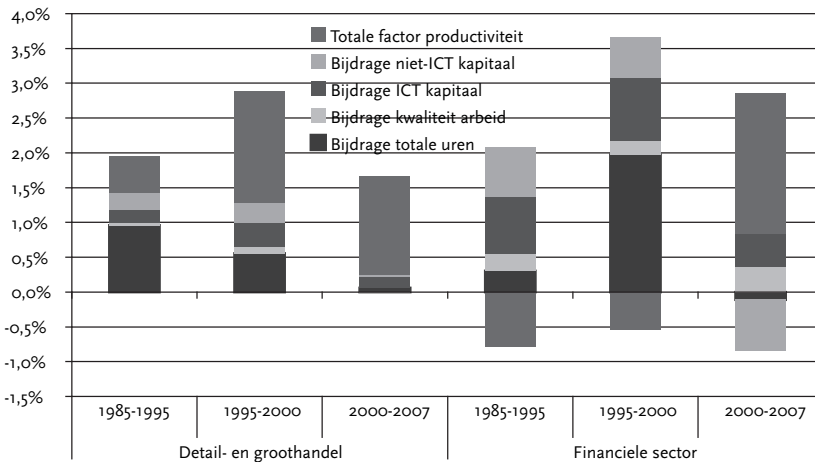
Bron: EU KLEMS Database, versie maart 2011 (<http://www.euklems.net>).

3 Meetproblemen kunnen deels debet zijn aan de ontwikkeling van de productiviteitscijfers in de overheidssector. In het verleden werd de productie door overheidsinstellingen veelal primair gemeten op basis van de kosten van de productiefactoren terwijl de productie doorgaans werd gedefleerd met een consumentenprijsindex die meestal lager lag dan met name de loonkostenindex. In de afgelopen jaren zijn de methoden geleidelijk aangepast om tot een meer onafhankelijke meting van de overheidsproductie te komen.

De opkomst van de informatie-en communicatietechnologiesector (ICT) is veelal gezien als een belangrijke impuls voor de mogelijke versnelling van de productiviteitsgroei tijdens de jaren negentig.<sup>4</sup> Vijftien jaar later blijkt echter dat de hoge groeivoet van de productiviteit in de ICT-sector onvoldoende is gebleken om een grotere bijdrage te leveren aan de geaggregeerde productiviteitscijfers dan voor 1995. Juist vanwege de snelle toename in productiviteit is het aandeel van de sector nooit boven de 2 tot 3 procent van de totale productie of werkgelegenheid uitgekomen.

De belangrijke effecten van ICT ontstaan vooral vanwege het gebruik van de nieuwe technologie in de overige bedrijfstakken. De effecten van het toenemend gebruik van ICT op de groei van de toegevoegde waarde werden sinds de tweede helft van de jaren negentig vooral zichtbaar in een aantal dienstensectoren, met name in de detail-en groothandelssector en in de financiële dienstverlening (figuur 3). Echter, de onderliggende productiviteitseffecten en de timing ervan verschilden sterk. In de detail-en groothandel was er bijvoorbeeld sprake van een belangrijk effect van intensiever ICT-gebruik op de groei van de totale factor productiviteit. Het gebruik van ICT heeft de bedrijfsprocessen in deze sector veel productiever gemaakt, met name door de invoering van barcodes, voorraadmanagement, trackingsystemen en self-

262



Figuur 3: Bijdragen van totale uren, menselijk kapitaal, kapitaaldiensten van investeringen in ICT-kapitaal, niet-ICT-kapitaal en totale factor productiviteit aan de groei in toegevoegde waarde in de detail-en groothandel en de financiële dienstverlening (%), 1985-2007)

Bron: EU KLEMS Database, versie maart 2011 (<http://www.euklems.net>).

4 Zie bijvoorbeeld de preadviezen van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde in 2000, *ICT en de nieuwe economie*, geredigeerd door Luc Soete.

service checkouts alsmede een algemene schaalvergroting van de bedrijven in deze sector door fusies en saneringen. De effecten van deze ontwikkelingen op de toename in de totale factor productiviteit lijken echter enigszins te zijn gestabiliseerd sinds het begin van de 21<sup>ste</sup> eeuw. Bovendien was er sindsdien geen sprake van verdere uitbreiding van de werkgelegenheid in de detail-en groothandelssector.

In de financiële en zakelijke dienstverlening is de invloed en de timing van ICT op de groei zeer verschillend geweest van die in de distributiesector. In de tweede helft van de jaren negentig was er vooral sprake van een groot ICT-investerings-effect in de financiële sector alsmede van een forse stijging in het totaal aantal gewerkte uren. De efficiëntie van deze toename in productiefactoren bleek aanvankelijk echter negatief uit te werken, zoals weerspiegeld in de daling van de totale factor productiviteit tussen 1995 en 2000. In het begin van de 21<sup>ste</sup> eeuw nam de totale factor productiviteit in de sector echter snel toe, terwijl de bijdragen van kapitaal en arbeid daalden. Deze toename in productiviteit lijkt daarom niet zozeer het gevolg te hoeven zijn van verbeteringen in bedrijfsprocessen, zoals we in de distributiesector zagen, maar van een stijging in de gemeten output van nieuwe financiële producten en diensten. Financiële innovaties hebben sterk bijgedragen aan een uitbreiding van de portfolio aan producten en diensten in de financiële sector, en dit is wellicht sterker gereflecteerd in de gemeten nominale en reële productie dan gerechtvaardigd is vanuit het perspectief van de meting van toegevoegde waarde en productiviteit.<sup>5</sup>

Samenvattend kan worden vastgesteld dat productiviteitsontwikkelingen voor elk van de individuele sectoren van grotere invloed zijn geweest op de vertraging in de productiviteit dan de verschuiving in arbeidsaandelen tussen de sectoren. Het reallocatie-effect in tabel 1 is beperkt, deels vanwege de versnelling van de productiviteitsgroei in een aantal dienstensectoren, en deels omdat de productiviteitsniveaus in een aantal dienstensectoren relatief hoog lagen, zodat een verschuiving van de werkgelegenheid geen verdere negatieve effecten veroorzaakten.

5 Colangelo en Inklaar (2011) beschrijven dat in de eurozone sprake zou kunnen zijn van een overschatting van de nominale productie van bankdiensten van tussen de 24 en 40 procent, vanwege het gebruik van een outputmaatstaf die het verschil meet tussen de bancaire rente en een risicovrije referentierente, in plaats van het afzetten van de bancaire rente tegen een marktrente voor producten met een vergelijkbaar risicoprofiel. Inklaar en O'Mahony (2010) tonen bovendien aan dat de reële productie van Nederlandse hypotheeklen tussen 1995 en 2009 relatief hoog uitvalt ten opzichte van bijvoorbeeld Duitsland, Frankrijk en Engeland vanwege het gebruik van de consumentenprijsindex als deflator in plaats van een prijsindex voor de huizenmarkt. Ook heeft Nederland een relatief snelle groei doorgemaakt in het aantal deposito transacties tussen 2000 en 2008.

Tegelijkertijd blijkt echter ook dat geen van de ontwikkelingen sinds de jaren tachtig, zoals de herstructurering van de industrie, de verbetering van de arbeidsparticipatie in de jaren negentig of de opkomst van ICT sinds de tweede helft van de jaren negentig, tot een permanente verbetering in de macro-economische productiviteitstrend heeft geleid. Zelfs als ICT op bedrijfstakniveau tot verbeterde efficiëntie en een hogere totale factor productiviteit heeft geleid, hoeft dat nog niet te betekenen dat er ook een permanente verbetering van de groeiprestaties op macro-economisch niveau moet plaatsvinden. Met name sinds het begin van de nieuwe eeuw hebben tegengestelde ontwikkelingen juist geleid tot een sterkere neerwaartse productiviteitstrend. Dit blijkt met name het gevolg te zijn van een dalende investeringstrend sinds 2005, mede als gevolg van een mogelijke vertraging in de innovatiecyclus en in het tempo van productieve toepassingen van ICT. Hoewel de consumentenapplicaties als gevolg van de integratie van breedband en mobiele communicatiemiddelen tot snelle groei in de ICT-producerende sector hebben geleid, zijn de toepassingen in bedrijfsapplicaties, die de grootste invloed hebben op productiviteitsgroei via verbeterde bedrijfsprocessen, nog beperkt en wellicht verder vertraagd vanwege de terugvallende vraag als gevolg van de 2008/09 recessie.

### 3 De invloed van de 'Grote Recessie'

#### *Internationale vergelijking van productiviteit tijdens de 2008/09 recessie*

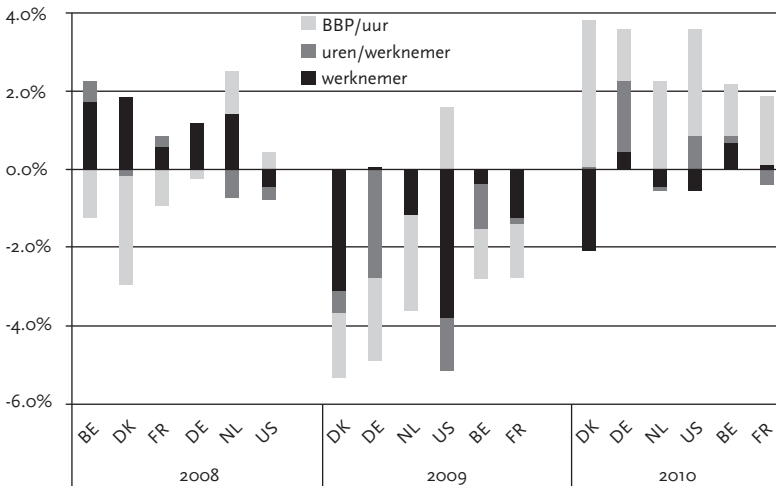
De ontwikkeling van de productiviteit gedraagt zich doorgaans procyclisch, en het is daarom geen verrassing dat zowel de arbeidsproductiviteit als de totale factor productiviteit zich sterk negatief hebben ontwikkeld in 2009. Na een periode van hoogconjunctuur kiezen ondernemers in de aanloop naar een periode van tragere groei er meestal niet voor onmiddellijke grote aanpassingen in het aantal werknemers of de bezettingsgraad van de beschikbare kapitaalgoederen. In plaats daarvan hoopt men, terecht of onterecht, dat het omslagpunt in de economie nog even op zich zal laten wachten of zich in het geheel niet zal voordoen. Bovendien wil men de verwachte opbrengsten van een snel herstel niet missen door essentiële productiefactoren in het productieproces voortijdig af te stoten.

Als zich vervolgens toch een onverwachte schok in de economie voordoet, zoals in de nazomer van 2008 tijdens de teloorgang van Lehman Brothers, kunnen paniekreacties ontstaan die alsnog leiden tot massaontslagen en een scherpe inkrimping van de productie. In dergelijke gevallen kiezen overheden er veelal voor om de schokeffecten te dempen door fiscale ingrepen of actieve arbeidsmarktmaatregelen. Hoewel vrijwel alle westerse economieën op enigerlei wijze dergelijke maatregelen hebben toegepast in 2008/09,



zijn de effecten ervan op de productie en productiviteit nogal verschillend geweest tussen landen.

Figuur 4 vergelijkt de bijdragen van het totaal aantal gewerkte uren, opgesplitst in het aantal werkenden en het aantal gewerkte uren, en de arbeidsproductiviteit aan de economische groei in 2008, 2009 en 2010 voor Nederland, België, Denemarken, Duitsland, Frankrijk en de Verenigde Staten. De landen zijn gerangschikt naar de omvang van de krimp in 2009. De figuur laat zien dat alle Europese economieën nog een stijging in de werkgelegenheid lieten zien in 2008, waarschijnlijk als gevolg van de hoogconjunctuur die nog tot het midden van dat jaar doorliep, terwijl de VS zich al in een recessie bevond sinds het einde van 2007. De productiviteitsgroei was in de aanloop naar de recessie in de meeste Europese landen al sterk vertraagd, met uitzondering van Nederland waar positieve niet-ICT gerelateerde kapitaalinvesteringen de arbeidsproductiviteitsgroei op peil hielden, terwijl de totale factor productiviteitsgroei al wel afnam.



Figuur 4: Bijdragen van de groei in het aantal werkende, gewerkte uren per werkende en arbeidsproductiviteit aan de groei in het bbp (%; 2008, 2009 en 2010)  
Bron: The Conference Board Total Economy Database™, september 2011 versie (<https://www.conference-board.org/data/economydatabase/>).

In het recessiejaar 2009 ondervond Nederland de sterkste daling in de arbeidsproductiviteit van de landen in figuur 4, hoewel Denemarken en Duitsland een nog sterkere krimp in het bbp zagen. Denemarken ervoer de grootste afname in het aantal werknemers, terwijl Duitsland op succesvolle wijze het aantal uren per werknemer terugdroeg door middel van het Kurzarbeit-programma en per saldo geen terugval in het aantal werknemers ondervond. Opvallend genoeg heeft de invoering van de deeltijd-WW in Nederland niet geleid tot een daling van het gemiddeld aantal gewerkte uren

per werknemer. Dit is wellicht het gevolg van een compensered effect van een tragere groei in deeltijdarbeid, inclusief uitzendwerk en tijdelijke contracten, in 2009, met name in de industrie waar de toename in deeltijdarbeid in 2009 zelfs geheel tot stilstand kwam.

De Verenigde Staten zijn een overduidelijke 'outlier' in het beeld van de recessie in 2009. De daling in aantallen werknemers in de economie van de VS was zo dramatisch dat, in combinatie met een afname van het gemiddeld aantal gewerkte uren per werknemer, zelfs sprake was van een aanzienlijke stijging in de arbeidsproductiviteit.<sup>6</sup> Er zijn verschillende verklaringen voor deze uitzonderlijke ontwikkeling in de Verenigde Staten, zoals een grotere flexibiliteit van de Amerikaanse arbeidsmarkt (Gordon, 2010), een grote invloed van arbeidsbesparende technieken zoals ICT (Timmer et al., 2010), en een sterkere druk op beursgenoteerde bedrijven om winstresultaten te prioriteren boven het behoud van werkgelegenheid (Reich, 2010).

In 2010 herstelde de productiviteitsgroei zich overal sterk. Figuur 4 laat zien dat 'herstel'-effecten inderdaad de grootste rol speelden, omdat vrijwel overal de indicator die het meest getroffen was in 2009 het sterkste terug kwam in 2010 (bijvoorbeeld gewerkte uren in Duitsland, productiviteitsgroei in Denemarken, Nederland en Frankrijk). Denemarken zag ook nog in 2010 een verdere afname van de werkgelegenheid, maar ook in Nederland trad nog geen herstel op in het aantal werkenden. De productiviteitsgroei in Nederland in 2010 ontwikkelde zich daarentegen relatief sterk tot 2.2 procent, en de totale factor productiviteit herstelde zich identiek, beide aanzienlijk boven de langetermijntrend.

266

### ***Herstel per sector***

Een analyse van productie en productiviteitsgroei per sector, ontleend aan de meest recente groeirekeningen zoals gepubliceerd door het Centraal Bureau voor de Statistiek, laat zien dat het herstel in productie en productiviteit in 2010 het snelst is geweest in de industriële sector en in de handel, vervoer en de horeca. (zie tabel 2).<sup>7</sup> Deze sectoren, die het meest gevoelig zijn voor de ontwikkelingen in de wereldeconomie en de export, incasseerden de zwaarste klappen in 2009. De financiële sector heeft zich ook relatief goed hersteld qua productiviteitsgroei, maar een gebrek aan investeringen en een doorzettende daling in de werkgelegenheid suggereert dat de sector nog steeds her-

6 Binnen Europa was Spanje de enige 'outlier' die ook een sterke inkrimping in de werkgelegenheid ervoer in 2009 wat heeft geleid tot een acute herstructurering en productiviteitsherstel in een aantal sectoren, zoals de bouwnijverheid (Van Ark et al., 2011).

7 Tabel 2, die ontleend is aan de CBS-groeirekeningen voor 2010, is gebaseerd op een decompositie van de totale productie per sector, zodat ook het verbruik van intermediaire inputs, zoals materialen, diensten en energie kan worden vastgesteld. Zie Van den Bergen et al. (2008) voor een overzicht van de methode voor de CBS groeirekeningen.

stellende is van de opgelopen schade tijdens de financiële crisis. De informatie- en communicatiesector, die een voorbode zou moeten zijn van een herleving van de innovatiecyclus heeft in 2010 nog weinig tekenen laten zien van herstel en vertoonde een matige productiviteitsgroei van 1 procent, hetgeen vele malen lager lag dan de prestaties van de sector vóór 2008.

De Achilleshiel van de Nederlandse economie is de bouwnijverheid. De sector is uitermate conjunctuurgevoelig wat betreft werkgelegenheids- en productiviteitsgroei. Echter, sinds het begin van de 21ste eeuw heeft de bouwnijverheid in feite maar twee jaren (2005 en 2007) van significante totale factor productiviteitsgroei laten zien. De bouw is de enige sector die, ondanks aanzienlijke krimp, in 2010 nog steeds een ernstige verslechtering van de totale factor productiviteit met 4 procent heeft laten zien. Gezien de zwakte van de huizenmarkt valt het niet te verwachten dat een snelle verbetering mogelijk is, tenzij de sector, die nog voor een groot deel uit kleinere bedrijven bestaat, aanzienlijk saneert, herstructureert en innoveert, en daarmee nieuwe en concurrerende groeimogelijkheden tot stand brengt (Koning en Van Elp, 2011).

Tabel 2: Bijdragen van totale uren, kapitaal, verbruik en totale factor productiviteit aan de groei in toegevoegde waarde voor geselecteerde sectoren (%; 2009 en 2010)

		Productie	Bijdrage totale uren	Bijdrage kapitaal	Bijdrage verbruik	Bijdrage totale factor productiviteit
Commerciële sector	2009	-4,8	-0,8	0,0	-2,1	-1,8
	2010	2,7	-0,5	0,3	1,5	1,4
Industrie	2009	-8,5	-0,9	0,0	-6,3	-1,4
	2010	6,4	-0,3	0,0	4,3	2,4
Bouwnijverheid	2009	-4,8	-0,7	0,2	-3,6	-0,7
	2010	-11,0	-1,1	0,1	-6,0	-4,0
Handel, vervoer en horeca	2009	-6,4	-0,8	0,2	-3,2	-2,6
	2010	3,4	-0,2	0,1	0,7	2,7
Informatie en communicatie	2009	-4,1	-1,0	0,2	-2,3	-1,0
	2010	-0,5	-0,9	0,2	-0,7	1,0
Financiële dienstverlening	2009	-1,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,9
	2010	-0,4	-1,8	-0,4	-0,6	2,5
Zakelijke dienstverlening	2009	-5,3	-2,2	0,1	-1,5	-1,7
	2010	-2,0	-1,9	0,2	-0,3	0,0

Noot: Commerciële sector is gedefinieerd als de gehele economie, exclusief overheid en sociale zekerheid, defensie, onderwijs, onroerendgoedsector en verhuur van roerende goederen en private huishoudens met werknemers. De genoemde sectoren zijn die waarvoor in principe geen of te weinig consistente en onafhankelijke maatstaven van outputs en inputs bestaan.

Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek (2011).

In 2010 was op jaarbasis de werkgelegenheid in nog geen enkele sector hersteld, hoewel er in de loop van het jaar per kwartaal wel sprake was van enig herstel, zij het meer voor werknemers dan voor zelfstandigen. De bijdrage van kapitaalgoederen aan de groei bleef nog gering gezien het voorzichtige investeringsgedrag. Vanuit dit perspectief is de arbeidsproductiviteitsgroei van 2.2 procent in het hersteljaar op z'n best gematigd te noemen, zeker gezien de daling van rond de 3 procent in 2009. Voor 2011 kan wellicht nog een vergelijkbare groei van de productiviteit als in 2010 worden verwacht op basis van een nog steeds licht afnemende werkgelegenheid. Voor 2012 wijzen de voorspellingen echter in de richting van een vertraging naar 1,25 procent, iets beneden de langetermijntrend sinds de afgelopen tien jaar (CPB, 2011).

Samenvattend lijken er weinig aanwijzingen te bestaan dat de 'grote recessie' van 2008/09 al daadwerkelijk structurele veranderingen in de economie teweeg hebben gebracht, zodanig dat sprake kan zijn van een mogelijke versnelling van de productiviteitsgroei in de komende jaren. In dit opzicht lijkt de recessie, tot dusverre, veel minder ingrijpend te zijn geweest dan de recessie aan het begin van de jaren tachtig. Toentertijd was sprake van dramatische productiviteitsveranderingen die, tezamen met een reeks structurele maatregelen over een periode van meer dan 15 jaar, de Nederlandse economie op een spoor van hernieuwde economische groei heeft gezet met een veel grotere rol voor de dienstensector en een kleinere, maar productieve industriële sector. Productiviteitsgroei is ondanks deze hervormingen echter een voortdurend probleem gebleven.

268

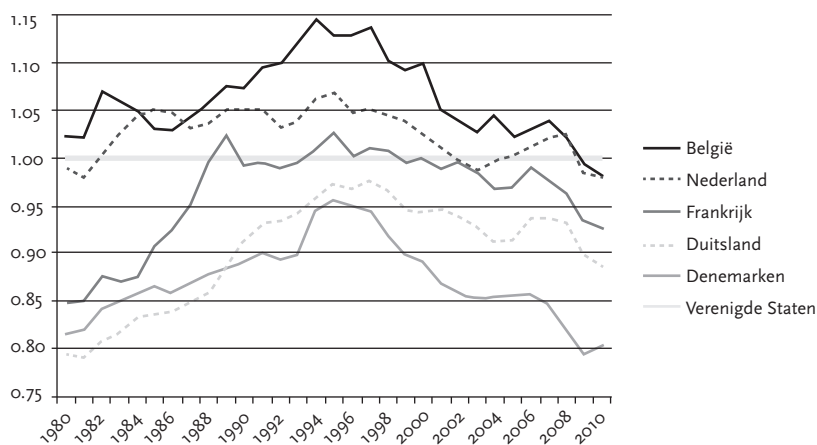
#### 4 Kan de productiviteitsgroei in Nederland worden versneld?

In de komende twee decennia zal de urgentie om de productiviteitsvertraging in Nederland een halt toe te roepen toenemen. Door de snelle vergrijzing van de bevolking zal de bijdrage van arbeid aan economische groei in de komende decennia verder vertragen. Tussen 1980 en 2010 werd de groei van het bbp nog voor omstreeks een kwart (0.6 procentpunt) verklaard door groei in totale uren, en voor driekwart door arbeidsproductiviteit (1.6%). Gegeven de prognose van het Centraal Bureau voor de Statistiek (Poelman en Van Duinen, 2010) dat de Nederlandse bevolking in de leeftijdscategorie van 20 tot 64 jaar in het huidige decennium met een half miljoen personen zal krimpen, zal de trend in de arbeidsproductiviteitsgroei met ten minste een half procent moeten toenemen om de groei van het bbp op een trendgroei van 2 procent te houden.

#### *Hoge productiviteitsniveaus plaatsen de Nederlandse economie op de innovatiefrontier*

Een vaak onderbelichte verklaring voor de hardnekkigheid van het productiviteitsprobleem is dat het *niveau* van de productiviteit in Nederland al relatief

hoog ligt. Figuur 5, dat de productiviteitsniveaus van een aantal Europese landen vergelijkt met de Verenigde Staten, laat zien dat alleen België een nog hoger arbeidsproductiviteitsniveau heeft dan Nederland. Beide landen, alsmede de andere Europese landen, hebben sinds 1995 in relatief opzicht wel een forse vertraging in de productiviteitsgroei laten zien ten opzichte van de Verenigde Staten. Het feit dat België en Nederland beide zo'n hoog productiviteitsniveau hebben is ten dele veroorzaakt door de zeer open economieën en de sterke concentratie van hoog productieve industriële sectoren, zoals de chemische industrie. Opvallend genoeg zijn ook de productiviteitsniveaus in de Nederlandse markt-dienstensector relatief hoog ten opzichte van de Verenigde Staten. Recente schattingen suggereren dat, in 2005, de toegevoegde waarde per gewerkt uur in de detail- en groothandel en de transportsector zo'n 50 procent boven het niveau in de Verenigde Staten lag, en ruimschoots boven dat in andere landen. In de financiële sector lag het arbeidsproductiviteitsniveau in Nederland zo'n 30 procent boven het niveau van de VS, vergelijkbaar met het niveau in Luxemburg.<sup>8</sup>



Figuur 5: Gemiddelde niveau van het bruto binnenlands product (bbp) per gewerkt uur ten opzichte van de Verenigde Staten, 1980-2010 (VS=100)

Noot: niveaus zijn gecorrigeerd voor relatieve prijsniveaus met behulp van koopkrachtpariteiten.

Bron: The Conference Board Total Economy Database™, september 2011 versie (<https://www.conference-board.org/data/economydatabase/>).

Hoge productiviteitsniveaus leiden uiteraard tot hoge opbrengsten op de gedane investeringen in de economie en zijn gunstig voor het Nederlandse investeringsklimaat en de concurrentiepositie. De keerzijde van hoge productiviteitsniveaus is echter dat ze de mogelijkheid ontnemen om de productiviteit

<sup>8</sup> EU KLEMS groeirekeningen. Zie Inklaar en Timmer (2008).

te stimuleren door middel van een snel 'inhaaltraject'. Met andere woorden, in veel sectoren bevindt Nederland zich al aan de productiviteitsfrontier, en dus zal verdere groei primair moeten komen van technologische verandering en innovatie, en de implementatie daarvan in diverse bedrijfstakken.

### ***Werkgelegenheid en productiviteitsgroei***

Soms wordt beweerd dat de uitbreiding van de werkgelegenheid, met name in de jaren negentig, vooral ten goede is gekomen aan de laagproductieve sectoren, zoals de minder sterk concurrerende dienstensectoren. Deze verklaring voor de vertragende groei in de productiviteit lijkt echter niet stand te houden. Tabel 1 in paragraaf 2 laat zien dat het reallocatie-effect van veranderende sectoraandelen in de totale gewerkte uren weinig invloed heeft gehad op de vertraging van de productiviteitsgroei voor de economie als geheel. Hoewel het uiteraard van belang is dat nieuw te creëren banen vooral ook productieve banen zijn, is dat nog geen pleidooi om de banengroei uitsluitend toe te spitsen op de hoogproductieve bedrijfstakken. Verscheidene studies in de afgelopen jaren hebben laten zien dat, hoewel er een geringe negatieve elasticiteit van omstreeks -0.3 bestaat met betrekking tot de invloed van een toename in werkgelegenheid op de productiviteitsgroei, deze effecten op de middellange en lange termijn worden gedomineerd door andere factoren, zoals structurele hervormingen en technologie en innovatie (Gust en Marquez, 2004; Bourlès en Cette, 2007).

270

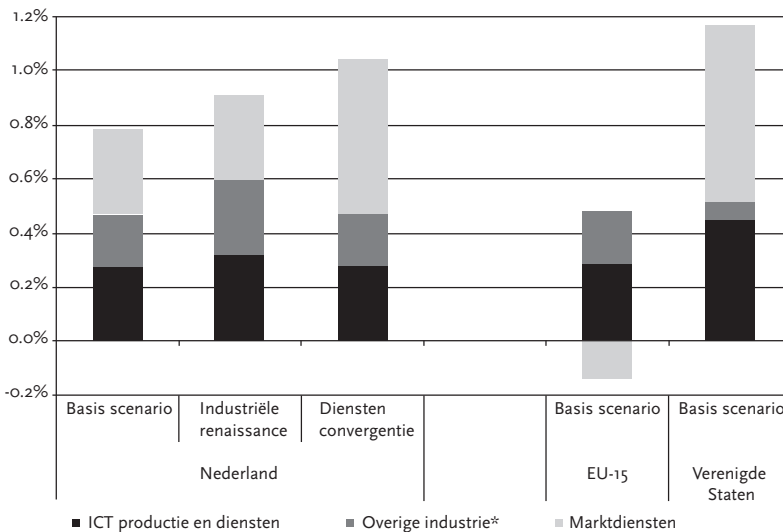
### ***De invloed van structurele hervormingen op productiviteit***

Structurele hervormingen in de arbeidsmarkt en productmarkten in Nederland worden veelal gezien als een effectief middel om de reallocatie van productiemiddelen naar meer productieve toepassingen te bevorderen. Hoewel hervormingen gedurende de jaren tachtig en negentig noodzakelijk waren om de internationale concurrentiepositie van de economie te verbeteren en de participatie in de arbeidsmarkt te bevorderen, zijn de langetermijneffecten op de economische groei en productiviteit betrekkelijk gering geweest (van Ark en de Haan, 1999 en 2000). De meest recente literatuur toont aan dat de relatie tussen structurele hervormingen en productiviteit primair loopt via de invloed op innovatie. Hoewel doorgaans sprake is van de gecombineerde positieve effecten van deregulering in productmarkten en flexibilisering van de arbeidsmarkt op innovatie, bestaan nog steeds vragen met betrekking tot welke factoren van invloed zijn op het optimale niveau van de hervormingen. Meer concurrentie in productmarkten kan een stimulerend effect hebben op innovatiegedrag, maar te veel concurrentie kan juist een negatieve invloed hebben op de tijdelijke 'rents' die ondernemers kunnen ontlenen aan innovatieve investeringen (Aghion et al, 2005). Structurele hervormingen kunnen ook van belang zijn voor het bevorderen van de transfer van nieuwe technieken en innovaties waardoor grotere productiviteitsef-

fecten ontstaan vanwege meer en bredere toepassingen (Crafts, 2006). Het laatste suggereert vooral ook om meer ruimte te creëren voor toetreding van nieuwe bedrijven, hoewel de effecten hiervan op productiviteit sterk kunnen verschillen tussen bedrijfstakken, zoals blijkt uit de eerdere discussie over de bouwnijverheid in paragraaf 3.

### Groeiscenario's voor productiviteit

In het licht van bovengenoemde verklaringen voor de achterblijvende productiviteitsgroei in Nederland, is het noodzakelijk om te bezien hoe en met hoeveel de productiviteitsgroei in de komende 10 tot 15 jaar kan worden opgerekt. De eerder genoemde gewenste versnelling van de langetermijntrend in de arbeidsproductiviteitsgroei van 1,5 naar 2 procent voor de totale economie, komt ruwweg overeen met een verbetering in de totale factor productiviteitsgroei van 1 tot 1,5 procent in de marktsector, ervan uitgaande dat investeringen in menselijk kapitaal, ICT-kapitaal en niet-ICT-kapitaal ongeveer de helft zullen uitmaken van de lange termijn groei in de arbeidsproductiviteit in de marktsector.



Figuur 6: Groeiscenario's voor de totale factor productiviteit in de marktsector, Nederland, 2010-2020 (in %)

Noot: Het basisscenario gaat uit van TFP-groei zoals tussen 1995 en 2007. Het 'industriële renaissance'-scenario gaat uit van de 1980-1995 productiviteitsgroei in de industriële sector. Het 'diensten convergentie'-scenario gaat uit van een convergentie van productiviteitsniveau in Nederland en de VS in 2020. De sectorgewichten zijn gebaseerd op 2005.

Bron: EU KLEMS Database, versie maart 2011 (<http://www.euklems.net>). Zie Timmer et al. (2010).

Figuur 6 toont een aantal scenario's met betrekking tot de groei in totale factor productiviteit (TFP) in de marktsector tussen 2010 en 2020.<sup>9</sup> Het basisscenario in figuur 6 gaat uit van dezelfde TFP-groei als gedurende de periode 1995-2007. In dit scenario wordt ongeveer 40 procent van de TFP-groei gerealiseerd door de ICT-sector, 40 procent door de marktdiensten en 20 procent door de 'overige industrie'-sector. Rekening houdend met de veranderende sectoraandelen in de economie, zou de TFP-groei over het huidige decennium ongeveer 0,8 procent kunnen bedragen, hetgeen onvoldoende is om de gewenste versnelling van de groei te realiseren.

Het 'industriële renaissance'-scenario gaat ervan uit dat Nederland kan terugkeren naar de gemiddelde productiviteitsgroei in de industriële sector tussen 1980 en 1995. Volgens dit scenario zijn de ICT-sector en de overige industrie gezamenlijk verantwoordelijk voor zo'n 70 procent van de TFP-groei in de marktsector. Het effect van de industriële renaissance op de TFP-groei is echter beperkt aangezien de productiviteitsgroei in de industriële sector redelijk goed stand heeft gehouden in de afgelopen dertig jaar (zie tabel 1), terwijl het aandeel van de industriële sector in de totale economie aanzienlijk is gedaald.

272

Het 'diensten convergentie'-model veronderstelt dat de productiviteitsgroei in de marktdienstensector zodanig is dat het *niveau* van de totale factor productiviteit in de marktdiensten in Nederland in 2020 op dat van de Verenigde Staten ligt. Hoewel het effect van dit scenario op de TFP-groei het grootste is, is het toch relatief beperkt ten opzichte van een vergelijkbaar scenario voor de Europese Unie als geheel (Timmer et al. 2010). Dit wordt verklaard door het al reeds bestaande hoge productiviteitsniveau in de Nederlandse dienstensector. Hoewel de productiviteitsgroei in de Amerikaanse dienstensector sinds 2005 hoger lag dan in Nederland is de ruimte voor een 'inhaaleffect', zoals hierboven aangegeven, beperkt. De TFP-groei zou volgens dit scenario net boven de 1 procent liggen, hetgeen minimaal nodig is om een versnelling van de groeitrend te realiseren.

Samenvattend kan worden gesteld dat er betrekkelijk weinig ruimte bestaat voor een aanzienlijke versnelling van de productiviteitsgroei in Nederland door middel van inhaaleffecten. De focus zal daarom moeten worden gericht op het uitschuiven van de innovatiefrontier in diverse bedrijfstakken.

9 De scenario's zijn gebaseerd op een eerdere studie door Timmer et al. (2010) voor de Europese Unie als geheel. Met betrekking tot de totale factor productiviteitsgroei in de niet-marktdiensten wordt ervan uitgegaan dat deze nul is.



### ***De rol van investeringen in immaterieel kapitaal***

Er zijn diverse manieren waarmee het belang van innovatie voor productiviteitsgroei kan worden geïllustreerd. In het licht van de groeirekeningenbenadering die voor dit preadvies zijn gebruikt, is het zinvol innovatie te benaderen vanuit het perspectief van investeringen. Het traditionele groeirekeningenmodel heeft al laten zien dat bijvoorbeeld investeringen in ICT en scholing in belangrijke mate bijdragen aan de arbeidsproductiviteitsgroei. Hoewel op macro-economisch niveau de directe invloed van deze investeringen op de groei van de totale factor productiviteit moeilijk vast te stellen is (Inklaar et al. 2008), zijn er veel aanwijzingen dat dergelijke investeringen, met name op het microniveau van individuele bedrijven, een belangrijke indirecte invloed op productiviteit hebben, wanneer ze worden beschouwd in samenhang met een breder palet aan immateriële investeringen (Brynjolfsson et al., 2002).

Immateriële investeringen kunnen worden opgedeeld in drie categorieën waaruit het belang voor productiviteitsgroei door middel van innovatie onmiddellijk blijkt, namelijk (1) investeringen in software, inclusief databases; (2) investeringen in innovatief eigendom, inclusief uitgaven aan onderzoek en ontwikkeling, minerale exploitatie en overig innovatief eigendom, zoals patenten en licenties, architectonische en industriële ontwerpen, etc.; en (3) investeringen in economische competenties, inclusief uitgaven aan bedrijfsopleidingen, veranderingen in organisatiestructuren en het opbouwen van merkbekendheid.

Omdat de meeste uitgaven voor immateriële activa binnen het huidige stelsel van de nationale rekeningen als intermediair verbruik worden geregistreerd, is het noodzakelijk deze eerst om te rekenen naar investeringen. Dit is door het Centraal Bureau voor de Statistiek gedaan binnen het kader van een satellietrekening voor de kenniseconomie (van Rooijen et al., 2008).<sup>10</sup> Tabel 3 laat de omvang en verdeling van de immateriële investeringen als percentage van het bruto binnenlands product in Nederland zien. Aan het eind van de jaren negentig was sprake van een piek in de immateriële investeringsintensiteit die samenhang met het hoge ICT-investeringstempo in de 'nieuwe economie'. Na de dot-comcrisis nam het aandeel van de immateriële investeringen geleidelijk iets af, hoewel de terugval vooral het gevolg was van minder patenten en licenties en dalende investeringen in bedrijfsopleidingen. Sinds 2005 lijken de immateriële investeringen te zijn gestabiliseerd op een niveau van omstreeks 9 procent van het nationale inkomen, ruim vijf procentpunten beneden het aandeel van de investeringen in vaste activa. Over het algemeen verlopen de immateriële investeringscijfers echter stabiel dan de investeringen in vaste activa omdat een groot deel van de investe-

<sup>10</sup> De rol van immateriële investeringen in relatie tot productiviteitsgroei in Nederland is eerder onderzocht, o.a. in langetermijnperspectief door Van Ark en De Jong (1996), gebruikmakend van schattingen door Minne (1995).

ringen niet vermarkt wordt en bedrijven daarom minder snel aanpassingen maken in geval van conjunctuurveranderingen.

Tabel 3: Investerings in immaterieel kapitaal en vast kapitaal als percentage van het bbp, 1988-2009 (in %)

	1990	1999	2005	2009
Software	0,8	1,4	1,4	1,6
Innovatief eigendom	2,3	2,4	1,8	1,7
Onderzoek en ontwikkeling	1,2	1,1	1,0	0,9
Minerale exploratie	0,2	0,1	0,0	0,0
Overig innovatief eigendom	0,9	1,2	0,8	0,7
Economische competenties	5,5	6,4	5,8	5,7
Merkmamen	2,3	2,5	2,2	2,1
Bedrijfsopleidingen	1,0	1,4	1,1	1,1
Organisatiestructuren	2,1	2,5	2,3	2,4
Investeringen in immateriële activa	8,6	10,2	9,0	8,9
Investeringen in materiële activa*	18,3	18,0	14,2	14,3

274

Noot: \* exclusief software en overige materiële activa die zijn al inbegrepen in het standaard nationale rekeningenconcept van investeringen.

Bron: Centraal Bureau voor de Statistiek (2008).

De ontwikkeling van onderzoek en ontwikkeling (R&D) als percentage van het bbp in Nederland ligt relatief laag en is min of meer onveranderd gebleven over de afgelopen twintig jaar. De lage R&D-intensiteit hangt deels samen met de R&D-extensieve structuur van de Nederlandse industrie, maar vooral ook met het feit dat Nederland als kleine open economie relatief veel R&D 'importeert' vanuit het buitenland, waardoor positieve externe effecten ontstaan door het gebruik van buitenlandse kennis. In Nederland zouden de effecten van buitenlands R&D op de totale factor productiviteit anderhalf keer zo hoog zijn als de binnenlandse R&D-effecten (Donselaar 2003). R&D uit het buitenland is echter geen vervanging voor binnenlands R&D, aangezien de twee elkaar vooral ook versterken (Jacobs et al, 2002).

Economische competenties vormen veruit de belangrijkste component van de immateriële investeringsportfolio, en zijn van belang voor zowel diensten- als industriële sectoren. Economische competenties vormen veelal de ruggengraat van een innovatiecultuur binnen bedrijven. Investerings in zowel merkmamen als in veranderende organisatiestructuren kosten meer dan investeringen in innovatief eigendom.

De uitgaven aan immatariële activa zijn van belang voor het versterken van de innovatiecultuur en vernieuwingskracht van een economie. Een toepassing binnen het kader van de groeirekeningen laat zien dat immateriële

activa de groei van de economie sterk kan bevorderen. Volgens berekeningen door het Centraal Bureau voor de Statistiek leverden immateriële activa aan het eind van de jaren negentig een bijdrage van 0,5 procent aan de groei van de productie. In de eerste jaren van de 21<sup>e</sup> eeuw daalde de bijdrage van immateriële activa aan de economische groei echter sterk. Dit roept de vraag op of immateriële investeringen niet slechts een tijdelijk effect hadden op een versnelling van de productiegroei gedurende de jaren negentig. Vooral snog ziet het er naar uit dat de geringe invloed in het afgelopen decennium vooral het resultaat was van een correctie voor de snelle toename in de eerdere periode. Behalve een vertraagde groei in software, werden ook de uitgaven aan reclame en consultancy teruggeschroefd en was er sprake van een heroriëntatie op meest belangrijke typen immateriële activa.

### Conclusie

De afnemende trend in de productiviteitsgroei in Nederland is een hardnekkig probleem. Ondanks de lange termijfnfocus op loonmatiging, structurele veranderingen in de arbeidsmarkt en goederenmarkten, een ICT-technologieboom in de jaren negentig en, bovenal, een sterke open en concurrerende economie, is de trend alleen maar afgezwakt. In de afgelopen tien jaar zelfs in versneld tempo. Het herstel van de recessie van 2008/09 heeft tot nu geen structurele veranderingen ten opzichte van het verleden laten zien. Tegelijkertijd leidt de afnemende groei in de beroepsbevolking er toe dat de groei van de arbeidsproductiviteit met ten miste een half procent moet stijgen in de komende tien jaar.

Er bestaan geen 'silver bullets' voor het bevorderen van productiviteitsgroei. In algemene zin kan een structureel economisch beleid dat erop is gericht om de allocatie van middelen (arbeid en kapitaal) naar de meest productieve toepassingen te bevorderen, al van groot nut zijn om een vertraging van de productiviteitsgroei te remmen zo niet te stoppen. Voor een versnelling van de productiviteitsgroei is het echter noodzakelijk om de opbrengsten van technologische verandering en innovatie te verhogen. Innovatie is primair een zaak voor het bedrijfsleven door middel van investering in immateriële activa, maar de overheid kan een belangrijke rol spelen in het creëren van een omgeving waarin de prikkels voor innoveren en investeren worden gemaximaliseerd.

### Referenties

- Aghion, P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith en P. Howitt (2005), 'Competition and Innovation: An Inverted-U Relationship', *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120 (2), p. 701-28.
- Ark, B. van en H. de Jong (1996), 'Accounting for Economic Growth in the Netherlands since 1913', *The Economic and Social History in the Netherlands*, volume 7.

- Ark, B. van en J. de Haan (1999), 'A Miracle or Not? Recent Trends in the Growth Performance of the Dutch Economy', in P.A.G. van Bergeijk, J. van Sinderen and B. Vollaard, eds., *Structural Reform in Open Economies*, Edwards Elgar, Cheltenham, p. 157-179.
- Ark, B. van en J. de Haan (2000), 'The Delta-Model Revisited: recent trends in the structural performance of the Dutch economy', *International Review of Applied Economics*, Vol. 14, No. 3, p. 307-321.
- Ark, B. van, J.X. Hao, C. Corrado en C. Hulten (2009), 'Measuring intangible capital and its contribution to economic growth in Europe', *EIB Papers*, European Investment Bank, Vol. 14, No.1, p. 62-99.
- Ark, B. van, G. Levanon, V. Chen, en B. Cheng (2011), 'Performance 2011. Productivity, Employment, and Growth in the World's Economies', *Research Report R-1475-11-RR*, The Conference Board, New York.
- Bergen, D. van den, M. van Rooijen-Horsten, M. de Haan en B.M. Balk (2008), 'Productivity Measurement at Statistics Netherlands', Working Paper, Statistics Netherlands, Den Haag.
- Bourlès, R., en G. Cette (2007), 'Trends in 'Structural' Productivity Levels in the Major Industrialized Countries', *Economics Letters*, Vol. 95(1), p. 151-6.
- Brynjolfsson, E., Hitt, Lorin en Yang, Shinkyu (2002) 'Intangible Assets: Computers and Organizational Capital', *Brookings Papers on Economic Activity: Macroeconomics*, p. 137-199.
- Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) (2011), De Nederlandse groeirekeningen 2010, StatLine, Thema macro-economie, Groeirekeningen ([www.cbs.nl/statline](http://www.cbs.nl/statline)).
- Centraal Planbureau (CPB) (2011), *Macroeconomische Verkenning 2012*, Den Haag.
- Colangelo, A. en R. Inklaar (2011), 'Bank Output Measurement in the Euro Area: A Modified Approach', *The Review of Income and Wealth*, October, Vol. 57 (3) p. 1475-1491.
- Crafts, N.F.R. (2006), 'Regulation and Productivity Performance', *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 22 (2), p. 186-202.
- Donselaar, P., H.P.G. Erken en L. Klomp (2003) *Innovatie en productiviteit. Een analyse op macro-, meso-en microniveau*. Ministerie van Economische Zaken, EZ onderzoekreeks, nr. 2003-I-1-03, Den Haag.
- Gordon, R.J. (2010), 'Okun's Law, Productivity Innovations, and Conundrums in Business Cycle Dating,' Northwestern University and NBER, presented at AEA Session on Business Cycle Dating, ASSA Meetings, Atlanta. For a shorter version see *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 100 (2), p. 11-15.
- Gust, C. en J. Marquez (2004), 'International Comparisons of Productivity Growth: the Role of Information Technology and Regulatory Practices', *Labour Economics*, Vol. 11(1), p. 33-58.
- Inklaar, R. and M. Timmer (2008), 'GGDC Productivity Level Database: International Comparison of Output, Inputs and Productivity at the Industry Level', *EU KLEMS Working Papers*, No. 40, Groningen.

- Inklaar, R., M. Timmer and B. van Ark (2008), 'Market Services Across Europe and the U.S.', *Economic Policy*, Vol. 23 (53), January, p. 139-194.
- Inklaar, R. and M. O'Mahony (2011), 'Market Services and the EU Productivity Gap with the US', *European Policy Brief*, INDICSER project, August.
- Jacobs, B., R. Nahuis and P.J.G. Tang (2002), 'Economics Sectoral Productivity Growth and R&D Spillovers in the Netherlands', *De Economist*, Vol. 150 (2), p. 181-210
- Koning, M. en M. van Elp (2011), 'Actuele situatie in de bouw', Economisch Instituut voor de Bouw.
- Minne, B. (1995), 'Onderzoek, ontwikkeling en andere immateriële investeringen', *Onderzoeksmemorandum Nr. 116*, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Poelman, B. en C. van Duin (2010), *Bevolkingsprognose 2009-2060*, Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen.
- Reich, M. (2010), 'High Unemployment after the Great Recession: Why? What Can We Do?', *Policy Brief*, Center on Wage and Employment Dynamics, Institute for Research on Labor and Employment, University of California, Berkeley.
- Rooijen-Horsten, M. van, D. van den Bergen, M. de Haan, A. Klinkers en M. Tanriseven (2008). 'Intangible capital in the Netherlands: Measurement and contribution to economic growth'. *Discussion paper (08016)*, Centraal Bureau voor de Statistiek, Den Haag/Heerlen.
- Timmer, M.P., R. Inklaar, M. O'Mahony en B. van Ark (2010), *Economic Growth in Europe. A Comparative Industry Perspective*, Cambridge University Press.



## Over de redactie

Harry Garretsen is hoogleraar International Economics and Business aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij is tevens decaan van de Faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Rijksuniversiteit Groningen.

Richard Jong-A-Pin is universitair docent bij de vakgroep Economics, Econometrics and Finance aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Elmer Sterken is hoogleraar Monetaire Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen. Hij is tevens rector magnificus van de Rijksuniversiteit Groningen.





## Over de auteurs

Jürgen Antony is wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau en is als gastdocent verbonden aan de Universiteit Augsburg in Duitsland.

Bart van Ark is hoofdeconoom van The Conference Board, een onderzoeksinstituut voor het bedrijfsleven in de Verenigde Staten, en deeltijdhoogleraar Economische Ontwikkeling, Technologische Verandering en Groei aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Arnoud Boot is hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten en director van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens kroonlid van de Sociaal Economische Raad en lid van de Bankraad (DNB).

Peter Broer is wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau. Hij is tevens verbonden aan het Netspar (Network of Pensions, Aging and Retirement).

Harry van Dalen is hoogleraar Economie aan de Universiteit van Tilburg en tevens verbonden als senior onderzoeker aan het KNAW-instituut Nederlands Interdisciplinair Demografisch Instituut (NIDI) in Den Haag.

Mark Dijkstra is Ph.D. student aan de Universiteit van Amsterdam.

Henri L.F. de Groot is hoogleraar Regional Economic Dynamics aan de Vrije Universiteit in Amsterdam. Hij is tevens verbonden aan Ecorys (Rotterdam) en is fellow van het Tinbergen Instituut en academic partner van het Centraal Planbureau.

Jakob de Haan is hoofd onderzoek van De Nederlandsche Bank en hoogleraar Politieke Economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Lex Hoogduin is hoogleraar Monetaire Economie en Financiële Instellingen aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens gasthoogleraar bij de Duisenberg School of Finance.

Aerdt Houben is divisiedirecteur Financiële Stabiliteit van De Nederlandsche Bank.

Gerard Marlet is directeur van ruimtelijk-economisch onderzoeksbureau 'Atlas voor gemeenten'. Hij is tevens verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen en de Utrecht School of Economics.

Remco van der Molen is senior beleidsmedewerker binnen de divisie Financiële Stabiliteit van De Nederlandsche Bank.

Jacques Pelkmans is hoogleraar op de Jan Tinbergen leerstoel aan het Europa College in Brugge. Hij is tevens senior fellow bij CEPS (Centre for European Policy Studies).

Frank Smets is Director General van de divisie Algemeen Onderzoek van de Europese Centrale Bank. Hij is tevens bijzonder hoogleraar op de Duisenberg leerstoel aan de Rijksuniversiteit Groningen.

Coen Teulings is directeur van het Centraal Planbureau. Hij is tevens hoogleraar Economie aan de Universiteit van Amsterdam.

Harrie A.A. Verbon is hoogleraar Openbare Financiën aan de Universiteit van Tilburg. Hij is tevens lid van de Rekenkamer bij de gemeente Tilburg.

Wouter Vermeulen is wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau en universitair docent aan de Vrije Universiteit. Hij is tevens affiliate van het Spatial Economics Research Centre van de London School of Economics.