

# Voorbij de crisis

LEX HOOGDUIN, directeur bij de Nederlandsche Bank

Op 17 maart 2007 verscheen mijn column *Roze bril* in Het Financieel Dagblad. Hierin waarschuwde ik dat het financiële systeem er wel eens minder rooskleurig voor zou kunnen staan dan het lage niveau van risicopremies suggereerde. Ik sprak de hoop uit dat een tijdige en gezonde correctie de belegger weer met beide benen op de grond zou zetten. Tegelijkertijd gaf ik aan dat een financiële crisis tot een van de alternatieve scenario's behoorde. De timing en diepte van de huidige crisis heb ik voorspeld noch voorzien. De economische wetenschap biedt daarvoor ook geen basis; de crisis heeft dit eens te meer duidelijk gemaakt. Economisch handelen vindt plaats op basis van autonome verwachtingen over een fundamenteel onzekere toekomst, die mede door dat handelen wordt bepaald. Detailvoorspellingen zijn daardoor niet volledig op wetenschappelijke gronden te doen. Maar we kunnen wel lessen trekken uit de recente gebeurtenissen. De huidige situatie is bij uitstek het moment daarvoor en in dit ooggetuigenverslag doe ik een poging daartoe. Ik onderscheid vijf stappen van het overheidsingrijpen in reactie op de crisis. Aan de hand van deze vijf stappen evalueer ik het beleid dat is gevoerd. Vervolgens ga ik in op mogelijke lessen voor de economische wetenschap.

## Stap 1: stabilisatie van de financiële sector

Tot september 2008 kon men nog debatteren over de vraag of de problemen in het financiële systeem zouden leiden tot een wereldwijde economische crisis. Financiële instellingen kregen weliswaar grote verliezen op hun portefeuilles voor de kiezen, maar de doorwerking van de financiële crisis was nog niet helder. Althans voor mij. Met de val van Lehman Brothers werd duidelijk dat elke financiële instelling fataal kon worden getroffen. Het vertrouwen in de interbancaire markt brak. Als gevolg hiervan ontstond een grootschalige vlucht naar liquiditeit. Dit leidde tot *fire sales* van portefeuilles, die hierdoor verder in waarde daalden, wat de problematiek verergerde. Het interbancaire verkeer was voor een groot deel stil komen te liggen.

Beleidsmakers hadden echter geleerd van de gebeurtenissen die zich in de jaren dertig in de Verenigde Staten en in Japan sinds halverwege de jaren negentig hadden voltrokken. Zij realiseerden zich dat een terugkeer van vertrouwen in het financiële systeem cruciaal was bij het afwenden van een diepe en langdurige economische depressie. Om dit te bewerkstelligen zetten overheden en centrale banken een omvangrijk en breed instrumentarium in, waaronder onbeperkte toegang tot liquiditeit, kapitaalinjecties, garanties, het opkopen van slechte leningen en nationalisatie van financiële instellingen. Inmiddels lijkt het gevaar op ineenstorting van het financiële systeem afgewend. Ben Bernanke werd vanwege zijn acties door *Time Magazine* uitgeroepen tot *person of the year 2009*. Maar het herstel is nog fragiel.

## Stap 2: stabilisatie van de reële economie

Vanaf het vierde kwartaal van 2008 waren de grote gevolgen van de financiële crisis op de reële economie duidelijk zichtbaar in de macro-economische statistieken. Deze ongekend scherpe economische terugval laat zich goed karakteriseren als een traditionele keynesiaanse vraaguitval. Het is niet helemaal helder wat de belangrijkste factoren zijn die ten grondslag hebben gelegen aan de plotselinge daling van de koopbereidheid van huishoudens, maar een aantal verklaringen ligt voor de hand. Ten eerste hadden ook huishoudens verliezen geleden op hun vermogens, en probeerden zij dit verlies te compenseren door meer te sparen. Ten tweede werd het voor huishoudens moeilijker om te lenen vanwege aangescherpte condities door kredietverstrekkers. Ten derde werd met de verslechterde vooruitzichten het risico op baanverlies groter. Ten vierde is het waarschijnlijk dat de vraaguitval werd gedreven door snel toegenomen pessimisme van huishoudens en bedrijven over de fundamenteel onzekere toekomst in een situatie van crisis. Huishoudens reageerden door te sparen en bedrijven door investeringen niet te doen of uit te stellen. De wereldhandel schrompelde ineen. Gegeven het vraaggedreven karakter van de economische neergang waren maatregelen voor actieve stimulering van de vraagzijde van de economie nodig. Monetair autoriteiten verlaagden de beleidsrente tot niveaus nabij het nulpunt en voerden in aanvulling daarop onconventioneel monetair beleid. Tegelijkertijd zetten overheden hun budgettaire instrumentarium in om de vraag te vergroten. Deze combinatie van maatregelen lijkt de val van de reële economie tot een halt te hebben gebracht, maar het herstel is pril en drijft nog voor een belangrijk deel op de uitzonderlijke monetaire en budgettaire maatregelen.

## Stap 3: exitstrategie

De maatregelen die zijn ingezet zijn paardenmiddelen die nodig waren en effect hebben gehad, maar ook bijwerkingen kennen. Op ten minste drie vlakken zie ik risico's. Ten eerste hebben de budgettaire maatregelen grote gevolgen voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Ten tweede is het overheidsingrijpen in de bancaire sector niet symmetrisch geweest. Sommige banken hebben relatief weinig interventie van de overheid nodig gehad, terwijl andere volledig zijn genationaliseerd. Dit kan een gevaar vormen voor het gelijke speelveld in de bancaire sector. Ten derde introduceert de steun aan de financiële sector een mogelijk probleem van moreel risico. Omdat er in de huidige crisis financiële instellingen zijn gered van faillissement, bestaat het risico dat bankiers worden bevestigd in hun hoop op steun in slechte tijden, en daarom meer dan gewenst geneigd zijn tot het nemen van risico's. Een juiste timing en volgorde van het afbouwen van maatregelen is essentieel. In het vinden van een juiste balans tussen een tijdige



afbouw en het intact houden van het ingezette herstelproces ligt een belangrijke en moeilijke opgave. De ECB heeft al een eerste stap gezet met het terugbrengen van de gemiddelde looptijd van liquiditeitsoperaties. Vanaf 2011 zullen ook op budgettair gebied stappen moeten worden gezet om de overheidsfinanciën in het gareel te krijgen en een langdurige remmende invloed op de economische groei en werkgelegenheid te voorkomen.

#### Stap 4: een nieuwe structuur voor de financiële sector

De crisis heeft de structuur van de financiële sector drastisch en blijvend veranderd. We staan aan het begin van een herstructureringsproces. Dit wordt een ingewikkeld spel met vele spelers. Financiële instellingen herzien hun strategieën en bedrijfsmodellen op een nieuw speelveld met nieuwe regels. Toezichthouders, centrale banken, nationale overheden en de Europese Commissie zullen hun stempel drukken op de nieuwe financiële structuur.

#### Stap 5: maatregelen om de kans op een volgende crisis te beperken

We zullen onze lessen moeten trekken uit de recente gebeurtenissen en het beleid hierop moeten aanpassen. Dit betekent echter niet dat we moeten proberen iedere vorm van financiële instabiliteit uit te bannen. Dit zou namelijk betekenen dat we financiële markten de facto platleggen. Maar hun rol in het alloceren van middelen is cruciaal voor het mogelijk maken van welvaartsgroei. Wel moeten we proberen het aantal toekomstige crises en hun diepte te verminderen. Het is belangrijk dat we beleid voeren met het oog op de toekomst en niet proberen de vorige crisis te voorkomen. Sinds het begin van de huidige crisis zijn nieuwe kwetsbaarheden in de plaats gekomen van oude risico's. Het beleid zal zich juist moeten richten op de risico's in de nieuwe realiteit. Dit betekent onder meer grotere en minder procyclische buffers, nieuwe liquiditeitsvereisten, en coherenter macro- en microprudentieel toezicht.

#### Een nieuwe agenda voor de economische wetenschap

Veel macro-economen hebben hun tijd geïnvesteerd in het bouwen van modellen die een verklaring bieden voor economische fluctuaties gedurende tijden dat de financiële markten goed functioneren. Zulke modellen zijn niet behulpzaam tijdens een financiële crisis, zoals ook opgemerkt door Jacobs (2009). Momenteel wordt veel onderzoek verricht naar het incorporeren van een financiële sector in macro-economische modellen. Voorbeelden zijn de modellen van Christiano *et al.* (2009) en Gertler en Karadi (2009). De komende jaren zal blijken in hoeverre dit onderzoeksprogramma succesvol is in het verbeteren van ons begrip van de financiële crisis en de doorwerking ervan op de reële economie. Er zijn ook

interessante algemeen evenwichtsmodellen met een financiële sector die dateren van voor de crisis. Meh en Moran (2004) analyseren de manier waarop fluctuaties in het kapitaal van banken de reële economie beïnvloeden. Een ander voorbeeld is het werk van Wasmer en Weil (2004), die laten zien dat het verbreken van relaties tussen banken en bedrijven recessies kan verergeren. Naast het verbeteren van de modellen binnen de nu dominante economische paradigma's is het goed een stap terug te doen en ook een blik buiten deze paradigma's te werpen. Hayek (1934) leerde ons niet te zeer te pretenderen de economie tot in de micro-economische details te kunnen vatten in modellen waar beleidsmakers direct op kunnen sturen. Meer nog dan op de reële kant van de economie, is deze les van toepassing op de financiële sector, die wordt gekenmerkt door een uitzonderlijke mate van complexiteit. Knight (1921) introduceerde het begrip fundamentele onzekerheid, en benadrukte hiermee dat er vormen van onzekerheid bestaan die zich niet laten vatten in een kansverdeling. Dit kan ook worden gezien als de kern van het werk van Keynes en heeft vergaande consequenties voor de werking van de economie en de methodologie van de economische wetenschap. Deze les is in het bijzonder van toepassing op de recente gebeurtenissen in de financiële sector. In Hoogduin (1991) beschrijf ik hoe fluctuaties in de waarde van liquiditeit worden gedreven door de reactie op fundamentele onzekerheid door economische agenten. De belangrijkste les van Hayek, Keynes en Knight in de huidige context is dat we niet in de val moeten trappen nu op zoek te gaan naar één waar model dat alle economische ontwikkelingen kan duiden. In plaats van te proberen betere detailvoorspellingen te genereren, moeten we ons richten op het herkennen van patronen en de kwetsbaarheden in het financiële systeem. Hierbij past het ontwikkelen van een nieuw instrumentarium, waarin plaats is voor een breed scala aan economische modellen, ontwikkeld vanuit verschillende economische perspectieven.

#### LITERATUUR

- Christiano, L., R. Motto en M. Rostagno (2009) *Financial factors in economic fluctuations*. Northwestern University werkdokument. Evanston: NU.
- Gertler, M. en P. Karadi (2009) *A model of unconventional monetary policy*. NYU werkdokument. New York: NYU.
- Hayek, F. (1934) *Economics and knowledge*. Toespraak bij de London Economic Club, 10 november.
- Hoogduin, L. (1991) *Some aspects of uncertainty and the theory of a monetary economy*. Proefschrift. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.
- Hoogduin, L. (2007) *Roze bril*. *Het Financieel Dagblad*, 17 maart.
- Jacobs, B. (2009) *Lessen van de crisis voor macro-economische theorie en beleid*. *ESB*, 94(4572), 724-725.
- Knight, F. (1921) *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Co.
- Meh, C. en K. Moran (2004) *Bank capital, agency costs and monetary policy*. Bank of Canada werkdokument nr 2004-06. Ottawa: Bank of Canada.
- Wasmer, E. en P. Weil (2004) *The macroeconomics of credit and labor market imperfections*. *American economic review*, 94(4), 944-963.