



## Financiële fragiliteit en crises

**Auteur(s):**

Garretsen, J.H.  
 Groeneveld, J.M.  
 Ees, H. van  
 Haas, R. de

*De auteurs zijn verbonden aan, respectievelijk, de Katholieke Universiteit Nijmegen, De Nederlandsche Bank, de Rijksuniversiteit Groningen en De Nederlandsche Bank. Met dank aan J. Swank. Dit artikel is gebaseerd op het van de auteurs te verschijnen boek Anatomie van financiële crises: over de prijs van risico, Academic service, juni 1999.*

**Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4194, pagina 184, 12 maart 1999

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

azië-crisis

*Massale terugtrekking van kort kapitaal is niet de enige oorzaak van financiële crises. Interne destabilisering van het financieel systeem door reële factoren, in samenhang met imperfecties op financiële markten, speelt minstens zo'n belangrijke rol.*

Financiële markten maken woelige tijden door. Na de turbulenties in Zuid-Oost Azië heeft het crisisvirus zich in Rusland geopenbaard. Recentelijk vertoont ook Brazilië hier de symptomen van. Sommigen houden de korte kapitaalstromen grotendeels verantwoordelijk voor deze recente valutacrisis. Het korte kapitaalverkeer zou vooral een speculatief karakter hebben<sup>1</sup>. In deze visie zijn de crises vooral liquiditeitscrises. Naar onze mening is dit echter slechts een deel van het verhaal. Aan een financiële crisis gaat vrijwel altijd een aantal interne ontwikkelingen binnen het financiële systeem vooraf, dat leidt tot financiële fragiliteit. Binnen een goed functionerend financieel systeem is de kans op het uitbreken van een crisis geringer. Problemen die het gevolg zijn van imperfectie op financiële markten blijven dan van beperkte betekenis. In een fragiel systeem echter, vergroot reeds een geringe initiële disruptie de kans op een heuse crisis

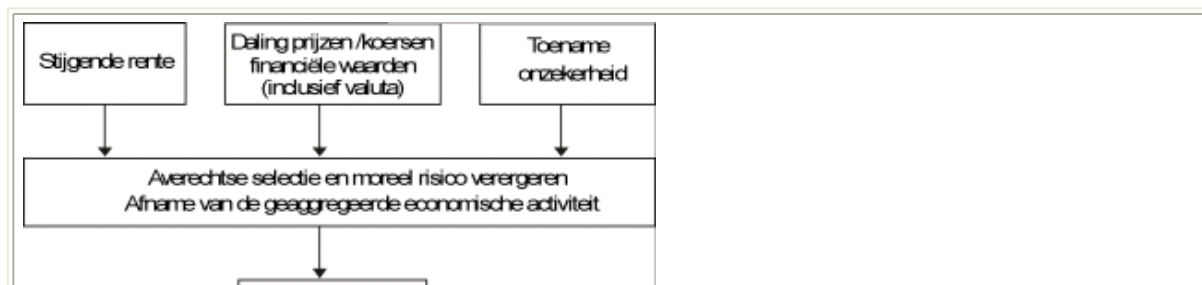
### Financiële fragiliteit en disrupties

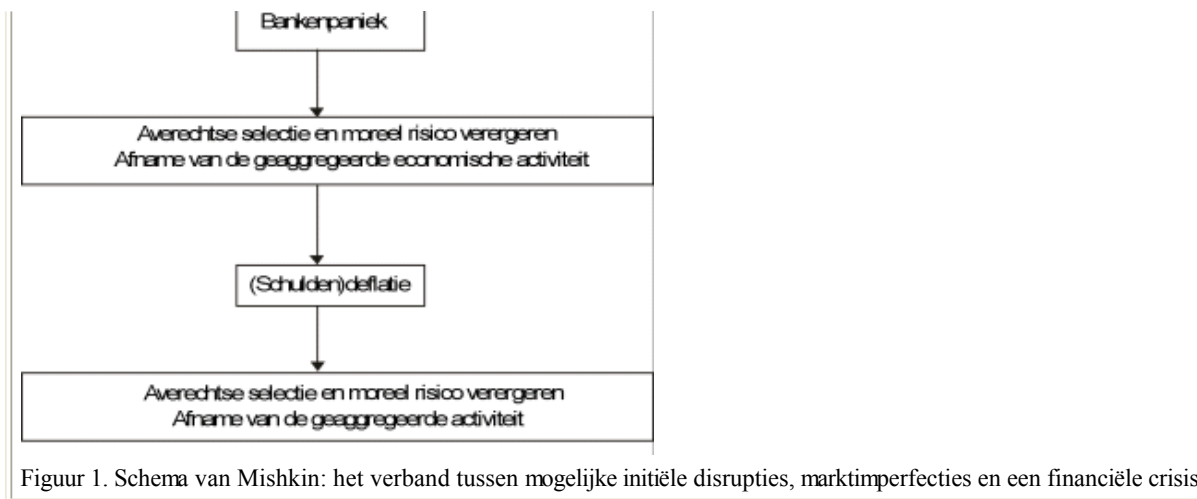
Financiële fragiliteit wordt gedefinieerd als een situatie waarin de economische ontwikkeling in potentie wordt geschaad door veranderingen in de prijzen van financiële activa of in het vermogen van financiële intermediairs om aan hun contractuele verplichtingen te voldoen<sup>2</sup>. Door tal van oorzaken kunnen financiële systemen fragiel worden. Zo kan dereguleringsbeleid tot scherpe prijsstijgingen van financiële activa leiden. Ook de introductie van overheidsgaranties kan de gezondheid van het financiële bestel aantasten. De risico's van financiële producten systematisch kunnen dan te laag worden geprijsd<sup>3</sup>. Meer in het algemeen kunnen beleidshervormingen en regimeveranderingen beleggers en beleidsmakers aanleiding geven tot overoptimistische verwachtingen over economische ontwikkelingen. De prijzen van financiële instrumenten zijn dan niet meer in overeenstemming met de 'fundamentele waarden'.

Als het financiële bestel fragiel is, leiden volgens de Amerikaanse econoom Mishkin een rentestijging; een prijs- of koersdaling van financiële waarden; een vergroting van de onzekerheid; bankenpaniek of (schulden)deflatie, makkelijker tot een financiële crisis<sup>4</sup>.

Hierbij is het vertrekpunt dat financiële markten imperfect zijn. Economische subjecten beschikken niet over alle voor de financiële beslissingen relevante informatie. Dit bemoeilijkt de waardering van de risico's die onlosmakelijk met financiële transacties zijn verbonden. Bovendien is de beschikbare informatie niet gelijk verdeeld, waardoor sprake is van asymmetrische informatie. Dit laatste leidt tot averechtse selectie en moreel risico<sup>5</sup>.

Nu leidt niet iedere verstoring op de financiële markten ook meteen tot een financiële crisis. We spreken van een financiële crisis als een disruptie op financiële markten problemen van averechtse selectie en moreel risico zo verergert dat een efficiënte allocatie van fondsen over productieve activiteiten in hoge mate wordt bemoeilijkt. Om het predikaat financiële crisis te krijgen, moeten de schokken van Mishkin de kwaliteit en de kwantiteit van de financiële intermediaire en/of de kosten ervan dusdanig schaden dat de economische activiteit negatief wordt beïnvloed. Op welke manier disrupties en imperfecties tot een financiële crisis (kunnen) leiden, is afgebeeld in [figuur 1](#).





## Overzicht crises

In [tabel 1](#) is voor een aantal voorbeelden te zien welke elementen van Mishkin relevant zijn. De onderste regel geeft antwoord op de vraag of de financiële disruptie in een financiële crisis is uitgemond.

**Tabel 1. Verband tussen disrupties en gevolgen voor een negental crises**

Disruptie	jaren dertig	VS	Japan	VK	EMS-crisis	Mexico	Z-O Azië	Rus - land	Bra-zilië
rentestijging	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
prijs/koersdaling:									
aandelen	ja	nee	ja	nee	nee	ja	ja	ja	ja
onroerend goed	nee	ja	ja	ja	nee	nee	ja	nee	nee
valutamarkt	nee	nee	nee	nee	ja	ja	ja	ja	ja
onzekerheid	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja
bankenpaniek	ja	nee	nee	nee	nee	nee	ja	ja	
(schulden)deflatie	ja	nee	ja	ja	nee	ja	ja	ja	
Financiële crisis?	ja	nee	ja	ja	nee	ja	ja	ja	?

### Jaren dertig

De ervaringen met de Grote Depressie van de jaren dertig in de VS leren dat het ontbreken van enige vorm van depositogarantie de financiële fragiliteit kan vergroten. In de beginjaren dertig deden zich in de VS veelvuldig stormlopen op banken voor. Door de afwezigheid van enige 'dekking' voor depositohouders in een klimaat van algemene onzekerheid, een (te) krap monetair beleid door de Fed, deflatie en dalende vermogensprijzen gingen de depositohouders massaal hun tegoeden bij banken opnemen. Dit alles resulteerde in een financiële crisis [6](#).

### Spaarbankencrisis Verenigde Staten

Voorafgaand aan de 'savings and loan' crisis was de Amerikaanse spaarbanksector in de jaren tachtig ingrijpend gedereguleerd. Spaarbanken mochten zich op vele nieuwe financiële activiteiten gaan storten en werden aangemoedigd hun hypotheekverstrekking flink uit te breiden. Door het afschaffen van de renteplafonds voor deposito's en om te overleven in de felle concurrentiestrijd werden steeds hogere depositorentes geboden. Al snel stegen de financieringskosten van spaarbanken sneller dan de rente-inkomsten uit de hypotheekportefeuille. Moreel risicogedrag werd in de hand gewerkt door een royale depositogarantieverzekering en doordat eventuele verliezen van de zeer risicovolle activiteiten van spaarbanken toch uit een overheidsfonds zouden worden aangezuiverd. In deze fragiele situatie vormde een renteverhoging de aanzet tot de crisis. De vastgoedprijzen klapten in elkaar. De savings and loan crisis leidde evenwel niet tot een ontsporing van het financiële bestel.

### Japan

In Japan stond een combinatie van een verruiming van het monetaire beleid in 1986 en de deregulering en liberalisatie van de financiële markten aan de wieg van ernstige verstoringen in het financiële systeem. De kredietverlening en de onroerend goed- en aandelenprijzen namen lange tijd explosief toe. De kredietverlening kon ook lange tijd uit de pas lopen met de vereiste omvang van het eigen vermogen, doordat de Bank of Japan banken de gelegenheid bood bij haar reserves te lenen. Door een renteverhoging in mei 1989 werd de speculatieve bel lekgeprikt. Dit resulteerde in een scherpe daling van de onroerend goed- en aandelenprijzen. Gezinnen en bedrijven zaten met enorme schulden opgezaald, waarvan het onderpand waardeloos was geworden. Banken waren door de enorme verliezen op hun leningportefeuille en de erosie van hun kapitaalbasis door kelderende aandelenkoersen nauwelijks bereid nieuwe kredieten te verstrekken. De economie raakte in een recessie en er ontstond (schulden)deflatie. Doordat de Japanse overheid veel te lang de werkelijke omvang van de structurele problemen ontkende, nam de onzekerheid almaar toe. Uiteindelijk resulteerde een financiële crisis.

### Verenigd Koninkrijk

De Britse vastgoedcrisis begin jaren negentig werd veroorzaakt door een overmatige hypothecaire kredietverlening in de periode daarvoor. Door deregulering van de hypotheekmarkt rond het midden van de jaren tachtig konden meer intermediairs zich op deze markt begeven en konden gezinnen en bedrijven voor veel grotere bedragen hypothecaire schulden aangaan dan daarvoor. Dit laatste kwam ook door de achteraf niet uitgekomen, bijzonder rooskleurige economische vooruitzichten. De huizenprijzen rezen de pan uit en dreigden eind jaren tachtig de inflatie aan te wakkeren. Hierop werd de rente verhoogd. Meteen duikelden de prijzen van onroerend goed en kwamen veel gezinnen en bedrijven in de financiële problemen. De verslechtering van de netto vermogenspositie zorgde voor een vraaguitval. Hoewel een bankenpaniek uitbleef, moesten sommige banken een beroep op overheidssteun doen. Banken waren ook nauwelijks geneigd nieuwe kredieten te verstrekken. De daaruit resulterende recessie was langdurig. Er was dus sprake van een financiële crisis in het VK gedurende de eerste helft van de jaren negentig.

### *EMS-crisis*

Bij de EMS-crisis in 1992/93 zijn twijfels van beleggers over het vasthouden aan de vaste wisselkoersdoelstelling, van doorslaggevend belang geweest. Deze twijfels werden gevoed door de economische recessie in het VK en Frankrijk. In de perceptie van beleggers werd de afruil tussen de vaste wisselkoers en andere beleidsdoelstellingen (verlaging werkloosheid door ruimer monetair beleid) almaar scherper. Op het moment van de speculatieve aanval zelf waren de Engelse en Franse inflatie lager dan de Duitse inflatie. Ook was voorafgaand aan de valutacrisis in geen van de betreffende EMS-landen sprake van onhoudbare overheidstekorten dan wel van dalende officiële reserves. Beleggers anticipeerden dan ook op wat zij als een toekomstige onverenigbaarheid tussen fundamentele en wisselkoers zagen. De gebeurtenissen in het EMS hebben ook laten zien dat monetaire autoriteiten niet tegen gecoördineerde acties van beleggers zijn opgewassen. De EMS-crisis was echter zeker geen financiële crisis.

### *Mexico*

Mede aangewakkerd door deregulering en overoptimistische groeiverwachtingen stegen de kredietgroei en kapitaalinstroom begin jaren negentig explosief. Onder andere door oplopende politieke spanningen werd echter gaandeweg duidelijk dat de groei deels op drijfzand was gebaseerd en dat de tekorten op de lopende rekening en de reële appreciatie van de peso tekenen van zwakke waren. Het korte kapitaal stroomde het land uit, ook omdat de autoriteiten lange tijd geen renteverhoging wilden doorvoeren in verband met de naderende verkiezingen in 1994. De koppeling van de peso aan de dollar werd december 1994 onhoudbaar, ondanks de scherpe renteverhoging. De rentelasten stegen spectaculair, de vermogenspositie van gezinnen en bedrijven verslechterde en de economie raakte in een recessie met dalende prijzen. De onzekerheid nam toe met als gevolg dat de kwaliteit en kwantiteit van de financiële intermediaire verminderden. Een financiële crisis was het gevolg.

### *Zuid-Oost Azië*

De jarenlange hoge groeicijfers van de Tijgers maskeerden ernstige structurele zwakheden in het financiële systeem. De sterke groei kwam tot uiting in zeer hoge investeringen, die in belangrijke mate met korte buitenlandse leningen werden gefinancierd. De hieruit voortvloeiende reële appreciatie van de betrokken valuta's en oplopende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans werden lange tijd niet als problemen gezien. Voorts werkten nationale overheden morele risicoproblemen in de hand, doordat zij voor 100% garant stonden voor de deposito's. Ook droeg het overheidsbeleid ertoe bij dat banken risicovollere projecten financierden dan wel zelf ondernamen. Er trad een aanscherping van averechtse selectie op, doordat de overheid soms per decreet verordonneerde dat banken bepaalde investeringen dienden te financieren. Gaandeweg 1997 ontstond de mening dat het lopende rekeningtekort en de reële appreciatie meer als een teken van zwakte moesten worden opgevat<sup>7</sup>. Beleggers begonnen medio 1997 hun kapitaal uit de regio terug te trekken of een hogere rentevergoeding te eisen. In een poging de vaste wisselkoersen te handhaven werd het monetaire beleid verkraapt. Door de bestaande fragiliteit van het financiële bestel verergerde deze 'renteschok' de problemen alleen maar. De onroerend goed- en aandelenprijzen daalden en verzwakten de financiële situatie van de particuliere en financiële sector verder. Gevoegd bij deze fragiliteit konden diverse Tijgers door de oververhitting van de economie de koppeling van hun munt aan de dollar uiteindelijk niet langer handhaven, waarna de betrokken valuta's sterk onderuit gingen. De economische activiteit viel verder terug doordat de structurele problemen in de financiële sector zich in hun volle omvang manifesteerden en schuldendeflatie was opgetreden. Aldus mondde de valutacrisis uit in een heuse financiële crisis.

### *Rusland*

Na de omwenteling en de privatisering in het begin van de jaren negentig is het financiële systeem van Rusland nauwelijks tot ontwikkeling gekomen. Banken spelen slechts een beperkte rol als financiële intermediair, doordat zij veel moeilijkheden ondervinden bij het beoordelen van de kredietwaardigheid van de kredietnemers, een erfenis uit het verleden. Ook moeten zij nog vaardigheden ontwikkelen om investeringsprojecten effectief te kunnen beoordelen en is er sprake van een zwak juridisch systeem. Bovendien hebben de grootste banken sterke banden met de overheid; zij zijn onder andere vrijgesteld van renteverplichtingen op aangetrokken overheidsmiddelen. Daartegenover financieren banken overheidsuitgaven, waarop staatsgaranties worden afgegeven. Door de vaste wisselkoers van de roebel ten opzichte van de dollar zijn banken massaal goedkope dollarleningen aangegaan en hebben deze vervolgens in roebelleningen met een hogere rente uitgezet. De bestaande financiële fragiliteit en een ruim begrotingsbeleid vergrootten bij beleggers de twijfels over de houdbaarheid van een vaste wisselkoers. De gedwongen herstructurering van de overheidsschuld en -financiën alsmede het loslaten van de vaste wisselkoers van de roebel kwamen hard aan voor de banken. De devaluatie van de roebel in augustus 1998 kwam echter niet onverwacht. Dit uitte zich in de aanloop naar de devaluatie in een scherpe daling van de officiële reserves. De verhoging van de rente door de Russische monetaire autoriteiten vlak voor de devaluatie maakte beleggers wantrouwend, gelet op de deplorabele economische situatie.

### *Brazilië*

De crisis rond de Braziliaanse real in het najaar van 1998 trad ook op nadat beleggers het lopende rekening tekort en de reële appreciatie van de Braziliaanse munt, mede door de gebeurtenissen in Z-O Azië, steeds kritischer gingen bekijken. Zij stapten massaal uit de real waardoor de reserves van de Braziliaanse centrale bank snel slonken. De Braziliaanse autoriteiten besloten daarop de vaste wisselkoers (een crawling peg t.o.v. de dollar) te verdedigen door de rente fors te verhogen. Beleggers hadden evenwel geen fiducia in deze

maatregel, omdat zij deze niet in overeenstemming achtten met de economische ontwikkeling. Enkele weken later moest de koers van de real inderdaad worden losgelaten. Het is niet zeker of dit uiteindelijk tot een financiële crisis zal leiden.

## Besluit

In het voorgaande hebben we in vogelvlucht een aantal crises bekeken. Waar een financiële crisis optrad bleek vrijwel steeds een periode van financiële deregulering vooraf te gaan waarin overmatige kredietverstrekking plaatsvond, geholpen door overheidsgaranties. In zo'n klimaat werd moreel risico-gedrag in de hand gewerkt en nam de onzekerheid sterk toe. Een renteverhoging, in combinatie met sterke daling van financiële waarden of in combinatie met een van de andere disrupties, vormde dan de aanzet voor de crisis. Daar waar het klimaat minder fragiel was, bijvoorbeeld in het EMS in 1992, bleef een crisis uit. Wel speelde ook hier monetair beleid een rol bij de (valuta)crisis.

Om de kansen op crises te minimaliseren, zijn een effectieve mix van marktwerking en regulering vereist, die de basis leggen voor een solide financieel systeem. Op macro-economisch niveau geldt een soortgelijke afruil tussen efficiëntie en stabiliteit. Door in tijden van financiële spanningen bijvoorbeeld als lender of last resort op te treden kan de overheid bijdragen aan een goede werking van een financieel systeem. Als deze taak evenwel te ruimhartig wordt uitgevoerd, kan te risicovol gedrag worden aangewakkerd, hetgeen de financiële fragiliteit juist vergroot. Gegeven de imperfecties op de financiële markten kan een crisis echter nimmer worden uitgesloten.

Zie ook:

E. de Jong, [Tweehonderd jaar valutacrisis](#), *ESB*, 12 maart 1999, blz. 187

---

1 S. Radelet en J.D. Sachs, The East Asian financial crisis: Diagnosis, remedies, prospects, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, nr. 1, blz.1-90.

2 A. Crockett, The theory and practice of financial stability, *De Economist*, 1996, blz. 531-568.

3 Het IMF onderkent dat te laag geprijsde risico's dikwijls ten grondslag liggen aan een financiële crisis, *World Economic Outlook*, mei 1998.

4 F.S. Mishkin, Anatomy of a financial crisis, *Journal of Evolutionary Economics*, 1992, blz 115-130. Zie ook: Understanding financial crisis: a developing country perspective, *NBER working paper* nr. 5600, 1996.

5 Bij averechtse selectie trekt de vermogensverstrekker door zijn acties precies die vermogensvragers als tegenpartij aan die hij zou willen vermijden. Men spreekt van moreel risico als het voor de vermogensvrager optimale gedrag na afsluiting van het contract niet overeenkomt met het contractueel vastgelegde gedrag.

6 Merk op dat de 'moeder van alle aandelencrashes', die van oktober 1929, een mooi voorbeeld is van een ernstige disruptie op een financiële markt die (aanvankelijk) niet in een financiële crisis heeft geresulteerd.

7 Voor een chronologie van de gebeurtenissen vanaf de zomer van 1997 zie IMF, *World Economic Outlook*, interim assessment, december 1997.