

Lessen uit de crash

LESSEN UIT DE CRASH

Een antwoord op de financiële crisis

Onder redactie van Frans Becker,
Menno Hurenkamp en Paul Kalma (red.)

Inhoud

Lessen uit de crash <i>Frans Becker, Menno Hurenkamp en Paul Kalma</i>	7
De financialisering van ons wereldbeeld <i>Arie van der Zwan</i>	28
In de maalstroom van de crisis <i>Jan Luiten van Zanden</i>	51
Hoe verder met het bankwezen? Wat kunnen banken, toezichthouders en politici leren van de crisis? <i>Wim Boonstra</i>	65
De Nieuwe Bank. Alternatieve grondslagen voor een onmisbaar instituut <i>Donald Kalff en Hans Verkoren</i>	89
Naar een structuurverandering van de financiële sector <i>Arnoud W.A. Boot</i>	110
Van financieel naar kritisch vermogen <i>Liesbeth Noordegraaf-Eelens</i>	136

Jaarboek van de Wiardi Beckman Stichting 2011
© 2012 Wiardi Beckman Stichting
Omslagontwerp [...]
Foto omslag/Illustratie
Foto auteur
Zetwerk Mat-Zet bv, Soest
www.uitgeverijbertbakker.nl
ISBN 978 90 351 3743 1

Uitgeverij Bert Bakker is onderdeel van Uitgeverij Prometheus

Over de bijdrage van speculatieve overnames aan de crisis <i>Hans Schenk</i>	153
En nu de reële economie. Naar een probleemgericht industriebeleid <i>Ben Dankbaar</i>	172
Een stresstest voor de Europese verzorgingsstaat <i>Anton Hemerijck</i>	200
Tien jaar Europese ervaring, twee crises, vijf lessen <i>Ieke van den Burg</i>	226
De soevereine schulden crisis in de eurozone: koorddanses voor gevorderden <i>Jasper Blom</i>	245
Laissez-faire, mondialisering en politieke democratie <i>Robert Kuttner</i>	264
Verantwoording	293
Over de auteurs	294

Lessen uit de crash

Frans Becker, Menno Hurenkamp en Paul Kalma

Het zakencentrum aan de Amsterdamse Zuidas wordt aan de oostzijde begrensd door het reusachtige, naar de hemel reikende hoofdkantoor van ABN Amro en aan de westzijde door de gigantische schoen oftewel kruimeldief van ING. Het eerste kantoor werd ontworpen door de architecten Henry N. Cobb en Yvonne Szeto, het tweede door Roberto Eduard Meyer en Jeroen Wouter van Schooten. Beide bankkantoren domineren hun omgeving en lijken gebouwd om indruk te maken op de voorbijganger. Het zijn de kathedralen van het huidige, van financieel kapitaal doordrenkte tijdperk. Ze weerspiegelen het belang dat de bankwereld heeft gekregen in de economie en de samenleving van de afgelopen decennia. En staan model voor zowel de afstand die de hedendaagse financiële elite tot het gewone volk schept als de uitstraling die ze zoekt in een door visuele symbolen gemarkeerde wereld. Weg met de soberheid! Symboliseert het van lelijkheid armoedig aandoende gebouw van De Nederlandsche Bank op het Amsterdamse Frederiksplein tegelijkertijd niet de betrekkelijke onmacht van de financiële toezichthouder?

De beide hoofdkantoren reflecteren op hun manier de cultuuromslag die zich in de jaren negentig in de bankwereld heeft voltrokken en zijn getuige van de enorme hoeveelheid geld die er in de laatste decennia in de financiële wereld

is verdiend. Een cultuur van onmatigheid, van hebzucht, van ongeremd gedrag en van ongekeerde risico's heeft zich in de top en in sommige delen van banken en gerelateerde instellingen genesteld. Bankiers en hun bondgenoten in de financiële wereld hebben onverantwoorde risico's genomen en zijn gaan lijden aan het Gordon Gekko-syndroom – de hoofdfiguur uit de film *Wall Street* van Oliver Stone, die op een gegeven moment uitroept: 'The point is, ladies and gentlemen, that greed, for lack of a better word, is good. Greed is right, greed works.'

De internationale trend is weliswaar niet door ons land gezet, maar is er evenmin aan voorbijgegaan. Het buitengewoon indringende en ontnuchterende relaas dat onderzoeksjournalist Jeroen Smit van de ontwikkelingen bij ABN Amro in *De prooi* (2008) heeft geschetst, legt er getuigenis van af. De expansiedrift en de ontwikkeling van steeds innovatiever producten – aangedreven door de wil en het motief de aandeelhouderswaarde en de beurskoers op te drijven – hebben, zij het met regelmatige terugval en uiteenspatende luchtballonnen, bijgedragen aan een kunstmatige groei die in 2007-2008 met een enorme knal tot stilstand is gekomen.

De val van Lehman Brothers in 2008 was het begin van een financiële crisis die al meteen vergelijkingen met de Grote Depressie van de jaren dertig oproept (zie voor een overzicht Cooper 2008; Kalse en Van Lent 2009; Wolf 2009; Stiglitz 2010; Roubini en Mihm 2010). Sindsdien is de crisismachine niet tot stilstand gekomen. Er is niet zozeer sprake van *aftershocks* (Hemerijck e.a. 2009) als wel van regelrechte voortzetting van de crisis. De eerste golf aan reddings- en steunoperaties ten behoeve van de banken door nationale overheden leek aanvankelijk soelaas te bieden. Het crisismanagement wendde een totale ineenstorting van het financiële verkeer af. Maar de financiële brand werd onvolgende geblust. Hij breidde zich uit naar de zogenaamde reële economie, de wereld van productie en dienstverlening – met een sterk krimpende dan wel negatieve economische

groei als gevolg – en sloeg vooral in landen waar de financiële crisis direct verbonden was met overmatige expansie van de vastgoedmarkt in de vorm van bouwprojecten, stijgende huizenprijzen, groei van het huizenbezit en lichtvaardige uitbreiding van de hypotheekmarkt, genadeloos toe. Dat was bijvoorbeeld het geval in Spanje, dat zijn belangrijke constructiesector ineen zag storten, met desastreuze gevolgen voor de gehele economie. De werkloosheid is er buitengewoon sterk gestegen en in het bijzonder de jeugdwerkloosheid heeft rampzalige percentages bereikt.

Maar ook de financiële crisis woekerde verder en nestelde zich in het hart van de Europese economie, en wel in de eurozone. Wat begon als een uit de hand gelopen probleem van de publieke financiën in Griekenland doet inmiddels de Europese Monetaire Unie op haar grondvesten te schudden – en mocht zij overleven, dan wel met gevaar voor de nationale en Europese democratische structuren die in de naoorlogse jaren soms met veel moeite en offers tot stand gekomen zijn. Ondanks diverse maatregelen om de positie van de banken te consolideren – zoals het Basel III-arrangement dat voorziet in hogere kapitaalbuffers – zijn Europese banken nog verre van 'schoon' en hebben zij risicovolle onderdelen van hun balans niet tot hun reële waarde afgewaardeerd. Daardoor is wantrouwen blijven bestaan over de soliditeit van financiële instellingen.

Daar komt bij dat de mogelijkheden voor de nationale overheden om hun banken in geval van nood bij te staan, zijn aangetast. Na de eerste crisisonderzoek is de budgettaire positie van overheden in het ongerede geraakt, hetgeen in een groot aantal Europese landen tot draconische bezuinigingsprogramma's geleid heeft. Zowel bonafide beleggers als financiële speculanten en woekeraars hebben inmiddels even weinig vertrouwen in sommige banken als in bepaalde nationale overheden, hetgeen zich uit in aanzienlijke renteversillen voor staatsleningen in Europa en dreigende afwaardering van de *rating* van sommige landen. Zwak-

ke banken en zwakke overheden houden elkaar zo in een gevaarlijke houdgreep.

De politiek van neoliberale globalisering

De verschuiving in de bedrijfscultuur en de gedragsregels in de directiekamers van de financiële instellingen, bij de rating agencies, de analisten en de handelaren in financiële producten, hebben beslist een belangrijke rol gespeeld bij het ontstaan van de crisis. Maar de omvang en ernst van de crisis duiden erop dat we met aanzienlijk meer te maken hebben dan met gedragsproblemen van een groep bankiers. We beleven een crisis die op de economische schaal van Richter inderdaad vergelijkbaar is met de grote crisis van de jaren dertig. We gaan een periode in van straffe bezuinigingen, van problemen in ons pensioenstelsel en van enorme spanningen in de eurozone. Bovendien staan we aan het begin van een ingrijpende verschuiving van internationale economische krachtsverhoudingen; en van een tijdperk dat onvermijdelijk de duurzaamheid van economische groei tot topprioriteit zal moeten maken.

Deze crisis is onderdeel van een bredere verandering in onze economie sinds de jaren zeventig – een verandering die wordt gekenmerkt door onevenwichtigheid in groeipatroon en gebrek aan tegenwicht vanuit politiek en maatschappij. Als gevolg van de mondialisering van de economie en technologische ontwikkelingen worden kansen, kwetsbaarheid en risico's opnieuw verdeeld over landen, regio's, bedrijfstakken en personen en is de spanning tussen internationale economische machten en markten enerzijds, en nationale democratieën anderzijds, vergroot. De liberalisering en deregulering van het internationale kapitaalverkeer, gecombineerd met een bijzonder hoge informatiesnelheid en onnavolgbare technologie, hebben geleid tot een in vergelijking met de eerste naoorlogse decennia ongekende financiële turbulentie. Deze ontwikkeling is niet alleen het

gevolg geweest van autonome economische processen, maar ook van politieke beslissingen. Het is gaan ontbreken aan *countervailing power*, aan *checks and balances* in de economie, aan ordening die kan zorgen voor nieuw evenwicht en aan voldoende internationaal toezicht. Trouwens, ook het nationale liet nogal te wensen over. De vrijheid en snelheid van het, niet zelden speculatieve, kapitaalverkeer hebben ertoe bijgedragen dat het aantal financiële crises in dit tijdvak spectaculair is gestegen: '[F]inancial failure has been more extensive and pervasive in the last thirty years than in any previous period,' aldus Kindleberger en Aliber in 2005 (Kindleberger en Aliber 2005). Kortom: wat in 2008 gebeurde was geen incident of een ongelukje. Het was een systeemfout.

De stabiliserende krachten, die in de eerste naoorlogse decennia de economische groei effectief in goede banen leidden, hebben hun werkingskracht verloren en zijn niet in voldoende mate vervangen door andere. De centrifugale krachten van het huidige kapitalisme worden onvoldoende in bedwang gehouden door politieke, maatschappelijke of culturele tegenkrachten. De lessen van de jaren dertig, dat *countervailing power*, (internationale) regulering, ordening en staatsingrijpen nodig zijn om de economie te behoeden voor ernstige ontsporing, zijn in de vergetelheid geraakt. Deregulering en liberalisering waren niet alleen onderdeel van een politieke ideologie. Ze gingen ook deel uitmaken van de *mainstream* economische theorie – en *mainstream* economen domineerden de adviesorganen en beleidscentra overal in de westerse wereld, in het bijzonder in de vs, zoals de documentaire *Inside Job* onbarmhartig heeft blootgelegd. Het marktdenken werd een ideologie, waaraan de economische wetenschap zich niet heeft onttrokken. Sterker nog: economen droegen door de ontwikkeling van abstracte modellen en concrete advisering direct bij aan het ontstaan van de financiële risicogemeenschap die onze samenleving is geworden.

De financialisering van het wereldbeeld

Financiële overwegingen, belangen en bedrijven zijn als een waterhoofd aan onze economie gegroeid en andere economische activiteiten en belangen gaan overheersen. Banken en financiële afdelingen binnen bedrijven die een dienende, faciliterende en controlerende rol horen te spelen, hebben zich opeens meester gemaakt van onze economie. Zogenaamde financiële innovaties werden de motor voor economische groei en de financiële sector nam een steeds grotere plaats in in onze metropolen en nationale economieën. De aantrekkingskracht was groot: wie briljant afstudeerde, werd gerekruteerd door een financiële instelling; toptalent stroomde vanzelfsprekend naar de banken. In een aantal landen, zoals de vs (Reich 2007), raakten de financiële wereld en de politiek vergaand met elkaar verstrengeld. Eenzijdige financiële belangen konden het politieke besluitvormingsproces naar hun hand zetten, mede door de personele overlap tussen de financiële en de politieke wereld.

De financiële sector heeft bovendien de wereld van de macro-economie en het grote geld verbonden met die van de micro-economie en het gewone huishoudgeld, waardoor grote financiële risico's tot in de haarvaten van onze samenleving zijn binnengedrongen: een ongewenste vorm van wederzijdse doordringing van geld en maatschappij (Langley 2008). Tot in de haarvaten is ook de economie van het krediet en de schuld doorgedrongen. Bij het ontstaan daarvan spelen, zeker voor de Amerikaanse samenleving, de toegenomen inkomens- en vermogensongelijkheid en de stagnatie van de lagere en middeninkomens een grote rol. De creditcard is de compensatie geworden voor degenen die te midden van de *conspicuous consumption* van de rijken al decennia genoeg moeten nemen met een gelijkblijvend of dalend inkomen – om niet te spreken van hun vermogen.

De opeenhoping van inkomen en vermogen die aan de

top van het (financiële) bedrijfsleven heeft plaatsgevonden is immers niet naar de onderkant doorgesijpeld. Integendeel, na een lange periode van afnemende ongelijkheid, gaat de verdeling van inkomen en vermogen nu weer de andere kant op. De boven- en onderkant (concreet: de voorzitter van de Raad van Bestuur en de medewerkster van het callcenter) groeien verder uit elkaar. En de angst voor sociale daling is inmiddels diep doorgedrongen in de middenklasse, niet alleen in de vs, maar ook in Europa. De afstand tussen de top en de redelijk verdienende middengroepen is bovendien onoverbrugbaar geworden. De vraag is hier niet alleen aan de orde of de sterke verrijking aan de top nog een economisch nut dient, maar ook of deze nog wel moreel verantwoord is.

Op de Progressive Governance Conferentie van Policy Network en de Noorse vakbeweging in Oslo in mei 2011 presenteerde Harvard-hoogleraar Jacob Hacker harde cijfers over de ontwikkelingen in de vs. Sinds de jaren zeventig is het aandeel van het nationaal inkomen voor belastingen dat naar de rijkste 1 procent van de Amerikanen gaat verdubbeld, het aandeel van de rijkste 0,1 procent meer dan verviervoudigd – van 3 procent in 1970 naar meer dan 12 procent in 2007, het hoogste aandeel sinds de invoering van de inkomstenbelasting in 1913. De Amerikaanse belastingpolitiek speelde daarbij een belangrijke rol. De rijkste 400 huishoudens hebben tussen 1995 en 2005 een belastingverlaging van maar liefst 45 procent gekregen. Op het Europese continent neemt de nieuwe ongelijkheid nog niet dezelfde gedaante aan, maar de tendensen gaan in dezelfde richting. De verwachting dat de crisis in dit opzicht een nivellerend effect zou hebben, is althans voor Nederland niet uitgekomen (Velthuis 2011).

De financialisering van de onderneming

Het bestaan en bestuur van de onderneming zijn in toenemende mate in de greep geraakt van kortetermijnbelangen

als gevolg van de centrale plaats die de aandeelhouderswaarde en de beurskoers zijn gaan innemen. Dat geldt niet alleen voor de banken. Ook bij andere beursgenoteerde bedrijven zijn kortetermijnbelangen en snelle resultaten belangrijker geworden dan investeringen en langetermijnstabiliteit. De zoektocht naar het snelle geld heeft fusies en overnames gestimuleerd (die maar zelden meerwaarde hebben opgeleverd) zowel als reorganisaties en afslankingsoperaties. De werknemers zijn daarvan niet zelden de dupe. In ons land is zelfs sprake van een uitverkoop van bedrijven – waardoor de Nederlandse economie wezenlijk verandert. De verbazing van *NRC Handelsblad*-journalist Menno Tamminga over de zorgeloosheid waarmee dit gebeurt, is volkomen terecht (Tamminga 2009).

Bedrijven en hun werknemers zijn koopwaar geworden, in plaats van een werkplaats waar verschillende belangen samenwerken en het menselijk kapitaal een cruciale rol speelt, zoals Arnoud Boot in *De ontwortelde onderneming* heeft beschreven (Boot 2009). De besluitvormingsprocessen en de bedrijfscultuur van de grote ondernemingen van onze tijd stellen *targets* in dienst van de aandeelhouderswaarde boven het belang van *human capital*. Het management dreigt, aldus Boot, een ingehuurde passant te worden van financiële belangen; het personeel vervreemdt van de organisatie door de toegenomen transactieoriëntatie.

In een column over de Occupy-beweging had Frits Abrahams weinig woorden nodig om deze ontwikkeling te karakteriseren: ‘Gisteravond had ik een verre vriend onverwacht op bezoek. We hebben het niet gehad over de Occupy-beweging, wel over zijn werk. Hij loopt tegen de 50 en is bijna 25 jaar in dienst van een groot, internationaal bedrijf. Beviel het hem nog? Hij haalde zijn schouders op. Zijn bedrijf was inmiddels beursgenoteerd en zó vaak overgenomen dat hij er zich totaal van vervreemd voelde. De nieuwe eigenaren hadden maar één doel: in zo kort mogelijke tijd zo veel mogelijk geld met zo weinig mogelijk personeel verdienen. “Vroeger

hield ik van mijn bedrijf,” zei hij, “nu laat het me volstrekt koud.”’ (Abrahams 2011)

Ook de beursgenoteerde banken in Nederland en andere Europese landen zijn zich gaan conformeren aan het Angelsaksische ondernemingsmodel – met alle gevolgen voor de stabiliteit, de samenhang, het werkklimaat en de ondernemingsstrategie van dien. Wat aanvankelijk door moest gaan voor een modernisering van de stoffige Nederlandse bankwereld, met zijn old boys-netwerk en risicomijdend gedrag, werd uiteindelijk een horrorscenario, in het bijzonder voor ABN Amro. Zeker, het was wel tijd om afscheid te nemen van de witte handschoenen bij het bedienend personeel van de bank van standing, maar er was geen enkele reden om terug te keren naar een ongeremd kapitalisme Amerikaanse stijl van de laatnegentiende eeuw.

De Europeanisering van de crisis

Nadat in eerste instantie de nationale overheden hun banken te hulp waren gesnel, heeft de crisis steeds meer een Europese dimensie gekregen, zowel in economische als in politieke zin. In heel Europa werden de overheden geconfronteerd met ernstige budgettaire problemen. Niet alleen had de reddingsoperatie een aanzienlijke aanslag gepleegd op de overheidsmiddelen. Door de harde effecten voor de economische groei namen de belastinginkomsten af terwijl voor veel uitgavenposten de teller doortikte, of zelfs omhoog schoot. De Europa-brede reactie hierop was een forse bezuinigingspolitiek – zij het met betekenisvolle nationale verschillen. Opvallend is dat juist de Nederlandse bezuinigingen ten koste gaan van belangrijke elementen van een sociale investeringsagenda, die op termijn de economische groei weer zou kunnen bevorderen.

Inmiddels is de Europese Monetaire Unie, bij de tijd dat wij dit schrijven, in een alarmfase terechtgekomen. De bancaire sector is nog niet stevig genoeg en een aantal staten is

niet meer stevig genoeg om nieuwe tegenslagen te incasseren. Ons internationale financiële systeem is van dien aard, dat het snelle speculatieve kapitaal onbekommerd zijn gang kan gaan en zwakheden van nationale staten niet alleen genadeloos blootlegt, maar er ook ongegeneerd van profiteert zonder zich om de catastrofale effecten te bekommeren. De risico's zijn bovendien onevenwichtig gespreid tussen publieke partijen (lees overheden, lees belastingbetalers) en private.

Daaronder speelt zich nog een heel ander drama af, namelijk dat van de eurozone en de politieke en economische integratie van Europa. Van begin af aan was de EMU een (te) hachelijk avontuur, omdat de samenstellende delen sterk uiteenlopen in ontwikkelingsniveau en groeipatroon, in politiek-economische en politiek-culturele traditie en in economische kracht. Toen alles economisch meezat, waren de problemen nog wel te overzien – ook al schonden toen al enkele landen de regels van het stabiliteitspact. Maar omdat het nogal grote landen waren, kwamen zij daar gemakkelijk mee weg. Ondertussen convergeerden de groeipatronen en het economisch beleid binnen de EMU niet of onvoldoende. Sterker nog: de gemeenschappelijke munt bood zwakkere landen de mogelijkheid om een zwakker groeipatroon te camoufleren.

Nu we te maken hebben met een economische recessie en erger werkt de muntunie echter verlamdend, omdat de grote verschillen niet meer overbrugd kunnen worden. Er is, aldus de Franse econoom Jacques Sapir, een enorme tegenstelling ontstaan tussen noord en zuid. Beleggers vluchten weg uit Zuid-Europa: 'Italië en Spanje moeten devalueren om competitiviteit terug te winnen, maar door de euro kunnen ze dat niet. De enige methode is: bezuinigen. Snijden tot je een ons weegt. De Duitsers hameren daarop. Maar ook dat is een doodlopende weg, want je smoort de economie. Het is één neergaande spiraal.' Hij trekt daaruit zelfs de radicale conclusie dat we beter kunnen stoppen met de gemeenschappelijke munt (De Gruyter 2011). Europa

bevindt zich inmiddels niet zozeer op een tweesprong als wel op een rotonde waar meerdere afslagen mogelijk zijn, maar bij gebrek aan besluitvaardigheid blijft de EU voorlopig rondjes rijden.

De sociaaldemocratische traditie

Sociaaldemocraten hebben, als het gaat om de rol van de financiële sector, de inrichting van het bestuur van de onderneming, en de regulering van markten, een traditie te verdedigen (Becker 2011; Kalma 2012). Zij formuleerden van meet af aan kritiek op het arbeidsloze inkomen van aandeelhouders/dividendtrekkers en de overheersing van financiële belangen in de onderneming (Socialisme 1891). Met alle tegenzin hadden zij meer waardering voor de risicodragende industriële ondernemer. Zij benadrukten het gemeenschapsbelang en de nutsfunctie van banken voor de economie als geheel (Van der Waerden 1934). Zij hadden uitgesproken opvattingen over een evenwichtige verdeling van belangen binnen het bestuur van de onderneming (Hogenboom e.a. 2001). In het bijzonder na de Tweede Wereldoorlog droegen zij bij aan het ontstaan van een gereguleerde of sociale markteconomie, waarin door middel van een klassencompromis gematigde en betrekkelijk homogene inkomensverhoudingen tot stand kwamen.

Maar deze traditie is in de afgelopen decennia sterk op de achtergrond geraakt. In retrospectief is het makkelijk om gemaakte fouten te veroordelen en dat moet het doel van omzien ook helemaal niet zijn. Maar zeker in het jargon van de derde weg was deregulering van de markt geen vies woord, ook niet waar het de financiële markten betrof. Het idee was dat dit hielp om mensen uit de kluisters van verkalkte instituties te bevrijden. Maar terugkijkend moeten we constateren dat sommige mensen meer bevrijd zijn dan anderen. In de jaren negentig en aan het begin van deze eeuw, met de sociaaldemocraten (mede) aan het roer, werd

een lange serie maatregelen, die bewust bijdroegen aan de clustering van banken en verzekeraars, aan de verbastering van oorspronkelijke maatschappelijk georiënteerde taken, en aan het verlies van toezicht op de handel en wandel van de financiële wereld, zo niet actief gepropageerd dan toch stilzwijgend geaccordeerd.

Dat bankieren een ambacht als alle andere was en geen magisch of religieus verschijnsel waar politici maar beter niet aan konden komen, raakte ook uit het zicht door de onwilligheid van sociaaldemocratische politici om de ‘exhibitionistische zelfverrijking’ (Wim Kok) serieus te problematiseren. Eerder leek een zekere mate van identificatie met de financiële sector plaats te vinden, doordat prominente sociaaldemocraten zich vaker als commissaris, adviseur of bestuurder van ondernemingen opwierpen dan als activist of zelfs maar geïnformeerde criticus. In een kritische reflectie op de positie van de sociaaldemocratie nam voormalig lijsttrekker en minister van Financiën Wouter Bos begin 2010 voorzichtig afstand van de derde weg en bepleitte hij een terugkeer naar een meer kritische houding ten opzichte van de ontwikkelingen in het huidige kapitalisme: ‘Wat wij de afgelopen jaren hebben aanschouwd was dus ook een waarden crisis over de balans tussen excessen en matiging, tussen lange en korte termijn, tussen status najagen en dienstbaarheid, tussen roekeloosheid en verantwoordelijkheid. Onze nieuwe en noodzakelijke houding ten opzichte van het kapitalisme vraagt dus uiteindelijk ook om een opvoeding tot burgerschap en een aan het algemeen belang dienstbare elite. Ons verheffingsideaal heeft ook op hén betrekking.’ (Bos 2010)

De les zou moeten zijn dat het hernemen van het initiatief niet alleen afhangt van het formuleren van een reeks slimme oplossingen, maar ook van het herwinnen van zelfvertrouwen, dat alleen maar gestoeld kan zijn op een analyse die steviger is dan de sfeer van ‘there is no alternative’ die rond de neoliberale stromingen van de sociaaldemocratie

hing. Zowel in termen van democratie als in termen van economie zijn er wel degelijk alternatieven voorhanden – daar gaat politiek immers over. Niet de ideologische gelijkhebbij uit de jaren zeventig en tachtig moet terugkomen, maar het inzicht dat het belangrijk is contrasten te kunnen aanbrenge, en met feit en visie bestaande toestanden als onrechtvaardig te kunnen benoemen.

Lessen uit de crash

Welke inhoudelijke en politiek-programmatische lessen zijn er, aan de hand van de bijdragen van de auteurs aan dit boek, te trekken uit de financiële crisis? Wij zetten er, voor eigen rekening en verantwoording, vijf op een rij.

Positionering en governance: de dienende bank

Er is niet alleen een cultuuromslag nodig in de top van de financiële wereld; er is ook een fundamentele structuurverandering nodig. Een grotere variatie (biodiversiteit) in organisatievorm van de grote spelers in de bancaire sector zorgt al voor betere schokdemping en stabiliteit. Maar om verlost te worden van de eenzijdige druk van de aandeelhouders, de beurskoers en de onwaarschijnlijk hoge winstcijfers zouden de grote systeembanken zelfs bij voorkeur niet aan de beurs genoteerd moeten zijn. Zij kunnen zich dan beter richten op hun eigenlijke taken en hun nutsfunctie beter vervullen.

Er is veel voor te zeggen om afscheid te nemen van de eenzijdige oriëntatie op beurskoers en aandeelhouderswaarde bij het besturen van de bank en van het doorgeschooten CEO-model. Om de gevaren van het risicovol bankieren verder te beteugelen zal een betere scheiding moeten worden aangebracht tussen wat Boot het transactiebankieren en het relatiebankieren noemt. Makkelijk zal dat niet zijn: waterdichte schotten zijn niet zomaar aan te brengen. Het opstellen van een *living will* en verstandige vormen van *ring-*

fencing zouden de risico's van het transactiebankieren in ieder geval kunnen beperken, ook in geval van deconfiture.

En ten slotte zal het toezicht van de commissarissen fundamenteel moeten worden verbeterd, bijvoorbeeld door de Raden van Commissarissen aanzienlijk beter te faciliteren, een bredere informatiegrondslag te verschaffen en hen intensiever bij de controle op de besluitvorming te betrekken. Daarvoor is meer nodig dan een code-Tabaksblat. Om een einde te maken aan de perverse prikkels in de huidige beloningsstructuur is het beter om niet een beetje minder, maar om een beetje géén bonussen uit te delen.

Regulering en toezicht: uit de greep van het geld

Niet alleen is een fundamentele verandering gewenst van de positionering, het bestuur en het interne toezicht van de banken, er is ook betere regulering van de sector als geheel en scherper extern toezicht nodig. Ze vormen geen panacee. Ze kunnen ook perverse effecten of onbedoelde dan wel tegengestelde gevolgen hebben – zoals een onverstandig vormgegeven depositogarantiestelsel heeft laten zien. Maar ze zijn wel absoluut noodzakelijk.

Toezichthouders zullen, kort gezegd, veel beter geïnformeerd moeten zijn; niet alleen op nationaal, maar ook op Europees en mondiaal niveau moeten opereren; niet alleen op de micro- maar ook op de macrorisico's moeten letten; en eerder moeten kunnen ingrijpen. Regulering van speculatieve kapitaalstromen over de grens is dringend nodig en een belasting daarop zou al een eerste stap zijn, maar uiteindelijk is toch een nieuw type Bretton Woods-overeenkomst gewenst waarin afspraken worden gemaakt over financiële stabilisatie en opnieuw de ruimte wordt gecreëerd voor nationale, democratisch gelegitimeerde politiek-economische keuzes.

De nauwe verstrengeling van financiële belangen en politieke besluitvorming zit democratisch gelegitimeerde besluitvorming en publieke belangen in de weg. Het publieke

of algemene belang zal bij bijvoorbeeld steunoperaties een grotere rol moeten spelen; de invloed van de financiële lobby zal deels door tegenwicht van andere stakeholders moeten worden teruggedrongen, deels door politieke besluitvormers in een meer bescheiden rol moeten worden gebracht.

Een duurzaam economisch groeimodel: afscheid van de krediet-economie

De crisis waarin wij ons bevinden heeft niet alleen wortels in de financiële sector, maar ook in de reële economie. De overnamegolf aan het begin van deze eeuw heeft, net als fusiegolven in het verleden, een actieve bijdrage geleverd aan het ontstaan van de economische recessie. De overnameregulering en het concentratietoezicht zijn toe aan een fundamentele heroverweging, aldus Schenk in zijn bijdrage. Ondernemingen zal onder bepaalde condities moeten worden toegestaan om zich te wapenen tegen ongewenste overnames door middel van beschermingsconstructies. En het concentratietoezicht zal moeten worden verrijkt met een toets op het algemeen belang. Het ligt ook in de rede de positie van werknemers bij overnames te versterken.

Er is een alternatief groeimodel nodig voor de onevenwichtige en kunstmatige financieel gedreven groei die we de afgelopen tijd hebben gekend. Niet de groei van de – ook in Nederland aanzienlijke – financiële sector moet het doel zijn, maar de optimale bijdrage van de sector aan de economische groei als geheel. Voor een robuuste economische groei zal ook een industriële kern nodig zijn, die beantwoordt aan criteria van duurzaamheid. Gevraagd: een nieuwe industriepolitiek. In de aanbieding: een probleemgestuurd industriebeleid, gericht op het oplossen van urgente maatschappelijke vraagstukken. Met aandacht voor winners en starters – en vooral voor uitstekend middelbaar beroepsonderwijs.

Weg van de neoliberale wereldorde: andere mondialisering

Liberalisering, deregulering en vrij verkeer van van alles en nog wat zonder overheidsbemoeienis: ziedaar het neoliberale streven van de afgelopen decennia. Het heeft, onbedoeld, de noodzaak van internationale regulering en internationaal toezicht zichtbaar gemaakt. Er dienen internationale afspraken gemaakt te worden over de rol van hedge funds en private equity; over de risicovolle dan wel speculatieve onderdelen van het bankbedrijf; en over het herstel van de dienende rol van de financiële sector. In bredere zin zijn alternatieven denkbaar voor de huidige praktijk van belastingontduiking; voor de buitengewoon ongelijke arbeidsvoorwaarden wereldwijd; en voor de onevenwichtigheden in de internationale vrijhandelspolitiek.

Opnieuw gelijkheid: naar rechtvaardiger inkomens- en vermogensverhoudingen

De – in sommige landen extreme – toename van ongelijkheid in inkomen en vermogen in de afgelopen decennia heeft geleid tot een sterke concentratie van rijkdom aan de top, terwijl aan de onderkant het inkomen stagneerde dan wel terugliep. Deze ontwikkeling is een van de bronnen van de kredietmaatschappij waarin we zijn terechtgekomen. Niet alleen om morele, maar ook om economische redenen is het zaak deze trend om te buigen in de tegenovergestelde richting. Belastingpolitiek is daarvoor een vanzelfsprekend middel: de belastinghervormingen in de vs, bijvoorbeeld, hebben een directe bijdrage geleverd aan de sterk toegenomen ongelijkheid. Maar ook op tal van andere terreinen (sociale politiek, gezondheidszorg, volkshuisvestingspolitiek) kunnen overheden of werknemers en werkgevers (via cao-onderhandelingen) evenwichtiger verhoudingen bevorderen.

De auteursbijdragen

De lezer zal merken dat een aantal bijdragen met een korte beschouwing begint over de rol en positie van de banken en de financiële sector. De Lehman Brothers komen enkele malen voorbij, evenals de financiële innovaties die zo'n grote rol hebben gespeeld bij het uitbreken van de crisis. Daarmee is ook de grote, gemeenschappelijke lijn in dit boek aangeduid: de crisis was meer dan een ongeluk. We hebben te maken met structurele problemen in de positie en het functioneren van de financiële sector, die door politici en andere beleidsmakers nog onvoldoende zijn aangepakt. Wat betreft de analyse en gekozen oplossingen kiezen de auteurs voor verschillende invalshoeken en mogelijkheden voor bijstelling van het systeem.

Arie van der Zwan opent het boek met een analyse van de sterk toegenomen invloed die financiële belangen, motieven en risico's in onze economie en maatschappij hebben gekregen. Deze invloed heeft de ontwikkeling van onze reële economie geen goed gedaan, en onze maatschappij een risicoprofiel gegeven dat een voedingsbodem is geworden voor het hedendaagse populisme. Een terugkeer naar een langetermijnperspectief in de onderneming en de economie als geheel is dringend gewenst. Jan Luiten van Zanden plaatst de crisis vervolgens in een historisch perspectief. In het bijzonder belicht hij de overeenkomsten en verschillen met de Grote Depressie van de jaren dertig. Een belangrijk verschil heeft betrekking op de aard van de Europese integratie die voor ernstige complicaties zorgt bij de aanpak van de huidige crisis.

Wim Boonstra, Arnoud Boot, Donald Kalff en Hans Verkoren belichten de structurele problemen van het functioneren van de banken en de financiële sector als geheel. Risico's horen bij het bankvak, maar het risicovolle bankieren heeft de dienstbare rol die banken traditioneel in onze economie vervullen op de achtergrond gedrongen. Deregule-

ring en liberalisering hebben financiële markten erg veel ruimte verschaft. Financiële innovaties, ongrijpbare technologie, ongekeerde wispelturigheid van banken, een grote verwevenheid van de internationale financiële wereld en kuddegedrag van financiële instellingen zorgden voor een levensgevaarlijke cocktail. Kalff en Verkoren wijzen op de grote nadelen van een beursnotering voor de bank, vooral in combinatie met onverstandige accountancyregels. Zij pleiten ervoor om in ieder geval ABN Amro niet naar de beurs te brengen. Voorts doen zij enkele ingrijpende voorstellen om het functioneren van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen te verbeteren.

Ook Boot meent dat een fundamentele structuurverandering nodig is. Hoe is de toegenomen complexiteit van de financiële sector te beheersen? Is het zinvol om de omvang van banken te beperken? Kan de markt disciplinerend werken? Boot tast de mogelijkheden af om *commercial* en *investment banking* van elkaar te scheiden, bijvoorbeeld via *ringfencing*. En hij onderzoekt de voordelen van een zogenaamde *living will*. Structuurverandering is onontkoombaar, maar het is nog niet zeker in welke richting deze zal gaan. Boonstra bepleit een cultuuromslag bij banken: zij moeten het vertrouwen van hun klanten weer terugwinnen. Voor het Nederlandse financiële stelsel als geheel breekt hij een lans voor diversiteit in organisatievormen ('biodiversiteit') en gezonde concurrentieverhoudingen. Een betere juridische inbedding is nodig voor het toezicht, dat bovendien over voldoende kennis van de sector moet beschikken. Het beloningssysteem moet worden aangepast, de rol van de aandeelhouders teruggedrongen ten behoeve van de bredere groep van stakeholders.

Aan de hand van een aantal documentaires en speelfilms over de financiële wereld en de crisis onderwerpt Liesbeth Noordegraaf-Eelens de rol van de nieuwe technologie en de mathematische modellen in de financiële sector aan een nader onderzoek. Welke rol speelden wetenschappers bij

het ontstaan van de crisis? En welke verantwoordelijkheid horen zij te nemen, wanneer technologische systemen ontstaan die nog slechts te begrijpen en hanteren zijn voor een minieme groep insiders?

Hans Schenk laat zien dat golven van fusies en overnames in het bedrijfsleven in een groot aantal gevallen op een mislukking uitlopen. Zij spelen een belangrijke rol bij het creëren van economische teruggang en crisis. In plaats van waarde te scheppen, hebben zij juist een negatieve impact op het productieve vermogen van onze economie. Noch de neoklassieke economen, noch de beleidsmakers hebben zich voldoende rekenschap gegeven van de effecten. Overnameregulering en concentratietoezicht zijn toe aan een fundamentele heroverweging. Ook in de bijdrage van Ben Dankbaar staat de reële economie centraal. Hij schetst een economisch groeimodel voorbij de financialisering, gericht op verdere industriële ontwikkeling. Een nieuwe industriepolitiek is wenselijk, en zou bij voorkeur 'probleemgestuurd' moeten zijn.

Anton Hemerijck, Ieke van den Burg en Jasper Blom belichten vanuit verschillende perspectieven Europese c.q. internationale aspecten van oplossingsstrategieën voor de financiële crisis. Hemerijck houdt op basis van een analyse van de verschillende nationale reacties op de crisis een krachtig pleidooi voor een Europese aanpak, waarin een sociale investeringsagenda voor de verzorgingsstaat centraal staat. Van den Burg verwerkt haar rijke ervaringen in het Europese parlement om tot een aantal behartenswaardige aanbevelingen te komen over internationaal toezicht en herstel van publieke belangen in het financieel-economisch krachtenveld. Ook Blom stelt het publieke belang centraal in zijn analyse van theorie en praktijk van de aanpak van internationale financiële crises van de afgelopen decennia. Deze lijdt in zijn opvatting te veel onder de private belangen die primair veilig gesteld blijken te worden.

Robert Kuttner, ten slotte, geeft een buitengewoon kriti-

sche analyse van de invloed van neoliberale denkbeelden op de politiek-economische ontwikkelingen van de afgelopen decennia – en van de neoliberale invloed op de sociaaldemocratische partijen in Europa. Zij hebben te veel meegebogen en voor te weinig tegenwicht gezorgd in de strijd om een nieuwe internationale economische orde. Kuttner pleit voor een andere mondiale marktordening op het gebied van handel, arbeid en belastingen, en voor een hernieuwde financiële regulering op mondiale schaal. ‘Het neoliberalisme heeft gefaald, zowel in ideologische als in praktische zin. We zijn aan een nieuwe ronde begonnen in de voortdurende strijd om het kapitalisme tegen zichzelf te beschermen en om sociaal tegenwicht te bieden aan de zelfvernietigende kracht van de markt. Dat lukt alleen als we weer aan politiek gaan doen,’ aldus Kuttner. Die vaststelling zou ook als het motto van dit Jaarboek kunnen gelden.

Literatuur

- Abrahams, Frits (2011). ‘Roestvrij idealisme’, in: *NRC Handelsblad*, 17/10/2011
- Becker, Frans (2011). ‘Tijd voor tegenwicht. Herstel de balans in de economie’, in: *Socialisme & Democratie*, jrg. 68, No 5/6, pp. 65-76. Amsterdam: Boom
- Bos, Wouter (2010). *De Derde Weg Voorbij*, Dr. J.M. den Uyl-lezing, maandag 25 januari 2010, Stichting Dr. J.M. den Uyl-lezing
- Boot, Arnoud W.A. (2009). *De onwortelde onderneming. Ondernemingen overgeleverd aan financiers?*, Assen: Van Gorcum
- Cooper, George (2008). *The Origin of Financial Crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Petersfield: Harriman House
- Gruyter, Carolien de (2011). “Als we de euro nu opheffen, dan kan dat nog min of meer ordelijk”, in: *NRC Handelsblad*, 3/11/2011
- Hemerijck, Anton e.a. (eds.) (2009). *Aftershocks. Economic Crisis and Institutional Choice*, Amsterdam: Amsterdam University Press
- Kalma, Paul (2012). *Makke schapen*, Amsterdam: Bert Bakker. Te verschijnen
- Velthuis, Olav (2011). ‘Vermogensverhoudingen in Nederland na de kredietcrisis’, in: Christien Brinkgreve e.a., *Cultuur en ongelijkheid*, Diemen: AMB

- Hogenboom, Barbara e.a. (2001). *Ondernemen of overnemen. Corporate governance en de sociaal democratie*, Amsterdam: Wiardi Beckman Stichting
- Kalse, Egbert en Daan van Lent (2009). *Bankroet. Hoe bankiers ons in de ergste crisis sinds de Grote Depressie stortten*, Amsterdam/Rotterdam: Prometheus
- Kindleberger, Charles P. en Robert Z. Aliber (2005). *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, Basinstoke: Palgrave Macmillan
- Langley, Paul (2008). *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*, Oxford: Oxford University Press
- Reich, Robert B. (2007). *Superkapitalisme en de bedreiging voor onze democratie*, Amsterdam/Antwerpen: Business Contact
- Roubini S. en S. Mihm (2010). *Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance*, New York/Londen: Penguin Books
- Smit, Jeroen (2008). *De prooi. Blinde trots breekt* ABN Amro, Amsterdam: Prometheus
- Shaw, Bernard (1891). *Socialisme. Eerste Deel: Grondslagen (Fabian Essays in Socialism)*, vertaald door: F.M. Wibaut, Amsterdam: Van Looy
- Stiglitz, Joseph (2010). *Freefall. Free Markets and the Sinking of the Global Economy*, Londen: Penguin
- Tamminga, Menno (2009). *De uitverkoop van Nederland. Hoe een ondernemend land geveild werd*, Amsterdam/Rotterdam 2009
- Van der Waerden, Th. (1934). ‘De gemeenschap en het bankwezen. Een pleidooi voor een centrale circulatiebank van overheidswege’, deel 1 en 2, in: *De Socialistische Gids*, No 4 resp. 5
- Wolf, Martin (2009). *Fixing Global Finance. How to Curb Financial Crises in the 21st Century*, New Haven/Londen: Yale University Press

De financialisering van ons wereldbeeld

Arie van der Zwan

In de recente literatuur wordt de naoorlogse economische ontwikkeling in de westerse wereld ingedeeld in drie perioden. De eerste loopt van 1945 tot 1970 en wordt wel aangeduid als de ‘gouden eeuw van het kapitalisme’ vanwege zijn hoge niveau van kapitaalaccumulatie, productiegroei en werkgelegenheid, gepaard gaande met vreedzame sociale relaties tussen kapitaal en arbeid, resulterend in een gelijkere inkomensverdeling. De daaropvolgende periode, die loopt van 1970 tot 1980 was er een van scherpe winstdaling en economische stagnatie. De heftige conflicten over de inkomensverdeling gaven in die periode mede aanleiding tot hoge inflatiecijfers (stagflatie). In de periode die in 1980 aanving herstelde de economische groei zich, maar zonder het hoge niveau uit de eerste periode te benaderen. De inkomensverdeling onderging ingrijpende veranderingen, zowel de functionele als de personele, en nu ten gunste van de winsten respectievelijk de hogere inkomens. In verhouding tot de winstniveaus bleven de bedrijfsinvesteringen opvallend achter.

De eerste periode is ook wel de fordistische periode gedoopt, in feite synoniem voor industriële fase, terwijl de meest recente periode, het postfordistische tijdperk, staat voor de postindustriële fase. Het is die recente fase waarin het economisch leven steeds meer in het teken is komen te

staan van *financialisering*: de toenemende betekenis van financiële motieven, financiële markten, financiële instellingen en instituties die hun stempel zetten op de reële economie.

De financialisering van het economisch leven: de financiële sector

In dit verband zijn er twee verschuivingen te signaleren die zich in samenhang met elkaar hebben voorgedaan en die beide zijn begunstigd door het gedrag van institutionele beleggers wier omvangrijke vermogens door agressief optredende fondsmanagers – op zoek naar maximaal rendement – tot een machtsfactor van betekenis zijn uitgebouwd. De eerste van deze ontwikkelingen is de verandering die *het financieuzen* heeft ondergaan, de bankwereld voorop. De figuur van de prudente bankier die zich als adviseur van het bedrijfsleven opstelde heeft plaatsgemaakt voor de activistische bankier. De eerste is groot geworden door het vertrouwen dat hij van zijn klanten wist te verwerven en de soliditeit die hij in zijn advisering zowel als in het beheer van zijn eigen zaken tot richtsnoer koos. Groot worden was voor hem een kwestie van het vermijden van grote fouten en verkeerde beoordelingen. Aan de klantenlijst van zijn bank werd zijn standing afgemeten.

Was voor de prudente bankier de klantenlijst zo gezien het doel, voor de activistische bankier is de *clientbase* het middel. Hij heeft dit middel nodig om door productontwikkeling en marketing steeds weer nieuwe financiële producten en instrumenten in de markt te zetten en die door *cross-selling* bij zijn cliënten te pousseren. Hij gebruikt het middel ook om op basis van zijn balans en *rating* zijn eigen financieringsstructuur zo te kiezen dat hij op het aandelenkapitaal van zijn bank een maximaal rendement weet te maken. Door de omvang van zijn balans met geleend geld te verlengen en die fondsen aan te wenden voor eigen beleggingen, alsook door

in zijn financieringsstructuur af te wijken van *matching* principes, kan het rendement verder worden opgevoerd.

Geldcreatie ter financiering van financiële producten die in een verwijderd verband staan tot investeringen in vaste activa, geven aanleiding tot *fictief* kapitaal. De omslag in het bankvak naar activisme is gepaard gegaan met een kwantumsprong in de creatie van fictief kapitaal (derivaten, *securities*) dat door de complexe gelaagdheid van de onderliggende financiële producten los is komen te staan van welvaartscreatie door economische activiteit. Het is deze losmaking van de reële economie die de speculatie in financiële producten zo aantrekkelijk doet ogen. Financiële markten worden slechts begrensd door de collectieve verbeeldingskracht van de spelers op die markt. Aan kapitaalswinsten zijn geen grenzen gesteld, althans zolang de koersen blijven stijgen en de euforie ervoor zorgt dat de markt van nieuwe liquiditeit voorzien blijft.

Op de top van deze ontwikkeling was het de bestuursvoorzitter van de Deutsche Bank die verklaarde dat het rendement op het eigen vermogen van een instelling met de standing van zijn bank 25 procent bedroeg. De financiële wereld verwachtte dat rendement eenvoudigweg. Votron, de bestuursvoorzitter van Fortis, knoopte zijn bank aan een soortgelijk verwachtingsniveau op, weliswaar een graadje minder want de standing van Fortis kon niet tippen aan die van de Deutsche Bank, maar toch. Zulke rendementen zijn alleen te behalen met winsten op speculatieve activiteiten, met alle risico's van dien. De grote vermogens van institutionele beleggers, op zoek naar rendement, vormen de brandstof die de machinerie van de financiële sector gaande houdt. Hoe lager de rentestand, hoe groter de druk en hoe intensiever de zoektocht naar beleggingsvoertuigen die een hoger rendement in het vooruitzicht stellen.

In dit ingewikkelde spel, waarin dagelijks op uiteenlopende markten van positie gewisseld kan en moet worden, speelt risicobeheer een cruciale rol. Hoe scherper het spel

gespeeld wordt, hoe hoger het rendement, maar ook hoe groter de risico's, met name het liquiditeitsrisico. De complexiteit van de financiële instrumenten waarmee dit spel gespeeld wordt, is een bijkomende bron van onzekerheid. Door het gebruik van computernetwerken en elektronische snelwegen heeft het geld- en kapitaalverkeer, dat met de mutaties van deze posities van financiële instellingen gepaard gaat, een onvoorstelbare omvang aangenomen.

In de late jaren zestig, begin zeventig heeft deze ontwikkeling voor het eerst op grote schaal toepassing gevonden. Die richtte zich toen op de valutahandel waarmee door het innemen van speculatieve posities fortuinen zijn verdiend. De speculatie tegen de dollar – in maart 1968, juli 1971, februari 1973 en oktober 1973 – heeft uiteindelijk geleid tot de ontmanteling van het internationale systeem van vaste wisselkoersen. De naoorlogse economische verhoudingen die steunden op coördinatie, zowel nationaal als internationaal, werden verstoord. Pogingen om de coördinatie te herstellen faalden en president Reagan gaf de stoot tot ingrijpende veranderingen. Bij zijn ambtsaanvaarding in 1981 kondigde hij de doctrine van de vrije markt af, privatisering en deregulering gaven daaraan concreet gestalte. In dat kader werd ook het geld- en kapitaalverkeer in de vs geliberaliseerd, in 1987 (Single European Act) en 1989 (Second Banking Directive) door de EU gevolgd. Met name het IMF wierp zich op als promotor van het vrije geld- en kapitaalverkeer.

De liberalisering had twee effecten. Enerzijds werden banken met wereldwijde netwerken, mondiaal gediversificeerde portfolio's en het daarmee te behalen rendement op eigen vermogen toonaangevend voor het bankvak. Anderzijds ontstond toenemende concurrentie tussen banken bij het aantrekken van tegoeden en het ontwikkelen van nieuwe financiële instrumenten. Beide droegen ertoe bij om de wedloop van banken, nationaal en internationaal, te intensiveren. Financiële innovatie is heel wat makkelijker te imiteren dan industriële innovatie. De financiële wereld is het

toneel geworden van een rusteloos zoeken naar steeds nieuwe instrumenten, complexer en meer op de cliënt toegesneden om zo imitatie moeilijker te maken.

De securitisatie van leningen, met name hypotheekleningen, is daar een voorbeeld van. Banken hebben deze securitisatie wereldwijd aangegrepen om ook zelf met geringere dekkingseisen – lees minder eigen, risicodragend vermogen – op grotere schaal de *yield curve* te kunnen bespelen, dat wil zeggen met op korte termijn geleend geld dat een lagere rente heeft, beleggingen met een langere looptijd en hogere rente te financieren. De gesecuritiseerde hypotheekleningen leenden zich daar uitstekend voor. Er zijn jaren geweest waarin de rentemarge die daarmee behaald kon worden aanzienlijk was. De risico's ervan werden gering geacht en speciale beleggingsvoertuigen (Structured Investment Vehicles – siv's) stelden de banken in staat om met weinig risicodragend vermogen, ook buiten hun balans om, grote beleggingswinsten te boeken.

De financialisering van het economisch leven: aandeelhouderswaarde

De tweede ontwikkeling die bepalend is geweest voor de financialisering van de economie is de oriëntatie op *aandeelhouderswaarde*. De keerzijde van die ontwikkeling is in een vroeger stadium onderkend dan met de expansie en transformatie van de financiële sector het geval is. Er is de laatste jaren ook zoveel over geschreven dat ik hier wil volstaan met een aantal observaties die voor het verdere betoog van belang zijn.

Het beginsel van aandeelhouderswaarde is allermintst nieuw. Sinds de beurs bestaat heeft deze oriëntatie voor genoteerde ondernemingen een belangrijke rol gespeeld en zij heeft daarmee de norm gezet voor het hele bedrijfsleven. Maar de inhoud en strekking die eraan gegeven zijn, wisselden met de maatschappelijke verhoudingen. Beperken we

ons tot de naoorlogse periode dan berustte gedurende het fordistische tijdperk het beginsel van aandeelhouderswaarde op de interesse in goed geleide ondernemingen die gestage omzetgroei met stabiele winstgroei combineerden. Niet alleen hun boekwaarde steeg als gevolg van de groei, maar ook hun beurspremie, die in de koers-winstverhouding haar uitdrukking vond. De opstelling van grote institutionele beleggers was er een van loyaliteit en gekend willen worden in grote veranderingen. Beursgenoteerde ondernemingen waren erop uit om hun aandeelhouders te binden, zoals ze op basis van dezelfde uitgangspunten – loyaliteit en inspraak – ook andere stakeholders aan de onderneming bonden en daarmee ruimte creëerden voor een op de lange termijn gericht beleid.

In het postfordistische tijdperk is de oriëntatie op aandeelhouderswaarde ingrijpend van inhoud en strekking veranderd. Terwijl aandeelhouders nu op grond van hun belegging de zeggenschap opeisen in de onderneming waarvan ze zich de eigenaar wanen, schrikken ze er anderzijds niet voor terug om, nadat hun beleidsagenda ter vergroting van de aandeelhouderswaarde is afgewerkt, hun aandelen te verkopen en zo hun kapitaalswinsten te realiseren. 'Exit' speelt in hun overwegingen een doorslaggevende rol; paradoxaler kan het niet. Aanspraken van andere stakeholders vinden in die benadering geen erkenning om de eenvoudige reden dat ze direct concurreren met de eigen aanspraken van de aandeelhouder. Vandaar de voorliefde van activistische aandeelhouders voor opsplitsing, afslanking en verplaatsing van de productie naar lage lonenlanden, om daar met partners in zee te gaan die het risico van de arbeid overnemen.

Ook de uitkering van financiële reserves aan aandeelhouders en het verkopen van activa, zoals onroerend goed, om die vervolgens terug te huren passen in dit beeld: werknemers kunnen bij afvloeiing op de reserves geen aanspraak meer maken en de geringere financiële armslag van

de onderneming dwingt de werknemers om zich in hun eisen te matigen, aangezien anders hun werkgelegenheid in gevaar komt. Overgekapitaliseerde ondernemingen in langzaam groeiende sectoren die over aanzienlijke kasstromen beschikken zijn een geliefd doelwit van private equity-fondsen. Om de potentiële meerwaarde te kunnen realiseren, wordt het hele scala aan ingrepen uit de kast gehaald en blijft de onderneming daarna, volgestopt met schulden, achter. Als de conjunctuur omslaat is alle vet verdwenen en staat de onderneming voor de noodzaak van een koude sanering. Het beleid van ondernemingen is daarmee in het teken van financiële resultaten op korte termijn komen te staan.

Hoog op de beleidsagenda van de activistische aandeelhouder staat de beloning van de ondernemingsleiding en het management. De incentives die in deze beloningssystemen worden ingebouwd zijn dusdanig dat ze direct zijn gekoppeld aan de aandeelhouderswaarde: casht de aandeelhouder, dan ook het management. De kosten daarvan zijn in relatie tot de kapitaalswinsten van de aandeelhouder gering maar in absolute omvang zo imposant, dat het management van de meeste ondernemingen die met activistische aandeelhouders te maken hebben ervoor gezwicht is. Het verbond tussen aandeelhouder en management dat op zulke opportunistische gronden rust, is gedoemd om ook misbruik uit te lokken, waarbij achterblijvende resultaten worden gemaskeerd en winsten gefingeerd. Niet zelden is het het management zelf dat activistisch aandeelhouder-schap binnenhaalt, aangetrokken door de beloning die daaraan verbonden is.

Convergentie of verschillende soorten kapitalisme?

Kapitalisme is er in soorten en gradaties. De inbedding van het kapitalistisch systeem en zijn maatschappelijke verankering hebben in Duitsland, Frankrijk en Japan gestalte gegeven aan wat een gecoördineerde markteconomie ge-

noemd kan worden. Bij coördinatie moet dan niet in de eerste plaats aan overheidsinvloed gedacht worden, ook al is die aanwijsbaar, maar eerst en vooral aan de zelforganisatie van het bedrijfsleven in werkgeversverbonden resp. in de samenwerkingsverbanden tussen kapitaal en arbeid. Dit type economie kent bovendien *sheltered* sectoren, die wel aan concurrentie onderhevig zijn op regionale en nationale schaal, maar niet zozeer op internationale schaal. De vs en het Verenigd Koninkrijk, daarin gevolgd door landen als Zwitserland, kennen een liberale markteconomie. De verschillen tussen die beide zijn markant, hun robuustheid is groot gebleken, met name in voorgaande perioden van ver-gaande liberalisatie zoals aan het begin van de twintigste eeuw.

De verschillen tussen de soorten van kapitalisme zijn terug te voeren op een geheel van instituties, tradities en voorkeuren die in hun onderlinge verwevenheid en complementariteit de opstelling en bedrijfscultuur van ondernemingen beïnvloeden. Die invloed strekt zich uit tot hun *governance* en wijze van financiering, maar ook tot de relaties die bedrijven met andere bedrijven onderhouden, hun relaties met de vakbeweging, de medezeggenschap van werknemers en de opleidings- en carrière-mogelijkheden die ze hun werknemers bieden. Ook de wetgeving en het toezicht op het functioneren van de financiële sector kennen nog tal van nationale trekken.

De vraag rijst of deze verschillen niet noodzakelijkerwijze geringer worden. De ruimte voor nationale afstemming en coördinatie is immers alleen al binnen de EU steeds kleiner geworden. Zo is marktregulering op bedrijfstakniveau, die een van de krachtigste afstemmingsmechanismen vormde binnen het Rijnlandse model, anathema geworden als gevolg van de introductie van instituties op het niveau van de EU die vrij getrouwe kopieën zijn van de Amerikaanse instellingen die van veel eerdere datum zijn. De invloed daarvan beperkt zich niet tot de concurrentieverhoudingen, maar is

ook voelbaar op het gebied van de jaarrekening, het beurstoezicht en het toezicht op de financiële sector. Tegelijkertijd kan geconstateerd worden dat het aantal bedrijfssectoren en activiteiten dat binnen de EU onder de regelingen van de gemeenschappelijke markt is gebracht, spectaculair is vergroot en weinig ruimte overlaat voor *sheltered* sectoren.

Deze observaties, die inhouden dat de instituties binnen de westerse wereld naar elkaar zijn toegegroeid en daarmee ook de opstelling en het gedrag van ondernemingen, sluiten heel wel aan bij de empirische bevindingen op dit punt, die laten zien dat er sinds de jaren negentig een kentering is opgetreden. De recente bankencrisis heeft aangetoond dat in de opstelling en het beleid van banken binnen de EU geen verschil valt op te merken met de banken in de VS en Engeland. Hun internationale verwevenheid bleek allesoverheersend, evenals het feit dat banken en financiële instellingen achter dezelfde doelen zijn aangegaan en daarbij dezelfde praktijken hebben toegepast. De afboekingen op activa als gevolg van de problemen met de *subprime* hypotheek zijn bij de banken in Europa zelfs groter dan bij die in de VS. BNP Paribas is de eerste bank geweest die door het opschorten van de terugkoop van certificaten bij drie van zijn beleggingsfondsen in de zomer van 2007 de bankencrisis in feite zou hebben ingeluid. Voor de bedrijvenwereld geldt dit lemminggedrag in mindere mate, maar ook binnen de ondernemingswereld, de Duitse niet uitgezonderd, is de opmars van het Angelsaksische model opmerkelijk.

Ook de Duitse ondernemingswereld, met zijn eigen tradities en instituties, is voor deze trend bezweken. Tot medio jaren negentig speelde binnen de Duitse ondernemingswereld de oriëntatie op de internationale kapitaalmarkt nauwelijks een rol. Ook grote ondernemingen hadden een vaste relatie met hun huisbankiers. Hun aandeelhouder- schap was geconcentreerd in vaste hand en minderheids- aandeelhouders hadden weinig in te brengen. Traditioneel was slechts een klein deel van de Duitse ondernemingen

beursgenoteerd en in hun *governance* stonden ze ver af van het Angelsaksische type. Uit enquêtes bleek hoezeer aandeelhouders toen nog bereid waren een aanzienlijke premie te betalen voor 'goed geleide ondernemingen met stabiele resultaten'. Daarna is er over aandeelhouders een andere geest vaardig geworden. Convergentie in de richting van het Angelsaksische model is onmiskenbaar. Aandeelhouders gaan voor het hoogste resultaat op de korte termijn en de ondernemingen volgen daarin. De verschuivingen die daarmee gepaard gaan liegen er niet om. Schematisch aangeduid staan ze hieronder nog eens weergegeven.

Verschuiving in de opstelling van ondernemingen als gevolg van financialisering

- inhouden van de winst en investeren uitdelen van de winst en desinvesteren
- inspraak en loyaliteit van stakeholders 'exit', druk via de beurswaarde
- vermogensbuffers hefboomwerking (*leverage*)
- behoedzaam beleid activisme
- langetermijnperspectief kortetermijnperspectief

Macro-economische gevolgen

De hierboven gegeven schets berust op een gestileerde weergave van wat waargenomen kan worden op het niveau van ondernemingen en financiële instellingen, dat wil zeggen op het microniveau. Maar hoe staat het met de zichtbare gevolgen daarvan op het niveau van de economie als geheel, dat wil zeggen het macroniveau? Pas als de gesignaleerde trends op dat niveau zichtbaar zijn, is er sprake van een ingrijpende verschuiving in de maatschappelijke verhoudingen.

Investment-profit puzzle

Stockhammer behoort tot de onderzoekers die als eersten gewezen hebben op het verband tussen de financialisering van de economie en de vertraging in de groei van de investeringen in de westerse landen. In dat verband spreekt Stockhammer van de *investment-profit puzzle*. Terwijl het winstniveau spectaculair gestegen is, is het niveau van de bedrijfsinvesteringen achtergebleven: de verhouding van de investeringen ten opzichte van de winsten is gedaald, hetgeen in de lage groei van de arbeidsproductiviteit zijn weerslag heeft gevonden. Vele onderzoekers die Stockhammer de laatste tijd zijn gevolgd, komen tot vergelijkbare inzichten, die ze baseren op studie van de grote economieën zoals die van de vs, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Duitsland. In de macrocijfers is ook terug te vinden dat het aandeel van de uitgekeerde winsten de laatste decennia sterk is gestegen.

Deze verschijnselen duiden erop dat als gevolg van financialisering de functionele relatie tussen winst en investeren – een van de klassieke economische verbanden – een ingrijpende wijziging heeft ondergaan. Tot voor kort gold dat deze relatie tweezijdig was: ‘the accumulation is a function of the rate of profit that induces it while on the other hand the profit rate is a function of accumulation that generates it’. Deze dubbelzijdige relatie ligt ten grondslag aan perioden van expansie zoals we die tijdens de fordistische periode kenden. Goede winstvooruitzichten leidden tot investeringen die door de winsten die ze opleverden de investeringen verder deden toenemen, niet in de laatste plaats doordat ze gefinancierd konden worden met ingehouden winsten, totdat door daling van het winstniveau en/of de winstvooruitzichten de investeringen stokten en terugliepen. De wederzijdse versterking bleef intact in zowel op- als neerwaartse richting.

Nu heeft het er veel van weg dat dit verband – (voorzicht op) winst leidt tot investeren – doorbroken is. Het ligt voor de hand om de verklaring daarvan te zoeken in de rich-

ting van de internationalisering. Grotere ondernemingen hebben zich ontwikkeld tot organisaties die hun kracht zoeken in het orkestreren van over de wereld gespreide productiefaciliteiten die ze niet zelf hoeven te bezitten, maar die wel werkzaam zijn onder hun regie en op basis van hun specificaties. Deze netwerken met hun gespreide investeringen leiden ertoe, dat de investeringen in vaste activa voor een groot deel plaatsvinden buiten het land waar de winsten geregistreerd worden en niet noodzakelijkerwijze door de onderneming ten dienste waarvan de productiefaciliteiten zijn gecreëerd, maar door *joint ventures* of andere vormen van verbonden ondernemingen.

Het is dus de vraag of het verband tussen winst en investeren in feite wel van karakter veranderd is dan wel dat winsten nog steeds tot investeringen leiden maar dat er een schakel tussen is geplaatst. Dat is overigens meer dan een registratiekwestie, want het risico van de investering komt deels elders te liggen en dat is precies wat de grote, internationaal gespreide ondernemingen nastreven: snel te kunnen desinvesteren en herinvesteren analoog aan de wijze waarop portfoliomanagers in de financiële wereld hun posities innemen en ‘exit’ daarbij als voorwaarde stellen.

Verdeling van inkomen en macht

Het multipliereffect van investeren dat op macroniveau tot economische groei leidt, vindt daar plaats waar de investeringen daadwerkelijk gedaan worden en dat geldt ook voor de productiviteitsgroei die ermee verbonden is. Voor die economieën waar het investeringsniveau achterblijft bij het winstniveau, heeft dat tastbare gevolgen in termen van economische groei en productiviteitsverbetering. Zij lijden aan een vorm van *deïndustrialisatie*. De werknemers in die landen ondervinden daarvan als eersten de gevolgen en dat blijkt ook uit de inkomensverdeling. De verschuiving in de functionele inkomensverdeling van lonen naar winsten die zich de laatste decennia in de hele westerse wereld heeft

voorgedaan, is samengegaan met een verschuiving in de personele inkomensverdeling ten gunste van de hogere inkomens. De laatste verschuiving is in feite nog groter dan de statistische gegevens laten zien. De inkomensbestanddelen afkomstig uit gerealiseerde kapitaalswinsten zijn daarin buiten beschouwing gebleven, terwijl die de verhoudingen de laatste jaren verder uit het lood geslagen hebben. Maar ook als ze buiten beschouwing gelaten worden, is de denivellering in de personele verdeling onmiskenbaar.

Het algemene effect van de grotere internationale openheid is dat nationaal gebonden elementen ook op de arbeidsmarkt aan betekenis inboeten. Lonen zullen – gegeven de scholingsniveaus – tenderen naar gelijkheid over de nationale grenzen heen. Voor de westerse wereld vertaalt zich dat in druk op de lonen van on- en halfgeschoolden, die de internationale concurrentie het sterkst voelen. Hun vorm van arbeid is immers overvloedig beschikbaar, terwijl voor geschoolde arbeid juist geldt dat die schaars is.

In het postfordistische tijdperk is de onderhandelingsmacht van de aandeelhouders toegenomen terwijl die van de werknemers navenant gedaald is. Als gevolg daarvan is de risico-beloningsverhouding voor de eersten sterk verbeterd en voor de laatsten verslechterd. Maar die verslechtering geldt niet voor alle werknemers. Voor de hooggeschoolden onder hen geldt dat ze van de ontwikkeling juist geprofiteerd hebben, terwijl het de laaggeschoolden zijn die hebben ingeleverd. Hun bestaan als arbeidskracht is onzeker geworden, evenals hun toekomstperspectieven. Deze verschuiving in de machtsbalans vormt de achtergrond van de verschuivingen in de inkomensverdeling, zowel de functionele als de personele verdeling.

Het financiële complex

Hyman Minsky heeft als een van de eersten onderkend dat een economie niet alleen bestudeerd moet worden vanuit

het perspectief van investeren, produceren en verdelen – de reële economie – maar ook als een complex en verfijnd financieel systeem met tal van interdependenties. De reële economie kan niet optimaal functioneren zonder financieel systeem. In de klassieke visie worden investeringen in de reële economie mogelijk gemaakt door banken die de financiering daarvan leveren, daarbij gebruikmakend van hun vermogen tot geldschepping. Die investeringen leiden tot productiegroei, waardoor de relatie tussen het niveau van de reële economie en de geldhoeveelheid zich stabiel kan ontwikkelen. In het fordistische tijdperk lag daarbij het accent in de activiteiten van de financiële sector: facilitering van de reële economie.

Minsky heeft in een zeer vroeg stadium bovendien onderkend hoezeer de Amerikaanse economie zich bewoog in de richting van financialisering, met alle gevolgen van dien. In zijn in 1986 verschenen boek *Stabilizing an unstable economy* stelde hij zich ten doel antwoord te geven op de vragen waarom de economie zo vatbaar was geworden voor fluctuaties, en hoe deze instabiliteit werd opgevangen. Toen zijn boek verscheen, hadden de vs al een serie financiële crises achter de rug en in ieder van die crises was er een financieel instrument dat (dan wel een grote financiële instelling die) na onstuimige groei het brandpunt werd van verstoring die het hele systeem bedreigde. De Federal Reserve schoot in al die gevallen te hulp en dankzij die interventie – erop gericht om de bedreigde posities te herfinancieren – werd een echte crisis afgewend. Maar die interventies door de Fed waren naar het oordeel van Minsky al zodanig ingeburgerd dat iedere keer als de Federal Reserve een financieel instrument in bescherming nam, het gebruik ervan gelegiti-meerd werd.

Europa is de vs op afstand gevolgd. Imitatiedrang is ook onder centrale banken geen onbekend verschijnsel. Het Amerikaanse bankwezen is in de wereld toonaangevend en de Federal Reserve geniet een uitstekende reputatie. De

druk van Europese banken om niet in een nadelige concurrentiepositie te worden geplaatst, heeft de Europese centrale banken ertoe gebracht om dezelfde gedragslijn te volgen als de Fed. Ook recent hebben ze dat weer gedaan. Om het in de woorden van Paul de Grauwe, hoogleraar economie aan de Katholieke Universiteit van Leuven, te zeggen: ‘De Europese Centrale Bank (ECB) heeft een geldmachine gecreëerd voor banken. Ze kunnen tegen 1 procent lenen en dat geld steken ze in risicoloze staatsobligaties die 3 tot 4 procent opleveren. Zo subsidieert de ECB de banksector.’ De Grauwe voegde daaraan toe: ‘Schokkend, overheden zijn banken massaal te hulp geschoten en nu ze weer winst maken, gaat het geld naar de aandeelhouders en naar bankiers die elkaar fantastische bonussen toekennen.’

Het meest verontrustende aspect is dat een zo belangrijk publiek instituut, dat is uitgerust met zulke verreichende bevoegdheden die erop gericht zijn de stabiliteit en berekenbaarheid van ons financieel-economisch stelsel te bewaken, door het gebruik van die bevoegdheden is meegezogen in de bescherming van private belangen. De centrale banken en het private bankwezen zijn verstrengeld geraakt op een wijze die maakt dat financiële instabiliteit in feite is geïnstitutionaliseerd. In de praktijk blijkt dat de controlerende en toezichhoudende rol van de centrale banken het steeds weer moet afleggen tegen de beschermende rol. Publiek en privaat worden hier vermengd op een wijze die de werking van onze maatschappij geen goed doet.

Deze vermenging geldt ook voor de zogenaamde *rating*-instituten, instellingen die zich belasten met een beoordeling van de kredietwaardigheid van banken en financiële instellingen alsook van het risicogehalte van financiële instrumenten. Hiermee oefenen zij een publieke functie uit die hun de plicht oplegt hierin onpartijdig en objectief te handelen en belangenverstrengeling te vermijden. In de achterliggende jaren hebben de ratinginstituten deze prudentie uit het oog verloren door niet alleen hypotheek-

gerelateerde instrumenten te waarderen, maar banken bij de samenstelling hiervan tegen hoge vergoedingen ook te adviseren. Achteraf is gebleken dat hun waardering ondeugdelijk was, ze hebben de risico's onderschat. Inmiddels hebben ze de waardering ervan verlaagd en dat niet met kleine stappen, maar met meerdere stappen tegelijk.

President Eisenhower heeft in zijn afscheidspeech in januari 1961 het Amerikaanse volk gewaarschuwd voor het *military-industrial complex* waarin hij een bedreiging zag voor de werking van de democratie. De kracht daarvan mag nog steeds groot zijn, zoals bij de besluitvorming over de inzet van militaire middelen blijkt, maar als bedreiging voor de democratie moet wat we als het *financiële complex* zouden kunnen omschrijven, hoger worden aangeslagen. Dat financiële complex kan als volgt omschreven worden: een coalitie van banken, financiële instellingen en groepen met een gevestigd belang bij het hoog houden van het niveau van financialisering van het economisch leven – financiële innovatie en expansie van de financiële sector – die door hun individuele omvang en internationale verstrengeling centrale banken en overheden in hun greep houden door ze te laten optreden als *lender of last resort*, niet op incidentele maar structurele wijze.

De houdbaarheid van financieel gedreven groei

In het postfordistische tijdperk heeft het activisme van de financiële sector ertoe geleid dat de geldschepping door het bankwezen zich verlegd heeft van de financiering van investeringen in vaste activa naar die in financiële activa. Met als gevolg dat de aandelen- en vastgoedmarkten gevoed zijn met liquiditeiten die tot zodanige waardeestijging hebben geleid, dat daarvoor moeilijk een ratio (in het onderliggende actief) kan worden aangewezen. Deze waardeestijgingen gaan een eigen leven leiden. De reële economie wordt er wel door meegezogen: investeren in vastgoed wordt lucra-

tief terwijl waardeinstijgingen eenvoudig kunnen worden gerealiseerd door de schuld die erop rust te vergroten, ook als die consumptief wordt aangewend. De innovatie van de financiële sector heeft dat mogelijk gemaakt.

Het is langs deze weg dat de economieën in de westerse wereld die sinds de jaren tachtig allemaal een aandelen- en vastgoed-*boom* hebben gekend, zowel hun niveau van economische activiteit hebben weten te stabiliseren, als grote groepen werknemers tevreden hebben kunnen stellen door het profijt dat ook zij – direct of indirect – van de waardeinstijging hebben getrokken. Schattingen voor Nederland door de Nederlandsche Bank laten zien dat de waardeinstijging op de huizenmarkt die in de consumptieve sfeer gebracht is, aanzienlijk heeft bijgedragen aan onze economische groei.

Er zijn onderzoekers die hieraan de conclusie verbinden dat ‘consumption out of capital income seems to have replaced investment as a source of macroeconomic activity’. Wat de westerse economieën door deïndustrialisatie hebben ingeboet aan industriële kracht, hebben ze dankzij het activisme van hun financiële sector weten te compenseren door de economische impulsen die van de waardeinstijging op de aandelen- en vastgoedmarkten zijn uitgegaan. Maar er is een keerzijde van de medaille. Toen de aanjagers van de economie als impuls wegvielen, keerden ze in hun tegendeel. Door het klappen van de luchtbel was het op slag duidelijk dat we in een ernstige crisis waren beland waarvan de gevolgen nog lang zouden nawerken. Met het vertrouwen viel de bodem weg, investeren in een situatie waarin de waarde van alle activa op de tocht staat is een hachelijke zaak. Bovendien was de aandacht van ondernemingen en huishoudingen er in gelijke mate op gericht om de risico’s van waardedaling zo goed mogelijk te pareren en schoon schip te maken. Aandelen en onroerend goed werden van de hand gedaan om verdere waardedalingen niet te hoeven meemaken, vorderingen werden zoveel mogelijk opgeëist. Wat op individueel niveau rationeel gedrag was, werkte op

collectief niveau anders uit: het maakte de crisis compleet.

Het financieel functioneert dus als aanjager van onze economie ten goede en ten kwade. Geen democratisch gekozen regering kan zich veroorloven dat perspectief uit het oog te verliezen. Een Amerikaanse regering die er door haar beleid niet in slaagt in een periode van economische neergang de economie te stabiliseren en vervolgens nieuwe banen te scheppen en de economie impulsen te geven, is een kort leven beschoren. In feite geldt dit voor alle democratisch gekozen regeringen. Deze druk op regeringen is de laatste tijd alleen maar toegenomen. Doordat de sociale gevolgen van de turbulentie die inherent is aan een financieel gedreven economie zijn afgewenteld op de meest kwetsbare groepen, is de hang van het electoraat naar populisme sterk gevoed. Alleen al door hun omvang zijn populistische bewegingen een factor van gewicht geworden die de regeerbaarheid onder druk zet, waardoor de stabiliteit ook in politiek-maatschappelijk opzicht in het geding gekomen is. Dat effect wordt nog versterkt door hun agressieve opstelling waarin zij zich tegen het bestel keren en een klimaat creëren waarin de wij-zijtegenstellingen hoog kunnen opblazen. Deze botsing van belangen, aspiraties en reflexen is het gevolg van de positie waarin een groeiend deel van de bevolking zich meent te bevinden, namelijk binnen het bestaande bestel onvoldoende gehoord te worden en wat hun belangen betreft niet in tel te zijn.

Het is opvallend hoezeer ook nette burgers bereid blijken de beweging die hun een stem geeft, te steunen in een politiek van obstructie en er kennelijk op uit zijn om zand in de machine te strooien. De gevestigde partijen, vereenzelvigd als ze zich hebben met het bestaande bestel, missen de geloofwaardigheid om op te komen voor de belangen van deze groep. Daarvoor zouden ze zich moeten bekennen tot ingrijpende hervormingen. De partijen van socialistische hui-ze die door hun herkomst en politieke ideologie geroepen zouden zijn om gehoor te geven aan de maatschappelijke onvrede, hebben het evenzeer laten afweten. De onvrede

wordt afgevangen door het populisme terwijl de vrees voor instabiliteit het gros van de bevolking drijft in de richting van het politieke midden.

Ook als er een economische opleving de kiem van een nieuwe crisis in zich draagt, zal geen regering ertoe besluiten zo'n opleving met beperkende maatregelen af te remmen. De vraag of de financieel gedreven economische groei op den duur houdbaar zal zijn vertaalt zich in drie deelvragen. In welke mate zal de financiële sector erin kunnen slagen om een nieuwe *boom* te ontketenen? Hebben overheden de financiële ruimte om de economie in afwachting daarvan te blijven stimuleren nu hun steunmaatregelen al alle gangbare grenzen overschreden hebben? En is er een alternatief groeiscenario voorhanden?

Is er een alternatief groeiscenario voorhanden?

De houdbaarheid van de financialisering van ons wereldbeeld is gedurende de afgelopen 25 jaar in belangrijke mate bepaald door de vs, die steeds weer optraden als economische locomotief die de westerse wereld uit een recessie trok op weg naar een nieuwe *boom*. Deze unieke positie ontleenden de vs aan hun machtspositie, waarvan de dollar als sleutelvaluta deel uitmaakt. De geprivilegieerde positie de spil te vormen in het internationale monetaire systeem, stelde de vs in staat om chronische tekorten te hebben en een gestage uitstroom van dollars op gang te houden, aangezien deze tekorten door de rest van de wereld automatisch werden gefinancierd.

Veel van de maatregelen die de Amerikaanse overheid ter stimulering van de economie trof, waren erop gericht de consumentenbestedingen omhoog te stuwen. Spottend werd daarom wel gesproken van een Amerika dat zich uit de crisis consumeert en de rol speelt van *consumer of last resort*. Want door de Amerikaanse economie op die manier vlot te trekken, kregen met name de Aziatische landen de gelegenheid hun export naar de vs weer op te voeren, hetgeen ertoe

bijdroeg om het vertrouwen te herstellen en zo de basis te leggen voor hernieuwde groei van de wereldeconomie. Als die fase bereikt werd en ook de financiële instellingen en banken weer bereid bleken meer risico te aanvaarden, was het de Amerikaanse economie die vooropging in een nieuwe, financieel geleide *boom* waarin de reële economie werd meegezogen en het expansiepad weer werd ingeslagen.

Het ziet er niet naar uit dat dit scenario, dat zich de laatste decennia steeds weer heeft voorgedaan, nu ook maar enige kans van slagen heeft, om de eenvoudige reden dat het tot over de grenzen van zijn effectiviteit is gepraktiseerd. De vastgoedmarkt noch de aandelenmarkt is de komende jaren in beweging te krijgen. De schulddispositie van de Amerikaanse burger bevindt zich in verhouding tot zijn verdienmogelijkheden op een zodanig peil, dat verdere verhoging daarvan niet reëel te achten is. De pogingen van de Amerikaanse regering om het beproefde recept te volgen, leden om die reden schipbreuk. Ze hadden wel een beperkt effect, maar de doorwerking ervan bleef uit. Wat geldt voor de Amerikaanse burger is ook van toepassing op de meeste Europese burgers. Daarbij komt dat de Europese overheden zelf met te hoge schulden kampen. Het ziet ernaar uit dat door de daling van de huizenprijzen en de aandelenkoersen de schuldproblematiek nog nijpender zal worden en de enige uitweg uit de crisis zal lopen over de reële economie, niet over de financiële.

Dat betekent dat we het postindustriële perspectief zullen moeten inruilen voor een industrieel perspectief. Niet de vs of Europa, maar Azië zal de komende decennia als trekpaard van de wereldeconomie gaan fungeren door de ontwikkeling van zijn binnenlandse markt. Het is een scenario dat past in het gerechtvaardigde verlangen van de Aziatische massa's om deel te hebben aan de welvaart in de vorm van verbetering van hun levenspeil, sociale zekerheid en arbeidsomstandigheden. De exportmogelijkheden die daarin gelegen zijn, zal Europa alleen kunnen benutten, door de maatschappij-inrichting op een andere leest te schoeien. In

concreto zal het daarbij gaan om herstel van het arbeids-ethos, productiviteitsverbetering en beloning van reële (industriële) prestaties in plaats van financieel gewin.

De omschakeling die daarmee gemoeid is, de hele incentive-structuur die moet worden afgestemd op een productie in plaats van een consumptieve maatschappij, zal ingrijpend zijn, maar houdt ook een belofte in. Ons waardebesef is door de financialisering diepgaand beïnvloed. De omschakeling die zich laat voorzien zal niet nalaten dat ook te doen, maar dan in een richting die meer aansluit bij de interesse en belangen van velen.

De keuze voor falen of slagen: einde van het neoliberale kapitalisme?

Het zou onwijs zijn om een door belangen ingegeven ideologie te blijven volgen op een moment dat de internationale verhoudingen een andere weg indiceren. En dat is de weg terug naar de Europese prioriteiten en tradities, maar dan vormgegeven op een manier die recht doet aan veranderingen in de economische structuur en technologische mogelijkheden. Deze keuze zou ook de bestaanszekerheid van de bevolking ten goede komen en daarmee de speelruimte inperken van het populisme, dat de stabiliteit van ons politieke systeem bedreigt. Te weinig hebben de beleidsmakers, ook in Europa, met betrekking tot verandering en aanpassing waarvan de noodzaak niet betwist kan worden, de *paradox principles* zwaar verwaarloosd.

Het is een groep Amerikaanse bedrijfsonderzoekers die het belang daarvan op grond van hun empirische onderzoeken in een overtuigend pleidooi hebben samengevat: positieve verandering kan niet zonder betekenisvolle stabiliteit. Ongecontroleerde verandering, het ontbreken van stabiele sleutelementen, kan een onderneming en elke andere organisatie doen ontfaan in chaos. Zo'n verandingsproces veroorzaakt veeleer onrust dan dat het leidt tot

een verhoogd prestatieniveau. Stabiele elementen kunnen een organisatie juist helpen om zich door de turbulentie van ingrijpende verandering heen te slaan.

De luchtbeleconomie met haar steeds weerkerende euforie die ten slotte in een crisis ontaardt, zet de verhoudingen in bedrijven en publieke organisaties onder een richtingloze druk die desintegrerend werkt en ten slotte de politiek-maatschappelijke stabiliteit ondermijnt. Dit pleidooi ten gunste van beleidscoördinatie gaat niet voorbij aan de noodzaak van verandering en nieuwe initiatieven, maar richt zich op een zodanig gecontroleerd veranderingsproces dat het vertrouwen van de bevolking niet verspeeld wordt. Vertrouwen – zo ondervond ook de Amerikaanse onderzoeksgroep – scheidt een bereidheid tot veranderen.

In de achterliggende 25 jaar heeft een kleine groep winnaars zijn wil aan het gros van de bevolking kunnen opleggen. Het wordt tijd om bredere maatschappelijke belangen aan bod te laten komen. Daartoe zal de reële economie weer ruim baan moeten krijgen en daarmee het langetermijnbeleid van ondernemingen, hetgeen in concreto inhoudt dat de aandeelhoudersagenda wordt ingewisseld voor die van alle stakeholders.

Literatuur

- Albert, Michel (1993). *Capitalism vs. Capitalism*, New York: Four Walls Eight Windows
- Diamond, Jared (2005). *Collapse – How societies choose to fail or to succeed*, New York: Viking
- Dumenil, Gérard en Dominique Lévy (2004). 'Neoliberal income trends. Wealth, class and ownership in the us', in: *New Left Review*, Vol. 30, november-december, Londen
- Esping-Andersen, Gosta (1999). 'Politics without class', in: Herbert Kitchell e.a. (eds.), *Continuity and change in contemporary capitalism*, New York: Cambridge University Press
- Foster, John Bellamy (2008). 'The financialisation of capital and the crisis', in: *Monthly Review*, april, New York: Monthly Review Foundation
- Golden, Miriam A. e.a. (1999). 'Postwar trade-union organization and in-

- dustrial relations in twelve countries', in: Herbert Kitschelt e.a. (eds.), *Continuity and change in contemporary capitalism*, New York: Cambridge University Press
- Grahl, John (2001). 'Globalized finance', in: *New Left Review*, Vol. 8, maart-april
- Guttman, Robert (2008). 'A primer on finance-led capitalism and its crisis', in: *Revue de la regulation*, Vol. 3/4, online
- Hall, Peter (1999). 'Political economy of Europe in an era of interdependence', in: Herbert Kitschelt e.a. (eds.), *Continuity and change in contemporary capitalism*, New York: Cambridge University Press
- Hall, Peter e.a. (eds.) (2001). *Varieties of capitalism: Institutional foundations of comparative advantage*, Oxford: Oxford University Press
- Hirschman, Albert O. (1972). *Exit, voice and loyalty*, Cambridge: Harvard University Press
- Hoepner, Martin (2001). 'Corporate governance in transition: Ten empirical findings of shareholder value and industrial relations in Germany', discussion paper, oktober, Max Planck Institut
- Keohane, Robert e.a. (eds.) (1996). *Internationalization and domestic politics*, Cambridge: Cambridge University Press
- Kriesi, Hanspeter (1999). 'Movements of the left, movements of the right', in: Herbert Kitschelt e.a. (eds.), *Continuity and change in contemporary capitalism*, New York: Cambridge University Press
- Minsky, Hyman P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press
- Price Waterhouse Change Integration Team (1996). *The Paradox Principles*, New York: McGraw-Hill Trade
- Stockhammer, Engelbert (2004). 'Financialisation and the slowdown of accumulation', in: *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 28 (5), pp. 719-741, Oxford: Oxford University Press
- Stockhammer, Engelbert (2006). 'Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle', in: *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 28, pp. 193-215, Armonk: M.E. Sharpe
- Stockhammer, Engelbert (2007). 'Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime', working paper, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts
- Treeck, Till van (2007). 'Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies', working paper, Hans Boeckler Stiftung
- Zwan, Arie van der (1999). 'Verantwoordelijke onderneming of verantwoordelijke maatschappij?', in: Frans Becker e.a. (red.), *Hedendaags kapitalisme. Het twintigste jaarboek voor het democratisch socialisme*, pp. 126-143, Amsterdam: De Arbeiderspers

In de maalstroom van de crisis

Jan Luiten van Zanden

Mijn promotor, Ad van der Woude, koesterde sterke opvattingen. Een daarvan was dat je als historicus pas zinnig ontwikkelingen kon analyseren als je er zelf niet bij was geweest – zelf legde hij die grens bij 1940. Bij het schrijven van dit artikel moest ik steeds aan zijn advies denken. De tweede fase van de financiële crisis van 2008-2011 ontrolt zich nog elke dag voor onze ogen en daarmee verandert het perspectief op het recente verleden voortdurend. Dat maakt het heel lastig om zelfs maar de schijn op te houden dat we al met een *benefit of hindsight* kunnen terugblikken op de oorzaken van wat ons nu allemaal overkomt. Dus in plaats van u – zoals een auteur en zeker een academisch auteur het liefst doet – te overladen met krachtige stellingen en zekere wijsheden, zult u het moeten doen met de twijfels van de historicus die nog geen tijd heeft gehad de gebeurtenissen te verteren.

Lessen uit de jaren dertig?

Financiële crises zijn van alle tijden – tenminste, van al die tijden waarin men financiële markten grotendeels aan hun lot heeft overgelaten. De enige periode in de recente economische geschiedenis waarin ze veel minder voorkwamen en de groei dus relatief ongestoord door kon gaan, waren

de ‘gouden jaren’ 1950-1973. Financiële markten werden toen sterk gereguleerd, kapitaalverkeer beperkt (zeker tot halverwege de jaren zestig, toen vanuit Londen de liberalisering van de Europese financiële wereld werd ingezet) en banken stonden onder nauwgezet overheidstoezicht. De splitsing van *investment banking* en *commercial banking* was een van de lessen die getrokken was uit de ervaringen van de jaren dertig, en combinaties van bankieren en verzekeren werden ook als ongewenst ervaren. Maar met de liberalisering van kapitaalverkeer en bankwezen hebben we na 1973 een terugkeer van financiële crises gezien – eerst en vooral in ontwikkelingslanden (herhaalde crises in Latijns-Amerika, de Aziatische crisis van 1998), maar nu dan ook in alle hevigheid in het rijke Westen.

Over de oorzaken van de financiële crisis van 2008/09 bestaat in grote lijnen wel consensus, al verschilt het van auteur tot auteur welke factoren men welk gewicht geeft. De *boom* op de huizenmarkt in de vs, in combinatie met een goedkoop-geldpolitiek aldaar (na 9/11), in combinatie met het onvermogen van de markt om de derivaten die op Amerikaanse hypotheek gebaseerd waren op hun waarde te schatten (met daarbij een hoogst twijfelachtige rol voor ratingbureaus en de grote banken die dit soort derivaten op de markt brachten), in combinatie met een bancaire beleid waarin risico’s onderschat werden om kortetermijnwinsten te maximaliseren, in combinatie met een falende rol van de overheid en zijn toezichthouders – daarmee is het ontstaan van een ‘dodelijke’ cocktail wel ongeveer geschetst. Het is in zekere zin de ‘gebruikelijke’ combinatie van menselijke dwaasheden die ontstaat als (markt)macht te veel geconcentreerd is (in dit geval bij een beperkt aantal investmentbanken).

Het werd voor de economisch-historicus pas echt interessant toen men het bestrijden van de crisis mede baseerde op lessen uit de voorafgaande wereldwijde financiële crisis van de jaren dertig. De schaduw daarvan hing steeds

over de gebeurtenissen van 2007-2009; Bernanke, de voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank, kende deze periode ook uit eigen onderzoek goed. Hij had in publicaties onder andere aangetoond hoe desastreus het was geweest om na 1929 banken niet te hulp te schieten maar grotendeels aan hun lot over te laten. Omdat er veel geleend was met aandelen als onderpand, kwamen banken door de voortgaande daling van de beurskoersen op Wallstreet in de problemen. En omdat banken ook toen veel geld aan elkaar leenden, lokte de ene bankrun de andere uit. Zo verspreidde de depressie zich over een steeds groter deel van de economie en was er geen tijd voor herstel, maar verdiepte de crisis zich steeds meer. In zekere zin was niet de beurskrach van 1929 het probleem – dergelijke omslagen in de conjunctuur deden zich elke 7 tot 11 jaar voor – maar het feit dat deze crisis een cumulatieve neerwaartse trend inzette waar bankfaillissementen een essentiële schakel in vormden.

Halverwege 1931 sloeg dit verschijnsel ook nog over naar Europa, dat vóór 1929 sterk afhankelijk was geweest van Amerikaanse kredietverlening. Deze bron droogde plots op, waardoor ook hier banken in de problemen kwamen. Het faillissement van de Credit-Anstalt, de grootste bank van Oostenrijk, in de zomer van 1931 was een cruciaal moment in de verdere verdieping van de crisis. Men zag dit aankomen, maar alleen de Franse regering beschikte over de middelen om de bank te redden. Maar daar verbond men de voorwaarde aan dat Oostenrijk een recent handelsverdrag met Duitsland zou opzeggen – men hoopte zo het land uit de Duitse invloedssfeer te halen. Deze voorwaarde werd echter resoluut van de hand gewezen – de Oostenrijkers zagen deze eis als inbreuk op de soevereiniteit van het land. Dit betekende het eind van de plannen om Credit Anstalt te redden. In het kielzog ervan kwam ook een aantal Duitse banken en grote concerns in de problemen, hetgeen ertoe leidde dat het land deviezencontro-

les instelde en de facto de gouden standaard verliet. Hierdoor kwam vervolgens, in september 1931, de positie van het pond in gevaar (dit was al zwak omdat Churchill in 1926 bij de terugkeer van de gouden standaard een te hoge koers had vastgesteld). Uiteindelijk moest het Verenigd Koninkrijk de gouden standaard verlaten, waarmee in zekere zin de bodem werd weggetrokken onder het internationale financiële systeem. Vanaf dat moment was het ieder voor zich. Het protectionisme nam hand over hand toe: de Amerikanen gaven in dit opzicht een zeer slecht voorbeeld door in 1931 de tarieven sterk te verhogen, de Britten volgden niet lang daarna door het instellen van een systeem van *imperial preference*.

Kortom, dat een min of meer 'normale' beurskrach kon omslaan in een wereldwijde depressie die jarenlang duurde, had dus een aantal oorzaken. De eerste was het niet ingrijpen van de centrale banken (en in het bijzonder de Amerikaanse Federal Reserve Board) om de golf bankfaillissementen te stoppen. Nationaal beleid was bovendien – voordat de ideeën van Keynes aanvaard waren – niet gericht op het stabiliseren van de economie. Maar ook internationaal slaagde men er niet in om maatregelen te nemen om het tij te keren. Integendeel, vrijwel overal domineerde een protectionistische reflex die leidde tot verdere inkrimping van de wereldhandel. Alleen de landen van het 'goudblok' – Frankrijk, Nederland, België en Zwitserland – probeerden door zich vast te klampen aan de gouden standaard de restanten van de 'oude' wereldorde in stand te houden, maar zonder succes. Ze betaalden daarvoor een hoge prijs, want door niet te devalueren raakte hun concurrentiepositie in het ongerede en duurde de depressie daar nog langer dan in de overige landen. Nederland was onder Colijn het laatste land dat de gouden standaard verliet.

De beleidsmakers van 2008 wisten zeker dat een dergelijk scenario zich niet zou moeten herhalen. Daarom werd er in eerste instantie alles aan gedaan om de bankencrisis

te bezweren. Overigens kwam men hier pas toe na een eerste, foutieve inschatting: men liet Lehman Brothers in september 2008 failliet gaan, waarmee de crisis eigenlijk pas echt manifest werd. Daarvóór was er sprake van sluimerende problemen op de Amerikaanse markt voor hypotheeken die beheersbaar leken, maar door het faillissement van Lehman Brothers liep de zaak helemaal uit de hand. Nadat deze harde les (opnieuw) geleerd was, was alle energie erop gericht om banken en andere financiële instellingen die in problemen kwamen genereus te redden, ook toen de crisis al snel naar Europa oversloeg. De kosten van deze operaties waren gigantisch – zeker in kleinere landen met een omvangrijke financiële sector, zoals IJsland, Ierland, België of Nederland.

Ook op het punt van het conjunctuurbeleid leek men te hebben geleerd van de jaren dertig. In 2008-2009 bestond er vrijwel consensus over de wenselijkheid van het bestrijden van keynesiaanse vraaguitval – zowel in de vs als in de EU – en in de vs was het beleid van Bush op dit punt maar nauwelijks te onderscheiden van dat van zijn opvolger Obama. Overigens is het een nog niet echt opgeloste kwestie in welke mate de depressie na 1929 echt door vraaguitval veroorzaakt werd – het debat dat daarover in de jaren zeventig is gehouden (tussen de monetaire economen zoals Friedman en de keynesianen zoals Temin) heeft eigenlijk geen bevredigende consensus opgeleverd.

Dat internationale spanningen in de jaren dertig de crisis scherp verergerd hebben, staat echter buiten kijf. De uitgangssituatie in 2008 was aanzienlijk gunstiger dan in 1929, toen de gebeurtenissen van de Eerste Wereldoorlog en niet te vergeten het Verdrag van Versailles nog zeer vers in het geheugen lagen en belangrijke spelers (Frankrijk, Duitsland) niets liever deden dan elkaar dwars te zitten. Nu lijken de internationale verhoudingen veel vreedzamer en op samenwerking gericht dan in de jaren dertig. De G20 zat zelfs een tijdje op één lijn – van keynesiaanse po-

litiek – en hoewel een beperkte protectionistische reflex hier en daar aanwezig was, bleef de wereldmarkt vrijwel even vrij (of onvrij) als vóór de crisis.

Kortom, de drie fouten die men in de jaren dertig gemaakt had (banken laten failliet gaan, geen bestrijding van vraaguitval en gebrek aan internationale samenwerking) werden nu dus niet gemaakt. Althans, dat konden we een tijdje lang denken. En misschien was de crisis daardoor milder dan oorspronkelijk werd voorzien en leek het er lang op dat een ‘dubbele dip’ – hét kenmerk van de jaren dertig – voorkomen kon worden.

Wat er toch fout ging

Er leek dus alle reden om optimistisch te zijn over de manier waarop de financiële crisis van 2007-2008 tegemoet werd getreden. Er waren ook wat andere redenen om dat te zijn. In de jaren twintig was er eigenlijk maar één groeipool in de wereldeconomie: de vs. Toen die na 1929 wegviel, en ook Duitsland al vroeg in een depressie dook, was het leed niet meer te overzien. Nu is de situatie fundamenteel anders: er zijn nu verschillende groeipolen. China en India ontwikkelden zich razendsnel en blijven dit doen. Door hoge grondstoffenprijzen maakten veel grondstoffen producerende landen gouden tijden door – ook een groot verschil met de jaren tussen de oorlogen – waardoor ‘zelfs’ Afrika ongekende groei vertoonde. Het was in zekere zin een opmerkelijk fenomeen: waar voorgaande crises vaak geleid hadden tot een scherpe toename van de ongelijkheid op wereldschaal omdat de negatieve effecten vooral in de armere delen van de wereld hard aankwamen, lijkt deze crisis gepaard te zijn gegaan met een radicale daling van de ongelijkheid op wereldschaal. Dit ook omdat de zeer rijken – die nu eenmaal een groot deel van hun vermogen in aandelen belegd hebben – overal fors getroffen werden.

Er was dus alle reden om relatief optimistisch te zijn: een herhaling van de jaren dertig zat er gelukkig niet in. Wat ging er dan fout? Waarom dreigt nu toch weer de dubbele dip? De afgelopen jaren laten misschien in de eerste plaats de grenzen van het keynesiaanse ‘demand management’ zien. Om vraaguitval tegen te gaan, moet er geld geleend worden. Dat kan alleen tegen redelijke voorwaarden als er op de financiële markten in de betrokken landen voldoende vertrouwen bestaat. Een eenmalige dip kan men even tegengaan met vergroting van de nationale schuld (als die al niet op een te hoog peil ligt), maar een verslechtering van de conjunctuur die iets langer duurt – of die terug lijkt te komen – laat zich in afnemende mate bestrijden met keynesiaans beleid. Er zijn zelfs grenzen aan de kredietwaardigheid van de Amerikaanse staat – zo weten we nu; de tamelijk verziekte politieke verhoudingen in het land maken bovendien effectief beleid om de begroting in de hand te houden (door bijvoorbeeld belastingen te verhogen) zo goed als onmogelijk.

Veel complexer is de situatie in Europa. Daar is een flink aantal landen verwickeld in een experiment om de voordelen van een gemeenschappelijke munt te combineren met een grote mate van politieke onafhankelijkheid – twee zaken die duidelijk op gespannen voet staan met elkaar. Om deze spanning hanteerbaar te maken was een aantal regels met betrekking tot begroting en publieke schuld afgesproken in het Groei- en Stabiliteitspact van 1997. Dit was een compromis tussen Duitsland en Frankrijk, gericht op het tevredenstellen van de Duitsers (en Nederlanders) die hun sterke munt moesten inruilen tegen een euro met een onzekere toekomst. Maar ironisch genoeg waren het de Duitsers die als eerste begonnen te morrelen aan het stelsel; de hereniging met Oost-Duitsland kostte meer dan verwacht, waardoor bij onze oosterburen de tekorten opliepen. Om te voorkomen dat de straffe sancties opgelegd werden – wat volgens het Stabiliteitspact had moeten gebeuren –

werden de regels de facto versoepeld. Even twijfelachtig was, achteraf gezien, de manier waarop Griekenland en Italië tot de EMU werden toegelaten, terwijl vrijwel iedereen ervan op de hoogte was dat er gesjoemeld werd met statistieken en regelgeving.

Maar in eerste instantie leek de euro een groot succes. Financiële markten hadden er vertrouwen in, hetgeen bleek uit de convergentie van rentestanden binnen het eurogebied. Hierdoor konden landen als Portugal, Spanje, Italië en Griekenland plots veel goedkoper lenen. Voor de economie betekende dit een extra impuls, vooral voor sectoren die gevoelig waren voor rentekosten (de bouw bijvoorbeeld maakte in Spanje en Portugal een enorme hausse door, opgezweept door toegang tot goedkope hypotheeklen). Maar tegelijkertijd groeiden de onevenwichtigheden binnen het eurogebied. Na de eerste fase van de financiële crisis kwamen deze steeds duidelijker aan de oppervlakte. De onevenwichtigheid kende twee dimensies: de internationale concurrentiepositie van de deelnemers aan de EMU begon te divergeren, en het vertrouwen dat financiële markten in hen hadden begon – na de wittebroodsweken van 2001-2007 – steeds verder uiteen te lopen.

In feite bestonden er binnen Europa twee verschillende sociaal-politieke regimes: een ‘noordelijk’ regime met lage inflatie, geringe loonstijgingen, weinig arbeidsconflicten en, normaal gesproken, een beperkt overheidstekort; en een ‘zuidelijk’ regime waarin lonen veel meer stegen, de inflatie harder ging en de publieke schuld omvangrijker was. Voorheen was dit geen probleem geweest. Landen als Italië of Griekenland devalueerden af en toe hun munt, hetgeen de economie een nieuwe impuls gaf en via de aangewakkerde inflatie ook tot een reële vermindering van de schuld van de overheid leidde. Maar met de komst van de Europese Monetaire Unie (EMU) werd Zuid-Europa het instrument uit handen genomen dat voorheen soelaas had geboden. Tegelijkertijd kreeg de economie een sterke impuls door de al

genoemde daling van de rentestand, waardoor het ook makkelijker werd om de nog steeds forse overheidsschuld te financieren. Op termijn betekende dit echter dat noord en zuid in concurrentiekracht uit elkaar groeiden. Landen als Spanje en Griekenland werden steeds duurder, terwijl het noorden – en vooral Duitsland, dat een politiek van loonbeheersing had ingezet – steeds concurrerender werd. Dit werd meteen zichtbaar tijdens de crisis van 2008-2009, en nog veel meer toen de internationale conjunctuur zich daarna leek te herstellen. Duitsland kwam sterk uit de crisis naar voren – de exportmotor draaide als nooit tevoren – terwijl de problemen in het zuiden zich opstapelden (denk alleen al aan de explosie van de jeugdwerkloosheid aldaar).

Dit is de fundamentele onevenwichtigheid die ten grondslag ligt aan de huidige problemen. Daar zijn problemen rond begrotingsdiscipline bij gekomen, die sterk verergerden omdat niemand zich in de financiële crisis van 2008-2009 meer gebonden achtte aan de in 1997 gemaakte afspraken. De financiële markten begonnen openlijk te twifelen aan de kredietwaardigheid van in de eerste plaats Griekenland – en terecht, want de publieke schuld en het begrotingstekort waren daar volkomen uit de hand aan het lopen. De vraag drong zich op of een land binnen het EMU-gebied failliet kon gaan, en wat dit voor consequenties zou hebben voor de stabiliteit van het hele systeem. Banken in andere EU-landen hadden bovendien flink geïnvesteerd in Grieks schuldpapier, waardoor dit een echt Europees probleem werd. Nadat Griekenland in de problemen kwam, volgden Portugal, Ierland, Spanje, en meer recent Italië en zelfs Frankrijk. Steeds was de barometer de koers van staatsobligaties – en daarmee de rentestand waartegen de betrokken overheid kon lenen. Zoals het succes van de euro in de jaren vóór 2007 was afgelezen uit de convergentie van Europese rentestanden, kon het geleidelijk verdwijnende krediet voor het systeem gemeten worden aan de steeds meer olopende divergentie

van Europese rentestanden na 2008 (tot, zeer recent, ook Frankrijk met dit fenomeen werd geconfronteerd). Omdat banken tot over hun oren in dit soort schuldpapier zitten, speelde op de achtergrond – en na het faillissement van Dexia in toenemende mate ook op de voorgrond – de angst voor een nieuwe ‘meltdown’ van het financiële systeem een rol van betekenis.

De kern van de problematiek is daarbij helder: een systeem van vastgeklonken wisselkoersen heeft grote moeite (en dat is voorzichtig uitgedrukt) om de grote schokken van een financiële crisis op te vangen. Op een enigszins vergelijkbare manier ging het systeem van de gouden standaard ten onder door de depressie van de jaren dertig en wist het Bretton Woods-systeem van vaste wisselkoersen de spanningen van de jaren zeventig niet te overleven. Het grote verschil tussen de EMU aan de ene kant en de gouden standaard en het systeem van Bretton Woods aan de andere kant, is dat er nu sprake is van een ‘absolute’ munteenheid in plaats van een systeem van vaste wisselkoersen. Dat heeft voordelen, want de geloofwaardigheid van zo’n systeem is veel groter – iedereen zit er zó aan vastgeklonken dat er geen weg terug lijkt. Maar dat is natuurlijk ook het grote nadeel: zelfs als het systeem onhoudbaar lijkt te zijn omdat de feitelijke ontwikkeling van de economieën in het zuiden en noorden te veel uiteenlopen, is er feitelijk geen ‘exit-strategie’. Elke denkbare ‘exit’ gaat bovendien met enorme kosten gepaard – een tweede, zeer intense depressie ligt dan op de loer. Daar komt bij dat de EU klaarblijkelijk niet over de juiste instituties en/of het leiderschap beschikt om de problemen het hoofd te bieden (een probleem dat ook in de jaren dertig opspoorde). Er moet steeds consensus gezocht worden hetgeen met 17 staats-hoofden en regeringsleiders aan tafel een bijkans onmogelijke opgave is. Besluitvorming verloopt uiterst traag en loopt vaak achter de feiten aan.

De crisis en Europa

De huidige crisis legt dus tevens de zwakheden van het proces van Europese integratie bloot. Dat heeft zich altijd bewogen in de spanning tussen nationale soevereiniteit en Europese institutievorming. De strategie die in het verleden gevolgd werd, was dat in een tijd van crisis in het integratieproces – en dergelijke crises kwamen met de regelmaat van de klok voor – er voor een vlucht naar voren werd gekozen: nieuwe ambities werden geformuleerd, nieuwe strategieën uitgezet, om in de realisatie van deze doelen hernieuwde dynamiek te vinden. Deze strategie werkte steeds redelijk goed: zij zorgde voor een voortdurende ontwikkeling van het Europese experiment en leidde zowel tot een verdere verdieping van de samenwerking als tot de uitbreiding van het verband over steeds grotere delen van Europa. Maar de onderliggende spanning, hoe de EU zich verhiel tot de nationale soevereiniteit van de deelnemende staten, bleef onopgelost. Sterker nog, de bereidheid om deze nationale soevereiniteit af te staan voor het grote Europese project leek de laatste jaren eerder af dan toe te nemen, zoals de poging om een Europese Grondwet in te voeren aantoonde.

De EMU is de meest radicale voortzetting van deze ‘vlucht naar voren’ – het klonk de economieën van 17 Europese landen via een muntunie haast onherroepelijk aaneen. De huidige crisis daarin maakt op uiterst pijnlijke wijze duidelijk dat een dergelijk systeem op gespannen voet staat met gedecentraliseerde politieke besluitvorming, waarin de uiteindelijke soevereiniteit niet in Brussel maar in Athene, Berlijn en Helsinki ligt. De problemen rond de Griekse overheidsfinanciën tonen het duidelijkst aan hoe machteloos Brussel feitelijk is, omdat de statistieken niet klopten en omdat er nationale redenen waren om zich niet aan bepaalde regels te houden (en nogmaals, de Grieken zijn in dezen niet uniek: elk land heeft zo zijn eigen redenen gehad om zich bij tijden aan bijvoorbeeld het Stabiliteitspact te onttrekken). Men mag

het de politici (en hun adviseurs) kwalijk nemen dat men een systeem van vastgeklonken wisselkoersen heeft ondergebracht in een dergelijk fragiel institutioneel raamwerk (en ik voel me gerechtigd om zo kritisch te zijn omdat ik vanaf het begin het euro-experiment op deze gronden gekritiseerd heb). De EMU destabiliseert, zo lijkt het, het Europese project niet alleen doordat er nu een economische en financiële ‘kladderadatch’ dreigt, waar het politieke leiderschap geen antwoord op heeft, maar ook omdat het de gehele missie van de EU ter discussie lijkt te stellen. Er is bovendien vermoedelijk een grote fout gemaakt door de EU te verdelen in twee groepen, de eurolanden en de niet-eurolanden. Het idee dat de voordelen van de euro zo groot zouden zijn dat de niet-eurolanden vanzelf wel tot het eurokamp zouden toetreden, was achteraf gezien behoorlijk naïef. Psychologisch is dit ‘Europa van de twee snelheden’ een slechte zaak, dat mede voedsel heeft gegeven aan de voortwoekering van het euro-scepticisme in het Verenigd Koninkrijk.

De voorafgaande twee crises van de twintigste eeuw – de jaren dertig en de jaren zeventig – hebben beide geleid tot ingrijpende institutionele veranderingen. De depressie van de jaren dertig werd terecht geïnterpreteerd als een crisis in het kapitalisme; zij leidde tot de vorming van nieuwe politieke coalities (in Nederland: de rooms-rode samenwerking) en daarmee tot radicale hervorming van het kapitalisme in de richting van de welvaartsstaat. De stagflatie tijdens de jaren zeventig werd gezien als een crisis in de welvaartsstaat, leidde tot de opkomst van ‘nieuw rechts’ en tot de beweging richting liberalisering, privatisering en ‘afslanking’ van de sociale zekerheid. Het is niet helemaal duidelijk hoe de crisis van dit moment in dit plaatje past: is dit de crisis van Europa, en gaan we een beweging richting het uitkleden van het Europese raamwerk tegemoet? Is dit een crisis van het financiële systeem, die zich zal vertalen in hervormingen zoals we die ook na 1930 hebben gezien? Of een combinatie van beide?

Misschien is het grootste gevaar wel dat we het Europese project dat in de jaren vijftig zo moeizaam van start is gegaan, nu aan sterke erosie onderhevig is geraakt, terwijl de oude strategie van ‘vluchten naar voren’ niet meer zal werken. De EU en haar voorgangers hebben veel betekend voor de welvaartsontwikkeling in de kernlanden, maar is nog veel belangrijker geweest voor het stabiliseren van democratische verhoudingen en het genereren van economische ‘inhaal-groei’ in het zuiden en, meer recent, in het oosten van Europa. Landen als Portugal, Spanje, Griekenland, en momenteel Tsjechië, Hongarije en Polen zijn in een modern institutioneel raamwerk geïntegreerd, met economisch en sociaal-politiek enorm gunstige effecten. Deze ‘verbredings’-missie van Europa is vermoedelijk veel belangrijker geweest dan de paar procenten extra welvaartsgroei die ze in de rijke landen van het noorden heeft opgeleverd. Deze kernmissie van Europa moet overeind blijven en wellicht zelfs verder uitgebouwd worden – misschien in een EU zonder een EMU.

Wat de gevolgen van deze crisis zullen zijn voor nationale politieke verhoudingen laat zich nog niet voorspellen. Er lijkt, heel voorzichtig, momenteel al een accentverschuiving gaande: het thema van ‘massa-immigratie’ en de ‘multiculturele samenleving’ lijkt te dalen op de politieke agenda, maar ideeën over de periode na de financiële crisis lijken nog vaag (zoals de Occupy-beweging aantoont). De les die uit de gebeurtenissen na de crises van de jaren dertig en zeventig te trekken valt is dat een ideologische duiding van de oorzaken van de crisis van groot belang is; zijn de kapitalisten de schuldige of de in maakbaarheid gelovende politici? Even belangrijk zijn processen van coalitievorming in de politiek – welke groepen verbinden zich om de diagnose van de oorzaak van de malaise om te zetten in beleid gericht op het bestrijden ervan? Meer kan hierover door de historicus niet gezegd worden – en misschien is dit al te veel, want het suggereert dat dit soort patronen zich zal herhalen en dat we allerlei verstandige lessen kunnen trekken uit het recente ver-

leden. De enige zekerheid die we hebben is dat de geschiedenis zich nooit echt herhaalt – maar juist vol onverwachte wendingen is die iedereen op een verkeerd been zetten (zal de Chinese economie in een depressie raken?). Zeker in de maalstroom van de gebeurtenissen van dit moment (er vindt terwijl ik dit schrijf opnieuw een ‘historische’ Eurotop plaats in Brussel) lijkt het verstandiger om niet *nóg* meer af te wijken van het advies van mijn promotor.

Hoe verder met het bankwezen? Wat kunnen banken, toezichthouders en politici leren van de crisis?

Wim Boonstra

Sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2007/8 en de daaropvolgende recessie staat wereldwijd het bankwezen onder druk. Deze sector wordt verweten in hoge mate verantwoordelijk te zijn voor het uitbreken van de financiële crisis. Veel banken waren het klantbelang uit het oog verloren, opereerden te risicovol, kenden daarbij een al te grote en te eenzijdige nadruk op het streven naar maximale aandeelhouderswaarde en sommige banken hanteerden een beloningsstructuur die het aangaan van onverantwoord grote risico's in de hand werkt.¹

Op het hoogtepunt van de crisis, in het najaar van 2008, bleek ook in ons land de kwetsbaarheid van de financiële sector. In reactie heeft de overheid krachtig ingegrepen. Sindsdien trachten toezichthouders en beleidsmakers de financiële sector te versterken. Hiertoe is een nieuw toezichtregime ontwikkeld, aangeduid als Basel III. Verder spelen diverse wetsvoorstellen, waaronder een nieuw vormgegeven depositogarantiestelsel en de resolutiewet, een eventuele wettelijke verankering van de in 2009 vastgelegde Code Banken, een discussie over het mogelijk opsplitsen van banken in zogeheten nuts- en zakenbanken en een voorgestelde bankenbelasting per medio 2012.

De banken klagen dat deze ‘stapeling van regelgeving’ hun functioneren bemoeilijkt. Daartegenover staat een sa-

menleving die niet alleen wil voorkomen dat een crisis als deze zich nog eens kan herhalen, maar die ook genoegdoening verlangt voor het in haar ogen onverantwoorde handelen van de banken. Doordat de soms verhitte debatten vaak op deelterreinen worden gevoerd ontbreekt veelal de samenhang.

Deze bijdrage gaat daarom over de plaats die het Nederlandse bankwezen inneemt in onze economie en samenleving: over het economische belang van banken, welke taken zij vervullen, welke risico's daaruit voortvloeien en op welke wijze deze kunnen worden beheerst. Ik ga in op de rol van regulering en toezicht, waarbij zowel de voor- als de nadelen en maatschappelijke kosten die kleven aan een slecht vormgegeven regulering of toezichtregime worden besproken. Vervolgens schets ik, met een 'politieke bril', de contouren van een nieuw financieel bestel.

De plaats van het bankwezen in de Nederlandse economie

Het Nederlandse bedrijfsleven is sterk internationaal georiënteerd en heeft wereldwijde toegang tot adequate financiële dienstverlening nodig. Dit is een belangrijke verklaring voor ons grote en internationaal georiënteerde bankwezen. Verder voorziet het bankwezen zowel het grotere als het kleine bedrijfsleven en de consumenten van krediet. Banken dragen verder, samen met de Nederlandsche Bank (DNB), zorg voor de afwikkeling van het betalingsverkeer.

Banken nemen bij de uitoefening van hun bedrijf een aantal risico's van hun klanten over. Die komen daardoor geconcentreerd bij het bankwezen terecht. Daarom is het beheer van risico's een kerntaak van banken. In tegenstelling tot veel andere bedrijfstakken zijn banken naar hun aard onmisbaar voor een markteconomie. Dit maakt dat systeemrelevante banken onder een impliciete overheids-garantie opereren.² Dat betekent dat bankiers een extra grote verantwoordelijkheid dragen voor een goed beheer van

hun onderneming. Er staat bij banken namelijk meer op het spel dan alleen de belangen van de verschaffers van het risicodragend kapitaal. Vanwege het cruciale belang van banken is de sector aan een relatief zwaar toezichtregime onderworpen.

De functies van banken

In een economie zijn er tegelijkertijd mensen of bedrijven met al of niet tijdelijke financiële overschotten ('overschot-huishoudingen') en met een financieringsbehoefte ('tekort-huishoudingen' of 'geldnemers'). De eerste groep bestaat uit particuliere spaarders, liquide bedrijven, of uit financiële instellingen als pensioenfondsen, verzekeraars of beleggingsfondsen. De groep geldnemers betreft meestal bedrijven die investeringen moeten financieren, of particulieren die geld willen lenen, bijvoorbeeld om een huis te kopen.

Overschothuishoudingen kunnen hun overtollige middelen direct uitlenen aan de geldnemers (directe financiering). Aan het uitlenen van geld kleven echter risico's en veel mensen zijn niet bereid of in staat om die risico's zelf te dragen. Als overschothuishoudingen hun geld bij een bank stallen (dan worden zij aangeduid als 'spaarders') die op haar beurt het geld weer uitleent aan een tekorthuishouding spreekt men van indirecte financiering.

De banken vervullen vier zogeheten transformatiefuncties (Mishkin 2010). Daarbij gaat het om de transformatie van looptijd, omvang, risico en plaats. Looptijdtransformatie ontstaat doordat spaarders veelal direct over (een deel van) hun spaargeld kunnen beschikken, terwijl geldleners juist zekerheid krijgen over de looptijd van hun lening. Banken garanderen beide. Bij transformatie van omvang wordt bedoeld op het feit dat een bank uit vele kleine spaargelden de verstrekking van grote leningen kan financieren. De transformatie van risico betekent dat het kredietrisico, het gevaar van wanbetaling, door de bank van de spaarders

wordt overgenomen. Transformatie van plaats betekent dat banken tekort- en overschothuishoudingen, die zich ver van elkaar vandaan kunnen bevinden, bij elkaar brengen.

Banken zijn vooral een 'doorgeefluik van geld'. De passiefzijde van hun balans bestaat voor een groot deel uit schulden, omdat de spaarders risico's (m.n. het krediet- en liquiditeitsrisico) afwentelen op de bank. Het eigen vermogen (de buffer om eventuele verliezen op te vangen) in verhouding tot het balanstotaal van een bank is in vergelijking met bijvoorbeeld een industriële onderneming erg laag.

De belangen van de klanten van de banken lopen niet altijd parallel. Spaarders zullen bijvoorbeeld een zo hoog mogelijke rente op hun spaarsaldo willen ontvangen. Geldnemers zijn daarentegen gebaat bij een zo laag mogelijke rente op de lening die zij afsluiten. De kostprijs van hun financiering (waaronder het spaargeld) bepaalt echter in hoge mate wat banken aan rente zullen vragen op de door hen verstrekte leningen.

Ook wat betreft de looptijd bestaat er spanning tussen de wensen van spaarders (directe opvraagbaarheid) en die van leners (langdurige beschikbaarheid). Wat de klant als spaarder wil, staat soms haaks op wat dezelfde klant in zijn rol als geldlener verlangt. Tot slot leveren banken hun klanten geen directe, maar slechts een indirecte nutsbeleving. Als de bank een hypothecaire lening verstrekt, ontleent de klant zijn primaire nut aan het bezit van de met de lening aangekochte woning. De kosten van de lening worden juist als een financiële last ervaren. Banken worden hierdoor vaak als een noodzakelijk kwaad gezien, hun toegevoegde waarde is niet voor iedereen duidelijk.

Uit het bovenstaande eenvoudige model wordt in de politiek wel eens de conclusie getrokken dat banken zich zouden kunnen beperken tot het financieren van hun leningen met het aantrekken van spaargeld.³ Als het bankwezen, zoals in Nederland, in haar totaliteit over onvoldoende beschikbaar spaargeld (de zogeheten 'vrije besparingen') be-

schikt, moeten de banken zich wenden tot de geld- en kapitaalmarkten om de gewone kredietverlening te kunnen financieren.⁴ Daardoor bestaan de kosten van de bancaire financiering maar gedeeltelijk uit de rente op spaargeld.

Banken vervullen nog enkele andere functies. Daarbij gaat het ook om zaken als liquiditeitsbeheer ('cash management'), afdekking van financiële risico's, de begeleiding van emissies en de afwikkeling van het girale betalingsverkeer. Daarnaast hebben vrijwel alle banken een portefeuille aan verhandelbare effecten (aandelen, obligaties, of gestructureerde producten) op hun balans, waarbij zij ook handelen voor eigen rekening. Verderop zal worden ingegaan op de vraag of banken al deze functies moeten blijven vervullen of dat sommige ervan (deels) kunnen worden afgestoten.

Het verdienmodel van banken

De belangrijkste inkomstenbron van de banken is de zogeheten rentemarge. Deze ontstaat doordat banken op de door hen verstrekte leningen een hogere vergoeding ontvangen dan op de aangetrokken middelen. Dit verschil dient ter compensatie van de door de bank te nemen risico's, met name het krediet- en liquiditeitsrisico, en als beloning voor de geleverde diensten (de 'rentewinst'). Verder hebben banken inkomsten uit provisies uit hoofde van de door hen verleende adviezen, beheerde vermogens en verkochte producten en uit handel voor eigen rekening. De inkomstenstructuur kan van bank tot bank verschillen. Bij meer traditionele banken is de rentemarge veruit het belangrijkste, maar bij zogeheten investment banks is deze relatief van minder belang.

Waar banken met elkaar concurreren op de internationale financiële markten bij het aantrekken van eigen vermogen is het van belang dat zij beleggers een afdoende rendement kunnen bieden. Verder is het, zeker voor niet-beursgenoteerde banken, nodig om via het inhouden van winst sterke fi-

nanciële buffers op te bouwen. Deze dienen als basis voor de verdere groei van de bancaire activiteiten, maar ook om eventuele verliezen op te vangen.

De risico's

Banken staan bloot aan tal van risico's. Veel daarvan zijn een rechtstreeks gevolg van de diensten die banken verlenen en kunnen wel worden beheerst, maar nooit volledig worden voorkomen. Ook overheidsgaranties kunnen weliswaar risico's verleggen, maar ze niet elimineren.

Cycli van financiële crises zijn van alle tijden en banken zijn daar, net als overheden, vaak bij betrokken (Reinhardt en Rogoff 2009). De huidige tijd is in veel opzichten vergelijkbaar met die aan het eind van de negentiende en het begin van de twintigste eeuw (tijdens de gouden standaard) en den jaren dertig. De jaren tachtig van de twintigste eeuw kende vooral financiële crises in opkomende markten. Eigenlijk zijn er altijd wel ergens bancaire of schulden crises aan de gang, die vaak ook met elkaar interfereren. De financiële banden tussen overheden en hun nationale bankstelsels zijn meestal erg nauw.

Risicovrij bankieren bestaat helaas niet. Wel speelt met name bij systeembanken de vraag welke mate van risico nog aanvaardbaar is. Zij vallen immers onder een impliciete dekking van overheidswege. Daarom kan men terecht de vraag stellen hoe de door hen gelopen risico's kunnen worden verlaagd, of hoe hun systeemkarakter kan worden verminderd.

Waar komen die risico's vandaan? Een belangrijk verschil tussen directe en indirecte financiering is dat bij directe financiering de risico's blijven liggen bij de geldgevers (kredietrisico, marktrisico) en de geldnemers (liquiditeitsrisico), terwijl deze bij indirecte financiering geconcentreerd terecht komen bij de banken. Een van de belangrijkste risico's die banken lopen is het *liquiditeitsrisico*. Dit is het risico dat

banken niet aan hun direct opvraagbare verplichtingen kunnen voldoen. Dit is een rechtstreeks gevolg van de looptijdtransformatie. Hoewel veel spaargeld direct opvraagbaar is, zullen in normale tijden lang niet alle spaarders tegelijkertijd hun geld willen opvragen. De feitelijk beschikbare kasreserves (de liquiditeit) van banken kunnen grote schommelingen vertonen. Aan het einde van de dag zullen er banken met een liquiditeitstekort en banken met een -overschot zijn, die in normale omstandigheden via de geldmarkt weer worden vereffend.⁵ Als het bankwezen in zijn totaal een tekort heeft, springt de centrale bank bij in haar rol als *lender of last resort*. Het is niet de bedoeling dat structureel zwakke banken door de centrale bank overeind worden gehouden. Tijdens een crisis kan het vanwege het effect op het algehele vertrouwensklimaat echter gebeuren dat de centrale bank en/of de overheid het nodig acht om alle banken te steunen.

Banken kunnen hun liquiditeitsrisico verlagen door bijvoorbeeld spaarders ertoe over te halen hun geld voor langere tijd vast te zetten (termijndeposito's) of door langlopende financiering op de kapitaalmarkt aan te trekken. Dit gaat vaak wel ten koste van de rentemarge. De crisis heeft evenwel geleerd dat banken die de looptijdtransformatie (en dus hun rentemarge) tot het uiterste proberen op te rekken, door lang uitgezette gelden te financieren met zeer kortetermijnmiddelen, in moeilijke tijden de meest kwetsbare banken blijken te zijn.

Ook het *kredietrisico*, het risico dat klanten hun leningen niet willen of kunnen terugbetalen, nemen de banken over van hun spaarders. De banken beheersen dit risico onder meer door een voorzichtig verstrekkingenbeleid en het vragen van een onderpand. Andere risico's die banken lopen zijn onder andere het *renterisico* (het risico dat de rentemarge van de bank onder druk komt door wijzigingen in de rentestructuur), het *marktrisico* (het risico dat effecten in het bezit van de bank in waarde dalen), *operationeel risico* (het risico – dat iedere organisatie loopt – dat er iets fout gaat in de

praktische uitvoering), *valutarisico* (het risico van verlies op buitenlands geld) en *landenrisico* (Mishkin 2010).

Ook als banken zich uitsluitend zouden bezighouden met het verstrekken van kredieten, gefinancierd uit spaargeld, zijn zij nog steeds blootgesteld aan de meeste van de hiervoor vermelde risico's. Daarom is risicomanagement de kern van bankieren. Daarbij moet zeker een systeembank te allen tijden trachten de risico's tot een minimum te beperken. Daarbij ontstaat dan wel weer een zekere spanning met de rendementseis.

Noodzaak en vormgeving van toezicht en regelgeving

Als grote banken serieus in de problemen raken, heeft dat zeer grote maatschappelijke gevolgen. Daarom staat het bankwezen onder een streng en gedetailleerd toezichtregime. Toch heeft dit de crisis niet kunnen voorkomen. We kunnen vaststellen dat het toezicht onvolledig en soms ook niet adequaat is geweest. Het bankwezen is echter een zich snel ontwikkelende en innovatieve sector, waardoor ook het toezichtkader zich steeds moet ontwikkelen. Dit is als het ware een dialectisch proces. Daarbij heeft de huidige crisis enkele risico's aan het licht gebracht die tot voor kort nog niet op hun volle omvang werden ingeschat. Verder bestaat bij velen de indruk dat de toezichthouder in een aantal gevallen eerder en harder had kunnen ingrijpen.

De crisis heeft dan ook geleid tot een aanscherping van vooral het prudentiële toezichtkader.⁶ Dit toezicht, dat is gebaseerd op internationale afspraken, wordt uitgeoefend door DNB. Deze instelling ziet toe op de kracht van de bancaire balansen, kijkt of de banken hun risicomanagement goed hebben ingericht en of de operationele (uitvoerings)risico's goed onder controle zijn. Het verscherpte toezicht uit zich in een verdere verhoging van de kapitaalvereisten. Zo moeten banken meer kernkapitaal gaan aanhouden (hoogwaardig eigen vermogen, aangeduid als *core tier-1*).⁷ Ook

worden de liquiditeitsvereisten aangescherpt, waarbij de looptijdtransformatie moet worden ingeperkt (Boonstra & Smolders 2011; Smolders 2011).

Wat betreft de bedrijfsvoering wordt sinds kort beter gelet op het door banken gevoerde beloningsbeleid. Het is gebleken dat van een slecht vormgegeven beloningsbeleid verkeerde prikkels kunnen uitgaan, die leiden tot hogere risico's. Verder bestaat meer aandacht voor de zogeheten macroprudentiële aspecten. Dat wil zeggen dat niet alleen wordt gekeken naar de stabiliteit van de individuele bank, maar ook naar de stabiliteit van de financiële sector als geheel.

Optimalisering van regulering en toezicht

Vanuit de politiek weerklinkt de roep om beter toezicht. Het antwoord daarop is vooral dat er steeds meer toezicht komt. Dat is niet per definitie maatschappelijk optimaal. Aan regulering en toezicht zijn niet alleen voordelen, maar ook nadelen en kosten verbonden (Stigler 1970). Deze kunnen sterk oplopen als het toezichtregime niet is gebaseerd op een consistente visie op de functie van het bankwezen in het economisch bestel (Boonstra & Bruinshoofd 2011).

Het begint ermee dat het bestaan van toezicht op zichzelf al een eigen invloed kan hebben op het gedrag van bankiers. Zo kunnen spaarders aan de aanwezigheid van toezicht de illusie ontlennen dat de onder toezicht staande instellingen wel veilig zullen zijn. Bankiers die weten dat zij opereren onder een impliciete overheidsgarantie kunnen zich risicovoller gaan gedragen. Dit wordt aangeduid als 'moreel risico' (*moral hazard*). Dit speelt natuurlijk vooral in een context waar de eis tot het op korte termijn maximaliseren van de aandeelhouderswinst het bankmanagement toch al onder grote druk kan zetten.

Voorts is het toezichtkader niet sluitend. Zo komt het voor dat banken actief sturen op de ratio's die onder toezicht

staan, juist omdat ze onder toezicht staan. Daardoor kan het gebeuren dat zich buiten het zicht van de toezichthouder grote risico's opstapelen. Bovendien kunnen maatregelen die als doel hebben de financiële stabiliteit te bevorderen averechts uitwerken. Regelgeving kan een zelfstandige invloed hebben op het gedrag van mensen. De prikkels die ervan uitgaan kunnen onbedoeld de stabiliteit van het financiële stelsel per saldo zelfs verslechteren. Dit kan gebeuren als de regelgeving en het daarop gebaseerde toezicht gaandeweg hun oorspronkelijke focus verliezen. In de volgende paragrafen worden deze elementen aan de hand van drie voorbeelden toegelicht.

Voorbeeld 1: BIS 1 en het gedrag van banken

Banken moeten sinds 1986 minimaal 8 procent van de naar risico gewogen activa als eigen vermogen aanhouden (de zogeheten 'bis-ratio'). Omdat de risicoweging vanuit het toezicht niet altijd goed strookte met de feitelijke risico's, was het voor banken aantrekkelijk om hun uitzettingen vooral in de categorieën met een relatief hoog rendement, maar een laag solvabiliteitsbeslag te verrichten. Dit leidde ertoe dat veel banken weliswaar hun bis-ratio keurig op orde hadden, maar dat hun eigen vermogen ten opzichte van hun ongewogen activa (de zogeheten 'leverage ratio') fors lager lag. Hiermee bleken zij toen het misgung kwetsbaar voor tegenslag.

Voorbeeld 2: De voor- en nadelen van een depositogarantiestelsel (DGS)

Een DGS dient om vooral kleine spaarders te beschermen tegen problemen bij hun bank. Ook draagt het bij aan een grotere stabiliteit van het financiële stelsel, want zelfs als het minder goed gaat met een bank weet de spaarder zich dankzij het DGS verzekerd van zijn spaargeld. Aan een DGS kleeft echter moreel risico. Dat ligt bij de spaarder, die door het DGS geen prikkel meer heeft om op te letten bij welke

bank hij zijn geld parkeert. Dit effect wordt sterker naarmate het plafond van het DGS hoger ligt (Barth et. al. 2004; Ioannidou & de Dreu 2006). Verder kan een DGS bankiers ertoe aanzetten om spaargeld aan te trekken ter financiering van potentieel hoogrenderende, maar ook risicovolle activiteiten. Zwakke en risicovolle banken, die op de kapitaalmarkten niet aan financiering kunnen komen, kunnen onder dekking van een DGS relatief goedkoop spaargeld aantrekken. Zonder de aanwezigheid van het DGS zou de IJslandse bank Icesave nooit succesvol op de Nederlandse spaarmarkt zijn geweest (Kool & Gerritsen 2009).

De doelstellingen van het DGS, bescherming van de (kleine) spaarder en versterking van de financiële stabiliteit, kunnen met elkaar op gespannen voet staan. Voor bescherming van de kleine spaarder volstaat een garantielimiet van circa € 25.000 voor alleen direct opvraagbaar spaargeld. Een klassieke bankrun kan immers alleen vanuit direct opvraagbaar spaargeld ontstaan.⁸ In de praktijk zien wij echter dat zowel de breedte van de dekking als de hoogte van de garantielimiet van het DGS steeds verder is uitgebreid. Politici beogen middels een DGS boven alles 'de spaarder te beschermen'. De werkelijkheid is echter genuanceerder. Een DGS beschermt twee soorten spaarders: zij die niet kijken naar de degelijkheid van hun bank of zij die, gebruikmakend van de DGS-dekking, hun spaargeld onderbrengen bij de bank die de hoogste rente biedt. Als het misgaat komt de rekening terecht bij de andere banken en uiteindelijk bij hun klanten (Groeneveld 2009; Boonstra 2010).

Door de hoge garantielimiet zijn de disciplinerende prikkels voor spaarder en banken uit het systeem verdwenen. Dit kan de stabiliteit van zowel het financiële stelsel als de economie juist schaden. Doordat de recente ingrepen in het DGS het gevaar van moral hazard fors hebben vergroot, zijn een strenge toelatingseis, een continue bewaking van het risicoprofiel van de deelnemende banken door de toezichthouder en een complex systeem van naar risicogedifferenti-

eerde premies nodig om de nadelen van het systeem te compenseren. Het huidige DGS is een klassiek voorbeeld van slecht vormgegeven regelgeving die direct weer leidt tot extra toezicht(-skosten) (Boonstra & Bruinshoofd 2011).

Voorbeeld 3: Economische effecten van verzwaring kapitaalsvereisten

Een ander nadeel van toezicht bestaat uit de kosten van invoering. Zo kleven aan het verzwaren van de kapitaalsvereisten voor banken, hoe noodzakelijk ook, op korte termijn nadelen. Om aan de nieuwe kapitaalsvoorschriften te voldoen, moeten banken hun eigen vermogen in verhouding tot hun balanstotaal verhogen.

Groei van het eigen vermogen kan via het inhouden van winst en het aantrekken van risicodragend kapitaal. Beide opties vergen een gezonde winstgevendheid. Banken zullen trachten de winstgevendheid op te voeren via kostenverlaging, margeverhoging en productiviteitsgroei. Ook een lagere groei van de balans helpt bij het verbeteren van de solvabiliteitsratio's. De kans is groot dat banken ook een rem zullen zetten op de groei van hun activiteiten. Dit betekent onder meer dat de samenleving zich moet instellen op een relatief lagere kredietgroei.

De aanscherping van het toezichtkader is nodig om een stabielere, zij het nog steeds niet geheel risicovrij bankwezen te krijgen (Boot 2011). De bijkomende kosten zijn onvermijdelijk en moeten dan ook voor lief worden genomen (Boonstra & Smolders 2011). Het aanscherpen van het bancaire toezichtkader, zeker in de periode waarin men naar de nieuwe gewenste situatie toe moet groeien, heeft op zichzelf neveneffecten in de vorm van lagere economische groei.

De contouren van een nieuw financieel bestel

Banken moeten het vertrouwen van hun klanten, voor zover zij dat hebben verloren, weer terugwinnen. De sector zal

op overtuigende wijze invulling moeten geven aan de in 2009 overeengekomen Code Banken. Dat vergt in veel gevallen een stevige cultuuromslag. Het gaat er daarbij bovenal om dat zij inzien dat van een bankier uiterste integriteit wordt verlangd. Verder moeten banken hun zorgplicht ten opzichte van hun klanten zeer serieus nemen. Klanten moeten hun geld bij hun bank veilig weten. Alleen als de samenleving de bancaire sector weer vertrouwt, zal zij bereid zijn om de banken de ruimte te geven die nodig is om hun taken op een bedrijfseconomisch gezonde, efficiënte en eerlijke wijze in te vullen.

Kleinere en eenvoudiger banken?

Alom wordt de roep om eenvoudiger en kleinere banken gehoord. Het waren echter niet alleen grote, maar juist ook kleine banken die in de problemen kwamen, zoals DSB, Icesave en NIBC (die al in 2007 liquiditeitssteun nodig had). Omvang is hier geen zinvol criterium. Wel is het zaak om het risicoprofiel van systeembanken in te perken (zie onder). Ook moet naar mogelijkheden worden gezocht om de afhankelijkheid van (impliciete) overheidssteun te verminderen. Banken zullen hieraan tegemoet moeten komen, door risicovolle activiteiten (waaronder de handel voor eigen rekening) waar mogelijk te reduceren of af te bouwen.

Terugkeer naar het model van de ouderwetse retailbank, die zich louter beperkt tot het aantrekken van deposito's en het verstrekken van leningen, is niet mogelijk. Banken in landen met een tekort aan vrije besparingen zoals Nederland hebben de kapitaalmarkt nodig om hun reguliere kredietverlening te kunnen financieren. Dat vergt de uitgifte van obligaties en andere – soms buitengewoon complexe – vormen van vreemd vermogen.⁹ Zonder toegang tot professionele funding komt de financiering van hypotheekleningen¹⁰ en het MKB serieus in de knel. Verder moeten banken in staat zijn om hun rente- en valutarisico's en hun liquiditeit op adequate wijze te beheren. Bovendien heeft ons land rela-

tief veel internationale bedrijven die bediening vragen door een bank met een internationaal netwerk. Al met al lijkt handhaving van het model van ‘universele banken’ te prefereren, zij het dat banken waar mogelijk hun risicovolle activiteiten terug moeten dringen.

Financiële biodiversiteit essentieel

Verder is het zaak dat de grote bancaire spelers qua organisatievorm onderling de nodige diversiteit kennen, omdat is aangetoond dat een grotere ‘biodiversiteit’ de stabiliteit van het bankwezen in positieve zin beïnvloedt (Llewellyn 2009). Deze financiële biodiversiteit heeft ook als voordeel dat de markt beter wordt bediend, omdat iedere categorie haar eigen oriëntatie, beleid en doelgroepbenadering kent.

Coöperatieve banken zijn naar hun aard meer gericht op stabiliteit en continuïteit en bieden daarmee tegenwicht aan de commerciële banken (CPS 2010). Die zijn meer op maximalisatie van aandeelhouderswaarde gericht, hetgeen zich uit in een grotere mate van volatiliteit in de resultaten.¹¹ Deze laatste groep dwingt op zijn beurt de coöperatieve banken tot een efficiënte bedrijfsvoering. Het is niet zo dat de ene organisatievorm superieur is aan de andere, de toegevoegde waarde is juist gelegen in de diversiteit binnen het stelsel.

In de toekomst zullen overigens ook systeemrelevante commerciële banken in hun beleid de belangen van alle stakeholders moeten afwegen en niet uitsluitend streven naar maximale aandeelhouderswaarde. De bancaire markt moet ook ruimte kennen voor kleinere en gespecialiseerde spelers (inclusief non-banks). Zij zijn goed voor de concurrentie en houden de grote marktpartijen alert. Uiteraard moeten ook deze partijen onder gedegen toezicht van zowel DNB als de Autoriteit Financiële Markten (AFM) staan.

Gezonde concurrentieverhoudingen

Zolang er commerciële banken in staatshanden zijn, moet worden voorkomen dat zij de concurrentieverhoudingen

bederven. Hetzelfde geldt voor garanties van overheidswege. De NMA moet toezien of de concurrentie eerlijk is, of er geen verboden afspraken worden gemaakt, en of er geen oneerlijke concurrentie vanuit staatsgesteunde partijen plaatsvindt. Tegelijkertijd moet zij ook opletten of een teveel aan concurrentie de stabiliteit van de bankensector niet ondermijnt. Dit kan gebeuren als bijvoorbeeld de concurrentieverstoring vanuit de staatssteun en/of het DGS de rentabiliteit van de grootbanken aantast. Ook speelt hier mee dat de samenleving van de grote banken verwacht dat zij een dure infrastructuur van bijvoorbeeld kantoren of geldautomaten in stand houden. Soms wordt dit zelfs expliciet bij wet geregeld, zoals in geval van de Wet Crone (2004).

‘Nederlandse’ banken zijn belangrijk

Het is van belang dat er voldoende grote banken overblijven met een overwegend Nederlandse oriëntatie. De crisis heeft aangetoond dat banken zich in crisistijd snel terugtrekken op hun thuismarkt. Voor het Nederlandse bedrijfsleven is het belangrijk dat zij, zeker in moeilijke tijden, kunnen terugvallen op betrouwbare banken. Dit vraagt soms meer betrokkenheid bij het bedrijf en bij de Nederlandse samenleving (denk bijvoorbeeld aan de werkgelegenheid) dan louter op basis van winst/risicoafweging kan worden gerechtvaardigd. Buitenlandse banken zijn in dit soort situaties vaak ‘niet thuis’. Ook is het in dit kader van belang dat ons land een eigen exportkredietverzekeraar kent.

De klant weer centraal

De maatschappij verlangt van de banken dat zij hun klanten centraal stellen. Dit is overigens geen sinecure, omdat de belangen van individuele klanten(groepen) vaak lijnrecht tegenover elkaar staan. ‘De klant centraal stellen’ betekent vooral dat een bank naar eer en geweten de diverse belangen moet afwegen en in alle openheid verantwoording moet afleggen over de daarbij gemaakte keuzes.

Doortastende toezichthouders die zich gesteund weten

Het toezicht op het bankwezen moet gebaseerd zijn op het inzicht dat risico's bij het leven behoren (zie onder). Goed toezicht en aanvullende wet- en regelgeving beginnen daarom bij het zo transparant mogelijk maken van de risico's die er spelen en bij wie zij neerslaan. Het is daarbij belangrijk dat toezichthouders genoeg kennis van de sector in huis hebben, zonder dat zij te nauw met de sector verweven raken en hun autonomie verliezen (Stigler 1970). Hun gezag is de laatste tijd, zeker in de publieke opinie, ondermijnd door een aantal gebeurtenissen, zoals de ondergang van DSB, ABN Amro/Fortis en de crisis in het algemeen. Toezichthouders die moeten vrezen voor hun gezag, of rekening moeten houden voor juridische vervolging, zullen zich angstig gaan gedragen.

Een herbezinning op de juridische inbedding van het toezicht lijkt dan ook gewenst. Daarbij kan worden gedacht aan immuniteit voor toezichthouders, waarbij er uiteraard wel een goede maatschappelijke verantwoordingsplicht moet zijn. Het instellen van een gespecialiseerde rechtbank voor de financiële sector lijkt verstandig, zodat een toezichthouder in de uitoefening van zijn taak niet wordt gehinderd door een gebrek aan financiële kennis bij een willekeurige rechtbank.

Aangepast beloningssysteem

Van een beloningssysteem mogen geen verkeerde prikkels tot het aangaan van grote risico's uitgaan. Dus de maximaal toegestane bonus zal in veel gevallen moeten worden verlaagd, (een deel van) de bonus kan vertraagd worden uitbetaald en men kan een zogeheten 'claw back'-optie invoeren. In het algemeen bestaat te weinig aandacht voor de vernietigende uitwerking die een bonussysteem kan hebben op de bedrijfscultuur. Het veel aangevoerde argument dat extreme beloningen nodig zijn om de beoogde kwaliteit bestuurder aan te trekken is niet overtuigend. Dat lijkt al te veel op een doelredenering die niet al te serieus moet wor-

den genomen. Anders ligt het bij sommige specialistische functies, zoals in de dealing rooms.

Alle stakeholders zijn voor een bank even belangrijk

Banken, zeker de grotere, zijn geen gewone bedrijven. Daarom is het ongewenst dat een één-op-éénrelatie tussen het financieel belang van het management van een bank en slechts één groep financiële stakeholders ontstaat. Beloning in de vorm van aandelen en/of opties zou daarom voor bankbestuurders niet moeten worden toegestaan. Voor banken, naar de aard van hun activiteiten boven alles bemiddelaars in geld, moeten de belangen van alle financiële stakeholders gelijkwaardig worden meegewogen. Het waren bovenal spaarders die banken als Fortis en Northern Rock omver hebben getrokken.

Aansprakelijkheid bestuurders

Voor bestuurders van banken moet het zeer onaantrekkelijk zijn om een beroep te moeten doen op collectieve reddingsmechanismen. In ieder geval dienen zij, als door hen geleide instellingen failliet gaan en/of staatssteun nodig hebben, zonder vertrekbonus hun functie neer te leggen. In geval van verwijtbaar gedrag zouden zij moeten worden uitgesloten van functies in de financiële sector.

Rol aandeelhouders

Aandeelhouders hebben ook in ons land met hun eenzijdige streven naar winstmaximalisatie en onverantwoord kuddedegedrag een belangrijke rol gespeeld bij het ontstaan van de crisis. De overname van ABN Amro door Fortis en de daaropvolgende teloorgang van dit bedrijf vormen een treurige illustratie hiervan. Dat deze aandeelhouders nu alsnog de staat voor de rechter menen te moeten dagen getuigt van weinig ethisch besef.

Geen illusies, wel transparantie

Pogingen tot het uitbannen van risico's via overheidsgaranties, fondsvorming of verzekeringen leiden uiteindelijk vooral tot verschuiving ervan. Dit kan politiek opportuun zijn, bijvoorbeeld als de samenleving verlangt dat kleine spaarders middels een DGS worden beschermd. Dan is het wel zaak dat duidelijk wordt gemaakt wie deze verzekering afgeeft en wie uiteindelijk de rekening betaalt als het misgaat. In de beperking toont zich hier de meester. Pogingen om alle spaarders te beschermen betekenen in de praktijk een sigaar uit eigen doos. Want de spaarder betaalt, in zijn rol als belastingbetaler, klant of belegger, uiteindelijk zelf de rekening weer.

Een gevaar bij staatsgaranties is verder dat mensen, als zij ten onrechte denken dat financiële risico's zijn verdwenen, zich juist risicovoller gaan gedragen. Daardoor worden de maatschappelijke risico's eerder groter dan kleiner, om na verloop van tijd alsnog massief neer te slaan bij de overheid en dus de belastingbetaler. Beter dan het wegmoffelen van risico's is het om deze zo transparant mogelijk zichtbaar te maken, zodat eenieder kan weten welke risico's hij of zij loopt en hoe daarmee het beste om kan worden gegaan.

Verder is het van belang dat men beseft dat ook maatregelen die leiden tot zwaardere lasten voor banken uiteindelijk door de klanten worden betaald. De banken zullen trachten deze kosten terug te verdienen via verhoging van hun productiviteit, maar een deel zal worden doorberekend aan hun klanten. Ook bestaat de kans dat zij een deel van hun dienstverlening zullen terugschroeven. Beleidsmakers moet beseffen dat banken, gegeven ook de voorschriften vanuit de toezichthouders (Basel III), alles op alles moeten zetten om hun rentabiliteit op het vereiste peil te brengen c.q. te houden. Een rendabel bankwezen is een essentiële randvoorwaarde voor de continuïteit van de bancaire dienstverlening.

Splitsing banken of living will?

Hoewel de roep om het opsplitsen van banken in een 'nutsdeel' en een risicovol deel (met name de investment banking activiteiten) op te splitsen begrijpelijk is, is dit in de praktijk maar in beperkte mate mogelijk. Veel investment banking-competenties van een bank hangen namelijk samen met het beheer van hun risico's (met bijvoorbeeld rente- en valutaderivaten of het beheer van de secundaire markt van het door hen uitgegeven vreemd vermogen). Zonder deze competenties resteren juist risicovollere banken. Wel is het belangrijk dat banken de risicovolle handel voor eigen rekening zoveel mogelijk afbouwen, zeker als zij ook actief zijn als retailbank en/of onder het DGS vallen. Ook veel zakelijke klanten, zowel in het grootbedrijf als vanuit het internationaal opererende MKB, vragen om geavanceerde producten voor hun eigen risicobeheer. Dit alles illustreert de problemen van een dergelijke splitsing voor een bank in een 'going concern'-situatie.

Wel is het mogelijk om banken te dwingen om via een zogeheten *living will* (een testament dus) te laten vastleggen hoe in een noodsituatie (dan is dus geen sprake meer van een going concern) deze splitsing snel tot stand kan worden gebracht. Als snelle procedures met hun draaiboeken beschikbaar zijn, bijvoorbeeld om de spaargelden of de betaal-functie van in de problemen geraakte instellingen snel te kunnen overhevelen naar sterkere banken, kan de schade worden beperkt. Dit is overigens niet eenvoudig, want de overnemende bank moet op dat moment ook garanties krijgen dat de activa die tegenover deze spaargelden en betaalrekeningen staan en 'meekomen' bij deze transactie niet tot verliezen kunnen leiden.

'Brede' banken zijn stabiel

De crisis heeft laten zien dat banken met een breed palet aan activiteiten in beginsel goed gepositioneerd zijn om klappen op te vangen. De Rabobank is een goed voorbeeld

hiervan. In 2008 kon zij forse verliezen vanuit het buitenland opvangen vanuit het winstgevendende binnenlandse bedrijf. In 2009, toen de recessie in ons land toesloeg, was de situatie omgekeerd.

Ander fiscaal regime

Het huidige fiscale regime werkt schuldopbouw bij bedrijven en particulieren in de hand. Dit is uiteraard het beste zichtbaar bij de hypotheekrenteaf trek. Daar liggen alle prikkels verkeerd, in die zin dat aflossen van hypothecaire schuld uit oogpunt van 'fiscale optimalisatie' ongunstig is. Een herziening van het fiscale regime kan bijdragen aan de financiële stabiliteit op langere termijn.

Tot besluit

Het Nederlandse bankwezen heeft een lange traditie van in het algemeen degelijk bankieren. Toch is het in de afgelopen jaren in zwaar weer terechtgekomen. Hoewel de oorzaak van de financiële crisis voor het overgrote deel buiten ons land heeft gelegen, hebben ook Nederlandse banken serieuze lessen te leren. Ook in ons land zijn er voorbeelden van foute beloningsstructuren, die via verkeerde prikkels tot al te risicovol gedrag hebben geleid. Het risicobesef, dat niet alleen bij banken, maar ook bij hun klanten en bij sommige toezichthouders naar de achtergrond was verdwenen, moet weer terugkomen. Banken die, gedreven door winstbejag, het klantbelang te veel uit het oog waren verloren moeten weer terug bij de les worden gebracht.

Banken zijn naar hun aard kwetsbaar. Als spaarders hun vertrouwen in een bank opzeggen dan is het vrijwel zeker einde oefening. Dat vertrouwen is door de crisis verminderd en banken moeten er hard aan werken om het te herstellen. De samenleving zal ze daar kritisch in volgen en waar nodig bijsturen.

Maar wij moeten daarbij niet uit het oog verliezen dat de

financiële sector nog altijd een centrale positie inneemt in de economie. Een markteconomie kan niet zonder een efficiënt opererend bankwezen. Pas als goed zicht bestaat op de positie van de banken in de economie is het mogelijk om tot een samenhangende toekomstvisie op de inrichting van ons financieel bestel te komen. De samenleving moet zich derhalve bezinnen op de wezenlijke vraag: wat kan en mag een samenleving verwachten van haar banken?

Daarbij moeten wij niet de illusie hebben dat wij voor de toekomst financiële crises kunnen voorkomen. Cycli en crises horen bij een markteconomie en daarmee ook bij banken. Een doordacht, stabiliteitsbevorderend toezichtregime dat de juiste prikkels in het systeem aanbrengt en *moral hazard* verwijdert, kan veel narigheid voorkomen. Daarbij moet een en ander zo worden ingericht dat, als het fout gaat, de schade voor economie en samenleving wordt beperkt. Politici moeten ervoor waken in hun ijver niet door te schieten naar een al te verstikkend stelsel van wet- en regelgeving. Want als banken hun werk niet goed kunnen doen, zijn het uiteindelijk altijd de klanten die de rekening betalen. Het wegmoffelen van risico's versterkt de financiële stabiliteit uiteindelijk niet, maar ondermijnt deze juist.

Met een gedeelde visie op de rol van banken en met de geleerde lessen in het achterhoofd is er geen enkele reden waarom de Nederlandse banken hun nuttige rol voor economie en samenleving ook in de toekomst niet zouden kunnen blijven vervullen.

Onder securitisatie verstaat men het omzetten van illiquide bancaire activa (zoals een hypothecaire lening) in verhandelbare effecten die weer worden doorverkocht. Bundels van hypotheekleningen worden omgevormd tot zogeheten *mortgage backed securities* (MBS) en weer doorverkocht aan beleggers. Door securitisatie wordt

de bankbalans korter, verdwijnt een stuk kredietrisico van de bankbalans en wordt de solvabiliteitsratio verbeterd. Een risico is dat de eindbelegger in MBS weer een andere bank is, waarmee de risico's maar nu in een minder transparante vorm weer terugkeren in het bankwezen. Zo is ING aan haar portefeuille Amerikaanse Alt-A-hypotheken gekomen. Sommige banken hadden hun hele bedrijfsmodel op securitisatie gebaseerd. Dit zogeheten originate-to-distribute model heeft als nadeel dat een bank geen goede prikkels meer heeft om goed op te letten of de geldnemer op termijn wel in staat is om zijn schuld af te lossen.

Noten

- 1 In deze bijdrage zal ik niet uitgebreid ingaan op de achtergronden van de financiële crisis. Daarover is inmiddels vanuit vele invalshoeken geschreven. Een goed overzicht is te vinden in Van Ewijk & Teulings (2009) en de daarin aangehaalde literatuur.
- 2 Met de uitdrukking systeemrelevante bank of 'systeembank' wordt bedoeld op banken die dermate groot zijn of zo verweven met de rest van het financieel bestel dat een eventueel faillissement andere banken in hun val zou meeslepen, of een grote schade aan de rest van de economie zou veroorzaken. Dergelijke banken zijn 'too big to fail'.
- 3 Onder spaargeld wordt op deze plaats geduid op de diverse verschijningsvormen van spaarrekeningen en termijndeposito's.
- 4 Als spaarders hun geld in aandelen en/of obligaties stoppen en als bedrijven hun bank passeren en rechtstreeks de kapitaalmarkt benaderen om geld aan te trekken spreekt men van desintermediatie. Het is een terugkeer naar directe financiering.
- 5 Op de geldmarkt zijn, naast banken en centrale banken, verder uitsluitend professionele partijen actief. Toen in augustus 2007 het onderlinge vertrouwen tussen de banken wegviel was de interbancaire geldmarkt de eerste markt die acuut stilviel. Overschotbanken stalden hun geld liever bij de centrale bank, tekortbanken hadden een acuut probleem. De centrale bank leende hun massaal geld uit en nam op deze wijze de rol van de interbancaire geldmarkt over. Op het moment

van schrijven (oktober 2011) zien wij dezelfde verschijnselen weer.

- 6 Naast prudentieel toezicht is er ook gedragstoezicht en structuurtoezicht. Deze worden in deze bijdrage waar nodig aangestipt, maar niet echt besproken.
- 7 Vooral ingehouden winst en ingelegd aandelenkapitaal.
- 8 Merk overigens op dat een nog gevaarlijker vorm van een bankrun kan ontstaan als een bank sterk afhankelijk is van korte kapitaalmarktfinanciering.
- 9 Banken kunnen ook via securitisatie van activa meer krediet verstrekken dan dat zij aan spaargeld kunnen aantrekken. Zie kader.
- 10 Merk overigens op dat inperking van de hypotheekrenteaftrek de vraag naar leningen kan inperken. Het is echter onduidelijk of dit de banken helpt bij hun 'funding probleem', omdat de omvang van de aan de hypotheek gekoppelde spaarproducten dan ook inkrimpt.
- 11 Coöperatieve banken hebben de crisis in het algemeen beter doorstaan dan commerciële banken (Mooij & Boonstra, 2009). Daarbij speelt een rol dat coöperatieve banken zuiniger op hun eigen vermogen moeten zijn dan beursgenoteerde banken omdat zij, anders dan hun commerciële tegenvoeters, verliezen niet eenvoudig via emissie van aandelen kunnen opvangen. Voor een coöperatieve bank is ingehouden winst de belangrijkste bron van vermogensaanwas.

Literatuur

- Barth, J.R., G. Caprio Jr. & R. Levine (2004). 'Bank regulation and supervision: what works best?', in: *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, pp. 205-248, Elsevier
- Boonstra, W.W. & W.A. Bruinshoofd (2011). 'The costs of state intervention in the financial sector', in: F.A.G. den Butter & A. Nijssen, *Better business regulation in a risk society*, Springer Publishers, forthcoming.
- Boonstra, W.W. (2010). 'Een beter depositogarantiestelsel', in: *Economisch Statistische Berichten*, No 4587, juni, Den Haag: Sdu Uitgevers
- Boonstra, W.W. (2010). 'Banking in times of crisis: the case of Rabobank', in: M. Balling, J.M. Berk & M-O Strauss-Kahn (ed.), *The Quest for Stability: the view of financial institutions*, SUERF Studies 2010/3, online
- Boonstra, W.W. & N. Smolders (2011). 'Strengere eisen aan banken vergen economische offers', *Me Judice*, 26 april, online
- Boonstra, W.W. (2011). 'Wetsvoorstel depositogarantiestelsel banken vooral cosmetische ingreep', *Me Judice*, 26 augustus, online
- Boot, A. & R. van Tilburg (2011). 'Juist risicovolle banken zijn dure banken', *Me Judice*, 12 april, online

- CEPS (2010). *Investigating diversity in the banking sector in Europe: Key developments, performance and role of cooperative banks*, Brussel: CEPS
- Ewijk, C. van en C. Teulings (2009). *De grote recessie: het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*, Amsterdam: Balans
- Groeneveld, J.M. (2009). 'Een evenwichtiger depositogarantiestelsel', in: *Economisch Statistische Berichten*, No 4557, april, Den Haag: Sdu Uitgevers
- Ioannidou, V. en J. de Dreu (2006). 'The impact of explicit deposit Insurance on market discipline', *DNB Working Paper* No 89, juli, Amsterdam
- Kool, C. & D. Gerritsen (2010). 'Drama Icesave was te voorzien', in: *Economische Statistische Berichten*, No 4580, maart Den Haag: Sdu uitgevers
- Llewellyn, D.T. (2009). 'Britse Building Societies en de financiële crisis: het voortbestaan van de coöperatieve grondslag', in: Mooij, J. en W.W. Boonstra (2009), pp. 133-150
- Mishkin, F.S. (2009). *The economics of money, banking and financial markets*, Boston: Pearson Education
- Mooij, J. en W.W. Boonstra (red.) (2009). *Een eigen koers: coöperatief bankieren in turbulente tijden*, Amsterdam: vu University Press
- Reinhardt, C.M. en K.S. Rogoff (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly*, Princeton: Princeton University Press
- Smolders, N.M.P. (2011). 'Basel III: Stevig maar realistisch', in: *Bank- en Effectenbedrijf*, januari/februari, online
- Stigler, G.J. (1971). 'The theory of economic regulation', in: *The Bell Journal of Economics and Management Science*, No 2(1), pp. 3-21, Santa Monica: The RAND Corporation

De Nieuwe Bank. Alternatieve grondslagen voor een onmisbaar instituut

Donald Kalff en Hans Verkoren

De afgelopen jaren is de crisis in de financiële sector vooral gedefinieerd als een gedragscrisis. Het beeld dat uit het publieke debat oprijst is als volgt samen te vatten. Bankiers en verzekeraars hebben het in hen gestelde vertrouwen beschaamd. Ze hebben hun individuele belangen zwaarder laten wegen dan de belangen van wederpartijen en de maatschappij in haar geheel. Ze hebben wat ooit eerbiedwaardige instituties waren grote schade toegebracht. Een aantal banken heeft misbruik gemaakt van de wetenschap dat overheden, de centrale banken en de Europese Centrale Bank ten koste van alles het financiële stelsel zouden redden. Waar Nederlandse bankiers zich minder onverantwoord hebben opgesteld dan hun Angelsaksische collega's, hebben grote affaires – de woekerpolissen, de overname van ABN Amro, het faillissement van DSB – diepe sporen getrokken.

Gegeven dit perspectief was het antwoord op de crisis voorspelbaar. Controle op gedrag moest worden aangescherpt – en zo geschiedde. Banken hebben inmiddels hun risicomanagement versterkt. Er zijn gedragscodes ontwikkeld. De prioriteiten van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB) zijn herschikt. Toezicht op gedrag is centraal komen te staan. Er zijn drie Europese toezichthouders in het leven geroepen die uitwassen bij banken, verzekeraars en accountants moeten tegen-

gaan. Daarenboven werd de maatschappelijke en politieke druk op bankiers opgevoerd om verantwoord en professioneel te handelen. Het debat over beloningen van bestuurders laaide voortdurend op, het aantal cursussen ethiek groeide spectaculair en het dienen van de belangen van de klant werd tot nieuwe norm verheven.

Ondanks al deze inspanningen wordt drie jaar na het uitbreken van de crisis door velen – politici, het midden- en kleinbedrijf, particuliere klanten en niet in de laatste plaats door medewerkers van financiële instellingen zelf – geconstateerd dat er onvoldoende vooruitgang is geboekt. Het is daarom de hoogste tijd om onder ogen te zien dat het in de financiële sector niet alleen om een gedragscrisis ging, maar dat deze hand in hand is gegaan met een dubbele systeemcrisis. In de eerste plaats hebben de beursnotering van banken en de druk vanuit de financiële markten om bij voortduring de winst met meer dan 10 procent te laten groeien – in combinatie met de invoering van nieuwe accountancyregels – een nauwelijks te overschatten rol gespeeld bij het ontstaan en het verdere verloop van de crisis. In de tweede plaats droegen de taakopvatting en werkwijze van de raad van commissarissen en het bestuur van de banken bij aan het uitbreken van de crisis – dan wel waren zij ontoereikend om deze te voorkomen.

Zolang geen systeemveranderingen worden doorgevoerd, dat wil zeggen veranderingen in de positionering en de besturing van banken, kan geen fundamenteel ander gedrag van bestuurders, managers en medewerkers worden verwacht en blijft de sector een bron van financiële instabiliteit en een rem op de economische ontwikkeling. De diagnose en de hier voorgestelde remedies gelden ook voor andere beursgenoteerde ondernemingen (Kalff 2009), maar banken blijken extra kwetsbaar en hun maatschappelijk belang is disproportioneel groot. Wat betreft de voorstellen die wij doen is het geheel meer dan de som der delen – met alle positieve gevolgen van dien voor het functioneren,

de concurrentiekracht en de continuïteit van de Nieuwe Bank.

De nadelen en kosten van de huidige positionering

De Nederlandse banken vertonen in meer of mindere mate trekken van Angelsaksische ondernemingen. De globalisering van financiële markten en de dominante rol die Amerikaanse en Engelse banken daarbij hebben gespeeld zijn daar debet aan. Natuurlijk is de positie van beursgenoteerde Nederlandse banken door het structuurregime formeel anders, maar het blijkt moeilijk om te ontsnappen aan het web van verwachtingen dat Angelsaksische investeringsbankiers, strategieadviseurs, financiële analisten, kredietbeoordelaars en niet te vergeten Angelsaksische journalisten spinnen.

In deze wereld is aandeelhoudersrendement de maat voor het succes van een bank. Het opvoeren van de beurskoers komt daarmee centraal te staan. Verder heerst – ten onrechte maar toch – de consensus, dat een permanente stijging van de winst per aandeel de beste garanties biedt op het stijgen van de koers. Daarmee wordt het besturen van een bank teruggebracht tot het optimaliseren van een breuk. Elk kwartaal moet de teller, de winst, worden verhoogd door het verlagen van de kosten en het verhogen van de marges en de omzet. De noemer, het aantal uitstaande aandelen, moet zo laag mogelijk blijven door zoveel mogelijk te financieren met vreemd vermogen. Banken die niet volgens deze regels opereren worden afgestraft in de wandelgangen van concurrenten, in de rapporten van financiële analisten en in de financiële pers.

Een andere belangrijke premisse in dit model is dat de beurskoers op elk moment de waarde van een bank of onderneming weerspiegelt. Markten worden geacht efficiënt te zijn, dat wil zeggen dat alle beschikbare informatie over – en inzicht in de vooruitzichten van – de bank of onderne-

ming is neergeslagen in de prijs van het aandeel. De markt heeft niet alleen altijd gelijk maar is ook eerlijk.

De niet-bedoelde gevolgen en niet-voorzien kosten van een beursnotering in combinatie met boekhoudregels gebaseerd op de hierboven geformuleerde premisse laten zich goed illustreren aan de hand van de recente geschiedenis van de ING. In 2005 zijn nieuwe internationale accountingregels (International Financial Reporting Standards, afgekort IFRS) ingevoerd. Op basis van deze regels dienen de beleggingen in aandelen en andere financiële instrumenten van banken en verzekeringsmaatschappijen elk kwartaal te worden gewaardeerd tegen de actuele marktwaarde. De daaruit resulterende papieren winst of verlies moet ten bate of ten laste van het resultaat van dat kwartaal worden gebracht. Voorheen diende dat alleen te geschieden bij verkoop van de betreffende beleggingen.

Volgens deze IFRS-regels moest ING/Nationale Nederlanden na de beurscrisis in september 2008 de ca. € 3 miljard aan koersdalingen over de aandelenportefeuille, namelijk het deel van de verzekeringspremies dat is belegd in aandelen van Nederlandse bedrijven, direct ten laste van het derde kwartaalresultaat van 2008 brengen. Het was voor alle analisten en beleggers duidelijk dat de gemiddelde operationele kwartaalwinst van ca. € 2 miljard van ING zou worden weggevaagd door de koersverliezen. Daardoor daalde de beurskoers van ING zelf van meer dan € 30 in 2007 tot € 5 in oktober 2008. Vanzelfsprekend veroorzaakte dit grote onzekerheid en onrust bij ING-lanten; niet alleen bij de kleine groep klanten met ING aandelen, maar ook bij de miljoenen ING/Postbank spaar- en -giroklanten. Het risico dat veel van deze klanten hun

tegoeden zouden overbrengen naar bijvoorbeeld de (niet-beursgenoteerde) Rabobank liep daarmee sterk op. Om die reden moest het ING-bestuur de minister van Financiën vragen om een kapitaalinjectie. In eerste instantie werd € 3 à € 5 miljard gevraagd, later is dat, mede op aandringen van DNB, 'voor alle zekerheid' verhoogd naar € 10 miljard.

Deze kapitaalinjectie was mede noodzakelijk omdat ING kort tevoren het eigen vermogen had verlaagd met enkele miljarden door het inkopen van eigen aandelen. Door de invoering van de nieuwe, minder strenge Basel II-richtlijnen in 2005 was, opmerkelijk genoeg gezien de latere problemen, het vereiste minimumvermogen verlaagd en had ING een 'overschot' aan eigen vermogen. Met het inkoopprogramma kwam ING tegemoet aan de eisen van analisten om langs deze weg de winst per aandeel en de beurskoers op te voeren.

In januari 2009 ontstond een tweede crisis. ING Direct, succesvol in een aantal Europese landen, Australië, Canada en de Verenigde Staten, was in de Verenigde Staten bij wet verplicht om rond de US \$ 80 miljard spaargeld in de Verenigde Staten te beleggen en daarvan ten minste 52 procent in woninghypotheken. Omdat in de eerste jaren na de start in 2000 de eigen hypotheekverstrekking niet even snel groeide als het spaartegoed, was ING Direct verplicht hypotheekportefeuilles van andere banken en/of 'gesecuritiseerde' hypotheekobligaties te kopen. Deze portefeuilles waren niet beursgenoteerd, maar door de actieve handel tussen banken en andere partijen kon tot medio 2008 een marktwaarde worden vastgesteld. Daarna viel de handel stil, onder andere doordat het vertrouwen van

banken in de kredietwaardigheid van collega-banken wegviel.

Niettemin moest op grond van de IFRS-regels deze portefeuille (anders dan de zelf verstrekte hypotheekleningen) toch worden geherwaardeerd. Uit gesprekken met marktpartijen werd een quasi-marktwaarde van ongeveer 65 procent gedestilleerd met als gevolg dat, ondanks een zeer beperkte betalingsachterstand, de totale portefeuille van us\$ 39 miljard nog maar ongeveer us\$ 25 miljard waard zou zijn. Dit betekende dat us\$ 13 miljard ten laste van het resultaat van het eerste kwartaal van 2009 zou moeten worden gebracht. Daarmee zou heel 2009 verliesgevend worden en zou het eigen vermogen van ING zelfs tot beneden de soepele Basel II-normen dalen, met alle gevolgen van dien voor het vertrouwen in de bank.

Om dit te voorkomen diende deze portefeuille, of een groot deel daarvan, te worden verkocht. Geen enkele partij toonde belangstelling en een eventuele koper – bijvoorbeeld een andere bank – zou aan eenzelfde herwaardering onderworpen zijn als ING zelf. Echter, de Nederlandse staat (die alleen op kasbasis boekhoudt) valt niet onder het IFRS-regime en hoefde dus niet af te waarden. Minister van Financiën Wouter Bos kon op die grond 4/5 van deze portefeuille overnemen op basis van de oorspronkelijke waardering van us\$ 39 miljard (dus voor us\$ 31 miljard, ofwel € 22 miljard) met een korting van 10 procent. De Nederlandse staat ontvangt de hypotheekrente-inkomsten over deze portefeuille, minus de lage staatsleningrente waarmee deze transactie (door ING) is gefinancierd. Aldus heeft de staat over 2009, 2010 en 2011 steeds € 500 miljoen aan nettorente ontvangen. Inmiddels is meer dan de helft van deze hypotheekleningen afgelost dankzij vervroegde

aflossingen van hypotheekhouders die van de huidige lage rente gebruikmaken en resteert nog ongeveer € 11 miljard van de oorspronkelijke € 22 miljard. De betalingsachterstanden over de nog uitstaande hypotheekleningen bedragen thans een kwart procent, dus ruim onder de korting van 10 procent, waardoor de staat een aanzienlijk extra financieel voordeel tegemoet kan zien.

Door deze transactie en de kapitaalinjectie van € 10 miljard in oktober 2008 heeft de Nederlandse Staat een 'run op de bank' voorkomen en dus ING gered. Maar wel met grote financiële consequenties voor ING: een boete van 50 procent bij de terugbetaling van de € 10 miljard (waarvan inmiddels € 7 miljard met boete is terugbetaald), de korting van 10 procent op de verkoop van Amerikaanse hypotheekleningen en € 4 miljard aan herwaardering/afboekingen op het niet aan de staat verkochte deel van de Amerikaanse hypotheekleningenportefeuille. Daarbij komen de, in oktober 2008 en januari 2009 niet voorziene, sancties van de Europese Commissie (bij monde van eurocommissaris Kroes): halvering van ING (hetgeen wordt bereikt door de splitsing van de bancaire en verzekeringsactiviteiten), de verkoop van ING Direct USA en de verkoop van de Westland Utrecht Hypotheekbank. Dit omdat door de staatssteun aan ING, ABN Amro, Fortis en SNS – maar niet aan Rabobank en Van Lanschot – sprake zou zijn van concurrentievervalsing. De Franse staat is zo slim geweest om alle banken proportioneel evenveel kapitaal te verstrekken, waardoor geen sprake van concurrentievervalsing zou zijn – althans niet binnen Frankrijk – en derhalve geen EU-sancties zijn getroffen.

De beursnotering blijft ING ook nu nog schade berokkenen : ondanks een winst voor belasting van € 7 miljard over 2010 en bijna € 6 miljard over de eerste 9

maanden van 2011 is, als gevolg van de eurocrisis, de koers het afgelopen halfjaar opnieuw sterk gedaald. Ondanks de relatief geringe omvang van beleggingen in Griekse en Italiaanse staatsobligaties, blijkt het wantrouwen bij analisten en beleggers inzake banken zo groot dat de goede resultaten van ING compleet worden overschaduwd en de onzekerheid over ING weer toeneemt. Als gevolg daarvan voelt ING zich gedwongen de kortetermijnwinst op te voeren met alle gevolgen van dien voor de marges bij de kredietverlening. Daarnaast heeft dit negatieve gevolgen voor innovatie en investeringen – en voor de medewerkers.

Wat voor ING geldt, geldt ook voor andere Nederlandse banken. ABN Amro is in de aanloop naar de overname ernstig verzwakt door elkaar snel opvolgende strategiewijzigingen die alle ten doel hadden de winst per aandeel en de beurskoers snel en structureel op te voeren. Fortis was extra kwetsbaar door de exorbitant hoge prijs, betaald voor de overname van de Benelux-onderdelen van ABN Amro, maar zou zonder het opzeggen van het vertrouwen in het Fortis-bestuur door de analisten, nog een kans hebben gehad. Omgekeerd kon de Rabobank dankzij het ontbreken van een beursnotering een verlies van € 3 miljard op een portefeuille Amerikaanse hypotheke en grote stroppen bij de Rabo International-zakenbank in Londen zonder verdere repercussies absorberen.

De conclusie moet zijn dat de beursnotering van banken – in combinatie met de slecht te rechtvaardigen, maar door de markt opgelegde rendementseisen en de invoering van nieuwe accountancyregels – te grote risico's met zich meebrengt en direct heeft bijgedragen aan het ontstaan en verdere verloop van de financiële crisis.

Een alternatieve positionering van banken

De beursnotering houdt de banken gevangen in een vicieuze cirkel van winstgroei op korte termijn en zit het nastreven van strategische doelstellingen op de lange termijn in de weg. Zonder beursnotering zou kunnen worden volstaan met een redelijk, maar niet maximaal rendement en een dito winstgroei. Zoals de voormalige bestuursvoorzitter van ABN Amro Hazelhoff het destijds uitdrukte: 'Banken zijn een soort nutsbedrijven en daarbij past een rendement ter hoogte van de rente op staatsobligaties met een kleine plus.' Rabobank heeft zich door de coöperatieve constructie aan de nadelen van de beursnotering kunnen onttrekken. Twijfels van vroegere bestuursvoorzitters over de coöperatieve status en het niet kunnen uitgeven van aandelen om overnames elders te kunnen doen, zijn terecht begraven. Voor ING zou een 'de-listing' wenselijk zijn maar hoe dit is te realiseren is op dit moment niet duidelijk.

De kansen om ABN Amro een beursgang te besparen zijn groter. De minister van Financiën heeft in een brief aan de Tweede Kamer laten weten dat alle ervaringen met alle vormen van privatisering gedurende de laatste decennia zullen worden meegewogen en dat alle mogelijkheden zo lang mogelijk open worden gehouden. Dit biedt aanknopingspunten om de alternatieven voor een beursgang grondig te onderzoeken. Sterker nog: het biedt de mogelijkheid om van de molensteen die de beursnotering voor de bank is afscheid te nemen en andere bronnen van financiering aan te boren. Een dergelijk alternatief scenario zou het evenwicht in de financiële sector in Nederland kunnen verleggen en voor een evenwichtiger dynamiek en prioriteit voor langetermijndoelstellingen kunnen zorgen. Het zou hand in hand moeten gaan met de in de rest van dit hoofdstuk gepresenteerde voorstellen voor een ander toezicht en bestuur van de bank.

Hoe zou een positionering van banken die veel van de

hierboven gesignaleerde problemen wegneemt eruit kunnen zien? Banken zijn, om te beginnen, geen ondernemingen. Het zijn instellingen die maatschappelijk essentiële diensten verlenen. Bemiddeling is de kern. Bemiddeling tussen partijen – individuen, instellingen en ondernemingen – die gedurende een korte of lange periode geen em-plooi hebben voor hun financiële middelen en andere partijen die op de korte of lange termijn financiële middelen productief kunnen inzetten. Een daarmee verbonden en eveneens essentiële maatschappelijke functie is het beheer en de ontwikkeling van betalingssystemen – een terrein waarop Nederlandse banken zeer innoverend zijn.

Uiteraard wordt deze maatschappelijke functie beter vervuld naarmate banken er beter in slagen hun klanten te helpen om waarde toe te voegen en om financiële risico's te beheersen. Daarvoor moeten banken wel een diep inzicht hebben in de relaties van klanten met hún (potentiële) klanten. Het betekent ook dat banken producten moeten kunnen leveren in de vorm van derivaten om valuta, koers, export en andere commerciële risico's van klanten af te dekken. Deze diensten kunnen alleen goed en goedkoop worden geleverd als de bank als marktpartij wordt erkend. Dat zal alleen het geval zijn als de bank ook voor eigen rekening en risico transacties pleegt. Om op dit terrein risico's te begrenzen zouden de handelsactiviteiten in een aparte juridische eenheid kunnen worden ondergebracht die slechts gedeeltelijk door de bank wordt gefinancierd. Pleidooien voor afsplitsing van de activiteiten van de retail-(consumenten)bank van de zakenbank zijn begrijpelijk, maar niet goed uitvoerbaar omdat retailbanken een groot, via de zakenbank te beleggen, overschot hebben aan spaar- en betaaltegoeden boven de kredieten (waaronder hypotheeken) aan particulieren. Dat was ook de ratio voor de omvorming van postgiro en RPS naar de Postbank en de fusie met de NMB.

Evenmin is het streven naar kleinere banken per definitie een oplossing voor de door ons gesignaleerde proble-

men. De omvang van een bank hangt direct samen met de portefeuille van activiteiten. Voor alle activiteiten geldt dat de commerciële en operationele kosten per eenheid product op concurrerend niveau gebracht moeten kunnen worden – en schaal is daarbij een van de bepalende factoren. De maatschappelijke functies die de bank vervult vergen garanties voor de continuïteit van de dienstverlening en dat maakt het noodzakelijk dat de bank op economisch duurzame wijze opereert.

Falend bestuur en toezicht

De kredietcrisis heeft een aantal tekortkomingen in het functioneren van de Raad van Commissarissen en de Raad van Bestuur blootgelegd. De parlementaire onderzoekscommissie-De Wit die de kredietcrisis heeft onderzocht, toont zeer overtuigend aan dat een grote verantwoordelijkheid voor het ontstaan van de kredietcrisis rust bij de Raden van Commissarissen. Een en ander staat niet in verhouding tot de reikwijdte van de voorstellen van de commissie (en later van de Adviescommissie Toekomst Banken) om het functioneren van de Raden van Commissarissen te verbeteren. Het gaat slechts om zeer bescheiden aanpassingen, waarvan onduidelijk is in welke mate ze zullen worden doorgevoerd. Er moet nu bij een benoeming meer rekening worden gehouden met deskundigheid, die bovendien vooraf door de DNB moet worden getoetst. Inzicht in risico's moet worden opgevoerd. Achterstand in financieel-economische kennis moet worden ingelopen. Diversiteit moet toenemen. De lang ondergeschikt gebleven ethische aspecten van het bankieren moeten meer aandacht krijgen. Het evenwicht tussen de belangen van aandeelhouders, werknemers, klanten en de gemeenschap moet worden hersteld. De combinatie van deze voorstellen brengt met zich mee dat commissarissen meer tijd voor hun commissariaat moeten uittrekken.

De veronderstelling dat een Raad van Commissarissen

een bestuur op professionele wijze weerwerk kan bieden op basis van degelijk inzicht in het reilen en zeilen van de bank is klaarblijkelijk ongeschonden. Dit ondanks het feit dat bestuurders een voorsprong hebben van tientallen jaren ervaring binnen de eigen of verwante instellingen, ondanks het feit dat bestuurders alle issues tot in de finesses beheersen en ondanks het feit dat bestuurders uitzonderlijke carrières en grote persoonlijke financiële belangen moeten veiligstellen. Alles bijeengenomen hebben bestuurders weinig reden om hun kijk op de bank, laat staan hun gedrag aan te passen aan de visie van parttimecommissarissen die voor een belangrijk deel uit andere sectoren afkomstig zijn.

Een groot aantal praktijken die in de relatie tussen de Raad van Commissarissen en het Bestuur zijn geslopen en die een onafhankelijke en kritische opstelling van de commissarissen bemoeilijken, worden niet aangepakt. Enkele voorbeelden. De voorzitter van het Bestuur speelt een grote rol bij de benoeming van leden van de Raad van Commissarissen. Het monopolie van het Bestuur op het verschaffen van informatie aan de commissarissen geeft ruim baan aan het beïnvloeden van de uitkomst van vergaderingen. Daarboven worden vergaderingen van de Raad van Commissarissen door de voorzitters van het Bestuur en de Raad van Commissarissen grondig voorbereid tot en met de beslissingen die moeten worden genomen. Mogelijke dissidente commissarissen worden vaak voor de vergadering benaderd. Er gaan zelfs stemmen op die pleiten voor versterking en formaliseren van deze innige samenwerking. Vergaderingen van de Raad van Commissarissen buiten aanwezigheid van het Bestuur wordt door velen onwenselijk geacht. Door het aantal zaken dat om formele redenen moet worden afgehandeld en de tijdsdruk die daardoor ontstaat (mede door een in het algemeen te lage vergaderfrequentie: ca. 6 à 7 vergaderingen per jaar) is er te weinig gelegenheid voor gezamenlijke meningsvorming van commissarissen en Bestuur. Een voorbeeld van het bovenstaande is het niet

ingrijpen van de commissarissen van ABN Amro bij de zigzag strategiewijzigingen van de CEO.

Maar niet alleen het interne toezicht, ook de besturing van de banken – de goede niet te na gesproken – heeft bijgedragen aan de financiële crisis. Passend in het Angelsaksische ondernemingsmodel is meer en meer de nadruk komen te liggen op eenhoofdig leiderschap van banken. De kosten van deze keus zijn aanzienlijk en lopen in een complexer wordende wereld verder op. Uit psychologisch onderzoek (Kahneman et al. 1980) is al jaren bekend dat individuen hun vermogen om informatie te verwerken, om te voorspellen en om te oordelen systematisch overschatten, zo ook de mate waarin ze invloed hebben op medewerkers, collega's en het functioneren van hun organisatie. Verder blijkt dat hun besluitvorming sterker wordt beïnvloed door de mening van ondeskundige bekenden dan door onbekende deskundigen. Ten slotte oefenen recente gebeurtenissen te veel invloed uit, de kans op schadelijke incidenten wordt vooraf te laag en daarna te hoog ingeschat, kwantitatieve gegevens drukken kwalitatieve inzichten weg en het onvermogen verlies te nemen speelt eenieder parten.

De kwaliteit van de besluitvorming wordt verder ondergraven door het tijdsbeslag gemoeid met de vele formele en informele rollen die een Chief Executive Officer (CEO), als hoofd van de organisatie, dient te vervullen. De praktijk is dat een CEO bij voortduring zijn aandacht moet verleggen en permanent moet opereren op de grens van zijn fysieke, cognitieve en emotionele capaciteiten. Een bank die geleid wordt door een CEO loopt extra risico's door de grote afhankelijkheid van het vertrouwen dat klanten en andere banken in de bank stellen. Bij het wegvallen van het vertrouwen in de persoon wordt direct het vertrouwen in de instelling geraakt, zoals bij een reeks van Fortis' CEO's is gebleken.

Wat betreft de beloning van het bestuur is door velen gewezen op de perverse prikkels die uitgaan van de koppeling van variabele beloningen aan de prestaties van de bank op

de korte termijn. Daarbij is de schade sterk onderschat. Prestatiecriteria als de beurskoers en/of de winst per aandeel vormden en vormen in combinatie met de evaluatie van het bestuur na vier jaar een duivelsbrouwsel. Wie zal bijvoorbeeld becijferen wat het afkeuren van interessante investeringsvoorstellen, die een tijdelijke daling in de winst per aandeel zouden hebben veroorzaakt, aan economische waarde heeft gekost? Wie weet wat de werkelijke kosten zijn van fusies die zijn doorgedrukt om kosten te besparen? Niemand weet wat sectorbreed de gevolgen zijn geweest van de inkoopprogramma's van aandelen tot 2008 voor de omvang van de steunoperaties na 2008.

Wat betreft de beloningsvormen hebben aandelenopties inmiddels afgedaan. Bestuurders kregen in jaren met goede bankresultaten opties met een hoge uitoefenprijs, op basis van de toenmalige beurskoers, die waardeloos werden als de beurskoers later daalde en in slechte jaren opties met een lage uitoefenprijs die later wel winst opleverden. Beloning in de vorm van aandelen – hetgeen de band met de beurskoers in stand houdt – kwam daarvoor in de plaats. Inmiddels worden verwoede pogingen ondernomen om de termijn waarover de prestaties zouden moeten worden gemeten te verlengen en om aanvullende criteria te introduceren. Deze aanpassingen zullen geen bijdrage leveren aan het terugdringen van risicovolle beslissingen. De hoogte van de variabele beloning of het moment waarop deze wordt uitgekeerd spelen een ondergeschikte rol. Veel functionarissen zijn al financieel onafhankelijk of worden dat op korte termijn. Wat wel een grote rol speelt zijn relatieve beloningen ten opzichte van collega's en daar wordt niet aan getornd.

Interessant genoeg staat het principe van variabele beloning niet ter discussie terwijl de onderliggende vraag welke beslissingen van de CEO en andere topfunctionarissen in welke mate bijdragen aan blijvend betere prestaties van de onderneming, niet kan worden beantwoord. Op het moment van aantreden van een nieuwe CEO of bestuurslid wor-

den de prestaties van de organisatie bepaald door de vele grote en kleine beslissingen die door generaties voorgangers zijn genomen. De prestaties van ABN Amro vóór de overname door het consortium vloeiden voor een belangrijk deel voort uit beslissingen die tientallen jaren daarvoor waren genomen, zoals het uitbouwen van posities in Azië en Zuid-Amerika, het overnemen en op een efficiënte wijze integreren van kleine banken in het Midden-Westen van de Verenigde Staten en het verwerven van marktleiderschap in Nederland. De prestaties werden ook beïnvloed door het gebreken onvermogen de kosten van de bank voldoende te verlagen.

Twee alternatieve modellen

Er zijn twee alternatieve modellen denkbaar om de besturing en het toezicht van banken aanzienlijk te verbeteren. Het eerste model dat wij hier voorstellen sluit aan bij de bestaande Nederlandse praktijk van een Raad van Bestuur en een Raad van Commissarissen. Laten we beginnen bij het toezicht. Om te beginnen moet de Raad van Commissarissen zijn rechtmatige plaats bij de besturing van de bank gaan innemen, niet meer maar ook niet minder. Daarbij past de kanttekening dat de advisering van het Bestuur zich slecht verhoudt tot de andere verantwoordelijkheden van de commissarissen. De Raad van Commissarissen moet gaan functioneren als een actief en zelfstandig college, met een gezamenlijke verantwoordelijkheid, met eigen ondersteuning en een eigen agenda. De onafhankelijkheid van de individuele leden van de Raad van Commissarissen en het college als geheel moet op elk moment zijn gegarandeerd.

Wat betreft de daarvoor benodigde inzet en tijdsbesteding het volgende. Alleen al de beoordeling en selectie van kandidaten voor bestuurs- en andere topfuncties zou moeten inhouden dat de vooruitgang van vele tientallen functionarissen gespreid over verschillende leeftijdscategorieën

jaar na jaar zou moeten worden gevolgd. Het opbouwen en onderhouden van inzicht in de veelgeprezen dynamiek van de financiële markten die de achtergrond moet vormen voor de beoordeling van investeringen en overnames, is tijdrovend. Het verwerven van waarlijk inzicht in de risico's die de bank loopt gaat verder dan de vaststelling dat het Bestuur systemen voor risicomanagement heeft geïntroduceerd. De duiding van nieuwe Europese regelgeving voor financiële markten is hard werk. Het is duidelijk dat de huidige praktijk die bestaat uit niet meer dan 10 vergaderingen per jaar, zelfs als buitengewone vergaderingen en commissievergaderingen worden meegeteld, bij lange na niet voldoende is om werkelijk toezicht uit te oefenen. Meer tijd is ook niet beschikbaar omdat veel commissarissen bij nog vier andere ondernemingen of instellingen vergelijkbare verplichtingen zijn aangegaan en anderen elders bestuurderslid zijn.

Raden van Commissarissen kunnen veel kleiner zijn dan tot nu gebruikelijk. Afhankelijk van de omvang van de bank kan gedacht worden aan 3 tot 7 leden met kennis van de sector en complementaire professionele achtergronden, die zich volledig aan hun toezichthoudende taak kunnen wijden, uiteraard tegen een passende beloning. Wat betreft de ondersteuning horen de interne en de externe accountant aan de Raad van Commissarissen te rapporteren. Er komt een einde aan de praktijk waar de secretaris van de onderneming zowel aan het Bestuur als aan de commissarissen verantwoording schuldig is. Verder wordt de Raad van Commissarissen bij de inhoudelijke voorbereiding van de beslissingen tot goedkeuring geadviseerd door een kleine staf. De Raad beschikt ook over een budget om waar nodig onafhankelijk advies over voorstellen van het Bestuur in te winnen en heeft ongebreidelde toegang tot alle managers en medewerkers van de bank. Commissarissen en Bestuur stellen een jaarplan op voor de gemeenschappelijke vergaderingen. De Raad van Commissarissen bereidt de vergadering met het Bestuur

zelfstandig voor op basis van de door het Bestuur beschikbaar gestelde en zelf vergaarde informatie. Beide colleges hebben het recht tot agenderen.

Wat het Bestuur betreft zou het CEO-model moeten worden vervangen door naar een collegiaal bestuur nieuwe stijl te migreren met een voorzitter die in geval van ernstige verschillen van mening het recht en de plicht heeft om de beslissing aan zich te trekken. Intercollegiale toetsing van feiten en veronderstellingen voert de kwaliteit van de besluitvorming op. Dankzij een verdeling van de taken onder bestuursleden is er mankracht beschikbaar om beslissingen goed voor te bereiden. Beslissingen kunnen met redenen omkleed met managers en medewerkers worden gedeeld en waar de implementatie van genomen beslissingen de achilleshiel van veel banken vormt, kan die door individuele bestuursleden ter hand worden genomen. Er is tevens mankracht beschikbaar voor interne en externe vertegenwoordiging van de bank op het hoogste niveau. Waar het creëren van economische waarde in hoge mate afhankelijk is van samenwerkende specialisten stelt het bestuur een voorbeeld.

Een bestuurder die zichzelf en zijn verantwoordelijkheden serieus neemt concentreert zich op de correctie of bijstelling van een beperkt aantal in het verleden genomen beslissingen die geen waarde meer toevoegen of zelfs vernietigen. Hij of zij kan gedurende de hem of haar gegunde tijd niet meer doen dan, in samenwerking met velen, een beperkt aantal beslissingen toevoegen aan het geërfde pakket. Pas op een niet te voorspellen moment ver in de toekomst zal blijken of deze beslissingen, in samenhang met de door de voorgangers en opvolgers genomen beslissingen, de prestaties van de bank blijvend hebben verbeterd.

Duidelijk is dat elke poging causale verbanden te leggen tussen individuele bijdragen en de prestaties van een bank tot mislukken is gedoemd en daarmee vervalt elke redelijke grondslag voor persoonlijke variabele beloning. De enige begaanbare weg is die van hoge vaste beloningen die de on-

afhankelijkheid van de bestuurder garanderen en die eens in de twee jaar aan de marktontwikkelingen zouden kunnen worden aangepast. Dat wil zeggen als en wanneer blijkt dat goede bestuurders de bank om financiële reden verlaten en dat om dezelfde reden geen goede vervangers kunnen worden aangetrokken. Het stond al vast dat bestuurders na invoering van variabele beloningssystemen niet competent zijn geworden noch harder zijn gaan werken. Het is verder slecht voorstelbaar dat een hoge vaste beloning ten koste zal gaan van de inzet van bestuurders die een carrière lang van grote ambitie en intrinsieke motivatie blijf hebben gegeven. Het is heel goed denkbaar dat veel commissarissen en bestuurders opgelucht reageren als de spanning en het tijdsbeslag die inherent zijn aan de onderhandelingen over doelstellingen, het vaststellen van bonussen, en beoordelingen, wegvallen. Zeker is dat deze stap hun geloofwaardigheid en gezag zal verhogen. Gezien de huidige situatie op de arbeidsmarkt voor bankiers doet zich nu een uitgelezen kans voor het beloningsbeleid aan te passen.

Een tweede, meer innovatieve benadering om de kwaliteit van de besluitvorming op te voeren is de vervanging van de Raad van Commissarissen, CEO en Bestuur door een enkel college, de Raad, met gelijktijdige delegatie van belangrijke verantwoordelijkheden naar het management en de operationele onderdelen van de bank. De Raad zorgt voor de maatschappelijke verankering van de bank, niet door aan de hand te lopen van aandeelhouders of de vertegenwoordigers van belanghebbende partijen, maar door de effectieve en efficiënte verlening van bancaire diensten en door handhaving van de bij wet en jurisprudentie vastgelegde normen van billijkheid en redelijkheid. De Raad legt verantwoording af aan de toezichthoudende instanties en vertegenwoordigt de bank bij besluitvorming over wijzigingen in het toezicht.

De Raad draagt bij aan het creëren van de voor de conti-

nuitteit van de dienstverlening essentiële economische waarde door besluitvorming op de volgende terreinen:

- de (her)positionering van de bank in het veld van aanbieders van financiële diensten;
- het aangaan van samenwerkingsverbanden en het doen van overnames om de gewenste positionering te realiseren;
- evaluatie van, en wijzigingen in, de portefeuille van producten en diensten die voortvloeit uit de gekozen positionering;
- evaluatie en opwaardering van de organisatiestructuur van de bank en de besluitvormingsprocedures die door de Raad zelf, het bestuur en het management van de bank worden gevolgd;
- selectie, ontwikkeling en benoeming van het bestuur van de bank en van het management van de onderdelen van de portefeuille;
- het verschaffen van het financiële kader waarbinnen de bank moet opereren;
- het aantrekken van eigen vermogen.

Het is aan het management van de bank om gegeven de positionering van de bank en de portefeuille van producten en diensten en binnen het financiële kader, het potentieel van de bank op een hoger niveau te brengen. Dit is de wereld van investeringen in onderdelen van de portefeuille, van blijvende verbeteringen in samenwerking binnen de bank en met derden, van introductie van ICT-systemen en van het verbeteren van de positie van de bank op de arbeidsmarkt. Het management van de onderdelen van de portefeuille is verantwoordelijk voor het realiseren van het economisch potentieel van het hun toegewezen onderdeel van de bank, gegeven de investeringen, gegeven de beschikbare staf en de aanwezige kennis, gegeven de samenwerkingscontracten en gegeven de ICT-infrastructuur. Dit is de wereld van

het permanent opvoeren van de ‘multifactor productivity’ – de slecht begrepen, maar daarom niet minder reële, verbetering van de productiviteit door op dagelijkse basis kleine aanpassingen in werkwijzen door te voeren.

Deze verdeling van besluitvorming heeft een aantal voordelen. Alle geledingen van de bank leveren op een herkenbare wijze een bijdrage aan het opvoeren van positieve kasstromen. Het huidige bestuur wordt bovendien ontlast. Het dragen van operationele verantwoordelijkheid en het voorbereiden van de bank op de toekomst is een te omvattende taak geworden. De bestuurlijke drukte rond de bank, die met twee nationale en een Europese toezichthouder en met voortdurende aanscherpingen van wet en regelgeving te maken heeft, neemt af. Toezicht wordt uitgeoefend door externe colleges die zowel deskundig als onafhankelijk zijn. De aansprakelijkheid komt zonder enige ambiguïteit bij een enkel college, de Raad, te liggen.

Door specialisatie en delegatie van besluitvorming nemen de snelheid en de kwaliteit toe. De beslissingen van de Raad vergen een totaal andere voorbereiding met andere ondersteuning en toepassing van andere methoden en technieken dan de beslissingen van het management van de bank. Hetzelfde geldt voor de beslissingen van het management van de onderdelen van de portefeuille. In combinatie met de keuze voor een op kasgeld gebaseerd managementstelsel helpt de duidelijke markering van de managementtaken en verantwoordelijkheden bij het verwerven van inzicht in de aard en omvang van de risico's die worden genomen. De voordelen van deze organisatorische opzet en het daarbij passende gedrag kunnen alleen worden gerealiseerd als de nieuwe uitgangspunten worden vastgelegd.

Met de eerder dit jaar geboden mogelijkheid voor ondernemingen om over te stappen op een zogenaamde ‘one tier board’ is een belangrijke voorwaarde voor de introductie van het model vervuld. De maatschappelijke verantwoordelijkheden van de Bank alsook de economische criteria voor suc-

ces die moeten worden gehanteerd om de continuïteit van de bank te garanderen, zouden statutair moeten worden vastgelegd. De inrichting van de besluitvorming kan neerslaan in het reglement van orde van de Raad en de managementteams. De AFM en DNB zouden zich kunnen richten op toetsing van de activiteiten van de bank aan de statuten en op de kwaliteit van de organisatie en de besluitvorming als de meest effectieve manier om het gedrag van de leden van de Raad, managers en medewerkers te sturen.

Bij wijze van conclusie

De noodzaak, maar tevens ook de mogelijkheid, om Nederlandse banken te richten op het dienen van de reële economie, was nooit groter, maar de tijd dringt. Het kantelpunt is de privatisering van ABN Amro. Een beursgang betekent dat Nederland blijvend wordt opgezaald met een bancaire sector die onder grote druk staat van Angelsaksische analisten, investeringsbankiers, kredietbeoordelaars en journalisten. Bij een andere positionering van de bank en een andere governance-structuur verandert het landschap omdat de wijze waarop dan in elk geval ABN Amro en Rabobank, en indien mogelijk ook ING, opereren niet meer hoeft te worden gericht op kortetermijnwinstmaximalisatie, met alle gevolgen van dien voor het gedrag van de Nederlandse bankier. De internationale concurrentiepositie van de Nederlandse financiële sector zal daar wel bij varen.

Literatuur

- Kahneman, Daniel, et al (1980). *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, Londen: Cambridge University Press
- Kalff, Donald (2009). *Modern Kapitalisme, alternatieve grondslagen voor grote ondernemingen*, Amsterdam: Business Contact

Naar een structuurverandering van de financiële sector

Arnoud W.A. Boot

Een van de grote vraagstukken waarvoor de financiële crisis ons heeft geplaatst is hoe de financiële economie (het financiële stelsel) zich verhoudt tot de reële economie. Als we om ons heen kijken, dan kan de conclusie niet anders zijn dan dat we te maken hebben met een uitermate fragiel financieel systeem. In de kern is het financieel systeem ongrijpbaar geworden. Banken en andere financiële instellingen zijn op allerlei manieren met elkaar verbonden. De complexiteit is enorm. Ook de eurocrisis is voor een groot deel een crisis van het financieel systeem. De vraag of landen hun schulden kunnen voldoen is onlosmakelijk verbonden met de toestand van de banken. Overheden kunnen banken – en daarmee het financieel systeem – onderuithalen, maar banken kunnen ook overheden onderuit halen (zie IJsland en Ierland).

De vraag die ik centraal zal stellen is wat we moeten doen aan de ongrijpbaarheid van het financieel systeem. Er is weinig fantasie voor nodig om in te zien dat een ‘grijpbarder’ en beter te controleren financieel systeem hoe dan ook wenselijk is. Het kan ook bij het oplossen van de eurocrisis voor verlichting zorgen. Niet voor niets hebben de euroleiders bij hun top van 26 oktober 2011 in Brussel besloten dat er een kapitaalinjectie van meer dan 100 miljard moet komen in het Europese bankwezen.

In de kern is de financiële crisis veroorzaakt door het

steeds meer met elkaar verbonden raken van banken, terwijl dezelfde banken veel te weinig eigen vermogen hadden. Dit ging hand in hand met een toenemende complexiteit van banken, waardoor zij elkaar onderling niet meer konden beoordelen en ook de toezichthouder buitenspel stond. Deze combinatie van weinig kapitaal, gebrekkige doorzichtigheid, toegenomen verwevenheid en complexiteit vormden een ideale voedingsbodem voor een vertrouwenscrisis in het bankwezen. De onderlinge verbindingen konden vervolgens voor een snelle verspreiding van de crisis zorgen. De fameuze gesecuritiseerde Amerikaanse rommelhypotheken waren uiteindelijk de *trigger*.

Maar laat ik hier iets fundamenteeler naar kijken. Waarvoor is het financiële systeem veranderd en hebben we nu last van een ongrijpbaar bankwezen? Dan kom ik op de rol van de informatietechnologie als de grote veranderaar in onze moderne maatschappij. Informatietechnologie heeft over de afgelopen 15 jaar de structuur van de economie fundamenteel veranderd. Een financiële instelling kan in drie uur tijd haar risicoprofiel verdubbelen. Dat maakt toezicht al een stuk ingewikkelder. De toezichthouder moet nu een *moving target* in de gaten houden. Dat financiële instellingen gevoelig worden voor modeverschijnselen hangt direct samen met de rol van de huidige informatietechnologie. Als een bepaalde activiteit populair wordt, kunnen ze er heel snel op inspelen. Erger nog, ze spelen er allemaal tegelijk op in. Iets is op een bepaald moment hot en men is bang de boot te missen. Men kiest dan voor sterk overeenkomende strategieën – dat is immers het wezenskenmerk van modeverschijnselen – en dus gaat men allemaal door in dezelfde richting. En dat is precies wat systeemrisico is in het financiële systeem. Systeemrisico is niet dat één bank te ver is doorgeschoten, maar dat banken gezamenlijk verkeerd zitten.

Hiermee zijn we aangekomen bij de kern van wat informatietechnologie mogelijk maakt: een grote mate van veranderbaarheid, waardoor het inspelen op modeverschijnselen

de overhand heeft gekregen en iedereen dezelfde kant op rent. Dit systeemrisico maakt het financiële systeem ongrijpbaar. Deze 'flitsende' financiële wereld is waar we mee te maken hebben. Dezelfde ontwikkeling zorgt ook voor de complexiteit van de toegenomen onderlinge verbindingen. Financiële innovaties, zoals de genoemde securitisatie, hebben niet alleen de bankbalans snel veranderbaar gemaakt, maar ook de onderlinge verbindingen in het financieel systeem doen toenemen. Risico's werden doorverkocht aan andere spelers in de financiële sector. Via de financiële markten raakte hierdoor alles met elkaar verbonden. Tegen deze achtergrond zal ik de dynamiek in de financiële sector bespreken en trachten te komen tot aanbevelingen voor het 'grijpbaarder' maken van de financiële sector.¹ Mijn primaire focus zal zijn op het versterken van het bankwezen.

In de schaduw van de financiële sector

Maar eerst dit: het belang van een goed functionerende financiële sector staat buiten kijf. Financiële instellingen, zoals banken, worden geacht bij te dragen aan de allocatie van kapitaal in de economie. Zij doen dit onder meer door besparingen aan te trekken en vervolgens uit te zetten als leningen aan bedrijven. Banken dragen hiermee bij aan de economische groei.

De recente financiële crisis lijkt te wijzen op een mogelijk nadelig effect van de financiële sector op economische groei. Risico's in de financiële sector kunnen zich doorvertalen in risico's in de reële economie. Daarnaast kan een financiële sector die te groot is, zijn 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 & Degryse 2010). 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 & Marin 2010). Ook kan de explosie van inkomensniveaus in de financiële sector hogere loonstijgingen elders afdwingen, en op deze manier een schadelijke werking hebben.

De specifieke groei van de financiële sector over de laatste 15 jaar baart zorgen. De mogelijke risico's en *crowding out*-effecten mogen niet worden onderschat. Zo kan een alsmaar grotere financiële sector steeds meer op zichzelf 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 dit kader moet dan ook voorzichtig worden omgegaan met de manier waarop beleid met betrekking tot de financiële sector wordt gemaakt.

Neem het promoten van Nederland als financieel centrum. Daarbij valt te denken aan het initiatief van de Nederlandse overheid, het zogenoemde Holland Financial Center, dat als doel heeft 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 nettobijdrage 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'. Centraal moet

staan hoe het hebben van een bepaalde financiële sector de groeimogelijkheden van de rest van de economie optimaliseert. 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 is niet zonder risico's. Een meerdimensionale strategie is daarom belangrijk.

In het vervolg van deze bijdrage zal ik ingaan op een aantal ontwikkelingen die ten grondslag hebben gelegen aan het instabieler worden van de financiële sector (financiële innovaties, verschuivingen in bancaire activiteiten, destructieve interne dynamiek en het ineffectief zijn van marktdiscipline) om af te sluiten met een aantal mogelijke oplossingen.²

De 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 ervoor dat handelspartijen die op afstand van elkaar staan, bereid zijn met elkaar te handelen. Een CLC is een garantie die wordt afgegeven door een als betrouwbaar bekend staande bank die bijvoorbeeld 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? Wij menen dat financiële innovaties hebben geleid tot een veel grotere verhandelbaarheid, en daarmee ook veranderbaarheid van de balans van een bank. Financiële instellingen zijn hierdoor gevoeliger 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 completer maken van de markt (Elul 1995). Maar er is ook een 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 een dergelijke asymmetrie bestaat is het namelijk mogelijk om met financiële innovaties te proberen te kapitaliseren op deze informatieverschillen. Hiermee hangt de neiging samen producten complex te maken. Denk bijvoorbeeld aan de tegenwoordig onder de naam woekerpolissen bekendstaande producten. Bij de verkoop van deze spaarproducten³ 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 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 hypotheeklen te verstrekken om telkens weer te kunnen voorzien in de grote behoefte aan afgeleide hypotheekbeleggin-

gen. Zodoende was men geneigd om acceptatiecriteria voor hypotheeklen te versoepelen (Keys et al. 2010).

Belangrijker misschien nog dan een mogelijk misbruik van asymmetrie in informatie 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, want zij biedt een extra optie die er eerst niet was. De schaduwzijde is echter dat een dergelijke extra mogelijkheid aanleiding geeft tot een gedragsverandering, tot een impulsiever gedrag van banken. Men voelt pressie 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. 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 (Boot 2011).

Banken worden hierdoor ongetwijfeld ook opportunistischer. De door het momentum gedreven financiële markten lokken kuddegedrag uit. Hetgeen *hot* is, zal door de bedrijfstak als geheel worden nagestreefd, met als gevolg een sterker overeenkomstig risicoprofiel van verschillende individuele spelers. Daardoor wordt het systeemrisico van de financiële sector 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 & Thakor 2000; Udell 2009).

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 veel eerder gericht op een bepaalde grote (en vaak eenmalige) transactie. Deze kan klantgericht zijn (begeleiding van fusie of overname) of juist niet. In dat laatste geval gaat het bijvoorbeeld om handelsactiviteiten voor eigen rekening.

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 hetzelfde. Het relatiebankieren is minder afhankelijk van de economische situatie. Het stuurt op het aangaan van relaties met cliënten, heeft een langere adem en is relatief stabiel. De transactiegedreven activiteit is opportunistischer en vaak ook makkelijker op te schalen (zeker als het om niet-klantgerelateerde handelsactiviteiten gaat). 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 op deze toe te leggen. Meer in het algemeen zal de transactieactiviteit sterk afhankelijk zijn van het momentum in de financiële markten en daarop trachten 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 trans-

actiebankieren. 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, een van de grotere slachtoffers van de kredietcrisis. 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). Een positieve uitzondering is Svenska Handelsbanken. Deze Zweedse bank kwam niet alleen goed uit de crisis van 2007-2009 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 ze niet meedeed aan de gekte in commercieel onroerend goed en hierdoor marktaandeel verloor. De daaropvolgende crisis bewees het gelijk van Svenska Handelsbanken.

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 conflicteerden 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 Singa-

pore. Sommigen interpreteren het Barings-debacle als een strijd van culturen tussen de snelle, agressieve beurshandelaars 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 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 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 dit 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.

Daarbij komt 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 subsi-

diëren. De door Barings aan de handelsactiviteit in rekening gebrachte *costs of funding* waren 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. Daardoor leken de risicovolle handelsactiviteiten aantrekkelijker dan zij in werkelijkheid waren.

Wat intern in Barings gebeurde was dat de handelsactiviteit te veel macht kreeg en er kruissubsidies optraden tussen de relatie- en transactieactiviteiten. Dit heeft drie consequenties: de handelsactiviteit lijkt winstgevend dan deze daadwerkelijk is; de handelsactiviteit internaliseert het risico dat zij loopt niet voldoende; en andere activiteiten, zoals relatieactiviteiten, krijgen hogere kosten omdat de groeiende handelsactiviteit na verloop van tijd ervoor 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 zoek geraakt. Transactiebankiers hebben de macht verkregen en de kortetermijnwinstgevendheid van het transactiebankieren heeft de overhand gekregen over de meer stabiele langetermijnwinstgevendheid van het relatiegeoriënteerde bankieren.

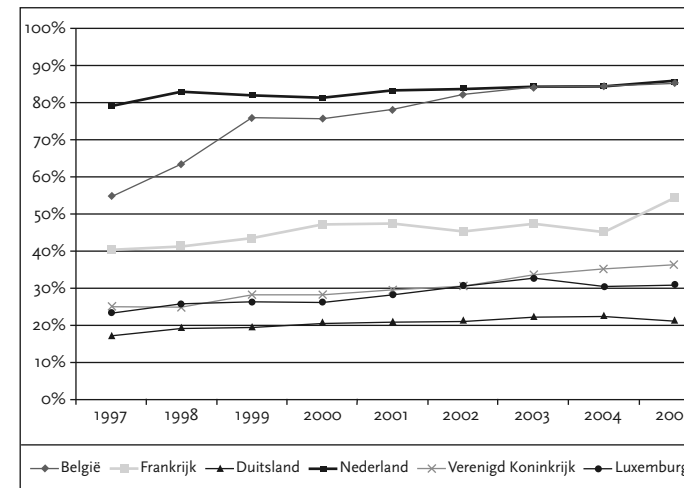
Complexiteit en omvang van banken

De vraag is hoe te komen tot een stabiele financiële sector. Een eerste aanvliegroute hiervoor is of financiële instellingen te doorgronden zijn voor toezichthouders – de com-

plexiteit dus – en of financiële instellingen niet te groot worden waardoor toezichthouders min of meer zijn overgeleverd aan deze instellingen omdat ze zich (terecht?) als onmisbaar kunnen beschouwen.

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

Percentage van de totale bancaire activa in handen van de grootste vijf banken.



Bron: Uhde en Heimeshoff, 2009

Wanneer we afgaan 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 bestaan immers sterke prikkels tot *empire building* om schaal en scope te vergroten. 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 zijn betekent vaak macht kunnen uitoefenen, en in de financiële sector wordt dit sterk gevoeld.

In de literatuur bestaat verre van een doorslaggevend bewijs voor het bestaan van werkelijke schaal- en scopevoordelen bij de omvang van instellingen zoals die vaak wordt nagestreefd (Richardson, Schmid & Walter 2011). Nuancering 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 ook schaalvoordelen voor grote financiële instellingen; en Elsas, Hackethal en Holzhäuser (2010) vinden 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 deze schaal- en scopevoordelen, kunnen er gekun-

stelde 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* of *too-complex-to-fail* (of *too-interconnected-to-fail*) wordt geacht. 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 kapitaalkosten 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 de waarschijnlijkheid dat overheden bij problemen tot redding overgaan, meewegen in hun oordeel. Voor een individuele bank of instelling kunnen 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.

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 *bot-*

tom line is dat banken groter en complexer zijn geworden en dat in een omgeving waar ook de onderlinge verbindingen tussen individuele spelers zijn toegenomen (*interconnectedness*, al dan niet via financiële markten). Hierdoor zijn de *too-big-too-fail*- 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 mijn 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.

Marktdiscipline

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. *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.

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 huizenprijs en van de kredietwaardigheid van de lener. 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 acti-

va op de bankbalans sterk vergroot, en daarmee de beheersbaarheid 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. Maar hoe aan te kijken tegen marktdiscipline als een complementair mechanisme om het beheersbaarheidsprobleem van financiële instellingen te adresseren?

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 Basel 11 blijkt dat de overheid ook een belangrijke rol ziet voor marktdiscipline. De derde pilaar van het Basel 11-akkoord tracht immers transparantie af te dwingen om zodoende marktdiscipline effectiever te kunnen maken.

Het is echter de vraag in hoeverre sterke marktdiscipline gewenst is. Marktdiscipline kan de stabiliteit van de 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 & Dybvig 1983). Marktdiscipline komt vaak te laat, en als ze komt gedraagt ze zich als een tsunami: iedereen rent tegelijkertijd naar de uitgang. De vraag voor beleidsmakers is dan ook of marktdiscipline überhaupt helpt bij het verminderen

van systeemrisico, dan wel of het systeemrisico er juist door wordt vergroot. De vraag is of er een meer getemperde (en dus constructieve) vorm van marktdiscipline bestaat.

Het paradoxale is dat in een wereld waar banken sterk beïnvloed worden door ontwikkelingen op de financiële markten, marktdiscipline bijna per definitie niet kan werken. De druk van financiële markten kan in meer euforische perioden leiden tot het inspelen op *opportunities* 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 ook kan disciplineren. Integendeel, 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. Marktdiscipline doseert relatief weinig – zie het voorbeeld van een bankrun – en voor zover we hopen dat riskante strategieën erdoor ontmoedigd worden, is daar geen sprake van wanneer het gaat om marktgedreven opportuniteiten. Hier is immers de financiële markt de drijvende kracht om ze te benutten. 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 er sprake van systeemrisico. Iedereen zit in dezelfde richting. En juist voor deze *opportunities* is er geen discipline

van de markt. Maar dat betekent dat systeemrisico's niet onderworpen zijn aan marktdiscipline!

Naar een structuurverandering van financiële instellingen

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. De argumentatie daarvoor loopt langs de volgende lijn. Naarmate een instelling complexer is, is het ingewikkelder deze te besturen en wordt effectief toezicht houden bemoeilijkt. Een complexe instelling is eerder *too-big-to-fail* (voor zover al niet *too-complex-to-fail*, of *too-interconnected-to-fail*). Hierdoor kan complexiteit systeemrisico's vergroten. 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 & 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 concentreren zich op de mogelijkheid een eventueel falen minder invloed te doen hebben op de instelling en de omgeving ervan. 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 toezichhouders 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 2000 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 omvang 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 bancair systeem kent dus ongetwijfeld ook systeemrisico's, maar *too-big-to-fail*- of *too-complex-to-fail*-problemen zullen kleiner zijn. Een structurele aanpak die banken eenvoudiger en meer overzichtelijk maakt zou dus problemen van toezicht moeten vergemakkelijken. En via deze weg leidt dat waarschijnlijk ook tot kleinere systeemrisico's, bijvoorbeeld door betere mogelijkheden voor tijdige interventie.

Maatregelen op het gebied van het opsplitsen van banken zijn door verschillende politici voorgesteld, in het bijzonder 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-verband (Blundell-Wignall, Wehinger & Slovik 2009). In een dergelijke structuur zouden toezichhouders 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 markspelers nog steeds verwachten dat binnen de groep kruissubsidiëring of

risicospreiding plaatsvindt (Lumpkin 2010).

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 banking*-activiteiten 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 7 procent van de risicogewogen activa. Daarbovenop krijgt de toezichthouder de bevoegdheid om nog een additionele kapitaalbuffer van maximaal 3 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 daarbovenop. Ter vergelijking: de voorstellen van het Basel Committee (Basel 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 Basel III in de Europese regelgeving de Baselminima tevens als maximum te definiëren.⁴

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 banking*-activiteiten. 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. Het onderscheiden van klantgerichte handel in instrumenten gericht op het faciliteren van risicomangement (*hedging*) kan bijvoorbeeld moeilijk te onderscheiden zijn van de handel voor eigen rekening. Het idee dat structurele ingrepen nodig 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.

Tot slot

Centraal staat in deze bijdrage dat financiële innovaties, globalisering en de ontwikkeling van informatietechnologie niet alleen hebben 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.

Bewust ben ik in deze bijdrage niet ingegaan op de wen-

selijkheid van hogere kapitaaleisen in het bankwezen. Ongetwijfeld is dit nodig (zie ook Boot en Dijkstra 2011), maar het zal onvoldoende zijn om te komen tot een stabiel bankwezen. Zoals ik heb aangegeven zijn meer structurele ingrepen noodzakelijk. Banken zijn nog steeds onderhevig aan perverse prikkels om hun rendement op eigen vermogen hoog te houden, zonder dat het genomen risico hierin voldoende wordt verdisconteerd. Een hogere kapitaaleis 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: corporate finance-theorie dicteert expliciet dat met het genomen risico wel degelijk rekening moet worden gehouden. 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 wakkert ze juist vaak aan. Gegeven de complexiteit van financiële instellingen is het ook onrealistisch om aan te nemen dat interne of externe toezichthouders (Raad van Commissarissen en De Nederlandsche Bank bijvoorbeeld) een dergelijk fluïde systeem in de hand kunnen houden. Tegen deze achtergrond kunnen ingrepen in de financiële sector die de structuur van het bankwezen (inclusief het businessmodel) vereenvoudigen moeilijk anders dan toegejuicht worden.

Het evidente belang van banken voor de economie als geheel, in combinatie met de essentiële financiële infrastructuur die aan banken is verbonden, vraagt om grote waarborgen en fundamentele oplossingen. De Independent Commission on Banking in het Verenigd Koninkrijk en de Dodd-Frank Act in de vs (met de daarin opgenomen zogenaamde Volcker Rule) bieden enige aanknopingspunten. Bovenal echter is nodig dat Nederland zelf een visie gaat ontwikkelen op zijn financiële sector om al doende te komen tot een verantwoorde structuur van de sector. Vooralsnog ontbreekt deze visie.

Noten

- 1 Merk op dat ook andere ontwikkelingen hebben bijgedragen tot het ontsporen van de financiële sector. Zo hebben onevenwichtigheden in de wereld (bijvoorbeeld de spaartekorten in de vs en de overschotten in China) en de daaraan verbonden geldstromen een destabiliserende invloed gehad.
- 2 De inzichten die volgen zijn gebaseerd op Boot (2011) en verder uitgewerkt in het preadvies van Boot en Dijkstra (2011) voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, 9 december 2011.
- 3 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.
- 4 De logica hiervan is onduidelijk. Gesuggereerd wordt dat dit is om te voorkomen dat landen de kapitaaleis gaan gebruiken om buitenlandse banken weg te houden, of anderszins de eigen markt af te scherm. 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 datzelfde kapitaalniveau. Voor zover 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.

Literatuur

- Baker, D. & T. McArthur (september 2009). 'The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy', in: *CEPR Issue Brief*, online
- Beck, T., A.W.A. Boot & H. Degryse (2010). 'Financiële sector in andere dan ondersteunende rol te risicovol', in: *Me Judice*, 21 mei, online
- Berger, A.N. & L.J. Mester (1997). 'Inside the black box: what explains differences in the efficiencies of financial institutions?', in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 21(7), pp. 895-947
- Bliss, R.R. & M.J. Flannery (2002). 'Market Discipline in the Governance of U.S. Bank Holding Companies: Monitoring vs. Influencing', in: *European Finance Review*, Vol. 6(3), pp. 361-395
- Blundell-Wignall, A., G. Wehinger & P. Slovik (2009). 'The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do', in: *Financial Market Trends*, Vol. 2009(2), pp. 1-26

- Boot, A.W.A. (2011). 'Banking at the Crossroads: How to Deal with Marketability and Complexity?', in: *Review of Development Finance*, Vol. 1, pp. 167-183
- Boot, A.W.A., en M. Dijkstra (9 december 2011). *Financiële sector in crisis, Preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*, Jaarvergadering, online
- Boot, A.W.A. & M. Marin (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. & A.V. Thakor (2000). 'Can Relationship Banking Survive Competition?', in: *Journal of Finance*, Vol. 55(2), pp. 679-713
- 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, online
- Diamond, D.W. & P.H. Dybvig (1983). 'Bank runs, Deposit Insurance, and Liquidity', in: *Journal of Political Economy*, Vol. 91 (3), pp. 401-419
- Elsas, R., A. Hackethal & M. Holzhäuser (2010). 'The Anatomy of Bank Diversification', in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34(6), pp. 1274-1287
- Elul, R. (1995). 'Welfare Effects of Financial Innovation in Incomplete Markets Economies with Several Consumption Goods', in: *Journal of Economic Theory*, No 65(1), pp. 43-78
- Feng, G. & 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', in: *Journal of Banking & Finance*, No 34(1), pp. 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, pp. 377-404
- Giovannini, A. (2010). 'Financial System Reform Proposals from First Principles', in: *Centre for Economic Policy Research Policy Insight*, Vol. 45
- Goldstein, M. & N. Véron (2011). 'Too Big To Fail: The Transatlantic Debate', in: *Peterson Institute for International Economics*, working paper, pp. 11-2
- 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?', working paper, in: *Federal Reserve Bank of Philadelphia* Vol. 2009-34
- Jorion, P. (2000). *Value at Risk, The New Benchmark for Managing Financial Risk*, New York: McGraw-Hill
- Keys, B.J., T.K. Mukherjee, A. Seru & V. Vig (2010). 'Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans', in: *Quarterly Journal of Economics*, No 125(1), pp. 307-362
- KPMG (2011). *UK Banks: Performance Benchmarking Report. Full Year Results 2010*, KPMG, online
- Levine, R. (2004). 'The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence', working paper, *World Bank Research*, No 3404
- Llewellyn, D.T. (2010). 'The Global Banking Crisis and the Post-Crisis Banking and Regulatory Scenario', in: *Topics in Corporate Finance*, No 19, Amsterdam Center for Corporate Finance
- Lumpkin, S.A. (2010). 'Risks in Financial Group Structures', in: *Financial Market Trends*, Vol. 2010(2), pp. 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, online
- Richardson, M., R.C. Smith & 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, pp. 181-212.
- Rime, B. (2005). 'Do "too big to fail" expectations boost large bank issuer ratings?', working paper, in: *Swiss National Banks, Systemic Stability Section*
- Shleifer, A. & R.W. Vishny (2010). 'Unstable Banking', in: *Journal of Financial Economics*, No. 97(3), pp. 306-318
- Tufano, P. (2003). 'Financial innovation', in: Constantinides, G.M., M. Harris en R. M. Stulz (Red.), *The Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam: Elsevier, pp. 307-335
- ubs (18 april 2008). 'Shareholder Report on UBS's Write-Downs', www.ubs.com/1/ShowMedia/investors/releases?content_id=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, pp. 15-26
- Uhde, A. & U. Heimeshoff (2009). 'Consolidation in banking and financial stability in Europe: Empirical evidence', in: *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33(7), pp. 1299-1311
- Wheelock, D.C. & P. Wilson (2009). 'Are U.S. Banks Too Large?', working paper, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 2009-54

Van financieel naar kritisch vermogen

Liesbeth Noordegraaf-Eelens

Hoeveel gedaantes neemt het financiële monster van Frankenstein nog aan? Het begon in 2007 met de *subprime* crisis. Amerikanen die niet langer hun hypotheek konden betalen en de sleutels van hun huizen inleverden. De financiële instellingen hadden verwacht geld te verdienen op deze hypotheek, maar zaten nu met onderpand dat ze met (veel) verlies moesten verkopen. Deze verliezen werkten wereldwijd door. Het failliet van Lehman Brothers in september 2008 versterkte en versnelde dit proces. Daarmee werd het Amerikaanse probleem ook een Europees probleem. De val van Lehman Brothers bracht veel Europese financiële instellingen in gevaar. Overheden sprongen bij en eind 2008, begin 2009 was er de verwachting dat de economie weer op zou krabbelen. Maar ondanks de kleine opleving lijken we steeds meer verwijderd van een financieel-economisch herstel. De kredietcrisis is uitgemond in een politiek-economische crisis en een nieuwe bankencrisis moet bezworen worden. Men spreekt veel over oplossingen maar niemand heeft het verlossende woord, het lijkt niet eens te bestaan.

De mens wordt geconfronteerd met zijn machteloosheid. Hij heeft geen antwoord op de schade door een – en dat is het zorgwekkende – door de mens ontworpen systeem. Dat mensen geen antwoord weten op natuurrampen is verklaar-

baar, deze krachten gaan de mens te boven. Maar we zouden toch verwachten dat de mens grip heeft op een zelf ontworpen financieel stelsel?

De zorg is des te groter omdat het systeem niet door zomaar wat mensen is ontwikkeld. Afgaande op de salarissen in de financiële sector zijn daar de meest talentvolle mensen aan de slag, *whizzkids* of zogenaamde *quants*, die goochelen met wiskunde en statistiek. Aan retorisch talent hebben zij evenmin gebrek. Het is gelukt om iedereen bij het financiële systeem te betrekken en daarbij en passant het kritisch vermogen van de betrokkenen uit te schakelen. Want tot kort voor de financiële crisis was kritiek op het financiële systeem verwaarloosbaar en kansloos. En juist deze talentvolle *whizzkids* met overtuigingskracht bleken niet in staat om een crisis te voorkomen, en blijken niet in staat om haar op te lossen. De mens is vastgelopen in, of beter dóór zijn eigen mogelijkheden. Misschien is dat nog wel angstaanjager dan de financiële schade.

Daarnaast is het ook lastig om hen die een belangrijk aandeel hebben gehad in het veroorzaken van de crisis aan te spreken. Zij die maatschappelijk leed hebben berokkend, maar er zelf met een grote buit vandoor zijn: topbestuurders met gigantische bonussen. Bonussen waarbij het krappe miljoen dat vorig jaar aan Jan Hommen (ING) was toegekend volledig in het niet verdwijnt. Strikt genomen hebben topbestuurders immers niets fout gedaan, ze handelden zoals binnen het stelsel hoorde. ‘Maar als het systeem alles doet, waarom zouden dan topbestuurders nodig zijn?’, zou bij dit soort argumenten een legitieme tegenvraag zijn. De verhouding van de mens tot het systeem – en niet alleen van de topbestuurders – staat in dit essay centraal. ‘Kan er kritiek geleverd worden op het systeem, en zo ja hoe?’, is daarbij de bepalende vraag. Leidraad voor het beantwoorden van die vraag is filmmateriaal, fictie en non-fictie, dat naar aanleiding van de financiële crisis is gemaakt. De volgende documentaires en films passeren de revue: *Inside Job*,

Enron, Wall Street 1 & II, Quants, Money and Speed, The Shock Doctrine, The Yes Men Fix the World en *Zeitgeist*. De stille hoop hierbij is dat het filmmateriaal ons niet alleen verklaringen biedt voor het menselijk handelen in het financieel systeem, maar dat het ook enig licht werpt op een mogelijke ontsnappingsroute uit het comfortabele slachtofferschap.

Hebzucht, vriendjespolitiek en desinteresse

‘The global economic crisis of 2008 cost tens of millions of people their savings, their jobs, and their homes’ is het openingsstatement van *Inside Job* (Charles Ferguson 2010). Het is kort samengevat de materiële maatschappelijke schade die deze crisis heeft veroorzaakt. Om dat te illustreren begint de documentaire in IJsland, een land dat alles had: een stabiele democratie, een goed onderwijssysteem, lage werkloosheid en een relatief hoge levensstandaard. Toch ging het mis in IJsland. Een decennium geleden besloot de IJslandse regering tot deregulering, met als gevolg dat multinationals IJsland veroverden. Met de multinationals kwamen de financiële instellingen en deze waren zonder meer succesvol. IJslandse banken wisten de beste IJslandse toezichthouders te verleiden om in de financiële instellingen te komen werken. Het succes beperkte zich niet tot IJsland. Nederlanders weten dat maar al te goed, dankzij de Icesave-affaire. De financiële sector werd te groot voor IJsland, iets wat met name na de crisis duidelijk is geworden. Een bruto binnenlands product van 13 miljard euro staat dan tegenover een bankenschuld van 100 miljard euro.

Een eerste reactie hierop is er een van woede. Een land dat alles had is meer dan het had kwijtgeraakt. Deze woede vertaalt zich in protesten waarvan we beelden te zien krijgen tijdens de documentaire. Hoe heeft dit kunnen gebeuren? De vraag die zich in ieder geval bij mij opdringt, maar onbeantwoord blijft, is waarom de hoogopgeleide IJslander

dit heeft toegestaan. Waarom liet de al welvarende IJslander zich verleiden? Waarom wilde de toezichthouder bij de bank werken?

Belangenverstrengeling op het hoogste niveau is het antwoord dat de documentaire op deze vraag geeft. De focus verschuift dan van IJsland naar de Verenigde Staten, met Henry Paulson als verpersoonlijking van de belangenverstrengeling. Paulson was van 2006 tot 2009 de Amerikaanse minister van Financiën, daarvoor was hij Chief Executive Officer (CEO) van Goldman Sachs. In *Inside Job* zien we Paulson bij de bekendmaking van zijn benoeming naast Bush staan. De president prijst hem om zijn kennis en integriteit. Wat Bush onvermeld laat maar de voice-over niet, is dat Paulson genoodzaakt is om zijn aandelen en opties Goldman Sachs te verkopen. De verkoop levert hem 485 miljoen dollar op, belastingvrij. George Bush Sr had een decennium eerder als president een wet aangenomen die een einde maakte aan de betreffende belasting. Dus met de kennis van nu kunnen we zeggen dat Paulson ‘cashte voor de crisis’, met de kennis van toen was het ook zeer lucratief. Als de crisis zich manifesteert vallen banken om en Paulson ontwerpt een reddingsplan. Eén bank profiteert opvallend goed van de reddingsacties van de Amerikaanse overheid: Goldman Sachs. Paulson is een van de velen die volgens *Inside Job* het machtsspelletje op deze onverantwoorde wijze spelen. Larry Summers, Timothy Geithner, Lloyd Blankfein, Richard Fuld, Frederic Mishkin, Martin Feldstein en Alan Greenspan passen ook in het rijtje.

Het zijn overigens niet alleen de bankiers en politici die hier kritisch in kaart worden gebracht. Ook in meer onverwachte hoek zijn vuile handen gemaakt: de wetenschap. De positie van de academie in beeld brengen is een belangrijke toegevoegde waarde van *Inside Job*. In tegenstelling tot een aantal andere hoofdrolspelers was Glen Hubbard bereid om een interview te geven. Hij was *chief economic advisor* van Bush en is op dit moment decaan van de Columbia Business

School. De beslissing om gefilmd te worden betreurt hij openlijk tijdens het interview, wanneer hij geconfronteerd wordt met de belangenverstremgeling van de wetenschappers. Een aantal van hen, onder wie hijzelf, blijkt tegen een (zeer) royale vergoeding lyrische artikelen te hebben geschreven over de werking van de financiële markten. Kritische vragen worden niet gesteld, de financieringsbron en opdrachtgever worden niet vermeld. Daarnaast is een aantal wetenschappers ook bestuurslid van een financiële instelling. Of het niet wenselijk zou zijn om deze belangen wel duidelijk te maken, vraagt de interviewer aan John Campbell, hoofd van de economische faculteit van Harvard. Het antwoord op deze vraag is na lang nadenken: 'I don't see the problem.' Dat antwoord hoeft hij eigenlijk ook niet te geven. De kijker weet op dat moment wel waarom het van belang is.

De belangenverstremgeling is één kant van de medaille, het gebrek aan maatschappelijk verantwoordelijkheidsbesef de andere. De bankiers leefden in hun eigen wereld, een wereld van wij en zij. Zelfs de belangstelling voor de eigen medewerkers was uitermate karig. Zo zorgde Richard Fuld, voormalig CEO van Lehman Brothers, ervoor dat het contact met de andere medewerkers beperkt bleef. Hij kwam nooit op de *trading floor* en had een eigen hofhouding en een eigen lift. Het enige contact met medewerkers was beperkt tot de seconden die hij nodig had om van zijn auto naar zijn lift te lopen. Als alleen Fuld zich zo had gedragen was er geen probleem geweest. Een therapeut die veel klanten heeft vanuit de financiële wereld omschrijft het treffend als volgt: 'There is a blatant disregard for the impact that their actions might have on society, on family.' Een uitspraak die hij doet als hem gevraagd wordt te reageren op het overvloedige bezoek van prostituees, het inhuren van strippers en het gebruik van drugs. Veel bankiers leefden in een eigen wereld, met hun eigen normen, de rol van de maatschappij was daarbij marginaal.

De schets van de belangenverstremgeling gecombineerd

met de naar binnen gekeerde top en subtop uit de financiële wereld maakt *Inside Job* tot een beklemmende documentaire. Ferguson slaagt erin om zijn verhaal overtuigend te vertellen, al heeft het wel trekken van een complottheorie. De *good guys* werken allemaal mee, de *bad guys* weigeren bijna allemaal. De financiële crisis wordt daardoor te veel gereduceerd tot een kwestie van belangenverstremgeling – een analyse die een kern van waarheid bevat maar niet de hele waarheid is. Hoe langer je naar de documentaire kijkt, hoe meer je je slachtoffer voelt. De oproep aan het eind van de documentaire om hiertegen in opstand te komen doet dan ook ongemakkelijk aan. Wat kunnen 'wij' nog doen als 'zij' aan de top staan, hoe zouden we onze machteloosheid op kunnen heffen?

Het vermoeden van het complot wordt bovendien nog verstrekt als de regisseur zich teleurgesteld afvraagt hoe het toch kan dat niemand van deze mensen achter slot en grendel is beland. Zijn teleurstelling is begrijpelijk, zeker als deze problematiek vergeleken wordt met die van Enron. De CEO's van Enron komen er beduidend slechter van af. Het Enron-schandaal speelde zich af in 2001-2002. Energieleverancier Enron werd beticht van frauduleuze praktijken, complexe en schimmige boekhoudconstructies en marktmanipulaties. Net als in de financiële wereld veroorzaakte dit maatschappelijke schade, in de zin van kosten en banen. Maar in tegenstelling tot de CEO's uit de financiële wereld, moesten deze topmensen boeten voor de schade die ze hadden aangericht. De tegen hen aangespannen rechtszaak bleef niet zonder gevolgen. In de documentaire *Enron* (Alex Gibney 2008) zien we hoe het gedrag van de bestuurders hen stap voor stap in het nauw drijft en dichterbij een gevangenisstraf. Los van de corrigerende werking van het recht zien we veel parallellen tussen de wijze waarop bij Enron is gewerkt en in het financiële systeem. *Bad guys* werken niet alleen in de financiële wereld, is de even verontrustende als relativiserende conclusie van deze documentaire.

De corrigerende werking van het recht zien we ook in *Wall Street* (Oliver Stone 1987). De film geeft een beeld van het leven in de financiële wereld in het midden van de jaren tachtig. Gordon Gekko (Michael Douglas) houdt als belegger in hart en nieren een verbluffend pleidooi voor hebzucht: 'Greed is good.' In vergelijking met het beeld dat wordt geschetst van de financiële sector in *Inside Job* gaat het er hier relatief beschaafd en rustig aan toe, maar toch merkt de kijker dat er overduidelijk zaken niet kloppen. Het geruststellende van de film is dat Gordon Gekko en zijn hulpje (Charlie Sheen) worden opgepakt. Ze hebben de wet overtreden en hun wacht een gevangenisstraf. Het terugkijken van deze film laat zien hoe goed we zijn in het weggijken. We hadden kunnen weten wat er gebeurde, de film had kunnen aanzetten tot waakzaamheid. Maar waarschijnlijk fungeerde de film vooral als cursus voor beginners in de financiële wereld: 'Hoe bereik ik de top, en zorg ik ervoor dat ik niet in de gevangenis beland?'

Wall Street II (Oliver Stone 2010) begint met de vrijlating van Gordon Gekko. Mede op basis van zijn ervaringen in de gevangenis heeft hij een boek geschreven. Tijdens een van de presentaties houdt hij opnieuw een pleidooi voor hebzucht. Dit keer wordt hebzucht niet van de heroïsche kant belicht, maar vanuit het platte verlangen van mensen om steeds meer te willen. Wie een huis heeft wil er twee, wie een huis heeft wil dat herfinancieren om een auto te kopen, et cetera. Complexe producten werden ontworpen die dit faciliteren en door Gekko WMD's worden genoemd: *Weapons of Mass Destruction*. *Wall Street II* is een mooie film met prachtige dialogen, maar toch minder aangrijpend dan zijn voorganger. Dat komt ook omdat hier Gordon Gekko niet alleen opgevoerd wordt als bankier, maar ook als vader. En ondanks zijn aanhoudende pogingen om de boel te belazeren, komt hij uiteindelijk tot het inzicht dat dit niet de gewenste manier van leven is. Recht is dus niet meer nodig, inkeer komt vanzelf. Het is een mooi einde voor een film, maar

geen hanteerbare premisse voor het te lijf gaan van een financiële crisis.

Op basis van bovengenoemde documentaires en films kunnen we de conclusie trekken dat bankiers duidelijk wat verkeerd deden, maar van dat verkeerde gedrag profiteerden we allemaal. Bovendien was de financiële wereld ook een wereld waar we graag bij wilden horen. Dat geldt zowel voor de toezichthouders in IJsland, voor de hoogleraren van de academie, voor Charlie Sheen en voor de aanstaande schoonzoon van Gordon Gekko. Het zou kunnen verklaren waarom de kritiek op de bankiers en financiële instellingen zo laat kwam. Pas op het moment dat we niet meer verdienen aan de financiële sector was het moment om kritisch te zijn aangebroken. Het financieel vermogen dat we hierdoor vergaren verhoudt zich omgekeerd evenredig aan het kritisch vermogen.

Wiskunde en technologie

Hebzucht is niet de enige verklaring voor het ontstaan van de crisis. In *Wall Street II* wijst Gordon Gekko op een ander belangrijk punt als hij de presentatie van zijn boek begint met de woorden: 'Greed used to be good. Now it has become legal.' De wet die Gekko terugfloot in *Wall Street I* is verdwenen. Het is een voorbeeld van de deregulering die in verschillende documentaires als voedingsbodem voor de crisis wordt gezien en die financiële instellingen meer ruimte gaf om winst te genereren. Maar deze opmerking kan ook breder worden geïnterpreteerd, namelijk dat hebzucht niet alleen een eigenschap van individuen kan zijn, maar ook van instituties. Instituties moeten dan gezien worden als structuren, schema's, regels, normen en routines die het gedrag in banen leiden, patronen van denken en doen. Deze instituties perkten het kritisch vermogen eerder in dan het te veruimen.

Dergelijke patronen van denken en doen komen aan bod

in de documentaires die Marije Meerman naar aanleiding van de financiële crisis en het financiële systeem maakte: *Quants. The Alchemists of Wall Street* en *Money and Speed. Inside the Black Box*. De eerste documentaire gaat over het denkkader dat wordt gebruikt in de financiële wereld, de tweede heeft de gebruikte technologie als centraal thema. Zowel de kennis als de technologie zorgen ervoor dat wat zich in de financiële sector afspeelt alleen begrijpelijk is voor enkelen. De scheidslijn tussen binnen en buiten, die al werd gecultiveerd door hebzucht, wordt hierdoor bekrachtigd.

In *Quants* wordt deze scheidslijn gevormd door het al dan niet beschikken over geavanceerde wiskundige kennis. Ongeveer 75 mensen begrijpen misschien wat er gaande is in de financiële wereld, is de stelling van Paul Wilmott, een wiskundige die niet alleen kwantitatieve kennis bijbrengt aan financiële experts, maar ook zeer kritisch is over het gebruik van deze kennis. Bij *Quants* gaat het om mensen die kwantitatieve technieken en technologie gebruiken om de waarde en de structuur van de financiële producten te bepalen. Het aanzien van de *quants* is deze afgelopen decennia danig gestegen. Zij en hun kennis doen ertoe in de financiële wereld.

De documentaire is gebouwd rondom vier quants: Paul Wilmott, Michael Osinski, Emanuel Derman en een *quant to be*. Deze laatste verdwijnt letterlijk en figuurlijk wat buiten beeld. Het gaat om een techneut die graag een quant wil worden en daarvoor de nodige opleidingen volgt. Het kost hem veel geld en veel tijd. Hij wil echter niet herkenbaar in beeld komen, dus we krijgen hierdoor beelden met een voice-over. Deze zijn veel minder krachtig dan de drie andere verhaallijnen die Meerman mooi tegen elkaar uitspeelt. Dat de kennis die hier omgaat andere mensen uitsluit, illustreert Meerman ook treffend. Op een bepaald moment in de documentaire schrijft wiskundige Paul Wilmot vol verve een aantal formules op het bord. De maakster breekt dan even in en vraagt of het logisch is dat zij niet begrijpt wat hij opschrijft. Wilmott reageert verontwaardigd. Veel simpeler kan hij het niet maken.

Wilmott signaleert twee problemen die het mathematiseren van de financiële wereld met zich meebrengt. Om te beginnen gaan de modellen voor 99,5 procent niet over wat er zich in de werkelijkheid afspeelt. Modellen hebben een eigen logica en deze is anders dan de logica van de financieel-economische realiteit. Dat is een bekende kritiek op modellen, die zeker niet alleen door Wilmott wordt geuit, maar die toch bijzonder relevant is. Gezien het beperkt aantal mensen dat begrijpt wat er gebeurt in deze kwantitatieve modellen, zijn er ook maar zeer weinig mensen die het gebruik ervan kunnen bekritisieren.

Een tweede punt betreft het *framen* door modellen, dat Wilmott illustreert aan de hand van de risico-rendementverhouding. Een beproefd recept binnen de financiële wereld is dat tegenover risico rendement staat. Wie hoge rendementen incasseert, draagt ook hoge risico's. Het probleem binnen de financiële sector is echter dat degenen die de rendementen ontvingen niet degenen waren die de risico's droegen. Klanten droegen disproportioneel veel risico voor weinig rendement. Voor de eerder genoemde CEO's geldt het omgekeerde. Het probleem was dat in het *framen* van de risico-rendementverhouding veel te weinig rekening is gehouden met de werkelijke verdeling van beide elementen.

De quant Michael Osinski teelt momenteel oesters. Daarvoor was hij decennialang ontwikkelaar van software. Niet zomaar software, maar software die hypotheeken veranderde in verhandelbare obligaties. Zijn software was weliswaar ontworpen voor gewone hypotheeken, maar werd in toenemende mate gebruikt voor *subprime* hypotheeken. Osinski beschrijft zijn ervaring met de financiële wereld en zijn toenemende verwondering over het onverantwoordelijke gedrag in deze sector. Osinski stapte eruit, omdat hij de druk te groot vond. Waar Wilmott dus kritisch is tegenover de modellen die worden gebruikt, is Osinski dat veel minder. Het gaat hem niet om het model of de technologie, maar om de gebruiker daarvan.

Dit standpunt wordt onderschreven door Emanuel Derman. Derman ging als theoretisch natuurkundige aan de slag bij Goldman Sachs en is nu verbonden aan Columbia University – twee organisaties die in ieder geval na het zien van *Inside Job* toch enigszins verdacht zijn. Volgens hem gaat het te ver om de modellen de schuld te geven van de crisis. Zij zijn slechts een instrument: zij worden ontworpen door mensen en de resultaten die zij produceren zijn afhankelijk van de verwachtingen en veronderstellingen die eraan ten grondslag liggen. Hiermee is hij veel minder kritisch over het gebruik van wiskunde dan Paul Wilmott. Toch mag ook hier niet vergeten worden dat modellen uitsluitend werken door de kennis waar ze een beroep op doen. Alleen quants begrijpen hoe een model werkt, anderen niet of nauwelijks. Daarnaast zien we dat modellen ook steeds meer een eigen leven gaan leiden.

Derman en Osinski brengen een cruciaal punt naar voren: het gaat te ver om de verantwoordelijkheid af te schuiven op modellen. Dat was een strategie die herhaaldelijk werd toegepast tijdens de verhoren in de Amerikaanse senaat die in *Inside Job* aan bod komen. Menig CEO verweerde zich door te zeggen dat hij slechts handelde volgens de logica van het systeem. Alleen Alan Greenspan, de voormalig president van de Federal Reserve, gaf schoorvoetend toe dat deze logica niet helemaal klopte en dat hij zich hierin heeft vergist. Maar welke verantwoordelijkheid droegen Osinski en Derman? Zeker, degene die de *input* verzorgde voor de wiskundige modellen was van belang, maar dat betekent niet dat de ontwerpers van de modellen en de software zomaar buiten schot kunnen blijven. Door deze drie verhaallijnen zo tegenover elkaar te zetten brengt Meerman dit verantwoordelijkheidsvraagstuk in beeld. Vanuit dat perspectief is haar documentaire dan ook rijker en roept ze meer op tot reflectie dan *Inside Job*.

In het pleidooi van zowel Derman als Osinski blijft onderbelicht dat door technologie ondersteunde modellen in toenemende mate ontworpen worden om zelf te denken.

De tweede documentaire van Meerman, *Money and Speed. Inside the Black Box* maakt dat duidelijk. De grens tussen de financiële wereld en de rest van de maatschappij wordt dan niet bepaald door hebzucht of door complexe modellen, maar door technologische snelheid waar de mens niet aan kan tippen.

Ook hier werkt Meerman met een aantal verhaallijnen die ze in dit geval meer naast elkaar zet dan tegen elkaar uitspeelt. En net als bij *Quants* duikt ze hier ook weer onder de oppervlakte en gaat ze op zoek naar mensen met kennis die anders niet of niet eenvoudig toegankelijk is. Paul Wilmott komt ook hier weer aan bod. Hij noemt het uitspelen van algoritmen tegen elkaar ‘black boxing’. Het is een pokerspel waarbij de tegenspeler niet weet wat er gaat gebeuren. We krijgen een kijkje in dit fenomeen door de reconstructie van de *Flash Crash*. Op 6 mei 2010 daalde de Dow Jones in twintig minuten ongeveer 1000 punten en steeg vervolgens weer 600 punten. Tijdelijk ging er 826 miljard in rook op. Dat was volgens de experts die Meerman aan het woord laat een gevolg van ‘black boxing’ of meer specifiek High Frequency Trading (HFT). Deze vorm van trading gebeurt niet door mensen, maar door slimme algoritmen die in milliseconden beslissingen kunnen nemen om te handelen.

In deze tijdsdimensie is vijf seconden een eeuwigheid. Arbitrage is daarbij het toverwoord. Van arbitrage is sprake als dezelfde producten op verschillende plaatsen anders geprijsd zijn. De algoritmes kunnen deze prijsverschillen in no-time opsporen, een ‘gewone’ handelaar kan daar niet tegen op. Zelfs de snelle Charlie Sheen in *Wall Street II* heeft meer tijd nodig om de telefoon op te pakken, te bellen en te onderhandelen. In het geval van de *Flash Crash* kon geld verdiend worden aan een vertraging van maar liefst 36 seconden: ‘The name of the game is getting data faster.’

De algoritmen doen overigens niet blind wat ze opgedragen wordt. Ze kunnen zich aanpassen en zelf leren van de situatie. Het pokerspel dat ze spelen is daardoor zeer ge-

avanceerd en is voor mensen niet alleen lastig te verklaren, maar ook te voorspellen. Eric Scott Hunsader is een van de hoofdrolspelers in deze documentaire. Hij is gespecialiseerd in het ontwikkelen van *real time trading*-software en in staat om HFT in kaart te brengen. Op die manier zien we wat er gebeurd is en wie wanneer heeft gehandeld. Maar het waarom kan ook hij niet verklaren.

De grenzen van het systeem: overschrijden of uitbuiten

De documentaires tonen hoe het financiële systeem insluit en uitsluit. Hoe kan de grens tussen insluiting en uitsluiting ter discussie worden gesteld? Het meest vergaand en het meest hypothetisch is het alternatief dat in *Zeitgeist* wordt geboden. Daar wordt de vraag opgeworpen hoe we de wereld zouden inrichten als we helemaal opnieuw zouden mogen beginnen. De maker van de documentaire, Peter Joseph, vestigt de hoop op de wetenschap. Want in tegenstelling tot religie of ideologie heeft wetenschap volgens hem geen ego. Drie kernbegrippen komen erin terug: *sustainability*, *strategic preservation* en *strategic efficiency*. De intentie is het ontwikkelen van een economie die zuinigheid en duurzaamheid stimuleert in plaats van verspilling, zoals de huidige monetaire economie.

Niet het individu staat centraal, maar het geheel. Het monetaire systeem wordt verwijderd en in de plaats daarvan komt een *resource based*-economie. Deze grondgedachte is krachtig en overtuigend neergezet in de documentaire, die in bijna drie uur een verhaal vertelt dat van de opvoeding van kinderen via het omvallen van het financiële systeem loopt naar voorstellen voor een *resource based*-economie met de daarbij behorende technologie. Het is 'het grote verhaal', maar de oplossing is problematisch, gebaseerd als deze is op een blind geloof in de waardevrijheid van de wetenschappen. Merkwaardig, ook omdat deze documentaire toont dat de (economische) wetenschappen alles behalve waardevrij zijn.

Daarnaast lijken de makers volstreekte stuurbaarheid van menselijk gedrag en volkomen maakbaarheid van de samenleving te veronderstellen. Zij bekritisieren het monetaire systeem omdat het zo geïnfilteerd is in mensen, maar komen nu met een vergelijkbaar, groot verhaal. Hun stelling is dat dit goed is voor mensen, en daar geven ze ook argumenten voor. Maar mensen doen niet altijd wat goed voor hen is, ook niet als wetenschappelijk aantoonbaar is dat het beter is voor hen. En zelfs als er veel mensen zijn die wel doen wat er gezegd wordt, is er altijd wel een enkeling die uit de pas loopt. Dat geldt zowel voor dit alternatieve systeem als voor het financieel monetaire systeem, dat onder druk kan komen te staan als een belegger of een algoritme er op een slimme en onverwachte manier gebruik van maakt. Zo heeft George Soros laten zien hoe hij als *hedge fund*-manager het Britse pond uit de EMU kon speculeren. Het grote probleem met deze alternatieve oplossing is dat de *brain wash* van de monetaire economie wordt vervangen door een *brain wash* ten behoeve van een duurzame economie. Het kritisch vermogen dat *Zeitgeist* heeft ten aanzien van financiële markten ontbreekt bij het bieden van het eigen alternatief.

Een heel andere weg wordt ingeslagen door Naomi Klein in *The Shock Doctrine*, een film gebaseerd op het gelijknamige boek. Klein waarschuwt ons voor crisis: juist in deze tijd moeten mensen alert zijn en dat zijn ze vaak niet. De documentaire bestaat uit onderdelen van toespraken die gehouden zijn door Klein en vervolgens worden beelden gebruikt om deze citaten te ondersteunen en in te bedden. Klein stelt dat mensen in crisistijden zoeken naar houvast en machthebbers maken daar gebruik van, in de afgelopen decennia door het opleggen van het neoliberale denken, dat de publieke ruimte aan private partijen gaf.

Een van de meest uitgesproken voorbeelden is Chili. In het begin van de jaren zeventig werd op gewelddadige wijze een einde gemaakt aan het bewind van Salvador Allende door Auguste Pinochet. Pinochet kreeg advies van Milton Fried-

man, die zei een medicijn te hebben voor zijn land. Dat medicijn was vrije markt in plaats van communisme, maar het leidde tot meer armoede. Het neoliberale denken werd overigens niet alleen omarmd door Pinochet, maar ook door Margaret Thatcher en Ronald Reagan. Klein waarschuwt herhaaldelijk voor de vrijemarktideologie. Deze brengt geen democratie en transporteert publieke welvaart naar private welvaart.

Klein roept haar publiek op om in opstand te komen tegen deze ideologie, want dat publiek laat nog opvallend weinig van zich horen. Ze zet de cijfers even op een rijtje. Na de crisis in de jaren dertig waren er 4740 stakingen; in 2007 waren er 21 stakingen. Om haar oproep kracht bij te zetten vertelt ze de anekdote over Franklin D. Roosevelt, die in de jaren dertig bezoek kreeg van partijen die vroegen om een progressiever beleid. Hij gaf ze de boodschap mee: 'Now go out there and make me do it.' De Occupy Wall Street-protesten van vandaag de dag sluiten mooi aan bij Kleins pleidooi.

Dat deze revolutie niet alleen van buiten maar ook van binnenuit kan komen wordt duidelijk gemaakt door Andy Bichlbaum en Mike Bonanno in *The Yes Men Fix the World*. Zij tonen ons hoe komisch en confronterend actie te voeren. Ze doen zich op congressen voor als sprekers van multinationals. Vervolgens radicaliseren ze de door hen bekritiseerde gedachten. Zo presenteren ze zich bijvoorbeeld als werknemers van Dow en houden ze op een congres een presentatie namens Dow Chemicals. Daar promoten zij het 'gouden lijk'. De achterliggende logica is dat als er toch lijken in de kast liggen, het dan beter gouden lijken kunnen zijn. Een project mag best mensenlevens kosten, maar dan moeten er ook wel grote winsten tegenover staan. Op het congres krijgen zij tot hun eigen verbazing bijval en complimenten. Voor de kijker is dat schokkend. Maar zoals *The Yes Men* het zeggen: 'What is shocking to outsiders is normal to insiders.' Een oneliner die niet alleen de reacties van de aanwezigen maar ook veel van de financiële crisis kan verklaren.

De meest overtuigende stunt die ze uithalen is als ze zich voordoen als woordvoerder van Dow Chemicals. De woordvoerder meldt op tv dat Dow, na de overname van Union Carbide, de slachtoffers van de chemische ramp die Union Carbide veroorzaakt heeft, een vergoeding zal uitkeren. Meteen zorgt dit bericht voor grote krantenkoppen. De beurs reageert minder enthousiast en het aandeel-Dow daalt. De media reageren uiteindelijk dan ook kritisch. Ze voelen zich beet genomen door *The Yes Men* en menen dat de grap ten koste is gegaan van de slachtoffers. Dat de media zelf in eerste instantie onkritisch waren, komt niet bij hen op. *The Yes Men* laten het er niet bij zitten en gaan naar Bopal om hun excuses aan te bieden. De slachtoffers blijken het helemaal niet erg te vinden. Ja, er was teleurstelling toen het bericht niet bleek te kloppen. Maar er was ook dankbaarheid voor het weer op de kaart zetten van hun problemen. Nee, *The Yes Men* hebben de problemen niet opgelost en dat zorgt ook bij Andy en Mike voor frustratie. Ze hebben wel laten zien dat er veel meer kan dan gehoorzamen. Door op een slimme manier te opereren in de marges van de markt en de media, wisten zij maatschappelijke waarde te scheppen.

Van financieel vermogen naar kritisch vermogen

De kracht van al deze documentaires en films is dat zij tot de verbeelding spreken: de crisis wordt voorstelbaar gemaakt. Zij breken daarmee een wereld open die anders voor velen een 'black box' blijft. Dat doen zij door niet alleen op systeemniveau verklaringen te bieden, maar ook door de financiële wereld gezichten te geven. We maken niet alleen kennis met de gedaantes van het monster van Frankenstein, maar ook Frankenstein zelf blijkt meerdere verschijningsvormen te kennen.

Een nadeel van het filmmateriaal is dat het gebaseerd is op kennis van nu, en met kennis van nu ziet de werkelijkheid er anders uit dan met de kennis van toen. De vraag die

blijft hangen is hoe we voldoende kritisch vermogen kunnen ontwikkelen om in de toekomst dit soort crises te voorkomen of in ieder geval te dempen. Ook de systemen die we voor de toekomst ontwikkelen zijn niet alle productief, maar mogelijk ook pervers. *The Yes Men Fix the World* is de enige van de documentaires die expliciet een handelingsperspectief voor de toekomst geeft. In *Zeitgeist* wordt het ultieme goede beschreven en hoe mooi dat ook mag klinken, ook in een dergelijke wereld zijn kritische denkers en doeners nodig. Ook de neoliberale econoom Friedman, in veel documentaires als het brein achter de crisis gecast, was er ongetwijfeld van overtuigd dat zijn ideeën het beste waren voor iedereen. De crisis leert ons dat we waakzaam moeten zijn tegenover dit soort voorstellingen, ook als ze aanvankelijk overtuigend klinken. Dat vraagt niet alleen om kritiek op de financiële wereld, maar ook om zelfkritiek. Het filmmateriaal stelt dat thema naar mijn smaak te weinig aan de orde.

De documentaires leveren wel veel aanknopingspunten voor kritiek op de financiële sector en dat is maatschappelijke winst. Want als het financiële systeem zelf niet kritisch is, is het goed dat anderen de sector een spiegel voorhouden. Dan ziet het monster van Frankenstein in ieder geval dat het allesbehalve een schoonheid is, om van Frankenstein zelf maar te zwijgen.

Bronnen

- Bichlbaum, Andy, Mike Bonanno & Kurt Engfehr (2009). *The Yes Men Fix the World*
- Ferguson, Charles (2010). *Inside Job*
- Gibney, Alex (2008). *Enron, The Smartest Guys in the Room*
- Joseph, Peter (2010). *Zeitgeist*
- Meerman, Marije (2010). *Money and Speed. Inside the Black Box*
- Meerman, Marije (2009). *Quants. Alchemists of Wall Street*
- Stone, Oliver (1987). *Wall Street*
- Stone, Oliver (2010). *Wall Street II. Money Never Sleeps*
- Winterbottom, Michael & Mat Whitecross (2009). *The Shock Doctrine*

Over de bijdrage van speculatieve overnames aan de crisis

Hans Schenk

Is het toeval dat de Grote Depressie van 1929 evenals de financiële crisis van 2007 werd voorafgaan door uitbundig fusie- en overnamegedrag in de marktsector? In deze bijdrage probeer ik aannemelijk te maken dat het antwoord op deze vraag 'nee' is. Alle enigszins serieuze recessies sedert 1898 zijn voorafgegaan door zogenoemde 'fusiegolven', of beter: 'overnamegolven'.¹ Dit suggereert dat beide verschijnselen een gemeenschappelijke oorzaak hebben dan wel causaal verbonden zijn, in die zin dat overnamegolven bijdragen aan het ontstaan van recessies. Ik zal betogen dat (ook) het laatste het geval is. Het belangrijkste element in mijn betoog is het herhaaldelijk, en op grote schaal, falen van overnames wanneer deze plaatsvinden in gebundelde vorm, dat wil zeggen: als constituerende elementen van overnamegolven. Dat is het leeuwendeel van alle overnames, omdat tussen twee golven relatief weinig overnames plaatsvinden. De kans op overnamesucces is herhaaldelijk zo klein, dat dergelijke overnames betiteld moeten worden als 'speculatief'. Het overheidsbeleid is echter juist gericht op het aanmoedigen van overnames. Een belangrijke bijdrage aan het voorkomen van recessies is derhalve gelegen in het ombuigen van dat beleid.

Het is niet mogelijk het precieze belang van overnames in het veroorzaken van een recessie vast te stellen, ook niet voor

de meest recente crisis. De uitbundigheid waarmee speculatieve overnames hebben plaatsgevonden liep parallel aan de uitbundigheid waarmee risico's werden genomen in hypotheekmarkten, de uitbundigheid waarmee financiële professionals allerlei financiële innovaties bedachten en mochten toepassen, en de uitbundigheid waarmee zij zichzelf daarvoor beloonden. Deze elementen komen echter samen bij het tot stand brengen van overnames. Voor de financiering ervan worden soms zeer ingewikkelde financiële producten bedacht, banken aanvaarden nogal eens een belangrijk deel van het financieringsrisico en/of garanderen de opbrengsten van een aandelenemissie, indien die nodig mocht blijken ter financiering van een overname, en de betrokken professionals ontvangen vrijwel steeds omvangrijke bonussen voor hun rol als makelaar bij een overname. Het arrangeren en faciliteren van overnames behoort tot de belangrijkste inkomstenbronnen van banken, in het bijzonder investeringsbanken. Vlak voor de crisis, in 2007, werd met het arrangeren van overnames door banken us\$ 52 miljard aan *fees* opgehaald op een totaal aan inkomsten van ongeveer us\$ 110 miljard.

In deze bijdrage bespreek ik enkele belangrijke kenmerken van overnames. Aangezien het herhaaldelijk optreden van falende overnames zich niet goed laat verklaren door standaardbenaderingen uit de economische wetenschap ga ik wat dieper in op wat wel een heterodoxe verklaring wordt genoemd, dat wil zeggen een verklaring die nauw aansluit bij een institutionele in plaats van de aan onze universiteiten en in het beleid overheersende neoklassieke invalshoek. Voorts bespreek ik de twee belangrijkste pijlers waarop het overheidsbeleid vis-à-vis overnames is gebaseerd.²

Kenmerken van overnames

Overnames zijn van alle tijden, maar ze komen vooral voor in gebundelde vorm. In de literatuur wordt algemeen aan-

genomen dat zich – vanaf het moment dat zij sinds het eind van de negentiende eeuw werden geregistreerd – zes overnamegolven hebben voorgedaan. De belangrijkste golf voor de Tweede Wereldoorlog deed zich aan het eind van de jaren twintig voor, onmiddellijk voorafgaand aan de Grote Depressie. Ook toen speelden banken een dominante rol bij het tot stand komen van overnames, vooral door de herfinanciering van schuldpapier. Na de oorlog deden zich belangrijke golven voor aan het eind van de jaren zestig/begin jaren zeventig (de derde golf), tijdens de tweede helft van de jaren tachtig (vierde golf), tijdens de tweede helft van de jaren negentig (vijfde golf) en tijdens het midden van het afgelopen decennium (zesde golf). Tussen 1984 en 1989 (de vierde golf) werd volgens berekeningen in Crotty en Goldstein (1993) in de vs us\$ 184 miljard geïnvesteerd in overnames, en slechts us\$ 84 miljard aan investeringen in duurzame productiemiddelen (exclusief vastgoed).

Deze golven manifesteerden zich het duidelijkst in de vs, maar zijn ook, en steeds sterker, herkenbaar in Europa. Samen met ondernemingen uit de vs en het Verenigd Koninkrijk lopen Nederlandse ondernemingen op het gebied van grensoverschrijdende overnames voorop aan het eind van de jaren tachtig en in de tweede helft van de jaren negentig. In verhouding tot de omvang van de nationale economie waren Nederlandse ondernemingen toen in verschillende jaren koploper op de internationale overnamemarkt. Vrijwel alle directe trans-Atlantische investeringen door ondernemingen liepen en lopen via overnames van buitenlandse ondernemingen. Zogenaamde greenfield investments door Europese ondernemingen in andere Europese landen of de vs dan wel door Amerikaanse ondernemingen in Europa waren, en zijn, betrekkelijk zeldzaam.

De overnames worden wat geïnvesteerde middelen betreft vooral 'gedragen' door grote, beursgenoteerde ondernemingen. Tijdens de vijfde overnamegolf werd door Amerikaanse en Europese bedrijven ten minste us\$ 9000 miljard

besteed aan overnames. Wij zijn inmiddels gewend geraakt aan dergelijke bedragen, maar het is nuttig om ons te realiseren dat overnames daarmee met afstand de meest omvangrijke investeringscategorie vormden, evenals tijdens de vierde golf. Tijdens de zesde overnamegolf, voorafgaand aan de crisis van 2007, werd op jaarbasis ongeveer evenveel geïnvesteerd in overnames. Mijlpalen waren de overname van Mannesmann door Vodafone à raison van ongeveer us\$ 175 miljard in 2000 en de overname van ABN Amro door het consortium van Royal Bank of Scotland, Banco Santander en Fortis voor ongeveer us\$ 100 miljard in 2007.

De omvang van de met overnames gemoeide middelen duidt erop dat het bedrijfseconomisch effect ervan macro-economische gevolgen kan hebben. Indien overnames gemiddeld genomen economisch efficiënt zijn, voegen zij merkbaar waarde toe aan de maatschappelijke welvaart. Indien ze dat niet zijn, lijdt de maatschappij merkbaar verlies. Dit mogelijke verband is in de economische wetenschap opvallend weinig onderzocht. Vermoedelijk heeft dit te maken met de traditionele scheiding tussen bedrijfseconomisch onderzoek en ‘algemeen’ economisch onderzoek binnen onze universiteiten – waarbij ‘onze’ niet alleen staat voor Nederlandse maar ook voor buitenlandse wetenschappelijke instellingen. Tevens speelt hier mogelijk een rol dat economen zich onvoldoende realiseren dat overnames periodiek, namelijk tijdens golven, het leeuwendeel van de voor investeringen beschikbare middelen voor zich opeisen.

Hoe dan ook, het bedrijfseconomisch effect van overnames is wel veelvuldig onderzocht, zowel in termen van aandeelhouderswaarde als reële waarde, en zowel door wetenschappers als adviesbureaus. Er bestaat een belangrijk verschil tussen beide laatstgenoemde groepen onderzoekers. Wetenschappelijk onderzoek naar de effecten van overnames vergelijkt deze effecten met wat zou zijn aangekomen indien er geen overnames zouden hebben plaatsgevonden (men spreekt in dit opzicht van de ‘counterfactual’).

Bij onderzoek dat zich richt op de effecten voor de aandeelhouderswaarde – dat wil zeggen: de effecten op de beurswaarde van de betrokken ondernemingen – wordt deze ‘counterfactual’ geschat door voor een steekproef van overnemende (of overgenomen) ondernemingen de ‘normale’ waardeontwikkeling in kaart te brengen.³ Op zijn beurt wordt deze berekend door het extrapoleren van de verhouding tussen de historische waardeontwikkeling van de steekproef en die van een controlegroep (deze kan bestaan uit ‘de beurs’ als geheel), een en ander gecorrigeerd voor bijzondere elementen in die verhouding, zoals bijvoorbeeld specifieke risicoverschillen. Onderzoek dat zich richt op reële waarde-effecten maakt eveneens gebruik van controlegroepen, maar hierbij gaat het niet om de beurswaarde van een steekproef doch om reële variabelen als winstgevendheid, productiviteit, marktaandeel en innovativiteit.

Het is van belang om stil te staan bij de gebruikte onderzoeksmethode, omdat het wetenschappelijk onderzoek naar de effecten van overnames aanzienlijk pessimistischer stemt dan het onderzoek waarin geen gebruik wordt gemaakt van controlegroepen, dat wil zeggen het onderzoek zoals dat doorgaans verricht wordt door adviesbureaus. Dit laatste laat meestal zien dat ‘meer dan de helft’ van de onderzochte overnames mislukt – hetgeen op de keper beschouwd ook al fors is. Hierbij wordt ‘mislukt’ over het algemeen gedefinieerd als: leidt niet tot een hogere beurswaarde of tot een hogere winst dan er voorafgaand aan de overname werd gerealiseerd. Het wetenschappelijk onderzoek gaat daar ruimschoots bovenuit, en komt veelal tot de conclusie dat ten minste 65 procent en soms zelfs 85 procent van de overnames in een onderzochte periode als een mislukking moet worden gekwalificeerd, wanneer de ‘counterfactual’ als maatstaf wordt gehanteerd.

Dit betekent dat er op grote schaal investeringsmiddelen worden verkwist. Opvallend is dat de faalscores een structureel karakter hebben: zij deden zich zowel voor als na de

Tweede Wereldoorlog in ongeveer gelijke mate voor. Omdat verreweg de meeste overnames worden gedaan tijdens overnamegolven, impliceert dit een betrekkelijk plotselinge aantasting van de waardescheppende functie van investeringen. De verkwisting van investeringsmiddelen is bovendien grootschalig: het gaat immers om duizenden miljarden dollars of euro's. Het is daarom plausibel dat het overnamegedrag van (grote, beursgenoteerde) ondernemingen negatieve effecten heeft voor de economische ontwikkeling en bij kan dragen aan het ontstaan van een recessie.

De transmissie van verkwisting naar recessie loopt via twee kanalen. In de eerste plaats treedt eenvoudig welvaartsverlies op in termen van alternatieveitskosten ('opportunity costs'). Bedrijven zouden de voor overnames aangewende middelen immers hebben kunnen investeren in prijsverlaging (waardoor de effectieve koopkracht zou zijn toegenomen), verhoging van de productieve efficiëntie (waardoor de kosten van maatschappelijke voortbrenging zouden zijn afgenomen), of in speur- en ontwikkelingswerk (waardoor meer innovaties het licht zouden hebben gezien).

In de tweede plaats, mede afhankelijk van de wijze waarop de middelen ten behoeve van de financiering van de overnames zijn verkregen, zullen ondernemingen verplicht zijn om 'de broekriem aan te halen'. Indien de middelen zijn verkregen via de uitgifte van aandelen (zoals bij het aangehaalde voorbeeld van Vodafone) loopt dit effect via de aandeelhouders. Hun investering rendeert niet, en dat zal consequenties hebben voor hun verdere investerings- en mogelijk consumptiegedrag. Indien de middelen zijn verkregen door het aantrekken van leningen (zoals gedeeltelijk het geval was bij de overname van ABN Amro), impliceert het mislukken van een overname dat het voldoen aan de rente- en aflossingsverplichtingen in gevaar komt. Dat heeft directe consequenties voor het investeringsgedrag van de overnemende onderneming zelf. In de praktijk zien we dat er enige jaren na een overname grootschalige bezui-

nigingsoperaties op touw worden gezet – en dan gaat het niet om bezuinigingen die voortvloeien uit de wens zogenaamde synergie-effecten te realiseren.

In het licht van deze feiten is het niet verbazingwekkend dat gemiddeld ongeveer een op de twee overnames uiteindelijk weer ongedaan wordt gemaakt door middel van verkoop aan derden, vrijwel steeds tegen een verkoopsom die aanzienlijk lager ligt dan de oorspronkelijke verkrijgingsom. Eerst in de vs, eind jaren tachtig, en later ook in Europa (met name tijdens de zesde overnamegolf) heeft dit zelfs geleid tot een nieuwe industrie die zich heeft gespecialiseerd in het 'corrigeren' van mislukte overnames: de private equity-industrie (Schenk 2007). Deze industrie is soms in staat om zeer hoge rendementen te realiseren, juist omdat overnemende ondernemingen na afloop van een overnamegolf noodgedwongen van hun acquisities af moeten. Dat drukt de prijs enorm, waarmee de kansen voor profijtelijke voortzetting door een private equity-bedrijf toenemen. Helaas plegen private equity-bedrijven voor hun aankopen in excessieve mate gebruik te maken van vreemd (geleend) vermogen, soms wel tot 90 procent van de overnamesom. Men spreekt dan van een 'leveraged buy out' (LBO). In voorspoedige tijden werkt deze hefboom zeer ten gunste van de verschaffers van eigen vermogen in de transactie. In minder voorspoedige tijden werkt de hefboom in tegengestelde richting en zullen private equity-bedrijven hun gekochte bedrijven onder zware druk zetten om te bezuinigen op reguliere investeringen en vooral op investeringen in speur- en ontwikkelingswerk.

Een recessie is in beginsel niet meer dan een stagnatie in de schepping van meerwaarde. Dat is dus precies wat er gebeurt – wat er moet gebeuren – na het wassende deel van een overnamegolf. Hoe groot het effect precies is op macro-schaal is onzeker. Het waardeverlies van de vijfde overnamegolf is ten minste 65 procent van de eerder genoemde US\$ 9000 miljard, maar hoe groot het reële effect daarvan is, is

nooit goed in kaart gebracht. De Amerikaanse onderzoekers Ravenscraft en Scherer (1987) hebben ooit geschat dat overnames tot een netto-efficiencyverlies leiden van 4 à 6 procent. Wanneer een parallel wordt getrokken met de reële effecten van waardeverlies op de woningmarkt is met enige slagen om de arm te schatten dat het reële effect van overnames op het bbp minus 2 of zelfs 3 procent is (zie voor details: Schenk 2005). Indien deze schattingen ook maar enigszins juist zijn, impliceert dit dat een overnamegolf de gemiddelde jaarlijkse groei van het bbp danig kan aantasten.

De herstructureringscarrousel

Waarom verlustigen ondernemingen zich periodiek – in golven – dan toch in overnames waarvan de statistiek voorspelt dat ze zullen mislukken? Er is hier sprake van een overnameparadox die voor neoklassieke economen een groot raadsel is, juist en vooral omdat het verschijnsel zich bij herhaling voordoet. Ondernemingen leren kennelijk niet van hun fouten, en de markt is niet bij machte om dat af te straffen – behalve wanneer we veronderstellen dat de markt zijn werking doet gelden via recessies, maar ook dat zet een belangrijk deel van de neoklassieke theorie op losse schroeven.

De werkelijkheid tast ook het geloof in de efficiëntie van de markt voor bestuurstitels ('the market for corporate control') aan. Overnames worden in de bijbehorende theorie, voor het eerst in kaart gebracht door Marris (1964), gezien als het middel waarmee het vrijemarktmechanisme minder efficiënte ondernemingen tot de orde roept. Efficiënte ondernemingen zien, zo luidt deze theorie, een kans om – gemotiveerd door het aan hen toegeschreven winstmaximalisatiestreven – via overname hun superieure management over te brengen naar minder efficiënte ondernemingen, waardoor deze tot hogere efficiëntie kunnen worden gebracht, tot nut van de overnemende partij en tot nut van de economie. In de praktijk blijkt daar echter weinig van. Over-

namedoelwitten behoren doorgaans tot de beter presterende ondernemingen in een sector, terwijl men op grond van de theorie zou verwachten dat juist minder presterende ondernemingen doelwit van overname worden. De overnamemarkt zou dus wel eens een perverse markt kunnen zijn, dat wil zeggen een markt waarin juist minder efficiënte ondernemingen actief zijn als overnemende partij.

Het is duidelijk dat er meer aan de hand is dan de neoklassieke economie veronderstelt. Een alternatieve verklaring begint bij het in kaart brengen van de omgeving waarin ondernemingen die zich actief op overnames richten opereren. Het gaat daarbij vooral om grote, beursgenoteerde ondernemingen. Deze ondernemingen opereren in sectoren waarin de marktconcentratie zeer hoog is (zie Pryor 2002). Zo is het wereldmarktaandeel van de grootste acht ondernemingen in de auto-industrie, de staalindustrie, de farmaceutische industrie en de ICT-industrie groter dan 50 procent. Het aandeel van de grootste vier Amerikaanse banken op de depositomarkt steeg van 10 procent in 1990 tot 27 procent in 2004 en ruim 35 procent in 2009, op een totaal van bijna 8500 onafhankelijke banken in dit laatste jaar. De grootste vijf banken namen in de vs al in 2004 61 procent van de markt voor beursgangen (Initial Public Offerings) voor hun rekening, 56 procent van de markt voor het plaatsen van obligaties en 57 procent van markt voor het arrangeren van overnames. Sedert 2004 is hun aandeel naar alle waarschijnlijkheid verder gegroeid, niet in de laatste plaats door de overnames die door de overheid werden afgedwongen in het kader van de grootschalige overheidssteun in de jaren 2007-2010, waaronder de overname van de giganten Merrill Lynch door de Bank of America voor us\$ 50 miljard en Wachovia door Wells Fargo voor us\$ 15 miljard.

Aangezien de meeste grote ondernemingen sterk gediversifieerd zijn, suggereren ook schattingen van de zogenaamde geaggregeerde concentratie dat deze ondernemingen opereren in een 'world of their own'. In de meeste

ontwikkelde economieën beloopt het aandeel van de honderd grootste ondernemingen (de meest gebruikte maatstaf voor geaggregeerde concentratie) in de industrie immers 40 procent of meer. En zelfs indien grote bedrijven niet met elkaar concurreren in dezelfde markt voor producten of diensten, concurreren zij wel met elkaar op de beurs.

De omgeving waarin de belangrijkste spelers van de overnamewereld opereren is daarmee een omgeving waarin de aantallen ondernemingen zo klein zijn, dat men gedwongen wordt elkaar nauwgezet te observeren. Een enkele succesvolle actie van de ene onderneming kan immers al heel snel negatieve consequenties hebben voor de concurrentiepositie van de andere. In de neoklassieke economie wordt in een dergelijke situatie gevreesd dat ondernemingen zullen overgaan tot kartelvorming. Overnames zouden kunnen leiden tot aantasting van de concurrentie-intensiteit. Maar wellicht is een ander mogelijk effect zwaarwegender.

Om dit in te zien maak ik gebruik van een casus: wat zal er waarschijnlijk gebeuren indien onderneming A de overname van onderneming Z bekendmaakt? De andere ondernemingen B ...n in wat hier een strategische groep kan worden genoemd ($n = \text{klein}$) hebben in principe twee opties:

- 1 Stel dat de overname van Z een succesvolle zet zal blijken (de kans daarop is, gegeven de hierboven aangehaalde statistiek, hoogstens 35 procent, maar niet nul) en dat B ...n ($n = \text{klein}$) niet hebben gereageerd. In dat geval zal A een concurrentievoordeel hebben gecreëerd. In de literatuur wordt gesproken van een 'first mover advantage'. B ...n zullen het achteraf betreuren dat zij niet hebben gereageerd.
- 2 Stel dat de overname van Z niet succesvol zal blijken, maar dat B ...n ($n = \text{klein}$) hebben gereageerd door eveneens het overnamepad op te gaan. Gelet op hetgeen hierboven is gesteld, is de kans groot dat deze laatstgenoemde overnames evenmin succes-

vol zijn. Achteraf zullen al deze ondernemingen betreuren dat zij de overnames hebben gedaan.

Nemen we nu aan, dat de spijt die B ...n voelen bij optie 1 gelijkstaat aan x en dat deze spijt bij optie 2 gelijkstaat aan y . Indien $x > y$, en B ...n lage spijt boven hoge spijt prefereren, dan zullen zij optie 2 prefereren boven optie 1. De vraag is dus of x daadwerkelijk groter is dan y . Dat is plausibel. In het eerste geval lopen B ...n aan tegen een concurrentieachterstand die alsnog gepareerd zal moeten worden, met kosten die waarschijnlijk oplopen met de duur van de periode waarin reacties uitblijven. In het tweede geval zullen bedrijven hun ontevredenheid kunnen delen – gedeelde smart is halve smart. Zij kunnen zich verweren tegen kritiek achteraf door erop te wijzen dat ze slechts deden wat opportuun leek. Voor dit gedrag is de term 'minimax-spijtgedrag' geïntroduceerd: uit een spijtverzameling kiezen ondernemingen de optie waarbij de spijt het laagst is. Ondernemingen die opereren in een omgeving waarin zij te maken hebben met een klein aantal concurrenten, verzekeren zich door imitatie tegen verwijten van belanghebbenden, waaronder in de eerste plaats de aandeelhouders die de waarde van hun investering zien afnemen.

Het is van belang om op te merken dat dit type imitatie strategisch rationeel is: gegeven de situatie is het verstandig om voor optie 2 te kiezen. Economisch rationeel is het echter zeker niet, althans wanneer deze rationaliteit gedefinieerd wordt volgens de neoklassieke theorie. De implicatie is dat ondernemingen gevangen kunnen raken in een strategisch interactiespel dat van kwaad tot erger leidt. Overnames worden onder deze condities een vanzelfsprekende reactie op overnames door concurrenten, ze worden 'normaal', ook al weten partijen dat de kans op succes klein is. Dergelijke overnames, dat moge duidelijk zijn, kan men kwalificeren als speculatieve investeringen. Omdat er een duidelijk strategische component in het spel is, spreek ik doorgaans van 'puur strategische overnames'.

Ook voor ondernemingen die geen minimax-spijtstrategie volgen is het, voor zover zij beursgenoteerd zijn, een strategisch rationele keuze om deel te gaan nemen aan een overnamegolf. De kans dat zij zelf doelwit worden van een overname neemt immers parallel aan de wassende overnamegolf toe. Indien zij zich daartegen willen verdedigen rest slechts het verwerven van omvang. De enige effectieve barrière tegen overname is immers gelegen in relatieve omvang en niet in relatief hoge efficiëntie of winstgevendheid, zoals nog verondersteld werd door de eerder genoemde theorie van de markt voor bestuurstitels. De intensiteit van de overnamegolf, en daarmee het zichzelf versterkend effect, wordt door deze defensieve overnames slechts groter.

Een overnamegolf stagneert zodra in brede kring duidelijk wordt dat overnames in overgrote mate mislukken en er geen waarde wordt gecreëerd, terwijl juist dat nodig zou zijn om het spel levend te houden. Bovendien worden doelwitten steeds duurder als gevolg van de beurshausse die voortvloeit uit uitbundig overnamegedrag.

Overzien we de geschetste ontwikkelingen, dan is het mogelijk om te spreken van een herstructureringscarrousel (zie schema 1). Om deze carrousel op gang te krijgen is het noodzakelijk dat ondernemingen het zich kunnen veroorloven om strategische overnames te doen. Dit is een noodzakelijke maar geen voldoende voorwaarde. De carrousel wordt aan het draaien gebracht door een klein aantal in het oog springende overnames (fase 2). Deze overnames kunnen economisch rationeel zijn. Ze zorgen voor onrust bij hun concurrenten die zich de vraag stellen die hierboven is aangegeven. Minimax-spijt en, vervolgens, defensieve routines leiden tot de geschetste explosieve ontwikkeling van het aantal strategische overnames (fase 3). In fase 4 stagneert de overnamemarkt omdat de spelers geconfronteerd worden met de sombere economische werkelijkheid. Dan begint een curatieve fase. Veel overgenomen bedrijven worden weer gedesinvesteerd, gevormde conglomeraten wor-

den opgesplitst, met name in deze eeuw met behulp van 'leveraged buy outs', dat wil zeggen met relatief veel leningen die door private equity-bedrijven zijn afgesloten met de uit te kopen onderneming als onderpand (fase 5).

Het optreden van private equity-bedrijven lijkt zo een efficiënt middel om eerdere ontsporingen op de overnamemarkt te corrigeren. Het is helaas een riskant middel. Doordat de aangegane leningen worden geplaatst op de balans van de overgenomen onderneming, krijgt deze plotseling te maken met omvangrijke aflossings- en renteverplichtingen. Voorstanders menen dat dit de overgenomen onderneming aanzet tot wenselijke efficiëntiemaatregelen en/of tot maatregelen die de kasstroom opjagen. Maar er kan ook sprake zijn van bezuinigingen die het voortbestaan van de onderneming op de lange termijn onder druk zetten. In de praktijk blijkt dat vele ondernemingen die via een LBO in andere handen zijn overgegaan hun toevlucht zoeken tot bezuinigingen op vooral langetermijninvesteringen, in het bijzonder op investeringen in spur- en ontwikkelingswerk. Dit blijkt de kans op faillissement, in vergelijking met soortgelijke ondernemingen die via een 'normale' overname in andere handen zijn overgegaan, gemeten over een periode van zo'n twintig jaar, met een factor van meer dan drie te verhogen.

Schema: De herstructureringscarrousel

Fase 1	Preliminare fase Een bloeiende economie zorgt voor het beschikbaar komen van de noodzakelijke financiële middelen (kasmiddelen; leencapaciteit)
Fase 2	Ontlokkingsfase (of Alarmfase) Een klein aantal in het oog springende overnames zorgt voor onrust en activeert adviseurs en zakenbankiers

Fase 3	Reactieve fase Minimax-spijt en defensieve routines leiden tot explosief groeiend aantal overnames
Fase 4	Verzadigingsfase De groei van het aantal overnames wordt afge remd door uitblijvende rendementen c.q. gebrek aan meerwaarde
Fase 5	Herstelfase Ondernemingen die actief zijn geweest in de markt voor bestuurstitels voeren op grote schaal bezuinigingen door, mede door middel van het weer ongedaan maken van eerdere overnames; intrede van private equity ('leveraged buy outs')
Fase 6	Normalisatiefase Het aantal overnamedoelwitten neemt weer toe

Beleidsimplicaties

Uit het voorgaande volgt, dat het optreden van puur strategische overnames onvermijdelijk is in een vrijmarkteconomie waarin markten worden gekenmerkt door hoge concentratie, of anders gezegd: waarin ondernemingen het zich niet kunnen veroorloven om een overname door een van hen onbeantwoord te laten. Excessief overnamedrag – excessief vanuit het gezichtspunt van de economie als geheel – wordt dan snel de norm. De open markt voor bestuurstitels wordt geperverteerd door zulke overnames. Waar de theorie die ten grondslag ligt aan de open markt veronderstelt dat overnames een middel zijn ter bevordering van de efficiën-

tie van de maatschappelijke voortbrenging, zullen sommige ondernemingen juist de vlucht naar voren kiezen, niet in de laatste plaats ondernemingen die juist onderpresteren.

Het is betreurenswaardig dat het beleid, zowel in de vs als in de eu, al enkele decennia tracht om de markt voor bestuurstitels opener te maken dan deze voorheen was. In 2004 is in Europa de 13de Richtlijn, de zogenaamde Take-over Directive, van kracht geworden die tot doel heeft het gemakkelijker te maken om ondernemingen tegen de wens van het management over te nemen. Alhoewel deze richtlijn aanzienlijk zwakker is dan oorspronkelijk de bedoeling van toenmalig eurocommissaris Bolkestein was, spreken de voorbereidende documenten boekdelen. Beschermingsconstructies, dat wil zeggen constructies die ondernemingen in de loop der tijd hadden bedacht om zich te kunnen weren tegen een ongewenste overname, dienen zoveel mogelijk te worden afgeschaft. Nog steeds wordt de Overnamerichtlijn door de Europese Commissie gezien als een eerste stap in de richting van verdere liberalisering van de markt voor bestuurstitels. Alhoewel men mag aannemen dat het niet de bedoeling van de Commissie is geweest om mogelijkheden tot pervertering van de markt voor bestuurstitels te verruimen, is dit dus wél een effect ervan. Gevreesd moet worden dat de Commissie, en haar belangrijkste adviseur in dit opzicht, de High Level Group of Company Law Experts onder leiding van de Nederlandse jurist J. Winter, zich heeft laten leiden door een overdreven geloof in de reinigende werking van vrije markten (Nenova en Schenk 2011).

Met betrekking tot het concentratietoezicht – in Europa de Merger Control Regulation uit 1989 – geldt helaas hetzelfde. Dit toezicht was oorspronkelijk bedoeld om een barrière op te werpen tegen overnames die de schepping van maatschappelijke welvaart in gevaar brengen, in de vs zelfs om te voorkomen dat er ondernemingen zouden ontstaan die zo groot waren dat zij een bedreiging voor de democratie zouden kunnen vormen. Onder invloed van het neoklas-

sieke micro-economisch denken zijn deze doelstellingen al snel vertaald in termen die de autoriteiten uitsluitend mogelijkheden geven om overnames te toetsen aan het consumentenbelang. Hoe groot de economische ravage ook moge zijn die wordt aangericht door een overname, zolang deze overname het prijsniveau op een markt en de keuzemogelijkheden voor de consument niet ernstig aantast, passeert zij de beoordelingsprocessen. In jargon: het bestaande concentratietoezicht toetst overnames op aantasting van de allocatieve efficiëntie, niet op aantasting van de productieve en dynamische efficiëntie.

Opnieuw mag niet worden aangenomen dat de autoriteiten de bedoeling hadden dergelijke overnames geen strobreed in de weg te leggen. Maar dat is wél het effect van de ingevoerde wetten en regels. Te gemakkelijk is men ervan uitgegaan, dat ondernemingen in een markteconomie slechts twee soorten overnames kunnen nastreven: overnames die het bedrijfsresultaat bevorderen doordat zij de benutting van schaalvoordelen in de productie, respectievelijk dienstverlening, mogelijk maken, dan wel overnames die resultaatverbetering realiseren door de benutting van marktmacht. Dat de markt ook puur strategische overnames toestaat wordt in de neoklassieke theorie niet mogelijk geacht. En juist die overnames hebben ernstige gevolgen voor de economie.

De overnameregulering en het concentratietoezicht zijn toe aan een fundamentele heroverweging. Ondernemingen zal onder bepaalde condities moeten worden toegestaan om zich te wapenen tegen ongewenste overnames door middel van beschermingsconstructies. En het concentratietoezicht zal moeten worden verrijkt met een toets op het algemeen belang.

Het ligt ook in de rede de positie van werknemers ter zake van overnames te versterken. Momenteel hebben ondernemingsraden in dit opzicht slechts een adviserende bevoegdheid (De Groot 2011), terwijl de belangen van werknemers mogelijk nog directer in het geding zijn dan geldt ten aan-

zien van het algemeen belang. Ook indien een overname-doelwit beschikt over beschermingsconstructies kunnen bestuurders besluiten toch akkoord te gaan met een overname, ook al is zulks niet in het belang van de onderneming. In de praktijk worden immers niet-geringe bonussen in het vooruitzicht gesteld om hen tot een akkoord te bewegen. Zo werden aan de aanvankelijk tegenstribbelende bestuurders van Mannesmann extra premies ten bedrage van ca. € 60 miljoen, waarvan de helft voor de voorzitter, uitgekeerd bij de eerder genoemde overname door Vodafone. Dit geldt ipso facto ook voor de werknemers van een overnemende partij.

Besluit

In deze bijdrage heb ik proberen duidelijk te maken, dat een belangrijke oorzaak van recessies, en van de huidige financiële crisis, is gelegen in de vrijheid die ondernemingen hebben gekregen om economisch onnutte overnames te doen. Dergelijke overnames – de efficiënte niet te na gesproken – zijn een natuurlijk verschijnsel in een economie waarin we te maken hebben met ‘small number games’. Het betreft hier niet alleen markten voor goederen en diensten maar ook de markt waarop ondernemingen genoteerd zijn, de beurs. Daar concurreren zij om de middelen die door investeerders beschikbaar worden gesteld, en voor hun gunsten.

De financiële crisis is tot dusver vrijwel uitsluitend begrepen als het resultaat van zaken die misgingen op financiële markten, in het bijzonder bij de hoofdrolspelers op die markten: banken. Dat is niet onjuist. Het is wel onvolledig. Ook in de in deze bijdrage geschetste verbanden spelen banken een belangrijke rol. Ik heb kort aangestipt dat vooral investeringsbanken een actieve, en zeer lucratieve rol spelen in het arrangeren en faciliteren van overnames. De investeringsbancaire afdelingen en dochters van Nederlandse banken hebben hier stevig aan meegedaan. Gelet op het structureel grote aantal mislukkingen van deze overnames

waren, en zijn, banken dus ook in dit opzicht speculatief bezig. Het is wellicht moeilijk na te gaan of banken hier een louter dienstverlenende rol spelen – in de zin dat zij slechts op afroep beschikbaar zijn wanneer hun klanten een overname in gedachten hebben – of een initiërende rol. Misschien is dat ook niet zo belangrijk. Waar het uiteindelijk om gaat, is dat de politiek, in de zin van wet- en regelgever, niet alleen naïef is geweest ten opzichte van wat vrije markten vermogen in de financiële dienstverlening, maar ook daarbuiten, in de niet-financiële sectoren.

Noten

- 1 Vrijwel alle transacties die aangeduid worden als een ‘fusie’ betreffen in feite een ‘acquisitie’ of overname (al dan niet na verkregen instemming van de zijde van het management van de overgenomen onderneming).
- 2 Voor uitgebreidere behandeling van bestanddelen van deze bijdrage, alsmede voor gedetailleerde literatuurverwijzingen, zie Schenk (2006 en 2008).
- 3 Merk op dat de beurswaarde een perceptiegrootte is: zij vertegenwoordigt wat het collectief van beleggers *meent* dat een onderneming waard is, waarbij volgens de theorie rekening is gehouden met toekomstige omstandigheden (en dus toekomstige opbrengsten of kosten).

Literatuur

- Crotty, J. en D. Goldstein (1993). ‘Do us financial markets allocate credit efficiently? The case of corporate restructuring in the 1980s’, in: Dymski G., Epstein E., Pollin R. (eds.), *Transforming the us Financial System. Equity and Efficiency for the 21st Century*, pp. 253-286, New York: M.E. Sharpe
- Groot, C. de (2011). ‘Involvement of Works Councils in Corporate Strategic Decision Making in the Netherlands’, in: Oostwouder W. en Schenk H. (red.), *Corporate Governance: Current issues and the financial crisis*, pp. 49-67, Deventer: Kluwer
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of ‘Managerial’ Capitalism*, Londen: Macmillan

- Nenova, T. en H. Schenk (2011). ‘Europe’s Takeover Directive and the Takeover Market: Some fundamental issues’, in: Oostwouder, W. en H. Schenk (red.), *Corporate Governance: Current issues and the financial crisis*, pp. 97-119, Deventer: Kluwer
- Pryor, F.L. (2001). ‘Dimensions of the Worldwide Merger Wave’, in: *Journal of Economic Issues*, Vol. 30 (4), pp. 825-839, Armonk: M.E. Sharpe
- Ravenscraft, D.J. en F.M. Scherer (1987). *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Washington D.C.: Brookings Institution
- Schenk, H. (2005). ‘Organisational Economics in an Age of Restructuring, or: How Corporate Strategies Can Harm Your Economy’, in: De Gijssel, P. en H. Schenk (eds.), *Multidisciplinary Economics*, pp. 333-365, Dordrecht: Springer
- Schenk, H. (2006). ‘Mergers and concentration policy’, in: Bianchi P. en Labory S. (red.), *International Handbook on Industrial Policy*, pp. 153-179, Cheltenham: Edward Elgar
- Schenk, H. (2007). ‘Hefbomen van het moderne financierskapitalisme’, in *Ondernemingsrecht* (5), pp. 180-185
- Schenk H. (2008). ‘Firms, managers, and restructuring-implications of a social economics view’, in: Davis J. en Dolfsma, W. (red.), *The Elgar Companion to Social Economics*, pp. 348-369, Cheltenham: Edward Elgar

Additionele bronnen

- Bloomberg (4 maart 2010), [www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=amySc2iSiW9cFederal Deposit Insurance Corporation, www2.fdic.gov/SOD/disabled.asp](http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=amySc2iSiW9cFederal%20Deposit%20Insurance%20Corporation,%20www2.fdic.gov/SOD/disabled.asp).
- Finance Buff, <http://thefinancebuff.com/top-10-banks-in-united-states.html> (21 januari 2009).

En nu de reële economie. Naar een probleemgericht industriebeleid

Ben Dankbaar

De uitdrukking ‘reële economie’ is voor veel krantenlezers ongetwijfeld een verrassing geweest. Plotseling was er sprake van dat ‘de crisis zou overslaan naar de reële economie’. Hoezo? Is de financiële economie dan niet reëel? Die bestaat toch niet alleen maar in onze verbeelding? Natuurlijk snapt de krantenlezer op een gegeven moment wel dat hier een onderscheid gemaakt wordt tussen aan de ene kant een economie waarin ‘echte’ goederen en diensten worden geproduceerd, die door consumenten en bedrijven geproduceerd, gekocht en geconsumeerd worden, en aan de andere kant een economie waarin het puur en alleen maar over geld gaat. Maar het beeld van twee economieën blijft merkwaardig, omdat het natuurlijk maar om één economie gaat. Verderop zullen we het dan ook over de financiële sector en de reële sector hebben. Het nadeel van het spreken van sectoren is echter dat het lijkt alsof de economie een soort taart is die je in gelijksoortige punten kunt snijden, terwijl er toch een fundamenteel verschil bestaat tussen de financiële economie en de reële economie. Zonder reële economie zou de financiële economie geen reden van bestaan hebben; zonder financiële economie kan de reële economie nauwelijks functioneren.

Geld van geld maken

De financiële economie is er in principe om de reële economie mogelijk te maken. Heel simpel gezegd: banken verzamelen geld bij mensen die het op dit moment niet nodig hebben en lenen het uit aan mensen die het wel nodig hebben. Karl Marx benadrukte al dat in een kapitalistische economie alles begint met geld en eindigt met (meer) geld. Geld dat productief wordt belegd, wordt ‘kapitaal’ genoemd. Kapitaal wordt geïnvesteerd in reële activiteiten, die (door uitbuiting van de arbeiders, zo stelde Marx) uiteindelijk meer geld opleveren dan erin gestoken is. Oftewel: geld wordt omgezet in waren en die weer in (meer) geld. Volgens Marx was dat een verstrekkend verschil met eerdere economische stelsels, waarin geld primair een ruilmiddel was: waren werden omgezet in geld en geld weer in (andere) waren. In het kapitalisme streeft het geld in de vorm van kapitaal ernaar zich steeds te vermeerderen – en zoals bekend kun je van geld anders dan van waren nooit genoeg hebben (Marx 1970, hoofdstuk 4).

Banken organiseren de kapitaalmarkt. Daar gebeurt natuurlijk meer dan alleen maar spaargeld doorgeven. Banken bemiddelen ook tussen mensen die geld hebben en bedrijven en overheden die aandelen willen verkopen of obligaties willen uitgeven. Het bijzondere van aandelen en obligaties is dat ze weer verhandelbaar zijn, waardoor de belegger weliswaar (indirect) in machines en gebouwen investeert, maar het geld ook (meestal) zonder problemen weer uit het bedrijf kan terugtrekken door de aandelen of obligaties aan een ander te verkopen (Ferguson 2009; Micklethwait & Wooldridge 2005).

Anders dan in de tijd van Marx is de categorie mensen die spaargeld naar de bank brengen niet min of meer identiek aan de groep mensen die geld bij de bank lenen om het te investeren. In de tijd van Marx waren dat allemaal ‘kapitalisten’. Niet alleen zijn er nu veel goed verdienende werkne-

mers die spaarrekeningen hebben, maar bijna alle werknemers hebben via hun pensioenvoorzieningen geld belegd in aandelen en obligaties. Bij een financiële crisis zijn het niet meer alleen de rijken die spectaculair failliet gaan, maar ook en misschien wel juist de ‘gewone’ mensen die hun spaargelden verliezen en geconfronteerd worden met korting op hun pensioenen. Dat maakt een analyse van de sociale implicaties van een economische crisis ingewikkelder, maar het is geen reden om het verschil tussen financiële economie en reële economie helemaal overboord te gooien.

De verhouding tussen de financiële sector (lees: de mensen die geld naar de bank gebracht en/of belegd hebben en de bankiers die dat geld voor hen beheren) en de reële sector (lees: de mensen die hun geld en dat van anderen gestoken hebben in voorraden, machines, gebouwen en verplichtingen om lonen en salarissen te betalen en de managers die die investeringen beheren) is natuurlijk niet zonder spanningen. De mensen in de financiële sector willen een zo groot mogelijke opbrengst voor hun inleg en dus een hoge rente op hun spaargeld en hoge winstuitkeringen op hun aandelen; de mensen in de reële sector betalen liefst helemaal geen, maar in elk geval een zo laag mogelijke rente op hun leningen en gebruiken de winst liever voor andere doeleinden (hogere consumptie, maar ook bekostiging van investeringen uit eigen middelen). Uiteindelijk gaat het daarbij om de verdeling van de brutowinst die in de reële economie gemaakt wordt. Meer dan dat valt er niet te verdelen.

Financiële innovatie

De omweg via beleggingen in de reële economie is natuurlijk lastig voor de bankiers en hun klanten, want daar hebben ze verder geen greep op. Het is veel aantrekkelijker om van geld meer geld te maken zonder die omweg. De kapitaalmarkt biedt daartoe mogelijkheden. Dat begint met het gegeven dat bankiers meer geld uitlenen dan ze aan spaargel-

den ontvangen hebben. Dat levert geen problemen op, zolang de meeste leningen met rente worden terugbetaald en niet iedereen tegelijk zijn spaargeld uitbetaald wil krijgen. Het vermogen om op deze manier geld te creëren en bedrijven van kapitaal te voorzien is een belangrijk onderdeel van de kapitalistische dynamiek. Interessanter nog is de mogelijkheid om ‘waarde’ te creëren op de markt voor waardepapieren. Aandelen, obligaties, schuldbekentenissen, opties en beloften om papieren tegen een bepaalde prijs te kopen of te verkopen kunnen immers in prijs stijgen zonder dat daar een verandering in de reële economie tegenover staat.

De geschiedenis van het kapitalisme kent tal van periodes waarin grote winsten worden gemaakt door de aan- en verkoop van waardepapieren. Aandeelhouders kunnen niet alleen profiteren van winstuitkeringen door de bedrijven waarin ze geïnvesteerd hebben, maar ook van de stijging van de waarde van de aandelen. In de afgelopen decennia is sprake geweest van toenemende druk vanuit de financiële economie op bedrijven in de reële economie om toch vooral niets te ondernemen wat de waarde van de onderneming negatief zou kunnen beïnvloeden. En om ervoor te zorgen dat managers dit zouden doen, werden ze beloofd met aandelenopties, waardoor ze een belang hadden bij stijgende koersen van het aandeel. In de praktijk betekende dat vaak dat managers minder risico gingen nemen en minder in langetermijnresearch en -innovatie investeerden. Analisten hebben dit wel de ‘financialisering’ van de reële economie genoemd (Erturk et al. 2008).

Er zijn steeds weer nieuwe manieren verzonnen om geld van geld te maken. In de afgelopen jaren werd dat vol bewondering financiële innovatie genoemd. Zo kan het gebeuren dat de reële economie 3 procent groeit, terwijl het kapitaal in dezelfde periode wel met 30 procent of meer in waarde groeit. Slechts een klein gedeelte van die gestegen waarde wordt omgezet in vraag naar reële goederen en diensten. Anders zou de inflatie snel stijgen en dat is niet de bedoeling. De

banken hebben immers veel geld uitstaan tegen een vaste rente en die leningen worden bij hoge inflatie steeds minder waard. Wat in waarde stijgt, dat zijn de vermogens: waardepapieren, aandelen en andere eigendomsbewijzen, maar ook gebouwen, waarvan de prijzen geheel los van de reële economie een duizelingwekkende ontwikkeling doormaken. Alles kan onderwerp worden van financiële speculatie – met als beroemd historisch voorbeeld de manie rond tulpen in het vroegkapitalistische Nederland (Pavord 2003).

Iedereen weet dat tegenover deze stijgende waarden geen overeenkomstige groei van reële goederen en diensten staat, maar zolang niemand probeert deze waarden in reële goederen en diensten om te zetten, is er niks aan de hand. Ondertussen laten de bankiers zich voor deze toverkunsten dik betalen. Er is dan sprake van een herverdeling van de winst uit de reële economie ten gunste van de kapitaalbezitters en de kapitaalbeheerders. Totdat de zeepbel klappt. Dan stort het financiële kaartenhuis ineen, de waardepapieren blijken opeens niets meer waard, de prijzen van gebouwen duikelen naar beneden, leningen worden niet terugbetaald, ‘het vertrouwen is weg’ en de banken hebben plotseling geen middelen meer op grond waarvan zij nog die fundamentele functie kunnen vervullen waarvoor ze eigenlijk bestaan: leningen verstrekken. Dan slaat de financiële crisis over naar de reële economie.

Teruglopende investeringen

Wat gebeurt er wanneer de crisis overslaat? Er zijn verschillende mechanismen die in dit verband relevant zijn, maar hier wil ik vooral de aandacht vestigen op het teruglopen van investeringen in de reële economie (vgl. den Butter 2011). Die lopen terug doordat de banken minder in staat en bereid zijn geld uit te lenen, maar ook doordat geplande investeringen worden uitgesteld. Wanneer iedereen verwacht dat de economie langzamer zal groeien of zelfs krimpen, zullen in-

vesteringen in nieuwe machines en gebouwen teruglopen. Consumenten besluiten om de aanschaf van duurzame consumptiegoederen (auto's, elektronica, witgoed, keukens, meubilair) maar een jaartje of twee uit te stellen als de baan-zekerheid afneemt. De producenten van die goederen zullen hun plannen voor investeringen en product vernieuwing bijstellen en minder machines, maar uiteraard ook minder onderdelen en grondstoffen afnemen. Zo leidt het instorten van een papieren kaartenhuis uiteindelijk tot een forse inkrimping in de bedrijfstakken die investeringsgoederen (machines, computers, gebouwen) en duurzame consumptiegoederen (auto's, woningen) maken. Die bedrijfstakken nemen vervolgens weer minder diensten af, waardoor ook in de dienstensector (opleidingen, advies, financiering) de vraag afneemt, enzovoort.

De connectie tussen de crisis in de financiële economie en die in de reële economie verloopt dus in belangrijke mate via de bedrijfstakken die investeringsgoederen en duurzame consumptiegoederen produceren en uiteraard ook via de bedrijfstakken die hun weer grondstoffen en energie leveren. Voor rijke landen als Nederland is dat een probleem, omdat onze industrie nu juist gespecialiseerd is in dat soort goederen, vooral in machines en apparaten en chemische producten. Met uitzondering van voedingsmiddelen worden er in rijke landen niet al te veel consumptiegoederen voor dagelijks gebruik meer geproduceerd. Internationaal gezien hebben landen als Nederland zich gespecialiseerd in producten waar veel hoogwaardige kennis voor nodig is, die in kleine aantallen worden geproduceerd, vaak in nauwe interactie met de klant, en/of die zeer kapitaalintensieve productie-installaties vereisen, waardoor arbeidskosten relatief van minder belang zijn vergeleken met transportkosten.

Dat wil overigens niet zeggen dat alle industriële bedrijven in Nederland ‘high tech’ zijn. Er zijn nog veel ‘low tech’-bedrijven, die veelal (maar niet uitsluitend) voor klanten in Nederland produceren en daar een goede boterham mee

verdienen. Bedrijven worden 'low tech' genoemd, omdat ze in een bedrijfstak zitten waarin relatief weinig aan research wordt gedaan, maar het kunnen toch bedrijven zijn die zeer geavanceerde technieken gebruiken. Flexibele bedrijven, die snel relatief simpele producten in de gewenste hoeveelheid en (hoge) kwaliteit kunnen leveren zijn een niet onbelangrijk deel van het ecosysteem van de hightechindustrie.

Overheden hebben van alles gedaan om te voorkomen dat de crisis zou overslaan. Banken moesten in staat gesteld worden om geld te blijven lenen aan bedrijven die dat nodig hadden. Nadat de crisis toch was overgeslagen, werden industriële bedrijven ondersteund, in Nederland bijvoorbeeld door het gebruik van regelingen voor deeltijdwerkloosheid en door de kenniswerkersregeling, die het mogelijk maakte om personeel uit de onderzoeks- en ontwikkelingsafdelingen tijdelijk te parkeren bij onderzoeksinstellingen als TNO en bij universiteiten. Wat die beide regelingen gemeenschappelijk hebben, is dat ze bedrijven in staat stellen om schaarse geschoolde werknemers vast te houden. Het vinden en vasthouden van geschoolde arbeidskrachten op alle niveaus is voor veel industriebedrijven een probleem.

Zouden we niet beter af zijn zonder industrie?

Dat het vinden van geschoolde arbeidskrachten voor de industrie zo'n probleem is, heeft te maken met het feit dat relatief weinig jongeren kiezen voor technische of bètaopleidingen – en lang niet allen die die keuze maken, komen in de industrie terecht. De gevoeligheid van de industrie voor economische golfbewegingen speelt daarbij ook een rol. De werkgelegenheid bij industriebedrijven beweegt wat heftiger dan in andere sectoren van de economie. Bovendien hebben deze bedrijven vaak nog een wat traditionele arbeidsorganisatie, bijvoorbeeld doordat werkzaamheden gebonden zijn aan het bedienen van machines en er fysieke producten van de ene werknemer aan de andere worden

doorgegeven. Daardoor zijn allerlei concepten uit 'het nieuwe werken' (flexibele werktijden, virtuele werkplekken) in een industrieomgeving niet zo gemakkelijk toepasbaar. Voor sommige werknemers maakt dat de industrie minder aantrekkelijk als werkgever. De crisis van de afgelopen jaren heeft weliswaar duidelijk gemaakt dat massaontslagen ook in andere sectoren en zelfs in de financiële sector kunnen vallen, maar dat heeft de populariteit van de industrie nog niet echt verhoogd. De vraag rijst, of we niet beter af zijn zonder zo'n 'ouderwetse' sector.

In brede kring bestaat de indruk dat de industrie een aflopende zaak is. De consument die in een warenhuis naar de herkomst van de aangeboden waren kijkt, krijgt de indruk dat er in Nederland niets meer gemaakt wordt. Hij koopt schoenen uit Thailand, t-shirts uit Vietnam, staafmixers en dvd-spelers uit China, en computers uit Taiwan. Dat er in Duitsland nog auto's gemaakt worden, dat weten we, maar gevraagd naar Nederlandse producten komt de consument vaak niet verder dan Peijnenburg-ontbijtkoek. Toch is de waarde van de industriële productie in Nederland in de afgelopen decennia gestaag toegenomen (even afgezien van het crisisjaar 2009; vgl. ING 2011). Datzelfde is van toepassing op het land dat geldt als het meest gedeïndustrialiseerde land ter wereld, de Verenigde Staten. In dollars uitgedrukt was de omvang van de industriële productie in de vs in 2010 groter dan die van China! Of anders gezegd: drie kwart van de industriële consumptie in de vs werd geproduceerd in de vs! (Kaushal et al. 2011)

Hoe zit dat dan met de deïndustrialisatie? Het is een feit dat een steeds kleiner percentage van de beroepsbevolking in de maakindustrie werkt. Vaak wordt gedacht dat dat komt doordat de industrie naar andere landen is verhuisd, maar dat is maar een klein deel van het verhaal. Een veel belangrijker verklaring is de constant stijgende productiviteit in de industrie. We kunnen nu dezelfde hoeveelheid producten maken met veel minder mensen dan 10, 20 jaar geleden. In de

dienstensector stijgt de productiviteit veel minder hard of zelfs helemaal niet. Het gevolg is dat de consument voor een gelijkwaardige fiets of computer veel minder geld kwijt is dan twee jaar geleden. Voor een knipbeurt bij de kapper betalen we daarentegen juist meer dan tien jaar geleden. Dat het inkomen (de koopkracht) per hoofd van de bevolking stijgt is het gevolg van de gestegen productiviteit in met name de industrie. Van dat gestegen inkomen geven we een steeds groter deel aan diensten uit, zonder dat we ook daadwerkelijk altijd meer diensten kopen (Chang 2010).

Dat de industrie minder belangrijk is in termen van werkgelegenheid, wil dus niet zeggen dat de industrie economisch gezien minder belangrijk is geworden. Integendeel: de maakindustrie blijft een belangrijke motor achter de gehele economie, interessant genoeg in Nederland samen met de ook al zo vaak afgeschreven agrarische sector. Voor beide geldt dat zij steeds een sterke productiviteitsstijging laten zien. Zoals gezegd kan er zonder productiviteitsstijging geen sprake zijn van stijgende inkomens, tenzij er meer uren gewerkt wordt. Producten van de maakindustrie zijn ook veel gemakkelijker te exporteren dan diensten. Diensten worden vaak in interactie met de klant geleverd. Hoewel er tegenwoordig gemakkelijker dan vroeger via internet en andere media ook met buitenlandse klanten gecommuniceerd kan worden, blijft persoonlijke interactie in de dienstverlening op internationale schaal o.a. door taal- en cultuurverschillen moeilijk te realiseren. De toeristische sector 'exporteert' weliswaar diensten, maar dat komt doordat buitenlanders persoonlijk naar Nederland komen en hier diensten (hotels, gastronomie, rondleidingen, musea) afnemen.

De Nederlandse export bestaat voor het overgrote deel uit producten van de agrarische sector en de industrie – en ook bij de export van diensten speelt de technische sector in de vorm van ingenieursbureaus een belangrijke rol. Exporteren is belangrijk, omdat daarmee de middelen worden ge-

genereerd waarmee de importen betaald kunnen worden. Al die goedkope consumptiegoederen uit Oost-Azië worden uiteindelijk voor een belangrijk deel betaald met de exportprestaties van de Nederlandse industrie.

Natuurlijk is het groeiende dienstendeel van de economie belangrijk. Diensten zijn niet alleen van belang voor het welbevinden van de consument (de eerder genoemde kapper, de supermarkt, de hypotheekverstrekker, het restaurant, de servicebalie van de gemeente, de aanbieder van telecomdiensten), maar ook voor het functioneren van de industrie, die in de loop der jaren steeds meer diensten heeft uitbesteed (een andere oorzaak waardoor de industrie in de statistieken kleiner is geworden). En er is meer. Net zoals een bedrijf in samenhang met het gebruik van nieuwe technologieën ook de organisatie moet vernieuwen, moet de samenleving wegen vinden en spelregels opstellen om nieuwe technologieën zó te gebruiken, dat men er het meeste baat van heeft.

Hoe dat moet ligt niet vast, maar ontwikkelt zich met de tijd. Niemand kon 20 jaar geleden voorspellen wat het internet voor de maatschappij zou betekenen en wat er allemaal geregeld en georganiseerd zou moeten worden om de positieve kansen te benutten en de gevaren te vermijden. Een belangrijk deel van de dienstensector is bezig met alle processen van regeling, training, bezinning, onderzoek, opvang en ontwikkeling die nodig zijn om met steeds complexer en ondoorzichtiger wordende technologieën om te gaan. De industrie is de motor achter de technologische ontwikkeling. Zonder motor geen beweging. Maar om de wielen te laten draaien zijn er ook nog een transmissie en een versnellingsbak nodig. De dienstensector in zijn volle breedte (privaat en publiek) vervult die functies.

Het New York van Europa?

Zou Nederland op Europese schaal gezien niet tóch zonder industrie kunnen? Kan Nederland niet 'het New York van

Europa' worden? Zou Nederland zich niet gewoon moeten concentreren op handel, transport en bijbehorende dienstverlening en de industrie aan Duitsland overlaten (WRR 2003)? Zijn we niet 'een land van handelaren'? Er zijn diverse redenen om al deze vragen ontkennend te beantwoorden – nog even afgezien van het feit dat in deze vragen Nederland meestal wordt gereduceerd tot de Randstad. In de eerste plaats moeten we het belang van nationale grenzen ook in het moderne Europa niet onderschatten, hetgeen de debatten over de eurocrisis overigens duidelijk laten zien. Voor New York vormen de gehele Verenigde Staten het achterland. Mede daardoor is New York niet alleen het onbetwiste financiële centrum, maar ook het centrum voor journalistiek, uitgeverij, beeldende kunsten en cultuur in de vs. Daar valt voor Nederland in de relatie tot Europa niet aan te denken, maar ook in de zakelijke dienstverlening staan Nederlandse bedrijven in het eigen 'achterland' vanaf het begin op een achterstand vanwege verschillen in taal en cultuur – en dat wordt er niet beter op nu Nederlandse jongeren vrijwel geen Duits of Frans meer spreken. Dat Amsterdam bijvoorbeeld een belangrijk financieel centrum zou kunnen worden als er geen industriële bedrijven in Nederland zijn die daarvan gebruik zouden willen maken, is een illusie.

In de tweede plaats is het goed om vast te stellen dat er ook in New York City nog veel meer industrie is dan de meeste mensen denken (New York City 2005). Dan gaat het bovendien om banen die aanzienlijk beter betaald worden dan de banen in transport en (detail)handel. Dat brengt ons bij een derde observatie: veel inwoners van New York zijn arm. De professionals van Wall Street laten zich bedienen door mensen die met heel veel minder rond moeten komen. In New York zijn net als in de rest van de vs de inkomensverschillen groter dan in Europa, maar ook in Europa geldt dat banen in de industrie beter betalen dan banen in de dienstverlening. Dat is in belangrijke mate een verdienste van de vakbeweging, die altijd een sterkere positie had in

de industrie – waar vaker grotere groepen mensen samen werken – dan in de dienstverlening.

De 'dienstverleningseconomie' heeft in de vs dus een sterke polarisatie met zich meegebracht in de inkomens- en vermogensverhoudingen. Men spreekt er nu van het verdwijnen van de middenklasse. Zonder inkomensbeleid (bijvoorbeeld wettelijke minimumlonen) leidt het verdwijnen van industriële banen tot een situatie waarin grote groepen werknemers van een minimum moeten rondkomen en geen belasting meer kunnen betalen, terwijl een minderheid (onder andere werkzaam in de professionele dienstverlening) extreem veel verdient en weigert belasting te betalen, omdat ze de overheid een overbodige luxe vinden. Voor veel Amerikanen en misschien zelfs wel voor de meerderheid is de komst van de 'post-industriële' samenleving gepaard gegaan met een (relatieve) verslechtering van hun inkomen (Nash-Hoff 2009).

Nederland geniet, net als New York, door zijn locatie aan de zee natuurlijke voordelen op het terrein van handel en transport. Door de opkomst van de container is de stad New York overigens de meeste havenactiviteiten kwijtgeraakt. In Nederland hebben de waterbouwers daar nog (nieuwe) ruimte voor kunnen maken, maar die ruimte is wel een vierde kanttekening die bij ieder pleidooi voor een Nederland zonder industrie gemaakt kan worden. Handel en transport hebben veel ruimte nodig en de toegevoegde waarde per vierkante meter grond is niet erg hoog. Het model Rotterdam laat zich niet zomaar op heel Nederland toepassen. Het is wat dat betreft een goede zaak dat de industrieregio rond Eindhoven erin is geslaagd om zichzelf in Nederland en daarbuiten met een knipoog naar de Randstad op de kaart te zetten als 'Brainport'. Naast Airport Amsterdam en Mainport Rotterdam kan Nederland niet zonder de brains in de industrie die technologie en innovatie vooruit helpen. Historisch gezien was het land van de handelaren overigens ook altijd een land van nijverheid (scheepsbouw, metaalbewerking). Het beeld van Nederland als

handelsland is onvolledig en neemt soms mythische proporties aan.

Industriebeleid herontdekt

Het is dus van groot belang om een sterke industrie te hebben die de motor is van de reële economie: een industrie met steeds stijgende productiviteit, die zichzelf vernieuwt en internationaal concurrerende producten produceert. Dit inzicht is in de afgelopen tien jaar langzaam maar zeker (weer) doorgedrongen in de kringen die zich bezighouden met economisch beleid. Ten tijde van de zogenaamde internetbubbel rond het jaar 2000 was het moeilijk om de handen op elkaar te krijgen voor de industrie. Het uiteenspaten van die luchtbel was een eerste waarschuwing (Cassidy 2003). Na de financiële crisis van 2008 was het niet moeilijk om vast te stellen dat de meest robuuste economie van Europa de economie met de grootste industrie was, namelijk Duitsland. Groot-Brittannië kwam er na decennia van ‘financialisering’ achter dat een financiële sector zonder sterke industriële klanten eigenlijk geen goede basis heeft. Dat industrie aandacht verdient, is dus nauwelijks omstredden, maar wat er dan precies gedaan zou moeten worden, blijft een onderwerp van discussie.

Het is zeker een verdienste van de kabinetten-Balkenende geweest dat innovatie- en industriebeleid op de politieke agenda werden gezet. Door de instelling van een Innovatieplatform met vertegenwoordigers van het bedrijfsleven werd een serieuze poging gedaan om het bedrijfsleven mede sturing te laten geven aan vernieuwingsprocessen in de reële economie (Innovatieplatform 2010). Het platform wees een aantal ‘sleutelgebieden’ aan in de economie, waaraan de overheid bijzondere aandacht zou moeten besteden. De achterliggende gedachte was dat het belangrijk is om aandacht te blijven geven aan sectoren waar een land al goed in is, want het is gemakkelijker om een positie te behouden dan

een nieuwe te veroveren (‘backing winners’) (AWT 2003). Aansluitend op de keuze voor de sleutelgebieden ontwikkelde het ministerie van Economische Zaken samen met betrokken bedrijven en instellingen een serie sectoraal gerichte innovatieprogramma’s (Minez 2007, 2008). Bijzonder van deze aanpak was dat goede samenwerking en onderlinge afstemming tussen bedrijven, onderzoeksinstellingen en (lagere) overheden een voorwaarde werd voor financiële ondersteuning van de plannen. Je zou kunnen zeggen dat hier naast het traditionele mededingingsbeleid nu eindelijk ook een ‘samenwerkingsbeleid’ van de grond kwam.

Helaas bleek zelfs een Innovatieplatform in Nederland tamelijk ontvankelijk voor lobbywerk vanuit allerlei sectoren, die zelfs een kenner van de Nederlandse economie toch niet onmiddellijk als ‘sleutelgebied’ zou hebben genoemd. Dat de chemie, de machine- en apparatenbouw (tegenwoordig verzameld onder de aanduiding ‘high tech systems’) en de voedingsmiddelenindustrie kernsectoren in Nederland zijn, weet bijna iedereen, ook al weten velen niet dat er naast de internationale reuzen als DSM, AkzoNobel, Shell, Philips, ASML, Océ, DAF, FrieslandCampina en Unilever ook nog vele andere internationaal concurrerende bedrijven zijn. Dat Nederland een woordje meesprekt op het gebied van waterwerken (baggeren) lijkt voor de hand liggend en dan is een sleutelgebied Water geen verrassing. Verrassend was het wel om bij de sleutelgebieden ook de creatieve industrie aan te treffen, alsmede Pensioenen en Sociale Verzekeringen. En dan moest er natuurlijk ook nog gewezen worden op het belang van informatie en communicatietechnologie (ICT), de noodzaak van transitie naar duurzame energie en last but not least werd het veelbelovende sleutelgebied The Hague Residence of Peace and Justice gelanceerd. Voor je het weet krijg je dan een situatie waarin het begrip ‘sleutelgebied’ geen enkele meerwaarde meer heeft en de beschikbare middelen zo dun uitgesmeerd worden, dat ze nauwelijks nog betekenis hebben.

In de afgelopen jaren ontwikkelde het ministerie van EZ ook een innovatieprogramma voor Life Sciences & Gezondheid, wat opmerkelijk was, omdat het Innovatieplatform de sector Gezondheid niet als sleutelgebied had genoemd. Dat laatste was ook opmerkelijk, omdat bedrijven als Philips Healthcare en DSM Farma door hun hoogste bazen in het Platform vertegenwoordigd waren. In een recent advies beschrijft de Adviesraad voor het Wetenschaps- en Technologiebeleid (AWT 2011) de sector Life Sciences als een sector met een grote kennisbasis, maar met weinig innovatieve bedrijvigheid – en de creatieve sector als een sector met veel innovatieve bedrijvigheid, maar weinig kennisbasis. In het eerste geval is eigenlijk geen sprake van een economische sector en in het tweede geval is er geen sprake van R&D. Dat is misschien wat kort door de bocht geformuleerd, maar het geeft wel aan waarom het noodzakelijk is in het beleid te differentiëren tussen sectoren die duidelijke winners zijn en sectoren die om uiteenlopende redenen ‘beloftes’ zijn.

De winners, dat zijn goed georganiseerde sectoren, die een lange traditie hebben in Nederland, maar niettemin sterk innovatief zijn, zoals de chemie, de high tech systems, bloemen en voeding. Ze hebben ook duidelijke banden met de kennisinfrastructuur in Nederland – ook al zou dat nog beter kunnen. De Nederlandse exportpositie wordt in belangrijke mate door die sectoren bepaald en alleen al daarom verdienen ze aandacht. Ook ‘water’ en dan vooral de grote Nederlandse ingenieursbureaus en de baggerbedrijven vormen een voor de export niet onbelangrijke bedrijfstak. Dat zijn sectoren waarin het nuttig is om gezamenlijk wensen naar de overheid kenbaar te maken, *roadmaps* te ontwikkelen en ‘precompetitief’ onderzoek te doen. Tot de ‘beloftes’ behoren de creatieve industrie, life sciences, ICT (waaronder embedded systems, nauw gelieerd aan de high tech systems) en wellicht alternatieve energietechnieken. In deze sectoren bestaan veel kleine, interessante en ook innovatieve bedrijven, maar de variatie binnen de sector is groot, er is

minder samenhang en er zijn minder grote ondernemingen die als ‘anker’ kunnen dienen of een keten van toeleveranciers om zich heen verzamelen. Ook geografisch is men niet duidelijk geclusterd. Dat leidt niet gemakkelijk tot zelforganisatie en het ontwikkelen van een gezamenlijke agenda. Dat kan natuurlijk juist een reden zijn voor de overheid om initiatieven voor zo’n veelbelovende sector te ontwikkelen, maar die hebben dan toch een ander karakter dan bij de sectoren die zich wel zelf kunnen organiseren.

Inmiddels heeft de regering-Rutte het beleid weer flink op de schop genomen. Dat is helaas gebruikelijk in Nederland, waar iedere regering het nodig vindt om nieuwe instrumenten te introduceren en op z’n minst alles van nieuwe labels te voorzien. Dat heeft als neveneffect dat het vrijwel onmogelijk is om instrumenten, waarvan de effecten eerder in termen van decennia dan van regeringsperiodes gemeten moeten worden, effectief te evalueren (Algemene Rekenkamer 2011). En zelfs als er geëvalueerd wordt, is het moeilijk om er iets mee te doen, omdat het beleid inmiddels alweer vernieuwd is. De sleutelgebieden heten nu topsectoren. Voor deze topsectoren wordt ‘integraal’ beleid ontwikkeld, dit wil zeggen dat er naar alle mogelijke beleidsaspecten (milieuregelingen, opleidingen) en niet alleen naar innovatie wordt gekeken (MinELI 2011).

Dat is op zich geen slechte gedachte. Probleem is dat er veel minder geld voor is. Niet alleen wordt er zeer ernstig gesneden in de middelen voor lange termijn strategisch onderzoek, onder andere aan universiteiten en onderzoeksinstellingen, maar van de middelen voor innovatie in bedrijven wordt een groot deel verschoven naar een fiscale stimuleringsregeling (de Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk) waarmee alle bedrijven een tegemoetkoming kunnen krijgen voor investeringen in onderzoek en ontwikkeling. De toch al verminderde middelen worden dus ook nog eens over alle sectoren uitgesmeerd. Als alles meezit, leidt dat tot iets meer uitgaven voor onderzoek en

ontwikkeling, maar van focus en massa op de terreinen waar Nederland sterk is, is dan geen sprake meer. De creatieve sector en de ICT-sector schieten er al helemaal weinig mee op, omdat het daar moeilijk tot onmogelijk is om het ontwikkelingswerk van het normale werkproces te onderscheiden, zodat ze niet voor de fiscale steun in aanmerking komen.

Een probleemgericht industriebeleid?

De misschien wel belangrijkste reden waarom de industrie een onmisbaar element is van onze economie is hierboven nog niet echt aan de orde geweest. Die reden is dat de industrie technologische oplossingen produceert. Zonder technologie kunnen de grote problemen waar de moderne samenleving voor staat, niet aangepakt worden. Natuurlijk zijn die problemen ook vaak veroorzaakt door technologie en industrie, maar er is geen weg terug naar een pre-industrieel tijdperk, als iemand dat al zou willen. Natuurlijk bestaan oplossingen uit meer dan technologie; ze omvatten ook organisatorische en institutionele innovaties, maar zonder industrie geen technologie en zonder technologie geen oplossingen. Het spreekt vanzelf dat de industrie van Nederland of zelfs die van heel Europa niet alle problemen van de wereld kan oplossen, maar wie een steentje bijdraagt, heeft recht van spreken. Wie niets bijdraagt, zal de oplossingen duur moeten inkopen.

Innovatie- en industriebeleid bevordert de ontwikkeling van nieuwe technologie, maar is neutraal met betrekking tot de inhoud en richting van de technologische innovaties. Het beleid is gebaseerd op de gedachte dat bedrijven door innovatie hun concurrentievermogen verbeteren en dat exportprestaties en werkgelegenheid daarmee gediend zijn – en door de overtuiging dat bedrijven minder in innovatie zouden investeren als ze daarvoor geen steun zouden krijgen. Het beleid zegt dus niets over de aard van de innovaties

waar bedrijven mee zouden moeten komen. Zo hoort het ook in een kapitalistische economie. Bedrijven hebben de vrijheid om in onderlinge concurrentie nieuwe producten op de markt te brengen. Dat heeft ons veel goeds gebracht, waarbij overigens niet vergeten mag worden dat in de loop der jaren ter bescherming van consumenten en werknemers een hele reeks voorschriften van de kant van de overheid is gekomen, waaraan nieuwe producten en processen moeten voldoen.

Maar als de overheid middelen beschikbaar stelt en bedrijven stimuleert om samen te werken en te innoveren, is het dan niet mogelijk en wenselijk om die samenwerking en innovatie primair te richten op het oplossen van de problemen waar de samenleving mee worstelt? Dat is niet zo eenvoudig als het klinkt. Oplossingen voor grote maatschappelijke problemen gaan vrijwel altijd over de grenzen van technische disciplines en economische sectoren heen. Voor maatschappelijke problemen wordt beleid ontwikkeld door op het probleemveld gespecialiseerde ministeries: milieubeleid, verkeersbeleid, defensiebeleid, beleid voor de volksgezondheid, enzovoort. Dat leidt tot een soms wat gekunstelde taakverdeling tussen ministeries, waarbij de ministers van Verkeer, Milieu, Volksgezondheid en Defensie beleid ontwikkelen dat bedrijven en onderzoekers uitnodigt om oplossingen te vinden voor specifieke problemen, terwijl het ministerie van Economische Zaken innovatiebeleid ontwikkelt dat niet direct op die problemen gericht is.

Het zou mooi zijn als het algemene industriebeleid en het beleid ten aanzien van de specifieke probleemvelden in één samenhangend probleemgericht industriebeleid zouden kunnen worden samengebracht. Probleemspecifiek beleid en sectorspecifiek beleid zouden als schering en inslag van het beleidscanvas in elkaar moeten haken. Dat lukt niet altijd omdat ministeries en ministers elkaar beconcurreren, maar ook los daarvan zal dit weefsel heel wat gaten en losse eindjes vertonen. Bij het oplossen van maatschap-

pelijke problemen nu eenmaal naar het totale aanbod van oplossingen gekeken moet worden (ook uit het buitenland) en niet alleen naar de oplossingen die de Nederlandse industrie aanbiedt. Bovendien zijn er voor sommige problemen ook andere competenties gevraagd dan in de Nederlandse 'topsectoren' aanwezig zijn. En zoals gezegd zijn problemen zelden met de competenties van een enkele bedrijfstak op te lossen. Dat neemt niet weg, dat men aan de Nederlandse 'topsectoren' de vraag mag stellen welke bijdrage zij denken te leveren aan de oplossing van belangrijke maatschappelijke vraagstukken.

Bij het oplossen van maatschappelijke problemen mag de politiek prioriteiten stellen en eventueel zelfs voorkeuren uitspreken voor of tegen specifieke technische oplossingen. Bedrijven zijn er natuurlijk mee geholpen, wanneer die prioriteiten door de jaren heen constant en consistent zijn en in ondersteunend beleid worden omgezet. De beslissing van de Duitse overheid, mede gedragen door de oppositie, om in de toekomst af te zien van het gebruik van kernenergie is een signaal dat de hele Duitse industrie op het spoor van de alternatieve energie zet. Het opzienbarende nieuws dat Siemens uit de kernenergie stapt, onderstreept het belang van zulke signalen. Het voorbeeld van de kernenergie laat zien, dat de overheid kan sturen door bepaalde oplossingen uit te sluiten. Dat is over het algemeen wenselijker dan dat de overheid gaat aanwijzen welke technologie de voorkeur verdient. Het gaat tenslotte om de oplossing van problemen en niet om de technische keuzes die daarbij gemaakt worden. Die keuzes kunnen, uitzonderingen daargelaten, aan de markt worden overgelaten. Regulering is ook een middel dat de overheid in kan zetten om technologische ontwikkeling te sturen. Zonder regulering zouden auto's nu minder zuinig en veilig zijn.

Regulering kan ingrijpende gevolgen hebben. Zo is het denkbaar dat binnen afzienbare tijd besloten wordt dat (op termijn) in de Nederlandse steden nergens meer op de

openbare weg geparkeerd mag worden (wie denkt dat dat niet kan, moet maar eens in Tokio gaan kijken – toch niet de kleinste stad van de wereld). Daarmee kunnen problemen zoals fijnstof en de productie van broeikasgassen worden aangepakt en de leefbaarheid verhoogd. Voor dat laatste is het natuurlijk wel weer nodig dat er op iedere plek in de stad op loopafstand openbaar vervoer beschikbaar is dat mensen van A naar B binnen de stad of naar hun auto aan de rand van de stad kan brengen. Zo'n beslissing roept een enorme hoeveelheid organisatorische en technische problemen op. Er zullen concurrerende oplossingen worden bedacht en aangeboden en de overheid kan daarvoor allerlei randvoorwaarden stellen, maar er is geen reden om aan te nemen dat de problemen niet kunnen worden opgelost.

Het wereldwijd allesoverheersende probleem van de eenentwintigste eeuw is het vraagstuk van de duurzaamheid. Daaronder vallen de energievoorziening, het watergebruik, het (her)gebruik van materialen, maar ook het inrichten van arbeidsprocessen waarin mensen niet fysiek en/of geestelijk kapotgemaakt worden. Duurzaamheid stelt randvoorwaarden aan de oplossingen die voor andere problemen gevonden worden, bijvoorbeeld op het gebied van mobiliteit, voeding, gezondheid en vergrijzing. Duurzaamheid heeft ook veiligheidspolitieke dimensies, bijvoorbeeld als het erom gaat de afhankelijkheid van schaarse grondstoffen en materialen te vermijden. Dat afhankelijkheid kan leiden tot gewapende conflicten hoeft na alle olie-oorlogen niet meer bewezen te worden. Het is eigenlijk ondenkbaar dat er in sectoren nog toekomstplannen, *roadmaps*, onderzoeksagenda's en opleidingsplannen ontwikkeld worden waarin duurzaamheid geen sturend begrip is. Maar als die plannen worden ontwikkeld in samenwerking met de overheid en als er overheidsgeld in omgaat (dus bijna altijd), dan mag de overheid hier ook om vragen en in die zin vormgeven aan een probleemgestuurd industriebeleid.

Ere wie ere toekomt: het vorige kabinet had onder de titel

‘Nederland Ondernemend Innovatieland’ een ‘kabinets-project’ ontwikkeld, waarin door het opstellen van ‘Maatschappelijke Innovatie Agenda’s’ gepoogd werd om het oplossen van maatschappelijke vraagstukken te combineren met het versterken van economische concurrentiekracht. In een interdepartementale directie Kennis en Innovatie namen de ministeries van BZK, Defensie, EZ, Justitie, LNV, OCW, SZW, VROM, VWS en VenW deel. We mogen hopen dat niet al het werk daarvoor vergeefs is geweest, maar van het initiatief is inmiddels weinig meer terug te vinden in de communicaties van het huidige kabinet.

Verwaarloosde terreinen van industriebeleid

Industriebeleid vereist een samenhangende benadering van onderwijs, onderzoek, innovatie, productie en organisatie. De beleidsdiscussies concentreren zich vaak op topinstituten en universitair onderwijs en onderzoek, op uitgaven voor research en ontwikkeling in bedrijven, en logischerwijze op bestaande bedrijven. Het is belangrijk om daarnaast ook aandacht te besteden aan de rol van lager opgeleiden, aan het uitvoerende werk in de productie en aan bedrijven die nog niet bestaan of net beginnen.

Meer aandacht voor het mbo

Wat vaak vergeten wordt, is dat er na het onderzoek, de uitvinding en het octrooi meestal nog heel veel gebeuren moet voordat een vinding echt op de markt komt. Pas als het product op de markt komt, kan er geld mee verdiend worden. Mensen met een mbo-opleiding vervullen in die fasen vaak een cruciale rol. In de komende jaren zullen door vergrijzing tienduizenden banen op mbo-niveau in de industrie vrijkomen (De Koning et al. 2006). Wanneer die niet worden opgevuld, zal de industriële productie verdwijnen en het is een illusie om te denken dat er dan in Nederland nog veel belangwekkende innovaties tot stand zullen komen. Onder-

zoek kan nog een tijd met geld van de overheid in Nederland blijven, maar de ontwikkeling zal dan samen met de productie naar elders verdwijnen. In de afgelopen jaren al zijn productieactiviteiten naar bijvoorbeeld Oost-Europa verplaatst, louter en alleen omdat er in Nederland geen medewerkers te vinden waren (en dus niet primair vanwege verschillen in beloning). Het is dus van groot belang om het techniekonderwijs in het mbo zo aantrekkelijk mogelijk te maken (met goede leerkrachten, moderne faciliteiten, baangaranties, enzovoort) en zo nodig ten koste van populaire (en goedkopere) opleidingen, waar Nederland minder aan heeft. Datzelfde geldt overigens voor bèta- en techniekopleidingen in het hbo en de universiteiten.

Productie behouden en productiekennis bevorderen

Het is belangrijk om niet alleen onderzoek en ontwikkeling maar ook productieactiviteiten in Nederland te hebben, omdat het ene niet levensvatbaar is zonder het andere. Natuurlijk betekent dat niet dat ieder schroefje en moertje in Nederland of zelfs in Europa gemaakt zou moeten worden. Het betekent wel dat het van groot belang is om in Nederland kennis van productietechnieken en productieorganisatie te behouden, te ontwikkelen en in praktijk te brengen (Brainport Industries 2011). Hoe meer dat gedaan wordt, des te minder reden er is om productiebedrijven naar landen met lagere lonen te verplaatsen. Kwaliteitsbeheersing, slimme logistiek, continu verbeteren, zelfsturende teams: er is een groot arsenaal aan methoden en technieken waarvan de potentiële opbrengsten nog lang niet in Nederlandse bedrijven zijn gerealiseerd.

Als bedrijven zouden doen wat in die richting mogelijk is, zou verplaatsing van werk naar landen met lagere lonen in veel gevallen helemaal niet nodig zijn. In de discussie over verplaatsing en loonkosten wordt in dat opzicht veel te gemakzuchtig en zonder kennis van zaken geredeneerd. Uit landen als de vs en Duitsland komen inmiddels regel-

matig berichten over bedrijven die hun productieactiviteiten weer terughalen. Wanneer verplaatsing naar het buitenland alleen maar uit kostenoverwegingen plaatsvindt, worden de hooggespannen verwachtingen zelden vervuld. Er zijn goede redenen om (ook) in het buitenland te opereren, bijvoorbeeld om vanuit lokale vestigingen de markt te bedienen, maar datzelfde geldt voor de markt in Nederland en Europa. Ook vanuit het perspectief van duurzaamheid zijn lange logistieke lijnen zelden optimaal.

Een balans tussen winners en starters

Innovatie vindt primair plaats in bedrijven die nieuwe technische mogelijkheden koppelen aan een koopkrachtige vraag. Tegenwoordig wordt meer dan vroeger benadrukt dat bedrijven dat niet zelfstandig (kunnen) doen, maar dat innovaties tot stand komen in interactie met andere bedrijven, onderzoeksinstituten en klanten ('open innovatie'). Dat neemt niet weg dat de beslissingen over het al of niet op de markt brengen van een product (of over het wel of niet in zee gaan met een ontwikkelingspartner) op het niveau van de individuele onderneming genomen worden. Een probleemgericht industriebeleid vraagt van de sterke bedrijfstukken (de winners) en de grote bedrijven wat zij kunnen bijdragen aan de oplossing van maatschappelijke problemen, maar weet tegelijkertijd dat nieuwe oplossingen, afwijkende ideeën en radicale innovaties vaak juist van buiten de gevestigde orde komen, van kleine bedrijven en van nieuwe bedrijven (starters).

Het beleid moet een goede balans vinden tussen 'backing winners', dat wil zeggen het maken van sectorplannen door de bestaande bedrijven, en het aanmoedigen van nieuwe bedrijven. Interessant is daarbij het gegeven dat veel nieuwe bedrijven in de industrie worden opgericht door mensen die vroeger bij gevestigde bedrijven werkzaam waren en niet zelden door die bedrijven worden ondersteund bij het op-

starten van hun nieuwe bedrijf. Het is dus niet noodzakelijk om steun voor starters te zien als bedreiging voor de gevestigde bedrijven of omgekeerd (WRR 2008), ook al heeft men uiteraard soms verschillende belangen. Vanuit de overheid is met regelmaat geprobeerd om hightechstarters te stimuleren, onder sterke door het beschikbaar stellen van startkapitaal. Dat is ook een onderdeel van het beleid van het kabinet-Rutte. Het is echter niet duidelijk of verwerving van financiële middelen het grootste probleem is voor starters en of de beschikbare bronnen daarvoor in Nederland niet toereikend zijn. Universitaire spin-offs hebben in elk geval minstens evenveel problemen met het verwerven van adequate capaciteiten op het gebied van management en marktkennis.

Nieuwe spelregels

De eerder genoemde technieken om de productiviteit te verhogen door 'slimmer werken' worden de laatste jaren in Nederland vaak aangeduid als sociale innovatie (SER 2006), in het buitenland vaak als 'management innovation'. Ik zou de term 'sociale innovatie' willen reserveren voor de veranderingen die noodzakelijk zijn in de maatschappelijke instituties, de spelregels en afspraken die nodig zijn om daadwerkelijk tot een duurzame economie te komen, waarin iedereen een fatsoenlijk bestaan heeft. Dat vereist erkenning van het feit dat we in Nederland net als in andere ontwikkelde landen minder rijk zijn dan we vaak dachten, omdat we lange tijd geen redelijke prijs (of helemaal niet) betaald hebben voor het gebruik en verbruik van de grondstoffen, de natuur en de atmosfeer van de aarde. Het is onvermijdelijk dat er een hogere prijs betaald gaat worden. In de politiek gaat het er vandaag de dag vaak over, hoe de lasten die dat met zich meebrengt verdeeld gaan worden, onder andere door aanpassingen van de regels in de sociale zekerheid, de arbeidsmarkt en de financiering van onderwijs. Probleemgericht industriebeleid is er juist op gericht om

die lasten zo laag mogelijk te houden door duurzaamheid te realiseren met innovatie, nieuwe technieken en producten, waarmee nieuwe werkgelegenheid en inkomsten gegenereerd kunnen worden, die de prijs van duurzaamheid verlagen.

In het licht van de crisis in de financiële economie is het nodig om de regels omtrent de besturing van bedrijven (de zogenoemde governance) nog eens tegen het licht te houden. De regels over bestuur en verslaglegging zijn in de afgelopen decennia steeds meer aangepast naar Angelsaksisch model en de facto betekent dat dat de belangen van aandeelhouders (en dus van de financiële economie) voorrang krijgen. Het model waarin de ondernemingsleiding rekening dient te houden met alle belanghebbenden (stakeholders) is in de verdediging gedrukt. Dat heeft ertoe bijgedragen dat kortetermijndoelen prevaleerden en dat investeringen in R&D en in lange termijn strategische competenties achterwege bleven. Het is de hoogste tijd om wat dat betreft het Rijlands model te herwaarderen (Kalff 2004) in combinatie met de inmiddels in brede kring onderkende noodzaak van een evenwichtige benadering van mensen, leefomgeving en winst (People, Planet, Profit).

Elke grote economische crisis is verbonden met discontinuïteiten en koersveranderingen in de ontwikkeling van de economie. Crises zijn periodes waarin oude spelregels ter discussie komen te staan, nieuwe spelers op het veld verschijnen en oude soms spectaculair verdwijnen. Geld- en goederenstromen veranderen en evenzo de economische machtsverhoudingen op alle niveaus: sectoraal, regionaal, nationaal en internationaal. Met de crisis van 2008 is de eenentwintigste eeuw pas echt begonnen. Azië en Zuid-Amerika maken een formidabele economische ontwikkeling door. Afrika zal later deze eeuw van zich laten horen. Al deze ambitieuze volkeren, die eindelijk eeuwige honger en verwoestende ziektes achter zich willen laten, krijgen nu te horen dat het rijke Westen de aarde inmiddels aardig heeft opgesoupeerd – en of ze

zich maar een beetje willen inhouden. De geschiedenis van de mensheid leert ons dat dat laatste niet zal gebeuren.

De geschiedenis leert ons ook dat het verkeerd, gevaarlijk én onnodig is om de economie en de wereld te beschrijven als een koek met een vaste omvang, waardoor de winst van de een verlies voor de ander betekent. Er is geen reden om aan te nemen dat de vindingrijkheid van de mensen nu opeens zal eindigen. Zolang er zon en wind zijn, is er energie, om maar eens wat te noemen. Het onderkennen van de problemen is het begin van de zoektocht naar oplossingen. Er zijn goede redenen om te stellen dat de mensheid niet zo door kan gaan in de omgang met moeder aarde als in de afgelopen 100 jaar (McNeill 2000). Er zijn ook goede redenen om de scenario's te verwerpen die ervan uitgaan dat het dus alleen maar bergafwaarts kan gaan (Ridley 2010).

Wetenschappers, uitvinders en innovatieve ondernemingen gaan oplossingen aanbieden waar we nu nog geen weet van hebben. Het industrie- en innovatiebeleid van Nederland en Europa moet eraan bijdragen dat dit deel van de wereld zijn bijdrage levert aan het oplossen van de problemen van de eenentwintigste eeuw. Wie niets inbrengt, heeft niets te ruilen en zal de elders verzonnen technologieën duur moeten inkopen. Onnodig te zeggen dat die oplossingen niet zullen komen van de financiële economie. Integendeel: financiële problemen bemoeilijken momenteel ontwikkelingen in de reële economie die noodzakelijk zijn voor het oplossen van reële problemen en die ons op termijn in staat moeten stellen om de kosten te dragen waarmee de financiële economie ons heeft opgezadeld. Reële problemen kunnen alleen in de reële economie worden opgelost en de industrie is daarin een onmisbare factor.

* Met dank aan Geert Visser en Dany Jacobs voor commentaar op een eerdere versie.

Literatuur

- Algemene Rekenkamer (2011). *Innovatiebeleid*, Den Haag
- AWT (2003). *Backing winners*, Den Haag: AWT
- AWT (2011). *Scherp aan de wind*, Den Haag: AWT
- Butter, Frank A.G. den (2011). *De grote besmetting. De macro-economie van de krediet- en schuldencrisis*, Den Haag: SMO
- Cassidy, John (2003). *dot.con. How America lost its mind and money in the Internet era*, New York: Harper Collins
- Chang, Ha-Joon (2010). *23 Things they don't tell you about capitalism*, Londen: Penguin Books
- Brainport Industries (2011). *CFT 2.0: Boosting our Industrial Competences*, Eindhoven
- Erturk, I., J. Froud, J., A. Leaver & K. Williams (2008). *Financialization at Work*, Londen: Routledge
- Ferguson, Niall (2009). *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Londen: Penguin Books
- ING (2011). 'My Industry 2030. Nederland Gaat het Maken. Van Ambitie naar Realisatie', in: *Innovatieplatform* (2010), 2007-2010, Den Haag
- Kalff, Donald (2004). *Onafhankelijkheid voor Europa. Het einde van het Amerikaanse ondernemingsmodel*, Amsterdam: Business Contact
- Kaushal, Arvind, Thomas Mayor & Patricia Riedl (2011). 'Manufacturing's Wake-up Call', in: *Strategy + Business*, Vol. 64, Autumn
- Koning, J. de et al. (2006). *Vervangingsvraag Maakindustrie*, Rotterdam: SEOR
- Micklethwait, John & Adrian Wooldridge (2005). *The company: A short history of a revolutionary idea*, New York: Random House
- Marx, Karl (1970). *Het Kapitaal, een kritische beschouwing over de economie*, Bussum: W. de Haan
- McNeill, J.R. (2000). *Something New Under the Sun. An environmental history of the twentieth century*, New York: Norton
- MinELI (ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie) (2011). *Naar de top. Het bedrijvenbeleid in actie(s)*, Den Haag
- Minez (ministerie van Economische Zaken) (2007). *Innovatieprogramma's Volop in Bedrijf*, Den Haag
- Minez (2008). *Innovatieprogramma's op koers*, Den Haag
- Nash-Hoff, Michele (2009). *Can American Manufacturing Be Saved? Why We Should and How We Can*, San Diego: MM Bernard Publications
- New York City (2005). *Protecting and Growing New York City's Industrial Job Base*, New York, www.nyc.gov/html/imb/downloads/pdf/whitepaper.pdf
- Pavord, Anna (2003). *De Tulp*, Amsterdam: Anthos
- Ridley, Matt (2010). *The Rational Optimist. How prosperity evolves*, New York: Harper Collins
- SER (2006). *Welvaartsgroei door en voor iedereen. Thema Sociale Innovatie*, SER Advies 2006/08 I, Den Haag
- WRR (2003). *Nederland Handelsland. Het perspectief van de transactiekosten*, Den Haag: WRR
- WRR (2008). *Innovatie Vernieuwd. Opening in Viervoud*, Amsterdam: Amsterdam University Press

Een stresstest voor de Europese verzorgingsstaat

Anton Hemerijck

De nasleep van de wereldwijde financiële crisis van 2008 betekent een stresstest voor de verzorgingsstaat. Wat begon als een financiële crisis in 2008, is door een opeenvolging van ingrijpende naschokken in een drietal jaren omgeslagen in een crisis van de Europese democratie. Eerst was er de acute financiële crisis in 2008, gevolgd door de economische recessie in 2009, die op haar beurt een fiscale crisis in de overheidsfinanciën inluidde in 2010, gevolgd door een acute monetaire crisis van de euro in 2011. In het afgelopen halfjaar is de fiscale crisis in de kleinere economieën van Griekenland, Ierland en Portugal overgeslagen naar de grotere economieën van Spanje en Italië, die met de huidige omvang van beschikbare reddingsfondsen van de Europese Unie (EU) en het Internationaal Monetair Fonds (IMF) niet te redden zijn. Om de laatste loot aan de stam van crisisnaschokken het hoofd te bieden zijn een sterke Europese democratie en een slagvaardige Europese Unie nodig. Dat is wat nu ontbreekt. Europese regeringsleiders slagen er niet in een gemeenschappelijk probleem aan te pakken met een gemeenschappelijke strategie. Een politieke institutie die daarin faalt en niet verder komt dan halfbakken oplossingen, verliest snel legitimiteit en biedt steeds meer ruimte voor populisme. Een diepe economische depressie, zoals in de jaren dertig, is niet langer ondenkbaar.

De sociale gevolgen van de crisis op lange termijn zijn draconisch. De aanzienlijke groei van de werkgelegenheid in de gehele EU, tot stand gebracht door intelligente sociale hervormingen in de afgelopen decennia, is in één klap weggevaagd. Omvangrijke stijgingen van begrotingstekorten en de staatsschulden, noodzakelijk om een reële economische *meltdown* te voorkomen, hebben beleidsmakers sindsdien gedwongen om te bezuinigen op sociale voorzieningen, pensioenen, de gezondheidszorg en het onderwijs. Meest verbijsterend aan de nasleep van de kredietcrisis van 2008, is dat terwijl opiniepeilingen grote steun voor de verzorgingsstaat blijven laten zien, de meest vurige pleitbezorger – de Europese sociaaldemocratie – politiek het meest te lijden heeft gehad. De angsten van de lagere en middenklasse gaan hand in hand met een grotere electorale onthouding en groeiende steun voor populistische anti-EU-partijen. De door de crisis ingegeven noodzakelijke versterking van Europese *economic governance*, laat een gevaarlijk politiek vacuüm achter in het hart van het Europese eenwordingsproject (Scharpf 1999; 2011), aangezien de binnenlandse steun voor Europese oplossingen op een historisch dieptepunt is beland.

De drie fasen van crisismanagement

In de afgelopen vier jaar hebben de verzorgingsstaten van de Europese Unie drie fasen van crisismanagement doorlopen. In de onmiddellijke nasleep van het faillissement van Lehman Brothers in de herfst van 2008 werd de eerste golf van crisismanagement geïnspireerd door een terugkeer van anticyclisch keynesiaans crisismanagement, in antwoord op een zware liquiditeitsdruk en een snelle daling van de mondiale vraag. Publieke autoriteiten handelden snel: nationale regeringen en centrale banken door financiële instellingen te ondersteunen, de Europese Centrale Bank (ECB) door middel van het ruim verstrekken van voldoende

liquiditeit en de Europese Commissie door het flexibel omgaan met de concurrentierichtlijnen en stimuleringsmaatregelen en noodgrepen. Tussen 2008 en 2010 reageerden veel EU-lidstaten op de crisis door uitbreiding van deeltijd-ww, training en activering, regionaal arbeidsmarktbeleid en latere pensionering, redelijk in overeenstemming met de zogeheten ‘sociale investeringsagenda’ die bekendheid kreeg in de tien jaar voorafgaand aan de financiële crisis (Esping-Andersen et al. 2002).

De combinatie van de automatische stabilisatoren van de sociale verzekeringen, lage rente en fiscale stimulansen, droeg bij aan het stabiliseren van de vraag in Europa’s meest genereuze Scandinavische en continentale verzorgingsstaten. Veel banen zijn tot nu toe gered door daadkrachtig beleid. In Duitsland, waar het bbp met 6 procent daalde, was het verlies aan werkgelegenheid tot het tweede kwartaal van 2009 marginaal. De productie van auto’s daalde met 27 procent, terwijl de werkgelegenheid slechts met 2,5 procent daalde in dezelfde periode.

Dit is misschien de eerste les van de financiële crisis van het kapitalisme van de eenentwintigste eeuw: de meest ambitieuze, genereuze en actieve verzorgingsstaten, met een grote publieke sector gericht op investeringen in menselijk kapitaal en gezinnen, presteren in de Grote Recessie beduidend beter dan hun Angelsaksische concurrenten in Groot-Brittannië, Ierland en de Verenigde Staten. Een beleidsfocus op behoud van werkgelegenheid en investeren in menselijk kapitaal laat nog een andere belangrijke leerervaring zien: vervroegde uittreding, de grote verleiding in de jaren tachtig en negentig, is echt verleden tijd.

So far, so good. Maar toch voelde het terra incognita van de hyperactieve anticyclische keynesiaanse overheid onecht en ongemakkelijk. Na december 2009 kwam er een tweede golf, gebaseerd op een meer vertrouwde conservatievere probleemdefinitie van de economische crisis als een fiscale

crisis van de staat. Deze fase werd gemarkeerd door de Griekse schulden crisis binnen de eurozone. Nadat de overheid was gedwongen om banken te redden met geld van de belastingbetaler, werd de nieuwe diagnose van de crisis: fallende overheden. In de schaduw van de dreigende fiscale crisis van de staat, hebben niet alleen landen zoals Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje, maar ook Frankrijk en Italië, stevige bezuinigingen en sociale hervormingen doorgevoerd, waaronder deregulering van de arbeidsmarkt, bezuinigingen op ambtenarensalarissen, bevroering van pensioenen, stijging van de pensioengerechtigde leeftijd en de versoering van sociale overdrachten en diensten.

Deze pensioen- en arbeidsmarkthervormingen waren in de meeste landen van Noordwest-Europa, verspreid over de afgelopen twee decennia, in geleidelijke stappen, doorgevoerd, veelal uitonderhandeld tussen de sociale partners, en natuurlijk onder minder draconische economische omstandigheden. Voorafgaand aan de financiële crisis werd de flexibilisering van de arbeidsmarkt, uitbreiding van kinderopvang voor werkende jonge ouders, en pensioenhervormingen, met als expliciet doel het vergroten van werkgelegenheid in veel landen in Zuid-Europa, met uitzondering van Spanje, in de kiem gesmoord door de erfenis van cliëntelisme en patronagesystemen en zeer inefficiënte bureaucratieën. De regering-Zapatero heeft nog oprecht getracht om sociale investeringen zoveel mogelijk te sparen in haar bezuinigingsprogramma. Ook de nieuwe Ierse regering blijft zich inzetten voor activering.

Nergens in Europa, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk van Cameron, werd bezuinigingsbeleid vormgegeven op basis van de misplaatste neoliberale gedachte dat een ambitieus sociaal beleid een passieve afhankelijkheids-cultuur van publieke profiteurs bevordert. De Scandinavische landen volhardden in hun toewijding aan investeren in menselijk kapitaal en actieve sociale dienstverlening aan jonge gezinnen. Ook Duitsland is in deze richting opge-

schoven, maar met een sterk afgeslankt vangnet en minder gerichte steun voor een actief arbeidsmarktbeleid voor kwetsbare groepen. Verrassend is dat Nederland, dat in de jaren negentig als eerste continentale verzorgingsstaat op schoof in de richting van sociaal investeren, nu snijdt in gezinsondersteuning, kinderbijslag en desinvesteert in onderwijs. Ondertussen worden de passieve sociale zekerheid en strikte arbeidsmarktregulering ontzien door de liberaal-conservatieve regering-Rutte op voorspraak van de rechts-populistische Partij voor de Vrijheid (pvv).

Rond 2011 ging de gehele Europese Unie een derde, zeer kritieke, fase in van crisismanagement. Met de dreiging van een Grieks bankroet sloeg de fiscale crisis van de staat in een periode van minder dan een halfjaar om in een crisis van de Europese eenheidsmunt. Door falend Europees beleid, gekenmerkt door te laat en te karig ingrijpen, grote onenigheid tussen de politieke leiders van lidstaten van de EU, tussen de Franse en Duitse regeringen, en in het bijzonder tussen bondskanselier Angela Merkel en de ECB en de Europese Commissie, kon het zomaar gebeuren dat een stevige crisis in een voor een eurozone – in macro-economisch opzicht – verwaarloosbaar kleine economie als Griekenland, de gehele Europese economie in een diepe depressie kon storten, en daarmee de wereldeconomie in het kielzog. Hoogstwaarschijnlijk zal de eurocrisis opnieuw leiden tot een reële economische terugval in 2012. Nationalistische reflexen in Europa zorgen voor grote politieke onzekerheid en economische volatiliteit op de kapitaalmarkten.

De kracht van de naschokken

Het liberaliseren en dereguleren van mondiale financiële markten, lankmoedig monetair beleid in de vs, onevenwichtige handelsstromen, besparingen in Duitsland en China tegenover groeiende publieke en private schuldenlasten elders in de wereld, groeiende mondiale inkomensongelijk-

heid, zwakke Amerikaanse sociale bescherming, en de cognitieve bijziendheid van de zittende generatie van neoklassieke economen; al deze factoren vormden de achtergrond voor een onhoudbaar groeimodel dat berustte op schuldfinanciering en overconsumptie. Wat de nasleep van de val van Wall Street in 2008 zo ongemakkelijk voor beleidsmakers maakte, is dat zij gedwongen werden om bijna onmiddellijk te reageren op een cascade van zich snel ontvouwend economische, sociale en politieke naschokken van de financiële crisis. De kracht van deze naschokken en hun ongewisse interactie-effecten brengen niet alleen het economisch herstel in gevaar, maar veranderen ook telkens weer de opties en mogelijkheden, soms van de ene op de andere dag, aan beleidskeuzes die de nationale regeringen en supranationale instellingen tot hun beschikking hebben. Ik onderscheid hier twee complexen van de vele naschokken van de financiële crisis. Het eerste complex van naschokken betreft de draconische gevolgen voor essentiële onderdelen van de verzorgingsstaat.

Werkloosheid

Het gaat allereerst om de werkloosheid die werd veroorzaakt door de ernstige recessie in 2009. Werkloosheid volgt de curve van een recessie vaak met enige vertraging. De crisis heeft de kwetsbaarheid van vooral laaggeschoolden duidelijk gemaakt. Meest zorgelijk is de toenemende jeugdwerkloosheid: in Letland, Italië, Griekenland, Zweden, Estland, Hongarije, Litouwen, Frankrijk, Ierland en België is de jeugdwerkloosheid meer dan 20 procent, en in Spanje is deze zelfs meer dan 40 procent.

Tabel 1 (Jeugd) Werkloosheid

	Werkloosheid	Werkloosheid (% jonger dan 25 jaar)
EU27	9,7	21,1
België	8,3	22,4
Tsjechië	7,3	18,3
Denemarken	7,4	13,8
Duitsland	7,1	9,9
Estland	16,9	32,9
Ierland	13,7	27,8
Griekenland	12,6	32,9
Spanje	20,1	41,6
Frankrijk	9,8	23,7
Italië	8,4	27,8
Letland	18,7	34,5
Litouwen	17,8	35,1
Luxemburg	4,5	15,6
Hongarije	11,2	26,6
Nederland	4,5	8,7
Oostenrijk	4,4	8,8
Polen	9,6	23,7
Portugal	12	27,7
Slovenië	7,3	14,7
Slowakije	14,4	33,6
Finland	8,4	21,4
Zweden	8,4	25,2
Verenigd Koninkrijk	7,8	19,6

Pensioenregelingen

Een volgende naschok betreft de pensioenregelingen, die ook al voor de crisis barsten begonnen te vertonen vanwege de vergrijzing van de bevolking. Omslagstelsels hebben verliezen geleden op financiering en bijdragen, als gevolg van het effect van de werkgelegenheids crisis, terwijl gefinancierde systemen gevoeliger zijn voor de scherpe daling van aan-

delenmarkten, die een negatieve invloed hebben op de waarde van activa van pensioenfondsen. De scherpe daling op de aandelenmarkten heeft het vermogen van de pensioenfondsen danig aangetast. Het gevolg: collectieve pensioenvoorzieningen komen in gevaar. Private pensioenarrangementen, gebaseerd op beleggingen en onroerend goed, zijn eenzelfde lot beschoren. Deze problemen worden acuter nu de babyboomgeneratie de pensioengerechtigde leeftijd bereikt en een zware druk zal gaan leggen op de aow. Een pijnlijke combinatie van lagere uitkeringen en hogere premies is onvermijdelijk wanneer de forse stijging van de oude-dag-afhankelijkheidsratio's niet gepaard gaan met maatregelen om langer werken te bevorderen.

Fiscale crisis

Daarna dreigt er een fiscale crisis voor de overheid. De noodzakelijke reddingsoperaties om de klap van de crisis op te vangen trekken een zware wissel op de toekomst. Het overeind houden van banken en het uitvaardigen van stimuleringsmaatregelen zijn kostbare exercities die langdurig zullen drukken op de overheidsbegroting. Hier komen stijgende uitgaven voor sociale uitkeringen in combinatie met teruglopende belastinginkomsten bij. Een probleem dat nog eens versterkt wordt door de pensioen- en werkloosheidsproblematiek. Deze vragen om meer overheidsuitgaven terwijl belastinginkomsten juist verminderen. De resulterende verhoogde overheidsschuld maakt begrotingsconsolidatie noodzakelijk en vereist pijnlijke bezuinigingen. Aangezien sociale uitkeringen en diensten, waaronder de zorg en het onderwijs, samen meer dan 50 procent van de overheidsuitgaven vormen, betekent dit dat bezuinigingen op de overheidsuitgaven voor een belangrijk deel moeten komen van bezuinigingen op sociale voorzieningen.

Lage groei

Hier komt de reële verwachting van een langere periode van lage groei nog bij. De crisis heeft de belangrijkste stimuli

voor groei van de afgelopen jaren – consumptie en kredietverlening – stevig ingesnoerd. Een brandende vraag is welke groeimotor de plaats kan innemen naast onstuimige groei in de opkomende economieën China, Brazilië en India. Wat is de eenentwintigste-eeuwse pendant van de uitvinding van elektriciteit, de auto en andere duurzame consumptiegoederen? In 2000 kon de ICT-revolutie stagnatie voorkomen, maar een vergelijkbare miraculeuze groeimotor is vooralsnog niet voorhanden. Groene technologie is weliswaar een geschikte kandidaat maar deze industrie zal alleen gedijen met grote investeringen. Het vermogen daartoe, vanwege het verzwakte kredietsysteem en de grote private en publieke schuldenlast, is precies wat nu ontbreekt. De omvang van de systemische schuld, de som van private en publieke schuldenlast, gaat zeer waarschijnlijk het herstel van de huidige crisis in de ontwikkelde economieën vertragen. De eurocrisis roept het beeld op van Japans ‘verloren decennium’ na de crisis van begin jaren negentig. Zonder twijfel zal op een gegeven moment de recessie gaan wijken. Voordat dit gebeurt, zullen de Europese verzorgingsstaten echter geconfronteerd worden met langetermijnveranderingen in de samenleving die mogelijk niet adequaat genoeg zijn geadresseerd voor de crisis, zoals de vergrijzing van de bevolking, de onvolledige revolutie van de rol van vrouwen en gezinsstructuren, en de daarmee samenhangende verschuivingen van arbeidsaanbod en -vraag op het gebied van de zorg.

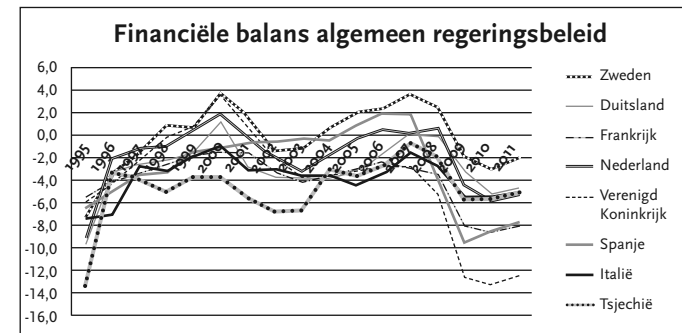
Het tweede complex van naschokken heeft betrekking op de crisis van de euro – met mogelijk mondiale gevolgen – en in het kielzog daarvan een nieuwe bankencrisis. Medio 2010 vormden de Griekse staatsschuldcrisis en de Ierse bancaire crisis de opmaat tot de vijfde naschok van een monetaire crisis die een bedreiging vormt voor de levensvatbaarheid van de euro op de lange termijn. Omdat de besmetting zich medio 2011 verspreidde naar Spanje en Italië worden de be-

schikbare reddingsfondsen haastig, maar vooral te laat en te karig, vergroot door de leiders in de eurozone, terwijl de ECB vervolgens gedwongen wordt belaagde staatsobligaties op te kopen.

De stresstest voor de verzorgingsstaat

Tegen het einde van 2009 werd steeds duidelijker dat de nasleep van de wereldwijde financiële crisis een veel serieuzere ‘stresstest’ vormde voor de Europese verzorgingsstaten dan in eerste instantie werd gedacht. De optelsom van dure reddingsoperaties, belastingverlagingen, stijgende sociale uitgaven, lagere inkomsten uit sociale premies, en andere stimuleringsmaatregelen, hebben de staatskas bijkans drooggelegd, en daarmee de inzet voor sociale hervormingen verhoogd. In veel landen steeg de overheidsschuld aanzienlijk (zie figuur 1).

Figuur 1. Financiële balans Algemeen Regeringsbeleid, overschot (+) of tekort (-) als percentage van het nominale bbp.



Bron: OECD

Hieronder geef ik een overzicht van de belangrijkste kenmerken van nationale fiscale consolidatiestrategieën sinds 2010, met speciale aandacht voor de meer opvallende sociale

hervormingen, waaronder bezuinigingen op sociale overdrachten en subsidies, pensioenen en lonen in de publieke sector, werkgelegenheid en diensten, samen met maatregelen om de inkomsten te verhogen.

In *Groot-Brittannië* bedroeg het overheidstekort in 2010 meer dan 11 procent van het bbp en de nettoschuld van de publieke sector (excl. financiële interventies) was 58 procent van het bbp. De coalitieregering (conservatieven en liberaal-democraten) heeft een plan goedgekeurd dat € 20,3 miljard aan bezuinigingen behelst. Voorgestelde maatregelen omvatten een verhoging van de btw met 2,5 procent (tot 20 procent) en een bestedingsreductie van 25 procent in de komende vier jaar voor alle ambtelijke departementen, behalve gezondheidszorg en overzeese hulp. De sociale uitgaven zullen worden verlaagd met ongeveer € 13 miljard in de komende vijf jaar. De kinderbijslag wordt bevroren, de familieheffingskorting wordt verlaagd, de huursubsidie beperkt, medisch onderzoek voor arbeidsongeschiktheidsuitkeringen strenger en de pensioengerechtigde leeftijd zal versneld worden verhoogd van 65 tot 66 jaar (European Institute 2010, Britse regering 2010). Als het gaat om de samenstelling van de bezuinigingen behoren sociale zaken en onderwijs tot de zwaarst getroffen sectoren. De bezuinigingen in sociaal beleid lopen op tot meer dan 30 procent van het totaal; meer dan € 22.000 miljard in de periode 2010-2014, met een bijzonder effect op gezinnen met lage inkomens, met inbegrip van werklozen en gepensioneerden.

Het federale tekort van *Duitsland* was in 2010 3,7 procent lager dan oorspronkelijk geraamd, vanwege de relatief sterke groeiprestatie in dat jaar. In juli 2010 bereikte de Duitse regering overeenstemming over ingrijpende bezuinigingen, van 2011 tot 2014, van ongeveer € 80 miljard, ofwel 3 procent van het bbp (*Sparprogramm*), om een volledige sluitende begroting te realiseren (Duitse regering 2010). Naast het

schrappen van 10.000 banen in de komende vier jaar, is het Duitse *Sparprogramm* een mengsel van het stopzetten van bestaande subsidies, hogere belastingen (op kernenergie), een belangrijke hervorming van het leger, hervormingen in het openbaar bestuur en de financiële sector, en een aantal op zichzelf relatief kleine bezuinigingen op uitkeringen en beperking van de groep uitkeringsgerechtigden (Bondsregering 2010). Er wordt gesneden in de huursubsidie en de kinderbijslag en subsidies voor wettelijke ziektekostenverzekeringen worden beperkt, allemaal bedoeld om de doelstelling van meer werkgelegenheid, lagere sociale uitgaven en meer belastinginkomsten te halen en om het evenwicht tussen persoonlijke verantwoordelijkheid en solidariteit te herstellen. Het pensioenstelsel blijft ongewijzigd, aangezien de beslissing om de pensioengerechtigde leeftijd te verhogen tot 67 al in 2007 werd genomen. In aanvulling op de besparingen investeert de overheid € 12 miljard in onderwijs, onderzoek en ontwikkeling, dat wil zeggen in de kracht van groei en nieuwe banen.

In *Nederland* stelde de centrumrechtse coalitie die op 8 oktober 2010 aan de macht kwam, dat ze het begrotingstekort van 2010, geraamd op 5,8 procent van het bbp, wil terugdringen door, tussen 2011 en 2015, € 18 miljard te bezuinigen (Nederlandse regering 2010).

Bezuinigingen raken zowel de belastingkorting voor het onderhoud van kinderen, door het verlagen van de leeftijds-grens van 30 tot 21, en de kinderbijslag. Gezinnen met hoge inkomens hebben niet langer recht op de kinderbijslag, en het uitkeringstarief per kind wordt verminderd tot een maximumtarief van 5 euro. De grootste besparingen in uitgaven, een structureel bedrag van 9 miljard euro, is de hervorming van de inkomensoverdracht. Momenteel kunnen kostwinnersgezinnen met jonge kinderen (tot 5 jaar) en gezinnen met een niet-werkende partner die geboren is voor 1972 de algemene heffingskorting volledig overdragen. In

het hoger onderwijs wordt een sociaal leenstelsel geïntroduceerd voor de masteropleiding, naast een generieke korting van 3000 euro per student voor de instellingen. Andere maatregelen zijn de aanscherping van de criteria voor een arbeidsongeschiktheidsverzekering voor jongeren, een vermindering van de gedeeltelijke uitkering tot 70 procent van het wettelijk minimumloon en een verhoging van de AOW-leeftijd naar 66 vanaf 1 januari 2020. Sociale uitkeringen worden tussen 2012 en 2015 niet gekoppeld aan de lonen.

In *Zweden* heeft de centrumrechtse regering een budgettaire consolidatiepakket voor 2011 voorgesteld van ongeveer 13 miljard SEK (Zweedse regering 2010). Er worden geen nieuwe initiatieven ondernomen op het terrein van de arbeidsmarkt en de verzorgingsstaat, omdat beide al in de vorige ambtstermijn van de huidige coalitie zijn hervormd. Het expliciete doel van de Zweedse regering is om de hervormingen die eerder zijn uitgevoerd te koesteren en te zorgen dat ze de gewenste effecten hebben: het vervangen van passieve programma's door activerende maatregelen. De sociale uitgaven zullen waarschijnlijk stijgen in de begroting van 2011. De lokale overheid ontvangt een extra rijksbijdrage van SEK 3 miljard om welzijn en werkgelegenheid te bevorderen. Met betrekking tot de arbeidsmarkt wil de Zweedse regering meer arbeidskansen bieden door middel van het 'eerst werk'-principe. Bovendien streeft de regering ernaar om een algemene werkloosheidsuitkering te introduceren die voorkomt dat mensen op de arbeidsmarkt in het geval van werkloosheid zonder een inkomensafhankelijke bescherming komen te zitten.

Ook in *Denemarken* zag de centrumrechtse regering geen aanleiding om flink te snijden in de begroting van 2011. Daarentegen heeft de regering een verschuiving van de prioriteiten van de uitgaven van in totaal DKK 10 miljard (€ 3,2 miljard) voorgesteld (Deense regering 2010). Terwijl het bud-

get voor de sociale voorzieningen in gemeenten onveranderd blijft op het niveau van de begroting van 2010 in reële termen, wordt een algemene besparingsoperatie bij de centrale overheid in de ministeries geïmplementeerd; een besparing van 0,5 procent per jaar in 2011-2012, hetgeen resulteert in een verlies van 20.000 banen in de publieke sector. Deze besparingen worden gebruikt voor gezondheids- en trainingsinitiatieven voor meer kwetsbare groepen. Een politiek omstreden maatregel is de voorgestelde (verdere) daling van de duur van de werkloosheidsuitkering van vier tot twee jaar. Tot slot werd in 2010 een volledig gefinancierde belastinghervorming doorgevoerd die gericht was op het versterken van het gezinsinkomen.

In november 2010 stelde de regering van *Finland* een hervormingspakket van maatregelen voor dat expliciet gericht was op een verlenging van de loopbaan en investeringen in het onderwijs, onder andere door het aanmoedigen van full-time studeren in de vorm van studiefinanciering (Finse regering 2010). In het bijzonder bestaan de maatregelen uit een stijging van 60 miljoen euro per jaar om de werkgelegenheid voor jongeren te bevorderen, dat wil zeggen dat mensen onder de 25 jaar en afgestudeerden onder de 30 jaar de garantie krijgen dat ze uiterlijk drie maanden nadat ze werkloos worden een baan of opleiding hebben. Bovendien wordt het basisonderwijs verbeterd door het verkleinen van de klassen, het organiseren van naschoolse activiteiten en het bevorderen van een aanvullende opleiding voor leraren. In juni 2011 werd een nieuwe regering geïnstalleerd, die toegezegd heeft de nadruk van het voormalige kabinet op jeugd en onderwijs verder te versterken (Finse regering 2011).

De stresstest voor Europa

In 2011 transformeerde de fiscale crisis van de Europese staat met alarmerende snelheid in een existentiële monetai-

re crisis van de 12 jaar oude munt. De snelle besmetting van de staatsschuldcrisis van Griekenland naar Ierland en Portugal, en vervolgens naar de grotere economieën van de eurozone, Spanje en Italië, stelde de Europese beleidsmakers voor een nieuwe en politiek uitdagende naschok. In oktober 2010 stemde de Europese Raad in met de introductie van het zogenaamde Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM), een permanent fonds waartoe ieder land met problemen zich kon wenden voor steun na 2013, wanneer de tijdelijke Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit (EFSF), die was opgericht voor speciale omstandigheden, eindigt. Op aandringen van de Duitse regering werd een compromis bereikt om particuliere banken een aandeel te laten hebben in de kosten van het ESM door middel van zogenaamde *haircuts*.

In plaats van dat dit de markt kalmeerde, schoten de rentes op obligaties voor Ierland, Portugal en Spanje door het plafond. Eind november moest Ierland zijn toevlucht zoeken bij het EFSF en brachten Portugal en Spanje hun bezuinigingsambities omhoog en naar voren. In maart 2011 diende de Portugese socialistische minderheidsregering onder leiding van José Socrates haar ontslag in, omdat de meest recente economische hervormingsmaatregelen niet genoeg steun kregen in het parlement. De financieringskosten stegen sterk en de ratingbureaus declasserden Portugals schuld. In april wendde de interim-regering van Socrates zich met tegenzin tot de EFSF voor financiële steun. Nu er drie kleine economieën aan het infuus liggen, werden in de zomer van 2011 de financiële markten steeds bezorgder dat de grotere economieën van Spanje en Italië, en zelfs Frankrijk, de tweede economie van de eurozone, in de gevarenzone van de Europese staatsschuldencrisis kwamen. Het voortbestaan van de euro werd in twijfel getrokken.

Eind 2010 besloot de Europese Raad tot een belangrijk initiatief: de oprichting van een zogenaamd Europees Semester, waarin de nationale regeringen, aan de hand van een strikt tijdschema, verplicht zijn om hun begroting in te leve-

ren voor een discussie door hun *peers* en de Europese Commissie – te beginnen in januari 2011. Het Europese Semester had de potentie om te zorgen voor meer verplichtende coördinatie van economisch beleid met enige synchronisatie van fiscaal beleid en structurele hervormingen. Het voorstel van Merkel en Sarkozy voor een ‘euro-plus pact’ resulteerde in een verdere aanscherping van de budgettaire discipline, verankerd in het Stabiliteitspact. Parallel hieraan, in februari 2011, publiceerde de Europese Commissie het Jaarlijkse Groei Overzicht (AGS). De Commissie constateerde dat fiscale losbandigheid, overgereguleerde arbeidsmarkten, overmatige verzorgingsstaten, te sterke vakbonden en te starre loononderhandelingsinstellingen, de belangrijkste belemmeringen vormden voor Europese groei en concurrentievermogen. De AGS riep dus op tot een ‘snelle daling van de werkloosheid door arbeidsmarkthervormingen’, als onderdeel van een agressief fiscaal consolidatiepakket. Door te stellen dat EU-acties ‘geen grote publieke investeringen vragen’, zoals het ‘euro-plus pact’, drong de Commissie erop aan nationale begrotingen aan te scherpen als de meest adequate strategie voor het herwinnen van het vertrouwen van de kapitaalmarkten.

Op 21 juli 2011 kwamen de 17 leiders van de eurozone samen op een ‘noodtop’ in Brussel. Zij kwamen overeen de EFSF te herzien met een lagere rente voor Griekenland, Ierland en Portugal, en tegelijkertijd de kortetermijnleningen uit te breiden om banken te herkapitaliseren en obligaties op te kopen van risicogeveallen, in een nieuwe poging om besmetting te beperken. Maar ook deze deal was niet afdoende om de euro een stabiel kader te geven, omdat de EFSF niet was vergroot. Daarnaast is de financieringsstructuur van de EFSF inherent gevoelig voor besmetting, omdat nationale garanties die de EFSF ruggensteun geven alle landen verantwoordelijk maakt voor slechts een deel van het fonds, grotendeels in overeenstemming met het economisch gewicht in de eurozone. Als, bijvoorbeeld, Frankrijk

de triple-A rating zou verliezen, zou de EFSF een groot deel van haar kredietverleningscapaciteit verliezen. Onmiddellijk na de top sprongen de Italiaanse en Spaanse obligatiemarktrentementen omhoog, boven de kritische 6 procent, hetgeen leidde tot bezorgdheid dat deze economieën gedwongen zouden worden om hun financiële toevlucht tot de EFSF te zoeken. Uiteindelijk wist de ECB de rust enigszins te herstellen door het opkopen van Spaanse en Italiaanse staatsobligaties, in een poging om te voorkomen dat de staatsschuldcrisis twee van de grootste economieën van het Europese continent zouden verlammen. De meest recente interventies van de ECB zijn echter niet meer dan tijdelijke noodverbanden.

Een ontwerpfout in EMU

De eurocrisis laat een ontwerpfout zien in de architectuur van de Europese Monetaire Unie (EMU). Onder de spelregels van het Stabiliteitspact werden burgers in Ierland en Spanje (en ook in Nederland) aangespoord om fikse hypotheekschulden op zich te nemen om de economie te stimuleren. De Europese Commissie was laaiend enthousiast over de groeiprestaties van Spanje en Ierland, die volledig spoorden met de budgetregels van het Stabiliteitspact. Ook Griekenland behoorde tot de snelst groeiende economieën in de eerste tien jaar van de euro. Achteraf moeten we constateren dat de groei in Ierland, het Verenigd Koninkrijk, Griekenland en Spanje illusoir was. Als de mediterrane landen meer hadden geïnvesteerd in onderwijs, zelfs als dat op gespannen voet stond met budgettaire doelen, dan was de beroepsbevolking nu hoger opgeleid voor betere banen, waar dan ook in Europa.

Deze macro-economische blikvernuwing was gebaseerd op een eenzijdige, negatieve theorie van de overheidsvoorzieningen. Sinds de neoliberale jaren tachtig gaan de meeste beleidsmakers ervan uit dat overheden door con-

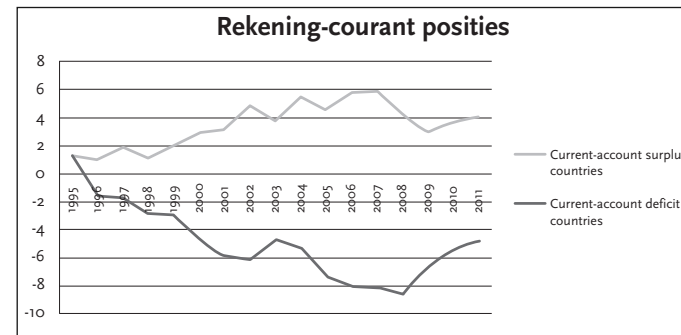
sumptieve bestedingen de concurrentiekracht van de particuliere sector insnoeren. Hoe kleiner de overheid, des te dynamischer de economie. Hierbij wordt veelal aangenomen dat vanwege de aard van de overheidsproductie – overwegend arbeidsintensieve dienstverlening – de productiviteitsstijging in de publieke sector inherent achterblijft bij die in de marktsector. Maar omdat de lonen niet structureel achterlopen bij de marktsector wordt daarmee publieke dienstverlening relatief gezien steeds duurder. Dit zet permanente druk op de publieke sector om kosten te besparen door de productiviteit op te voeren (efficiencykortingen), of door de omvang van de publieke dienstverlening te beperken (rantsoeneren, hogere eigen bijdragen en privatiseren).

Vanaf het prille begin hebben vooraanstaande economen gewaarschuwd dat een gemeenschappelijke munt zonder een minimale vorm van fiscale eenheid nooit een optimale valuta kan opleveren. De architecten van de EMU legden deze kritiek naast zich neer. Zij voelden weinig behoefte aan fiscale integratie, aangezien het Verdrag van Maastricht nadrukkelijk ‘bailouts’ van probleemlanden verbood. Deze strengheid voorkwam echter niet dat op politieke gronden werd besloten om Italië en Griekenland, beide notoire schuldlanden, tot de monetaire unie toe te laten. Toen de EMU in 1999 in werking trad waren er hoge verwachtingen dat het soepel functioneren van een gemeenschappelijke munt als katalysator zou werken voor belangrijke nationale economische en sociale structurele hervormingen, waardoor extra supranationale ‘positieve coördinatie’ en EU-brede risicospreiding overbodig zouden blijken.

EU-beleidsmakers geloofden dat deelname aan de monetaire unie onder de randvoorwaarden van het Stabiliteitspact, en een verder afgedwongen discipline door financiële markten op basis van toezicht door ratingbureaus, op de lange termijn tot reële convergentie van nationale economieën zou leiden. Door het beleid verder eenzijdig te richten op inflatiebestrijding door de ECB en op het (gebrek)

handhaven van begrotingsdiscipline, miste het EMU volledig het zicht op belangrijke en divergerende concurrentieverschillen op de lopende rekeningen van de reële economie. Bovendien werd in het ontwikkelingsplan dat in 2000 door de Europese regeringsleiders werd opgesteld, de zogenaamde Lissabon Agenda, in overeenstemming met een enge opvatting van het subsidiariteitsprincipe, de voorkeur gegeven aan ‘negatieve coördinatie’ van sociaal en economisch beleid. Met andere woorden, de onderliggende economisch beleidstheorie van de Lissabon Agenda was er een van de bevordering van onderlinge concurrentie tussen nationale regeringen, door liberalisering en deregulering, hetgeen op lange termijn zou leiden tot institutionele convergentie. Hiermee werd een fictie gecreëerd dat investeringen waar ook in de eurozone dezelfde risico’s dragen, met als gevolg dat te veel kapitaal stroomde naar landen die vanwege belangrijke institutionele tekortkomingen daar slecht op waren voorbereid. In landen als Griekenland en Italië werd hiermee een onhoudbaar fiscaal beleid bestendigd, terwijl in landen als Ierland en Spanje de overvloed aan kapitaal leidde tot onroerendgoed- en kredietbellen. Volgens de monetaire econoom Mundell (Mundell 1961) zou factormobiliteit kunnen hebben gezorgd voor het gladstrijken van macro-economische onevenwichtigheden in een optimaal valutagebied. In de reële wereld van de Europese politieke economie werkte factormobiliteit enkel voor kapitaal en niet voor arbeid, als gevolg van belangrijke taal- en andere institutionele barrières. Dit versterkte de asymmetrie in de productiviteitsontwikkeling die weer resulteerde in grote afwijkingen in externe saldi (zie figuur 2).

Figuur 2. Rekening-courantposities.

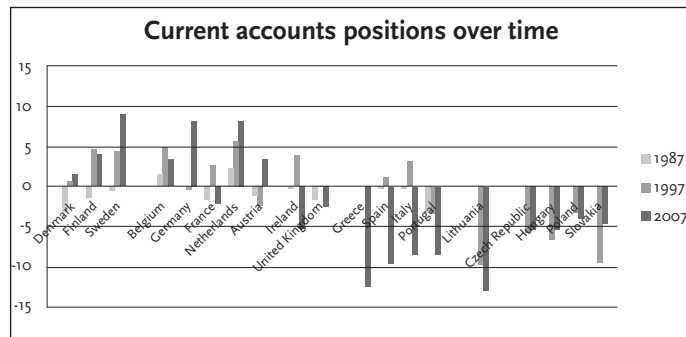


Landen met een overschot zijn Duitsland, Oostenrijk, Nederland en Finland. Landen met een tekort zijn Griekenland, Ierland, Spanje, Portugal en Slowakije.

Bron: ECFIN's AMECO

In het eerste decennium van deze eeuw voerde Griekenland een onverantwoord begrotingsbeleid en wist dit, op advies van de Amerikaanse investeringsbank Goldman and Sachs, knap te verbergen. Met budgettaire overschotten waren Spanje en Ierland beide fiscaal juist bijzonder deugdzaam, beter zelfs dan Duitsland, tot de crisis uitbrak. De Spaanse en Ierse problemen hebben dan ook minder met fiscale losbandigheid te maken en veel meer met een door de private sector geïnduceerde vastgoed-boom en achterblijvende productiviteit in de rest van de economie, die niet werd gecorrigeerd door binnenlandse structurele hervormingen. Goedkoop kapitaal vloeide naar investeringen in onroerend goed, hetgeen leidde tot snel stijgende huisprijzen, en die resulteerden vervolgens in de vastgoedbubbel. Daar kwam bij dat de reële lonen stegen, waardoor de exportpositie verder verslechterde. Wanneer zo'n (non-)beleid een decennium lang wordt volgehouden, heeft dat natuurlijk ingrijpende macro-economische consequenties, niet alleen voor de individuele lidstaten van de eurozone, maar vooral ook collectief.

Figuur 3. Current account positions.



Bron: ECFIN'S AMECO

De les uit het voorgaande is dat reële economische divergentie en consistent hogere inflatie in landen met voorheen een sterke binnenlandse vraag, zeer verschillende monetair contexten produceren binnen de eurozone. Aangezien de eurozone geen 'optimaal valutagebied' bleek, zorgde een 'one size fits all'-rentebeleid van de ECB voor asymmetrische impulsen in de economieën van de eurozone, met bovengemiddeld lagere dan wel hogere *reële* rentes in verschillende landen. Daardoor werden gevaarlijke interne macro-onevenwichtigheden in de eurozone gecreëerd en in stand gehouden (Scharpf 2011). Dezelfde rentetarieven waren te laag voor landen waar meer discipline geboden was, zoals in Ierland, maar ook te hoog waar binnenlandse groei meer lucht had kunnen bieden, zoals in Duitsland rond de eeuwwisseling. Met andere woorden: reële concurrentieverschillen onder homogene rentetarieven, geënt op de gemiddelde prestaties van de eurozone, leidden tot suboptimale nationale aanpassingsstrategieën. Daarvoor zijn beleidsmakers lang (en eigenlijk nog steeds) blind geweest. Van de landen waar de concurrentiekracht is aangetast sinds de invoering van de gemeenschappelijke munt, vallen Griekenland, Italië, Portugal, Spanje en Ierland in het bijzonder op, zoals weergegeven in figuur 3.

De nalatigheid van de ratingbureaus om naar de reële economie te kijken ondermijnde de disciplinerende die van de kapitaalmarkt had kunnen uitgaan. De lange termijn nominale rente bleef hierdoor te laag in landen waar de private schuldenlast met enorme snelheid toenam – overigens ook in Nederland met zijn aparte, door de overheid gesubsidieerde hypotheekmarkt. Door eenzijdig te sturen op budgettaire discipline, werd binnen het macro-regime van de eurozone de accumulerende schuldenlast van de private sector in Ierland en Spanje volledig genegeerd. Het is waar dat Griekenland zich heeft misdragen, maar de les van fiscale verkwisting is niet van toepassing op de schuldenproblematiek die sinds de crisis is ontstaan in Ierland, Portugal en Spanje.

Tragisch is nu dat de landen die nu hun concurrentiepositie hopen te verbeteren door interne devaluatie, zijn onderworpen aan de nervositeit van financiële markten en ratingbureaus, die het voor de crisis zo enorm hebben laten afweten. Hoge rentes als straf, volgens de redenering van Paul de Grauwe, duwen deze landen in een slecht evenwicht, of zelfs een afgrond, van chronisch hoge budgettaire tekorten, massale werkloosheid en langdurige groeivertraging. Aangezien leden van een monetaire unie zeer gevoelig zijn voor liquiditeitsbewegingen wordt, zodra een land verstrikt is in een liquiditeitscrisis, de rente omhoog gedreven, waarmee de liquiditeitscrisis verandert in een solvabiliteitscrisis, waardoor de crisis *self-fulfilling* wordt (De Grauwe 2010).

Tot slot

De eurocrisis doet een bijna onmogelijk beroep op regeringsleiders en politici om een aantal achterhaalde economische denkbeelden en ideologische stokpaardjes over de verzorgingsstaat en de EMU op te geven. 'Never waste a good crisis' is makkelijker gezegd dan gedaan. Onder condities van grote onzekerheid zijn beleidsmakers vooral ge-

neigd zich vast te klampen aan de lessen van de laatste crisis; die van de jaren tachtig dus. Vanwege een even gemakkelijk electoraal opportunisme, trekken politici zich terug op de veilige bastions van de nationale ideologie. ‘Geen cent voor Griekenland’ en ‘Werken tot vijfenzestig en geen dag langer!’ Nooit eerder is zo hard geroepen dat lidstaten van de Europese Unie fiscaal soeverein zijn, terwijl dat minder dan ooit de werkelijkheid beschrijft. Negatieve Europese coördinatie, doorgeschoten deregulering en luchtballonnen: het zijn lessen voor iedereen. Het redden van de euro vereist een robuustere politieke en fiscale unie.

Zijn politieke partijen en hun kiezers bereid om deze les te accepteren? Zonder collectieve aanpak van risico's die de nationale regeringen lopen op de financiële markten blijft de eurozone een fragiele constructie. Een collectieve aanpak – denk aan de uitgifte van gezamenlijke euro-obligaties – impliceert niet dat de verantwoordelijkheid van nationale regeringen om financieel orde op zaken te stellen, weg wordt genomen. Het betekent dat een evenwicht tot stand moet worden gebracht tussen disciplinerende en ondersteunende maatregelen. Omdat Zuid-Europese banken en de financiële markten verweven zijn, hebben ook lidstaten die sterk staan op de markten, zoals Duitsland, belang bij een gezamenlijke, supranationale aanpak. Er is veel te zeggen voor het voorstel van De Grauwe dat is gebaseerd op een werkzaam evenwicht tussen de ‘wortel’ van een lagere gemiddelde rente en de ‘stok’ van het serieus werk maken van de verlaging van de staatsschuld.

Terug naar de toekomst van de verzorgingsstaat. In het komende decennium krijgen we meer te maken met nieuwe sociale risico's, zoals achterblijvende scholing, barrières in het combineren van betaalde arbeid en zorg, kindermoeite in eenoudergezinnen, ontoereikende sociale bescherming voor flexwerkers en zzp'ers. Chronische ziekten en beperkte invaliditeit dreigen de toegang tot scholing en de arbeidsmarkt onnodig te beperken. In het licht van deze

risico's overtuigt de klassieke benadering van het beheersen van de (publieke) kosten steeds minder. Werk, zorg, onderwijs, sociale zekerheid en maatschappelijke dienstverlening komen tegen de achtergrond van de financiële crisis en de vergrijzing in een gewijzigd perspectief te staan, waardoor alternatieve oplossingen geboden zijn.

Verdere toename van het aantal (voltijds) werkende vrouwen is niet alleen vanuit emancipatoir oogpunt wenselijk, maar is tegelijkertijd het beste antwoord op kindermoeite. Flexibel pensioneren en het introduceren van prikkels om uitreden uit te stellen kunnen een enorme ontlasting van de pensioendruk inhouden. Door herscholing en ‘een leven lang leren’ kunnen oudere cohorten werknemers zich beter aanpassen aan nieuwe economische en maatschappelijke realiteiten dan voorheen. Kwalitatief hoogstaande en breed toegankelijke voor-, tussen-, en naschoolse voorzieningen verlagen de opvoedingskosten voor ouders en keren de trend van een dalende vruchtbaarheid. De houdbaarheid van de pensioenen begint in wezen bij goed onderwijs en actief gezinsbeleid. Vanwege de grote voorzienbare arbeidsmarkttekorten is ook het laten deelnemen van nieuwe migranten aan de arbeidsmarkt van wezenlijk belang, niet in de laatste plaats voor succesvolle culturele integratie. Een activerende verzorgingsstaat en innovatievermogen zijn positief gecorreleerd. Een grote publieke sector hoeft niet noodzakelijk schadelijk te zijn voor het concurrentievermogen, zoals de Scandinavische ervaring laat zien. Investeren in de belastingbetaler van de toekomst zou het devies voor de moderne overheid in tijden van crisis moeten zijn (Vandenbroucke et al. 2011).

Een nieuw macro-economisch regime voor de EU en een sociaal investeringsbeleid op nationale schaal zijn van existentieel politiek belang voor de toekomst van de Europese economie en maatschappij. Zij moeten vorm en inhoud geven aan een sociaal Europa. Het publiek zal moeten worden aangesproken op een grote inspanning, want natuurlijk

moet tegelijk de overheidsschuld omlaag, omdat de vergrijzing de uitgaven in de pensioenen en de zorg opdrijft. Een sociale investeringsagenda heeft de beste papieren voor reële sociale vooruitgang: een sterkere economie, meer banen en grotere sociale cohesie, in lijn met de diepgewortelde Europese voorkeur voor een markteconomie met een menselijk gezicht. Maar zolang we de lange termijn niet overtuigend op de politieke agenda krijgen, blijven politici en beleidsmakers gevangen in kortetermijnoportunisme en achterhaalde economische denkbeelden, met als gevolg dat de eurozone snel verder achteropraakt in de globale kenniseconomie en mogelijk zelfs uiteenvalt.

Bibliografie

- Bondsregering (2010). *Government draft of the 2011 budget and financial plan to 2014*, www.bundesfinanzministerium.de/nr_103388/EN/Topics/Fiscal-policy/Articles/20100816-Government-draft-2011-budget.html?__nnn=true
- Britse regering (2010). *Spending Review 2010*. Verenigd Koninkrijk: The Stationery Office, http://cdn.hm-treasury.gov.uk/sr2010_complete-report.pdf
- Deense regering (2010). *Fiscal Consolidation Agreement*, http://uk.fm.dk/Publications/2010/~media/Publikationer/Imported/2010/Fiscal%20Consolidation%20Agreement/Fiscal_Consolidation_Agreement_Summary.ashx
- De Grauwe, P. (2009). 'The Crisis as a Paradigm Shift', in: A. Hemerijck, B. Knapen and E. van Doorne (eds.), *Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice*, pp. 82-89, Amsterdam: Amsterdam University Press
- De Grauwe, P. (2010). 'Crisis in the Eurozone and how to deal with it', in: *CEPS Policy Brief*, Vol. 24
- Esping-Andersen, G., D. Gallie, A. Hemerijck, en J. Myles (eds.) (2002). *Why we Need a New Welfare State*, Oxford: Oxford University Press
- European Institute (2010). *EU austerity: A country-by-country table*, www.europeaninstitute.org/June-2010/eu-austerity-a-country-by-country-table.html
- Finse regering (2010). *Budget Review 2011: November 2010*, Helsinki: Ministry of Finance, www.vm.fi/vm/en/04_publications_and_documents/01_publications/01_budgets/20101119Budget/Bk_2010_en_ku_november.pdf
- Finse regering (2011). *Programme of the Finnish Government*, Helsinki: Prime Minister's Office
- Hemerijck, A. (2009). 'The Institutional Legacy of the Crisis of Global Capitalism', in: A. Hemerijck, B. Knapen and E. van Doorne (eds.), *Aftershocks, Economic Crisis and Institutional Choice*, pp. 13-52, Amsterdam: Amsterdam University Press
- Monti M. (2010). *A New Strategy for the Single Market at the Service of Europe's Economy and Society. Report to the President of the European Commission José Manuel Barroso*, http://ec.europa.eu/bepa/pdf/monti_report_final_10_05_2010_en.pdf
- Mundell, R.A. (1961). 'A Theory of Optimum Currency Areas', in: *The American Economic Review*, Vol. 51 (4), pp. 657-665, American Economic Association: Nashville
- Nederlandse regering (2010). *Vrijheid en verantwoordelijkheid. Regeerakkoord VVD-CDA*, www.rijksoverheid.nl/documenten-en-publicaties/rapporten/2010/09/30/regeerakkoord-vvd-cda.html
- Scharpf, F.W. (1999). *Governing in Europe: Effective and democratic?*, Oxford: Oxford University Press
- Scharpf, F.W. (2011). 'Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy', IEQS Annual Lecture Paper 2011, in: *LSE 'Europe in Question' Paper Series*, Vol. 36/2011, Londen: London School of Economics.
- Vandenbroucke, F., A. Hemerijck en B. Palier (2011). *The EU Needs a Social Investment Pact*, www.ose.be/EN
- Zweedse regering (2010). *Budget statement*, www.sweden.gov.se/content/1/c6/15/38/32/91bbec67.pdf

Tien jaar Europese ervaring, twee crises, vijf lessen

Ieke van den Burg

Het vrije verkeer van kapitaal is een van de vier pijlers van de Interne Markt. In mei 1999 presenteerde eurocommissaris Mario Monti een ambitieus 'Financiële Diensten Actie Plan' (FSAP), dat draaide om het creëren van één Europese geïntegreerde markt met als eerste doel het bevorderen van het aantrekken van kapitaal naar de EU. In de tien jaar dat ik lid was van het Europees Parlement (1999-2009) werd alles op alles gezet om de regulering en deregulering die daarvoor nodig waren in hoog tempo door te voeren.

De opdracht tot verdere uitwerking van dat FSAP lag vooral bij Monti's opvolgers, Frits Bolkestein (1999-2004) en de Ier Charlie McCreevy (2004-2009), ieder op hun eigen manier fervente neoliberalen. Bolkestein vooral intellectueel-theoretisch, aandoenlijk wereldvreemd in de wereld van het grote geld. McCreevy de sluwe vos die precies wist naar welke belangen hij zijn oren moest laten hangen, zelfs tot na de Lehman-crisis doof voor wat fout ging in de financiële markten. In dit artikel wil ik uit die tien jaar en uit de ervaringen daarna een paar lessen trekken voor de toekomst van de financiële sector.

Van korte naar lange termijn

Om te beginnen bij het begin. Als we ons als sociaaldemocratische leden van de Economische en Monetaire Commissie van het Europees Parlement weer over de honderden amendementen en details van de financiële richtlijnen en verordeningvoorstellen bogen, verzuchtten we wel eens: 'Zijn we nu alleen bezig om het voor de kapitalisten en grote spelers op de financiële markten goed te regelen, of levert het ook wat op voor economische groei, welvaart en werkgelegenheid?' De mantra dat een grotere liquiditeit tot grotere beschikbaarheid van kapitaal voor de reële economie zou leiden, ging in de praktijk steeds meer een eigen leven leiden.

Nog steeds krijgt elk voorstel om het kapitaal aan banden te leggen, of het nu om (*naked*) *short selling*, om centrale *clearing* van derivaten of om het opleggen van een belasting op financiële transacties gaat, door de financiële lobby tegengeworpen dat regulering ten koste van de liquiditeit gaat. Terwijl juist in de crisis van 2008 bleek dat er heel andere liquiditeitsproblemen optraden, die veel meer met de onderlinge verwevenheid en het onderling wantrouwen tussen financiële partijen te maken hadden. Onlangs kwam aan het licht hoeveel liquiditeit de Federal Reserve aan de *Wall Street Aristocracy* leende, tegen onderpanden die ver beneden de normale standaarden lagen. Twee Bloomberg-onderzoekers zetten dat op een rijtje. Ze kwamen tot het astronomische bedrag van US\$ 1,2 biljoen (een 1 met twaalf nullen dus; Keoun & Kuntz 2011). En ook nu, midden in de crisis van de Griekse en Italiaanse euroleningen, vertrouwen banken elkaar niet en staan er enorme bedragen bij de Europese Centrale Bank (ECB).

Voor de enorme impact van misvattingen over liquiditeit grijp ik graag terug op *good old* John Maynard Keynes en zijn gelukkig nog steeds bestaande, maar veel te weinig gelezen en geraadpleegde navolgers, zoals Robert Skidelsky

(Skidelsky 2009) en de oud-hoofdredacteur van *The Observer* Will Hutton (Hutton 2003). De laatste legt in zijn na 25 jaar nog verbazend actuele leerboek uit hoe in het werk van Keynes de relatie tussen financiële markten en reële economie centraal stond. Tegenover het neoliberalisme van Thatcher en Reagan herdefinieert hij het begrip algemeen belang, en de rol van de staat als belangrijkste hoeder van dat algemeen belang. Daarmee raakt hij de kern van de sociaal-democratische kritiek. De financiële markten zijn zich in plaats van op hun intermediaire rol voor groei, competitiviteit en werkgelegenheid op hun eigen belang gaan richten, en de sociale dimensie die voor Jacques Delors nog onlosmakelijk met het internemarktproject was verbonden, is helemaal uit het zicht verdwenen.

Toen Keynes zijn theorieën ontwikkelde, was het prototype van de kapitalist nog de rentenier, de rijke burger, die een redelijk voorspelbare en planbare liquiditeitsbehoefte had en het zich kon permitteren behoorlijk wat investeringen op de lange termijn te doen. Tegenwoordig voeren institutionele beleggers de boventoon en beleggen particuliere renteniers via beleggingsfondsen, individuele of collectieve pensioenregelingen of nieuwe vormen van investeringsfondsen. Een van de gevolgen daarvan is dat er een liquiditeitsdwang ontstaat. Iedere individuele belegger wil het gevoel hebben dat hij zijn geld op ieder moment kan opvragen. Deze mogelijkheid is echter een illusie als iedereen dat tegelijkertijd op hetzelfde moment zou willen en brengt het algemeen belang zichtbaar in gevaar.

Voor institutionele beleggers die onder toezicht staan, is deze liquiditeitsdwang tot in het extreme doorgetrokken in de boekhoudregels (*fair value accounting*) en de prudentiële regels voor banken (Basel I, II en III) en verzekeraars (Solvency II). Deze solvabiliteitseisen drijven banken, verzekeraars en pensioenfondsen in de armen van de *financial engineers* om hun risico's te *hedgen* en hun verplichtingen te *matchen*. Daarbovenop worden nu ook nog eens specifieke

liquiditeitseisen ontwikkeld. Zo hoopt men op het microniveau van de individuele bank het opdrogen van de liquiditeit te voorkomen, er volledig aan voorbijgaand dat dit probleem vooral ontstond doordat men elkaar onderling niet vertrouwde en niet wilde uitlenen. Omdat ze daarvoor hogere kapitaal- en liquiditeitsbuffers aan moeten houden, worden onder toezicht staande financiële instellingen ervan weerhouden om aan ondernemers in de reële economie te lenen. Zij zoeken hun toevlucht in gekunstelde financiële instrumenten die hun liquiditeitsrisico's schijnbaar afdekken. En ziedaar: er ontstaat een *credit crunch*. Het geld gaat niet naar illiquide maar wel zeer nuttige langetermijninvesteringen, maar naar kortetermijngerichte, vaak speculatieve producten die schijnliquiditeit en schijnzekerheid leveren.

Dat zien we bijvoorbeeld terug in de discussie in Nederland over het pensioenakkoord. Onzekerheid moet volgens de campagne van FNV Bondgenoten tot elke prijs vermeden worden, maar het gevolg is juist: meer volatiliteit en meer systeemrisico. En hogere kosten, want die complexe producten brengen veel geld in het laatje van de *investment banks* en de pensioenadviseurs. Juist pensioenfondsen en serieuze institutionele beleggers zouden geduldig de langetermijnhorizon als leidraad moeten nemen voor verantwoorde, duurzame langetermijnbeleggingen, zonder zich gek te laten maken door dagkoersen en alle kanten opschietende dekkingsgraden. Dat is de eerste les: beleggers moeten zich niet gek laten maken door begerige kortetermijnwinstmogelijkheden en hijgerige toezichtregels. Ze moeten zich geduldig op de lange termijn richten en daar door toezicht en regelgeving toe in staat gesteld worden.

Van nationale naar mondiale oriëntatie

Een tweede les schuilt in de internationale verwevenheid van de financiële sector. Deze sector is in de afgelopen 20 tot 25 jaar een economische sector van groot belang gewor-

den, afgezet tegen de omvang van de reële economie en tegen die van het mondiale BNP. Het paradoxale verschijnsel doet zich voor dat de financiële markten, het bankwezen en de kapitaalstromen bij uitstek geglobaliseerd zijn en onderling verweven, terwijl voor nationale overheden hun nationale kampioenen en nationale niches in die sector een steeds belangrijkere economische factor zijn geworden. Denk aan de City of London die activiteiten vanuit de Verenigde Staten heeft aangetrokken, Finanzplatz Frankfurt, Paris Europlace en Holland Financial Center. De concurrentie tussen lidstaten om een aantrekkelijke vestigingsplaats te worden en blijven voor de financiële sector, heeft enorme proporties aangenomen. Ook de niches die kleinere landen zoals Luxemburg en Ierland hebben opgebouwd, zijn voor deze landen enorme werkgelegenheids- en inkomstenbronnen geworden. Nederland blaast met zijn trusts voor financieringsmaatschappijen een stevig partijtje mee als het gaat om het aanbieden van belastingvoordelen (Fernandez 2011). Lokale en regionale overheden spelen hun rol met locatiesubsidie en infrastructurele faciliteiten.

Bij vrijwel elk wetgevend dossier komen die nationale belangen naar boven. Dat leidt vaak tot koehandel die de doelstellingen en effectiviteit van de wetgeving onderuithaalt. Het meest funest is concurrentie op 'aantrekkelijk' financieel toezicht. Door vele betrokkenen werd in mijn tijd in het Europese Parlement beweerd dat daarvan een positieve prikkel voor goed en efficiënt toezicht uit zou gaan. In mijn rapporten heb ik steeds voor het omgekeerde gewaarschuwd, voor een race naar de bodem. De concurrentie was zelfs zo scherp, dat men ook om de vestigingsplaats van de Europese comités van toezichthouders streed. De grote landen wilden ze allemaal in hun financiële centrum hebben. Het uiteindelijke compromis was: de banken in Londen, de effectenmarkten in Parijs en de verzekeraars/pensioenfondsen in Frankfurt.

Ook mondiaal is deze *regulatory arbitrage* een groot probleem. De G20 slaagt er maar niet in om bijvoorbeeld het

probleem van de *tax havens* effectief op te lossen, en momenteel speelt de discussie over de Financial Transaction Tax. Zeer moedig stelt de Europese Commissie nu voor om deze op Europees niveau in te voeren. Maar onder aanvoering van Londen wordt door de Europese financiële sector het onaanvaardbaar geacht als de andere mondiale financiële centra niet meedoen. Want als die niet meedoen, zal inderdaad juist de snelle handel en de handel in kortetermijnspeculatieve transacties zich in een mum van tijd verplaatsen naar Hongkong, Singapore of de Verenigde Staten. Dan treft de FTt niet zijn eigenlijke doel, maar vooral de bankensector en zullen direct en indirect de maatschappelijke kosten afgewenteld worden op de eindgebruikers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

Ook het aanpakken van marktdominantie en marktmisbruik door de grote financiële spelers lukt niet of nauwelijks, terwijl een aantal grote spelers de bovenkant van de markt toch sterk domineert. In mijn rapport van begin 2007 heb ik veel aandacht besteed aan deze wereldwijde oligopolies. Naast de *Big Four* accountants en de drie *credit rating agencies*, had ik daarbij ook uitdrukkelijk de blik gericht op de grote Wall Street-investment banks, die sleutelposities innemen. Voor de grote multinationale bedrijven, voor wie ze overnames, beursgangen en aandelenemissies begeleiden, maar ook voor de beleggers die ze producten verkopen zoals de securitisaties waar de crisis van 2007/2008 mee begon. En met dankbare gebruikmaking van de *inside* informatie die ze door die activiteiten aan beide zijden van de markt opdoen, handelen ze steeds meer en agressiever voor eigen rekening. Tot mijn grote woede werd het woord investment banks door een amendement waartoe conservatieven en liberalen zich door de bankenlobby hadden laten verleiden, uit de uiteindelijke passage geschrapt bij de plenaire stemming over mijn rapport.

Rond de jaarwisseling van 2007/2008 zag ik een bevestiging van die belangentegenstelling bij de investeringsbanken. Een topman van Goldman Sachs ging er prat op dat hij

de eigen posities van de bank in de (gevaarlijke) Amerikaanse subprimemarkt al in december 2006 had afgebouwd, terwijl ze nog volop bezig waren om die gesecuritiseerde subprimeproducten aan beleggers te verkopen. Op de vragen die ik daarover aan McCreevy en mededingingscommissaris Kroes stelde, was het antwoord dat dit buiten de bevoegdheden van de Europese Commissie viel. In de nasleep van de kredietcrisis kwam door e-mails van een medewerker van Goldman Sachs onomwonden aan het licht, dat men wel degelijk wist dat *crap* werd verkocht aan klanten.

Het Europese Directoraat Generaal Mededinging is eigenlijk pas intensief bij de ontwikkelingen in de Europese financiële sector betrokken geraakt, toen nationale overheden uit de algemene middelen kapitaalgaranties aan financiële instellingen moesten verlenen of zelfs tot nationalisering van banken overgingen. Ik heb het altijd jammer gevonden dat deze bemoeienis alleen draaide om het voorkomen van oneigenlijk concurrentievoordeel op grond van verleende staatssteun. Vanuit de PDS-fractie hebben we bredere interdisciplinaire teams bepleit met behalve juristen ook economen en deskundigen van de centrale banken en financiële toezichthouders. Die hadden dan ook naar de effecten voor kredietverlening, dienstenverkeer, consumentenbelangen, werkgelegenheid en macro-economische effecten moeten kijken. Breder maar ook diepgaander. Het recente voorbeeld van Dexia heeft nog weer eens schrijnend aangetoond dat de stresstests meer verhuld hebben dan verduidelijkt. Anders dan in Amerika had de Europese banktoezichthouder hier maar beperkte regie. Met als gevolg dat de Europese banken nog steeds niet voldoende gekapitaliseerd zijn en ook nauwelijks kapitaal uit de markt kunnen aantrekken omdat ze niet vertrouwd worden.

Ik had liever gezien dat de suggestie van Nicolas Véron van de denktank Bruegel gevolgd was, om een grondige saneringsoperatie op te zetten, waarbij alle banken door de Europese toezichthouder (EBA, vroeger CEBS) op dezelfde

manier waren aangepakt. Dat had zowel een eerlijk speelveld gecreëerd als een veel snellere en effectievere gezondmaking van de bankensector, die nu de Japanse situatie achterna gaat. Het is toch te gek voor woorden dat nu blijkt dat de Griekse staatsobligaties door een en dezelfde (*Big Four*) accountant bij verschillende banken verschillend in de boeken zijn gewaardeerd.

Zolang Europese lidstaten hun eigenbelang niet zien als internationaal te definiëren algemeen belang, zullen de mondiaal opererende financiële spelers en hun handlangers hen tegen elkaar uitspelen en vrij spel hebben. Dat is de tweede les: alleen door eensgezind op te treden in Europees verband en van daaruit in mondiaal verband, kunnen we deze mondiaal georganiseerde financiële sector weer in het gareel krijgen.

Overheidssteun alleen voor algemeen belang

Het kost steeds meer moeite om aan de publieke opinie uit te leggen waarom het nodig is banken te redden, met bedragen die een veelvoud zijn van bedragen waarover nu in nationale begrotingen enorme bezuinigingen plaatsvinden. Dat is niet zo vreemd als je je realiseert dat er bij die discussie, maar ook bij de reddingsoperaties zelf een aantal zaken door elkaar heen loopt. Bij de publieke discussie wordt het algemeen publiek belang van het beschermen van het functioneren van het betalingsverkeer en het financieren van de reële economie, overvleugeld door de aversie tegen hoge bonussen opstrijkende arrogante bankiers.

De achterliggende oorzaak is dat in het bankwezen de maatschappelijke functie verdrongen is door de op eigen gewin en steeds lucratievere verdienmodellen georiënteerde activiteiten van banken. De investment banks hebben een trend gezet, waar ook brave banken als de Duitse Landesbanken, de ooit met dienstverlening aan gemeenten begonnen Dexia Bank en zelfs coöperatieve (Rabobank) of uit

vakbondskringen voortkomende banken als SNS-Reaal mee zijn gegaan in een ontwikkeling van veel te veel *leverage*, veel te veel korte financiering voor lange termijn kredieten, veel te hoge winstmargeverwachtingen en veel te veel risico's binnen maar vooral ook buiten de balans. De winstmarges van financiële instellingen, verzekeraars en andere financiële en niet-financiële spelers zoals de *treasuries* van Nederlandse provincies of gemeenten komen helaas nog steeds voor een aanzienlijk deel voort uit niet-kernactiviteiten met een speculatieve inslag.

De reden waarom overheden massief met belastinggeld hun banken hebben ondersteund, is dat zij stilstand van het economisch verkeer wilden voorkomen. De redenering daarachter is dat de financiële sector inderdaad een cruciale rol vervult voor de reële economie voor wat betreft het betalingsverkeer, plus het veilig bewaren van spaargelden en deposito's van en het verstrekken van leningen en liquiditeit aan ondernemers en particulieren. Alleen die maatschappelijke functies zouden door overheden moeten worden gegarandeerd en beschermd. Al het overige is privaat belang en moet afgescheiden worden.

Maar dat is simpeler gezegd dan gedaan. Gelukkig worden daartoe wel pogingen ondernomen. De Amerikaanse Dodd Frank Act volgt het advies van de voormalige Fed-president Paul Volcker op om speculatieve activiteiten voor eigen gewin (*proprietary trading*) van banken te isoleren van de activiteiten met deposito's van en leningen aan gewone cliënten. Overigens tegen de zin van Wall Street. Het verbiedt door overheidsgaranties beschermd geld voor speculatieve doeleinden te gebruiken. Ook in het Verenigd Koninkrijk heeft nu de Independent Commission on Banking voorgesteld om *retail* activiteiten van banken juridisch te isoleren en in geval van bankroet veilig te stellen. Met als doel niet langer vanuit de publieke middelen bij te hoeven springen op de risico's die banken voor de eigen winstmarges nemen. De duivel schuilt ook hier echter in de gedetailleerde uitwerking. Waar ligt de

grens, en welke vluchtwegen zal men inslaan?

De consumentenbescherming door middel van deposito garantie stelsels (DGS) is daarbij een verhaal apart. Het heeft mij verbaasd hoe snel en hard er in 2007/2008 politieke overeenstemming kwam om alle particuliere deposito's tot 100.000 euro volledig te garanderen, uit publieke – of preciezer: door de klanten van andere banken opgebrachte – middelen. De IceSave-affaire heeft bij mij een wrange nasmaak achtergelaten, met de vraag of je inderdaad vanuit publieke middelen zo royaal moet bijspringen voor spaarders die alleen voor de hoogste rente gaan. Dat is de interne markt van McCreedy ten voeten uit: Europese paspoorten voor agressieve nieuwe spelers ten behoeve van de assertieve rondshoppende consument, zonder dat er effectief Europees toezicht is geregeld.

De discussie over het back to basics brengen van de bankensector is wezenlijk. Het is hoog tijd dat ook op het Europese continent dat debat gevoerd gaat worden. In Nederland zet het Sustainable Finance Lab onder leiding van Herman Wijffels dit op de agenda (Sustainable Finance Lab 2011). De Europese Commissie laat het nog afweten als het om de fundamentele discussie over de basics gaat en dreigt zich in het woud van afzonderlijke technische maatregelen te verliezen. Ook hier wreekt zich het gebrek aan oriëntatie op het concept van het algemeen belang. De invalshoek van alleen de interne markt voor het kapitaal biedt te beperkte aanknopingspunten.

Dat is de derde les: overheidssteun en overheids garanties moeten teruggebracht naar het doel van het algemeen belang, de elementaire consumentenbescherming en de financiële dienstverlening aan de reële economie. Voorkomen, streng toezicht en vroegtijdig ingrijpen zijn beter dan dweilen met de kraan open.

Van micro- naar macrotoezicht

Mijn fascinatie in die tien jaar Europees Parlement met het tot voor kort weinig sexy onderwerp van het financieel toezicht leidde eerst tot meewarige blikken. Maar na de vorige crisis zijn stappen gezet om tot een steviger Europees toezichtssysteem te komen, met de drie sector-agentschappen, een voorzichtige overkoepeling naar de ECB en de centrale banken door de European Systemic Risk Board (ESRB). Het zou logisch zijn dat de huidige crisis de verdere hoognodige vervolgstappen versnelt. Daarbij gaat het volgens mij om twee zaken. Het primaat van nationale toezichthouders op het toezicht op 'hun' grootbanken, financiële knooppunten, beurzen, clearinghuizen en credit rating agencies. En een verschuiving van de focus op het microtoezicht op individuele instellingen naar het macrotoezicht op de interacties en de systeemrisico's, die door die verwevenheid, door het kuddegedrag en de hiervoor besproken liquiditeitsdwang en kortetermijnoriëntatie veroorzaakt worden.

Ook hier moeten we voor echt gedegen macrotoezicht bij het begin beginnen. Terwijl ieder potje pindakaas wereldwijd getraceerd kan worden via streepjescodes, herkomst-, garantie- of houdbaarheidsdatumaanduidingen die voor iedere gebruiker en toezichthouder zichtbaar, transparant en opvraagbaar zijn, tasten toezichthouders en centrale banken bij financiële producten volledig in het duister. Dat kwam voor het eerst duidelijk aan het licht bij de subprime-crisis: de hypotheek van Amerikanen die zich die schulden helemaal niet konden permitteren, kwamen op de balans van keurige Europese consumentenbanken of pensioenfondsen, opgedeeld in zogenaamd veilige plakjes. Ze veroorzaakten een enorme ravage toen de luchtbel van de steeds maar stijgende huizenprijzen in de Verenigde Staten barstte. Ook in de huidige *sovereign bonds*-crisis blijkt het bijzonder moeilijk inzicht te krijgen in wie welke obligaties houdt, en tegen welke waarde ze waar in de boeken zijn op-

genomen of afgewaardeerd. Laat staan dat er bekend is welke derivaten gekocht en verkocht zijn om waardeveranderingen af te dekken en wie waar ter wereld weer tegenpartij bij deze risico's is.

In de eerste plaats is een adequaat systeem nodig waarmee dit gebrek aan inzicht van de grond af kan worden ingelopen. De Financial Stability Board van de G20, de ESRB en de op grond van Dodd-Frank gecreëerde Office of Financial Research van de Financial Stability Oversight Council werken hier nu aan. Hoewel tegenwoordig al dit soort gegevens via computers nauwgezet geregistreerd kan worden, zijn ze niet toegankelijk en volledig in private handen. Publieke toezichthouders moeten in hun informatiebehoefte voorzien door gegevens van *Bloomberg* of *Reuters* te kopen. En ook de andere toevouerroute van gegevens voor het macrotoezicht schiet schromelijk tekort: nog steeds is er bij de nieuwe Europese toezichtsinstituten voortdurend gesteggel over het aanleveren van informatie vanuit de lidstaten naar Europa. De Europese Raad heeft onder aanvoering van het Verenigd Koninkrijk krampachtig tegengehouden dat er bevoegdheden naar het Europese niveau zouden gaan ten aanzien van het toezicht op en de informatie over individuele onder het nationale toezicht staande financiële instellingen. Het microprudentiële toezicht is bij de lidstaten gebleven, ook al is het veertigtal grootste Europese financiële conglomeraten in wereldwijde vestigingen en activiteiten actief met een volume dat zeker twee derde van de hele sector in Europa beslaat en allesbepalend is, niet alleen in het land waar hun hoofdkantoor staat, maar in de hele EU. De kwaliteit en actualiteit van hun informatie over de individuele banken en financiële instellingen die onder hun toezicht staan, is gebrekkig. De wijze waarop die informatie – met veel tegenzin, maanden vertraagd, en geanonimiseerd en geaggregeerd – bij de Europese toezichthouders komt, is een lachertje.

De eerste stap is dus dat er eigen gegevenstoevoer komt waarmee de macrotoezichthouder ESRB samen met andere

globale systeemtoezichthouders op ieder moment zicht heeft op het netwerk van transacties en de achter- en onderliggende geschiedenis en juridisch-contractuele verbindingen. Want ook dat laatste is bij complexe financiële instrumenten en een wijdvertakte juridische kerstboom moeizaam op de balans terug te vinden of bewust buiten die balans gehouden dochtervennootschappen, joint ventures en *special purpose vehicles* een enorme opgave. Ook dit Legal Entity Identifier-initiatief is nu opgepakt. Het is niet onopgemerkt in het mediageweld over de Griekse crisis, maar voor de G20-top in Cannes begin november 2011 waren er aanbevelingen opgesteld om de *shadow banking* sector aan banden te leggen. Tezamen met de maatregelen die nu in Amerika en Europa getroffen zijn ten behoeve van het crisismanagement om insolventie beheerst en gecontroleerd te kunnen afwickelen zijn dat stappen in de goede richting.

De volgende stap moet echter zijn dat het macrotoezicht ook instrumenten krijgt om te sturen en in te grijpen als zich toch dergelijke systeemrelevante rampen voordoen. De macrotoezichthouders vormen nu nog vooral een soort overleg van toezichthouders die het onderling eens moeten worden. De ESRB is oneerbiedig gezegd een Poolse landdag, die alleen aanbevelingen kan doen. Mijn inzet in het laatste rapport van 2008 over het Europees toezicht, was dat de ESRB een eigen apparaat en een eigen onafhankelijke voorzitter zou krijgen. Dat is de enige manier om tanden te krijgen. Ik blijf ook mijn andere stokpaardje herhalen: rechtstreeks Europees toezicht bij de in de EU gevestigde systeemrelevante grootbanken, *global systemic important Financial institutions*. Dit idee werd steeds afgeschoten met het argument dat uiteindelijk de nationale schatkisten die nationale spelers uitkopen. In het licht van de steeds verdergaande rol die de ECB nu bij het redden van de banken speelt, en de onvermijdelijke ontwikkeling naar het uitgeven van gezamenlijke eurobonds ter financiering van de staatsleningen voor de individuele nationale schatkisten, gaat dat argument niet meer op.

Ik signaleer dat er steeds meer stemmen opgaan om tot werkelijk Europees toezicht voor de 30 à 35 grote Europese spelers te komen.

Daarnaast moeten preventieve maatregelen tegen systeemrisico's een veel belangrijker bestanddeel worden van prudentiële regelgeving zoals de Basel- of Solvency-regels. De daarin bestaande regels en uitwerkingen voor het micro-niveau moeten heel kritisch tegen het licht gehouden worden. De aardverschuivingen die bijvoorbeeld afwaardering van staatsleningen door de (private) credit rating agencies tot gevolg kunnen hebben, vloeien bizar genoeg rechtstreeks voort uit toezichtvoorschriften om posities af te moeten bouwen als ze een bepaalde rating verliezen. Het zou eerder voor de hand liggen om de macrotoezichthouder te laten sturen en zo nodig ingrijpen. Als dat goed werkt, zou het microtoezicht wel eens veel soepeler en minder gedetailleerd kunnen verlopen, omdat de risico's en de volatiliteit die uit grote systeem problemen voortkomen, dan sterk zullen afnemen. Ten slotte kan betere informatie helpen een financiële transactietax toe te snijden op de speculatief georiënteerde transacties, en daarmee minder bot maken. Dat is dus de vierde les: de hervorming van de financiële sector zal zich veel meer moeten richten op de systeemrisico's.

De invloed van de financiële lobby

In een variant op het aloude liedje van de schuld van het kapitaal, wordt steeds vaker de overdominante en kwalijke rol van de financiële lobby onderkend. In *Supercapitalism* stelt Robert Reich de nefaste invloed van de financiële belangen op het Amerikaanse Congres en op de democratie in het algemeen aan de kaak (Reich 2007). Politieke partijen en hun afgevaardigden zijn in de ban van het geld, afkomstig uit de financiële sector om hun kans op (her)verkiezing gefinancierd te krijgen. Ik deel met hem en vele andere Amerikanen de teleurstelling dat ook Obama met zijn keuze voor de

leidende figuren op het ministerie van Financiën en in zijn economische staf te veel invloed van Wall Street heeft toegelaten.

Hoe die invloed van de financiële lobby terug te dringen? Mij gaat het dan niet om hun omkoopmacht maar om hun kennis- en expertisemonopolie, waarmee ze grip hebben op regeringen en parlementen. Hoewel er recentelijk sprake was van door journalisten in scène gezette pogingen tot omkoping van parlementsleden, is er naar mijn waarneming in het Europese circuit niet echt sprake van lobby door financiële omkoping. Wel van een enorme invloed van de financiële sector op de inhoud van Europees beleid en regelgeving daaromtrent.

Door de onuitputtelijke inzet van experts en deskundigen en het gebrek aan expertise en mankracht bij de Europese Commissie, de toezichthouders en andere maatschappelijke belanghebbenden, bepalen de belangrijke financiële spelers met hun experts en wetenschappelijke staven de inhoud van de regelgeving. Eerst door de grote lijnen uit te zetten in internationale circuits, vervolgens bij het adviseren van de beperkte, niet-gespecialiseerde Commissiestaf van DG Markt, en daarna in de lobby bij europarlementariërs en staf van de permanente vertegenwoordigingen en werkgroepen van de Raad. In de tijd van Bolkestein en McCreevy zette de financiële lobby de toon en de muziek. Dat is met de nieuwe commissaris Michel Barnier misschien een beetje anders, maar toch blijft zijn staf ook afhankelijk van de experts van de financiële lobby. Het is idioot dat bij het Europese overleg van regeringsleiders de topmannen van Deutsche Bank en BNP Paribas aanschuiven om Merkel en Sarkozy te seconderen, en dat de uitwerking van de door electorale motieven ingegeven politieke missie om de banken mee te laten betalen, door de deskundigen van de sector moet worden uitgewerkt – waarbij ze alle ruimte krijgen om dat op een voor henzelf zo gunstig mogelijke manier te doen.

Alter-EU is een samenwerkingsverband van Europese

ngo's. Het heeft in 2008 geteld hoeveel vertegenwoordigers van de financiële sector er in de 20 expertgroepen op het terrein van financiële wetgeving actief waren: twee keer zoveel als de Commissiestaf, en vele malen meer dan de handvol consumenten- of vakbondsvertegenwoordigers die daar een plek in kregen. In 2006 tekenden we in de PES-fractie hevig bezwaar aan tegen de actie van McCreevy om over hedge funds en private equity twee expertgroepen in te stellen, die uitsluitend uit vertegenwoordigers van die sector en andere belanghebbenden bestonden. De vossen raadplegen over de bescherming van kippenhokken, noemde een van mijn collega's dat. Vervolgens brachten we zelf onze eigen expertgroep bij elkaar, die een lijvig en baanbrekend rapport produceerde over hedge funds en private equity (Rasmussen & van den Burg 2007).

Meermaals hebben we ook bepleit om vanuit het EU-budget geld beschikbaar te stellen voor andere stakeholders, om ook meer expertise te ontwikkelen en meer en diepgaander inbreng te kunnen hebben in de vele consultatieprocessen en expertgroepen. In het nieuwe Parlement heeft een aantal leden campagne gevoerd om een tegenwicht tegen de financiële lobby op te zetten. Eind 2010 fourneerden een tiental europarlementariërs de middelen om Finance Watch op te bouwen, veertig maatschappelijke organisaties en een kleine twintig individuele onafhankelijke *qualified members*, die hun kennis en expertise belangeloos delen met de professionele staf van analisten en lobby- en communicatiedeskundigen die intussen geworven wordt. De eerste schreden worden gefinancierd uit ledenbijdragen en private donaties; als het goed is, komt er vanaf 2012 een bijdrage uit het EU-budget.

Finance Watch is niet opgezet als een actiegroep maar als onafhankelijk expertisecentrum, om de argumenten van de financiële lobby te demonteren, ontmantelen, en ontkrachten waar zij niet de reële economie dienen maar het eigenbelang van met name de grote spelers in de sector. Ook gaat

Finance Watch agenderen wat nog niet op de door de financiële sector gevoede agenda van de Commissie staat. Daar toe behoren de problematiek van *moral hazard* en *too-big-to-fail*, de discussie over lange termijn versus korte termijn investeren en het thema van de nog steeds welig tierende *shadow banking*-sector. Ik denk dat er voor deze pro-actieve strategie allianties te vormen zijn, niet alleen met de plotse ling overall opdoemende Occupy- of Indignados-bewegingen, maar ook met delen van de financiële en de corporate sector die tot inkeer komen en zich van hun maatschappelijke verantwoordelijkheid bewust zijn.

Voorbeelden zijn de uitspraken van Feike Sijbesma van DSM over de noodzaak om banken weer dienstbaar aan de economie te maken, en de grote belangstelling van bankiers en mensen die in de financiële sector werkzaam zijn voor de debatten die het Sustainable Finance Lab organiseert. Anders dan Robert Reich geloof ik wel degelijk in het zelfreinigend vermogen dat binnen de financiële en corporate sector aanwezig is. De tegenlobby van eindgebruikers, ngo's en vakbonden moet allianties aangaan met die delen van de financiële en corporate sector die zich ook weer op het langetermijnbelang van een gezonde en duurzame economie, en op hun maatschappelijke verantwoordelijkheid voor het algemeen belang willen richten.

Bij wijze van conclusie zijn deze vijf lessen rechtstreeks door te trekken naar de huidige *sovereign bonds crisis*. Deze leidt niet alleen tot een langdurige recessie maar ook tot een ernstige politieke crisis. De grote vraag is dan: wordt het meer Europa en meer Europese bevoegdheden of een renationalisatie met de rug naar Brussel en de rest van de wereld? Er is een duidelijke tendens in Nederland om – net als de Zwitsers of andere nationale voorbeelden – de eigen Nederlandse banken zo veel kopjes kleiner te maken dat ze passen bij de risico's die de Nederlandse schatkist aankan.

Dat laatste is een heilloze weg die leidt tot vrij spel voor de

grote financiële spelers in de mondiale financiële centra. Onze economie en bankensector verschansen achter de dijken zal niet meer lukken. Die slag is verloren, en we moeten niet de vorige oorlog gaan uitvechten. De echte oorzaken en veroorzakers van de huidige en toekomstige (systeem)risico's bevinden zich elders – buiten bereik van nationale regeringen en toezichthouders, of zelfs met deze aan het lijntje. Zij kunnen alleen effectief aangepakt worden als dat internationaal gecoördineerd gebeurt. Vanuit een versterkte Europese samenwerking, waarin zowel sterkere fiscale bevoegdheden en controle op begrotingsdiscipline als een grotere solidariteit en bereidheid tot herverdeling vanuit een groter EU-budget passen, hebben we in mondiaal verband meer in te brengen, of het nu gaat om het IMF, de G8/G20, de Financial Stability Board of andere samenwerkingsverbanden.

De financiële sector is uit zijn voegen gegroeid. Om weer dienstbaar aan de reële economie te worden moet deze forse stappen terugzetten in omvang en in winstgevendheid. Winstmarges van 25 procent en bonussen in getallen met 8 cijfers kunnen en mogen er niet meer bij zijn. Hier niet en elders niet. Als dit soort praktijken en risico's elders onbelemmerd doorgaat, dan zullen steeds weer nieuwe systeemrisico's en crises ontstaan, waartegen geen enkele nationale dijk is opgewassen.

Literatuur

- Alliance for Lobbying Transparency and Ethics Regulation, www.alter-eu.org
Fernandez, Rodrigo (07-09-2011). 'Bermuda aan de Noordzee', in: *De Groene Amsterdammer* en *Tax Justice Network*, www.somo.nl
Finance Watch, www.finance-watch.org
Financial Stability Board (27-10-2011). 'Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation', www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf
Financial Times (22-12-2007). "Goldman's Slam Dunker", portret van David Viniar', in: *Financial Times*
Hutton, Will (oorspronkelijk 1986, met een nieuwe introductie in 2000).

- The revolution that never was, an assessment of Keynesian economics*, New York: Vintage Books
- Keoun, Bradley & Phil Kuntz (21-08-2011). 'Wall Street Aristocracy Got \$1.2 Trillion in Loans from Fed', in: *Bloomberg*, www.bloomberg.com/news/2011-08-21/wall-street-aristocracy-got-1-2-trillion-in-fed-secret-loans.html
- Rasmussen, Poul Nyrup & Ieke van den Burg, PES fractie EP (2007). 'Hedge Funds en Private Equity', www.pes.org/en/system/files/Hedge_Funds_0.pdf
- Reich, Robert B. (2007). *Supercapitalism, The Transformation of Business, Democracy, and Everyday Life*, New York: Vintage Books
- Skidelsky, Robert (2009). *Keynes, The Return of the Master*, New York: Public Affairs
- Sustainable Finance Lab (31-10-2011), www.sustainablefinancelab.nl

De soevereine schuldencrisis in de eurozone: koorddansen voor gevorderden

Jasper Blom

Na de val van Lehman Brothers in september 2008 leek het duidelijk: overheden kunnen er maar beter alles aan doen om hun financiële sector overeind te houden, want de paniek die op het faillissement volgde had grote negatieve consequenties. In de praktijk hield dit vaak immense kapitaalinjecties in, staatssteun aan banken in de problemen. De Ierse overheid gaf bijvoorbeeld een volledige depositiegarantie af voor haar banken in de – gedeeltelijk vergeefse – hoop ze daarmee te redden. Deze reddingsacties hadden vanzelfsprekend een negatieve uitwerking op het huishoudboekje van de overheden. Doordat Ierland private schulden op zijn eigen balans zette, verslechterde die balans. Ook de algemene vertraging van de economische groei als gevolg van de crisis had een negatieve uitwerking op de staatshuishoudboekjes, want minder groei betekent minder belastinginkomsten. Het effect was hetzelfde: overheidstekorten namen toe, staatsschuldquotes sprongen omhoog.

Partijen op de financiële markten, net door de overheden gered, begonnen prompt te speculeren tegen landen die kwetsbaar geacht werden, met Griekenland als prominent voorbeeld. De financiële crisis die op Wall Street begonnen was transformeerde zo vanaf begin 2009 tot een reeks soevereine schuldencrisis, voornamelijk in de periferie van de eurozone. Op het moment van schrijven (oktober 2011) lijkt

de soevereine schuldencrisis echter weer als een boemrang terug te slaan op de banken. Banken met staatsschulden van crisislanden raken hun geld mogelijk kwijt. De Belgische Dexia Bank is een van de eerste slachtoffers in wat potentieel een nieuwe ronde van bankencrisis zal zijn. Het is de vraag hoe deze negatieve spiraal kan worden doorbroken.¹ Hoe kunnen de soevereine schuldencrisis opgelost worden zonder van de regen in de drup te raken met een nieuwe bankencrisis?

Dit is een kwestie van koorddans. In het publieke debat in Nederland lijkt echter de focus te liggen op het straffen van de 'luie' Grieken. Crisislanden moeten hun economie hervormen om zo veel mogelijk schulden terug te betalen. Alleen als laatste optie is een vrijwillige bijdrage van de banken bespreekbaar. Ik zal betogen dat deze eenzijdige focus niet behulpzaam is bij het oplossen van de crisis. Er is een geïntegreerde aanpak nodig van de bancaire en soevereine financiële crisis, waarbij gekeken wordt naar de crisislanden, private crediteuren en officiële partijen die nieuw krediet kunnen verstrekken (bijvoorbeeld het IMF). Wat ontbreekt in het huidige debat is een structurele oplossing, in de vorm van een mechanisme dat debiteurlanden en private crediteuren naar een akkoord kan sturen. Deze crisis gaat niet alleen om Griekenland, er volgen ook in de toekomst nieuwe soevereine schuldencrisis. Ook in deze drukke tijden van crisisbestrijding is het daarom zaak de blik op de toekomst te houden. Een integrale oplossing die de pijn weet te verdelen kan de totale pijn zelfs verminderen.

Als startpunt voor mijn betoog neem ik de politieke economie van soevereine schuldencrisis: welke partijen zijn betrokken, en wat zijn hun belangen? Vervolgens bespreek ik de ervaringen met soevereine schuldencrisis sinds de jaren tachtig. Hoe succesvol was de aanpak uit het verleden? Ik besluit met beleidsaanbevelingen in het licht van de huidige crisis in de eurozone.

Hoe los je soevereine schuldencrisis op in theorie?

Het verloop van de crisis illustreert de wisselwerking tussen 'de markt' en 'de politiek' (zie Blom 2010). Het beleid om de crisis te bestrijden leidde ertoe dat landen meer moesten lenen op de markt. De economie en politiek zijn geen losstaande sferen van menselijk handelen, zowel 'politieke' als 'economische' actoren zijn tegelijkertijd actief in de markt en in het beleidsproces. Banken zijn op de markt in concurrentie met andere banken en aanbieders van financiële diensten (denk bijvoorbeeld aan obligatiemarkten als bron van financiering voor landen), maar voeren tegelijkertijd een lobby om regulering zodanig vorm te geven dat deze hun belangen schikt. Overheden zijn primair verantwoordelijk voor het collectieve goed van financiële stabiliteit door middel van regulering, maar zijn tegelijkertijd afhankelijk van financiële markten om hun begrotingstekorten te financieren. De oplossing van de huidige crisis moet daarom liggen in beter beleid én actie op de markt, in een raamwerk om soevereine schuldencrisis op te lossen (betere regulering) én in financiering van de crisislanden (en eventueel wankele banken).

Om te beginnen met de financiering: een geïntegreerde oplossing van een soevereine schuldencrisis draait om uitruil tussen drie partijen: de bevolking van het crisisland, officiële financiers (in dit geval het Europese Financiële Stabiliteitsfonds en het Internationaal Monetair Fonds), en private crediteuren (zie Roubini & Setzer 2004).² Alle drie kunnen een bijdrage leveren aan de oplossing via respectievelijk economische hervormingen in het crisisland om de toekomstige betaalcapaciteit te vergroten; officiële herfinanciering (Europese reddingspakketten); en herstructurering van leningen (bijvoorbeeld via een directe afschrijving van leningen of via verlenging van de looptijden³). De binnenlandse hervormingen dienen om de schuldenlast weer dragelijk te maken, terwijl zowel officiële herfinanciering als private herstructurering het land op korte of langere ter-

mijn van financiering kan voorzien om de economie weer aan de gang te krijgen. Het belangrijkste in dit raamwerk is de uitruil tussen de bijdragen van de verschillende partijen: als de private sector op een meer krachtdadige manier betrokken wordt bij het financieren van crisislanden dan hoeft het Europese Financiële Stabiliteitsfonds minder te financieren dan wel het crisisland minder hard te hervormen. Welke balans gevonden wordt tussen de drie partijen is dus een politieke keuze.

Hoewel het theoretisch mogelijk is dat een van de partijen de dans ontspingt in de uitruil en de last laat dragen door de andere twee, heeft dit wel negatieve gevolgen. Partijen die geen last hoeven te dragen krijgen een prikkel om in de toekomst weer gedrag te vertonen dat leidt tot crises, bijvoorbeeld opnieuw te veel lenen op een zwakke economische basis, of te veel uitlenen aan landen waarvan eigenlijk bekend is dat ze het niet terug kunnen betalen. Dit probleem heet *moral hazard* ('moreel risico') en wordt ook nu vaak gebruikt om de harde hervormingen in de crisislanden te legitimeren. Men spreekt de angst uit dat door de crisislanden te steunen, de prikkels voor deze landen om goed beleid te voeren afnemen. Slecht beleid wordt beloond met een reddingspakket als het misgaat, dus waarom de gok niet wagen? Dit is een van de redenen waarom het kabinet pleit voor een eurocommissaris die streng begrotingstoezicht kan houden.

Moral hazard kan inderdaad een probleem zijn, en het werkt twee kanten op: naar de debiteur (de crisislanden) en naar private crediteuren (de banken). Waarom een gedegen analyse maken van de terugbetaalcapaciteit van landen en strikte criteria hanteren om te lenen aan landen als er toch een reddingspakket komt als het misgaat; een reddingspakket dat gebruikt zal worden om de leningen terug te betalen? Rond elke grote financiële crisis gingen wel geruchten over *moral hazard play* door private crediteuren: private financiers die bereid waren aan landen te lenen die er slecht voorstonden in de veronderstelling dat het IMF wel te hulp

zou schieten. Merk hierbij op dat Nederlandse financiële instellingen tot vlak voor het misgung investeerden in Griekenland. Het ABP vergrootte bijvoorbeeld gedurende 2009 zijn bezit aan Griekse staatsobligaties met 0,7 mrd euro (tot € 2,3 mrd) terwijl al bekend was dat Griekenland in serieuze problemen zat (zie bijvoorbeeld het IMF-rapport over Griekenland van 25 mei 2009).

Onderzoek van de Bank of England laat zien dat we niet moeten onderschatten hoeveel voordeel banken hebben van reddingspakketten zonder betrokkenheid van de private sector (Haldane & Scheibe 2004). Deze studie analyseerde de aandelenkoersen van Britse banken rond grote IMF-hulppakketten in de periode 1995-2002 en toont aan dat de aandelenkoersen inderdaad positief reageerden op de hulppakketten, meer dan verwacht mocht worden op basis van de algemene marktontwikkelingen. Voor de 10 hulppakketten die meegenomen zijn in de studie leverde dit een 'excessieve' toename van de aandeelhouderswaarde van de betrokken banken van zo'n US\$ 3,5 tot 4 miljard op, waarbij de grootste 'winst' geboekt werd door banken met de grootste portfolio van kwetsbare landen. Dit betekent dat reddingspakketten zonder betrokkenheid van de private sector inderdaad leiden tot moral hazard. Het loont/loonde om te lenen aan eurozonelanden in de verwachting dat de EU de landen in kwestie te hulp schiet. De staatsschulden in de betreffende landen zijn dus niet alleen zo hoog vanwege de vraag van hun overheden, maar ook vanwege het aanbod van de private sector.

Om moral hazard te voorkomen zullen dus alle partijen pijn moeten lijden. Het is vervolgens de vraag hoe je tot de uitruil komt tussen de verschillende partijen. Welke mechanismen bestaan er om de onderhandelingen te faciliteren? Dit betreft de 'politieke' of beleidscomponent van het oplossen van soevereine schulden crises. In het recente verleden zijn enkele beleidsvoorstellen voor dit soort mechanismen gedaan. Allereerst is er het *Sovereign Debt Restructuring Me-*

chanism (SDRM), een soort ‘faillissementshof’ voor staten. Ten tweede gaat het om collectieve actieclausules (CAC’s) die in obligatiecontracten opgenomen worden. Tot slot wordt wel bepleit om crisisgevallen stuk voor stuk op te lossen als ze op ons pad komen: de ‘ad-hocbenadering’.

Het voorstel voor een faillissementshof voor staten keert regelmatig terug in de discussies over de regulering van het mondiale financiële systeem (Helleiner 2008 en 2009). In de binnenlandse context kan een faillissementshof bindende uitspraken doen over de afschrijving die crediteuren moeten accepteren op hun leningen, op basis van de aanwezige middelen in een failliete inboedel. De laatste substantiele discussie over dit idee volgde toen Anne Krueger (destijds Deputy Managing Director van het IMF) het eind 2001 lanceerde in de vorm van het SDRM. Het basisidee is dat het faillissementshof een land de gelegenheid zou bieden om in surseance van betaling te gaan. Betalingen aan private crediteuren worden gestaakt en heronderhandeling van de schulden met private crediteuren vindt plaats onder toezicht van het IMF. Intussen verzorgt het IMF officiële herfinanciering vergezeld van eisen voor economische hervormingen in het crisisland. Het faillissementshof zou voor vrijwel alle uitstaande private schulden van een land gelden en biedt dus een complete aanpak van de schuldencrisis.

Collectieve actieclausules zijn clausules in uitstaande obligatieschulden van landen die bijvoorbeeld herstructurering bij meerderheidsbesluitvorming mogelijk maken. De CAC’s kunnen onder andere vereisen dat een comité van crediteuren opgericht wordt dat namens deze klasse van obligaties kan onderhandelen. Hiermee wordt voorkomen dat een kleine groep crediteuren een schuldherstructurering blokkeert door geen *haircut* te accepteren. Dit leidt tot een beter gecoördineerde oplossing, in plaats van een ‘ieder voor zich’-benadering die een schuldencrisis alleen maar zal verslechteren. De reikwijdte van dit mechanisme is de individuele obligatie-emissie in welke de CAC’s zijn opgenomen.

Een derde ‘mechanisme’ is een ad-hocbenadering, waar soevereine schuldencrisis keer op keer met nieuwe onderhandelingen opgelost worden (zie bijvoorbeeld Rieffel 2003). Dit is tot op heden de meest voorkomende praktijk. Specifiek voor bankleningen hebben de banken onder het label van de London Club een modus operandi geformuleerd om tot besluitvorming te komen. Ook biedt het IMF ruwe richtlijnen in de vorm van een verplichting aan landen om te onderhandelen ‘in goed vertrouwen’ als het land een IMF-programma heeft. Echter, de uitruil die tot stand komt en de verschillende instrumenten om deze te bereiken kunnen elke keer verschillend zijn (zoals ook duidelijk zal worden in de volgende paragraaf), het is dus een zeer flexibele benadering.

De ervaringen met deze mechanismen zijn wisselend. Het faillissementshof is in de praktijk nooit tot stand gebracht. Wel is ruime ervaring opgedaan met de ad-hocbenadering. De volgende sectie belicht welke uitruil tussen de betrokken partijen in de praktijk tot stand kwam. Ook zal besproken worden hoe het kwam dat het faillissementshof niet ingevoerd is, en welke belangen hier het meest mee geënd zijn.

Hoe zijn soevereine schuldencrisis opgelost in de praktijk?

Soevereine schuldencrisis kregen een nieuwe dimensie in de nasleep van de olieschokken van de jaren zeventig, toen landen hun begroting in toenemende mate financierden met private schulden. Dit gold vooral voor zogenaamde opkomende markten, die voordien slechts beperkt toegang hadden tot private financiering. In eerste instantie gebeurde dit via bankleningen, later via de internationale kapitaalmarkten door de uitgifte van internationale obligaties. De riant beschikbaarheid van privaat krediet leidde echter tot overmatige financiering met schulden. Begin jaren tachtig ontstonden betalingsproblemen in een grote groep opko-

mende markten, in wat later de Latijns-Amerikaanse schulden crisis is gaan heten. Deze crisis is nog het beste te vergelijken met de huidige crisis in de eurozone. Een tweede systeemcrisis vond plaats in de tweede helft van de jaren negentig. Het startschot werd gelost door Mexico in 1994, gevolgd door de Azië-crisis van 1997/1998. Deze episode werd afgesloten met het faillissement van Argentinië in 2001. Hoewel de Latijns-Amerikaanse schulden crisis en de Azië-crisis de meest prominente episodes van soevereine schulden crises zijn, was er daarnaast een gestage stroom crises in individuele, vaak kleinere landen.

Toen Mexico in de zomer van 1982 als eerste liet doorschemeren niet langer aan zijn verplichtingen te kunnen voldoen, werd dit voorbeeld al snel gevolgd door opkomende markten over de hele wereld, met een concentratie in Latijns-Amerika. Die aankondiging leidde tot een grote schok in de bestuurskamers van westerse banken. De gevolgen van een eventuele afschrijving op de leningen zou desastreus zijn: de kapitaalbuffers zouden gevaarlijk laag worden. Voor de negen grootste Amerikaanse banken gold zelfs dat de uitstaande schulden bijna twee keer zo groot waren als de kapitaalbuffer (Cline 1995, tabellen 2.10-2.14). Bij een haircut van 50 procent zou het kapitaal van deze banken volledig weggevaagd worden. De banken hadden dus een sterke prikkel om de last vooral bij de crisislanden en de officiële sector te leggen.

Ook westerse overheden beseften dat een forse herstructurering van private schulden het faillissement van het financiële systeem met zich mee zou brengen. Afschrijving op de schulden was dus onacceptabel zolang de banken niet in veiligheid gebracht waren. De eerste reddingspogingen bestonden daarom uit IMF-financiering door het IMF vergezeld van eisen voor economische hervormingen in de crisislanden, zogenaamde 'conditionaliteit'. De banken werden met lichte dwang overgehaald om deze IMF-programma's mede te financieren. Deze cofinanciering hield echter niet in dat er nieuwe

bankleningen naar de getroffen landen gingen: netto betaalden de landen terug aan de banken (zie tabel 1 hieronder).

Tabel 1. Netto kapitaalstromen naar Latijns-Amerika, 1982-1985 (mld us\$).

jaar	netto kapitaalinstroom	- interestbetalingen = en buitenlandse winsten	netto middelen- overdracht
1982	27.6	36.8	-9.2
1983	6.1	34.9	-28.8
1984	11.6	37.1	-25.5
1985	4.1	36.7	-32.6

Bron: Sachs, 1986, tabel 1 (p. 400)

De eerste reactie op de crisis was dus vergelijkbaar met die van nu: nieuw officieel geld, economische hervormingen, en de banken de tijd geven hun exposure af te bouwen. Met andere woorden, de balans sloeg door naar de overheidskant van de driehoek crisisland, officiële financiers en private crediteuren; de banken konden de dans ontspringen. Al snel bleek echter de eerste ronde IMF-programma's niet afdoende om de kredietwaardigheid van de crisislanden te herstellen. De economische groei bleef achter en in 1985 doemden opnieuw betalingsproblemen op, ook omdat de looptijd van IMF-kredieten drie jaar is en deze dus terugbetaald moesten gaan worden. Onder leiding van de Amerikaanse minister van Financiën Baker werd besloten tot een nieuwe ronde IMF-programma's, ditmaal met aanvullende conditionaliteit op het gebied van handelsliberalisering en openheid voor buitenlandse investeringen. Ook in dit zogenaamde Baker-plan lag dus de nadruk op economische hervormingen in de crisislanden en officiële herfinanciering, met beperkte betrokkenheid van de private sector. Net als de initiële reddingspogingen was dit nieuwe plan niet afdoende

de, een situatie die misschien ook wel vergelijkbaar is met de huidige crisis in de eurozone.

Na nog een aantal jaren pijnlijke hervormingen en beperkte economische groei voor de crisislanden en 'reparatie' van de balansen voor de banken kwam in 1989 de nieuwe Amerikaanse minister van Financiën Brady met de definitieve oplossing van de crisis. Banken waren voorzichtig zelf al begonnen met het afschrijven van de leningen, en dit werd nu geformaliseerd. Eindelijk verschoof de balans van hervorming in het crisisland naar betrokkenheid van de private sector (op vrijwillige basis). Om de private sector enthousiaster te maken om schulden gedeeltelijk kwijt te schelden werd de optie geboden de schulden te securitiseren met onderpand van de officiële sector. Uiteindelijk werden er onder het Brady-plan deals gesloten met 17 landen, waarbij us\$ 210 miljard aan schuld werd teruggebracht tot us\$ 85 miljard, een gemiddelde haircut van 40 procent (Rieffel 2003). De rust keerde min of meer terug op de markt voor soevereine schulden na het afkondigen van het Brady-plan, de crisis werd beschouwd als opgelost, zonder dat daar blijvende mechanismen voor waren opgezet.

De rust op de markt bleek echter maar van korte duur. In 1994 werd Mexico getroffen door een kapitaalmarktcrisis, kort daarna gevolgd door een reeks crises in opkomende markten in Oost-Azië, waaronder Thailand en Indonesië. Wederom was er sprake van een systeemcrisis, hoewel het niet altijd ging om soevereine schulden crises. Wel werd duidelijk dat de benodigde officiële herfinanciering van landen zodanig grote proporties aannam, dat de beschikbare middelen van crediteurlanden (bijvoorbeeld via het IMF) potentieel tekortschoten. Het IMF voorzag problemen om de impliciete uitruil uit de tijd van Baker en Brady (officiële herfinanciering en economische hervormingen; eventueel beperkte en vrijwillige betrokkenheid van de private sector) vol te houden, zeker ten opzichte van anonieme obligatiehouders die moeilijk – zoals de banken tijdens de Latijns-

Amerikaanse schulden crisis – met een indringend gesprek tot coöperatie bewogen konden worden. Hoewel de directe crisis opgelost werd op de traditionele manier van IMF-programma's, gepaard gaande met economische hervormingen, ontstond dit keer wel een uitgebreid debat over de 'Internationale Financiële Architectuur' (zie Eichengreen 1999). Hierbij worden ook mechanismen om tot een grotere betrokkenheid van de private sector te komen besproken.

De crediteurlanden, verenigd in de G10, waren al in reactie op de Mexicaanse crisis gekomen met een set model-CAC's die opgenomen zouden moeten worden in obligaties die onder buitenlands recht werden uitgegeven (in de praktijk meestal Londen of New York).⁴ Een faillissementshof werd expliciet afgewezen als 'onhaalbaar' en niet 'marktvriendelijk'. In de modelclausules die de G10 voorstelde, zou besluitvorming plaatsvinden bij gekwalificeerde meerderheid van 75 procent van de crediteuren. In eerste instantie werden de aanbevelingen van de G10 echter genegeerd door de uitgevende landen en de markt.⁵ Pas in 2003 zou Mexico de eerste emissie in New York plaatsen met CAC's, en dan nog alleen maar om het SDRM te dwarsbomen (LatinFinance december 2003). Sindsdien zijn de CAC's wel de standaard geworden. Aardig detail is dat de EU-lidstaten – die de modelclausules sterk steunden – besloten hebben om het goede voorbeeld te geven en CAC's op te nemen in hun internationale obligaties. Aangezien slechts ongeveer 3,5 procent van de Europese obligaties uitstaat op internationale markten zal dat indruk gemaakt hebben, en helaas lijkt dit voornamelijk Italië te betreffen en minder de huidige crisislanden.

Zoals gezegd kwam het IMF bij monde van Anne Krueger eind 2001 met een voorstel voor een faillissementshof voor staten, het SDRM. Dit mechanisme voor onderhandelingen werd zeer slecht ontvangen door de private sector, georganiseerd in het Institute of International Finance (IIF, de mondiale lobbyclub van internationaal actieve financiële instellingen). Het IIF verlangde zo veel mogelijk vrijheid in

de onderhandelingen met crisislanden, in de veronderstelling dat daarmee de schade voor banken kon worden geminimaliseerd (zeker als de officiële sector in de tussentijd door zou gaan met het verstrekken van grote hulppakketten). Een felle lobbycampagne tegen het voorstel volgde.

De gebruikelijke lobbyactiviteiten van het IIF, zoals brieven aan alle ministers van Financiën in aanloop naar IMF-vergaderingen, werden versterkt met persoonlijke bezoeken. Minister van Financiën Zalm werd bijvoorbeeld in de aanloop naar de IMF-jaarvergadering van 2002 bezocht door Cees Maas (ING) en Tom de Swaan (ABN Amro) om tegen het SDRM te pleiten. Gezien de steun die desondanks onder met name Europese overheden leek te bestaan, koos het IIF ook voor de vlucht naar voren: met enthousiasme werd een voorstel voor een *Code of Good Conduct* omarmd. Dit convenant tussen debiteurlanden en de private sector was oorspronkelijk voorgesteld door Jean-Claude Trichet, destijds president van de Banque de France. De private sector zou zelf regels ontwikkelen, in samenspraak met enkele prominente opkomende markten (onder andere Brazilië en Turkije). Grappig detail daarbij is dat al in de eerste conceptversie van het IIF niet langer sprake was van een *Code of Good Conduct*, maar slechts van een *Code of Conduct*. Blijkbaar was goed gedrag te veel gevraagd.

Dit convenant tussen debiteurlanden en private crediteuren is uiteindelijk tot stand gekomen onder de naam *Principles for Stable Capital Flows to Emerging Markets*. De uiteindelijke *Principles* richten zich echter minder op crisisresolutie en meer op crisispreventie en zijn daarom minder relevant voor deze bijdrage. De lobby van de IIF werd flink geholpen door enkele prominente opkomende markten die zich ook tegen het faillissementshof keerden, uit angst voor hogere leenkosten: dat verklaart de Mexicaanse CAC's. Toen ook de nieuwe minister van Financiën van de Verenigde Staten (traditioneel met de vinger aan de pols in Wall Street) zich tegen het faillissementshof keerde, was het lot van dit voor-

stel bezegeld. Het verdween in een diepe la.

Kortom, voorstellen voor mechanismen die de onderhandelingspositie van de private sector significant in stellen perken en daar een publiek belang tegenover zouden zetten werden afgeschoten. De beleidscomponent van crisisresolutie bleef dus beperkt tot een 'marktgeoriënteerd' ad-hocraamwerk waarin private crediteuren een sterke onderhandelingspositie hebben om de last af te schuiven op de debiteurlanden. Dat wil overigens niet zeggen dat de private sector altijd de dans ontspringt. Het meest sprekende voorbeeld is hier Argentinië, dat in 2001 failliet ging en een zeer assertieve houding ten opzichte van IMF en private crediteuren aannam. Dit resulteerde uiteindelijk in een herstructurering van de private schulden met een haircut van ongeveer 70 procent. Daarmee steekt Argentinië met kop en schouders uit boven landen die ook op ad-hocbasis hun schulden herstructureerden in de nasleep van de Azië-crisis (Ecuador, Oekraïne, Pakistan, Rusland, en Uruguay) waar de haircut tussen de 15 en 50 procent lag. Tegelijk kostte het Argentinië de meeste tijd om de crisis op te lossen: 40 maanden ten opzichte van 20 maanden voor de volgende langste en slechts 6 maanden voor Uruguay – dat dan ook de laagste haircut kreeg (ECB juli 2005). Ook kromp de Argentijnse economie met bijna 12 procent in het jaar na de default.

Grosso modo moeten we constateren dat de last van crisisresolutie bij debiteurlanden en officiële herfinanciers ligt, en dat mechanismen die hier verandering in kunnen brengen worden tegengehouden door met name de private sector. Dit raamwerk voor crisisoplossing kent echter enkele zwakke punten, die in de volgende paragraaf besproken zullen worden.

Problemen met de praktijk

De keuze voor een bepaalde uitruil tussen de betrokkenen is normatief geladen. Er is niet simpelweg één optimale oplos-

sing. Wel is het zo dat een te grote nadruk op een van de betrokkenen de effectiviteit van de oplossing kan verminderen en dus kan leiden tot een suboptimale situatie. Ook wordt de oplossing minder effectief als het schuldenprobleem slechts partieel wordt aangepakt. In dit licht zal ik eerst de effectiviteit van de nadruk op economische hervormingen in crisislanden bespreken, en daarna de omvattendheid van de huidige mechanismen.

Tijdens de Latijns-Amerikaanse schulden crisis in de jaren tachtig is de basis gelegd voor de economische hervormingen die als voorwaarden verbonden worden aan IMF-financiering. Deze hervormingen zijn beroemd en berucht geworden als de 'Washington-consensus', en dienden om economische groei te herstellen en zoveel mogelijk de private crediteuren terug te betalen. Crisislanden moesten onder hoge druk bezuinigen, privatiseren en liberaliseren. Het effect van deze eenzijdige oplossing was echter dat na 7 jaar aanmodderen in de Latijns-Amerikaanse crisislanden alsnog een deel van hun schulden kwijtgescholden werd. De banken kwamen de crisis daarmee redelijk ongeschonden door, zeker als men bedenkt dat ze de facto failliet waren. In Latijns-Amerika, aan de andere kant, spreekt men over het 'verloren decennium' waarin de economische ontwikkeling stagneerde.

Toen hetzelfde recept werd toegepast tijdens de Azië-crisis leidde dit tot een storm van kritiek in de regio. Maar onder zware druk van het IMF moest de lokale bevolking alsnog de gifbeker helemaal leegdrinken, terwijl wederom de private investeerders de dans ontsprongen. Het is zeer twijfelachtig of dit harde bezuinigen en liberaliseren de meest efficiënte manier is om economische groei te herstellen.⁶ Het IMF heeft zelf na een grondige studie schoorvoetend toegegeven dat inderdaad zijn bezuinigingsdrift in tijden van crisis soms te groot was (IMF Independent Evaluation Office 2003). Men legt de last onevenredig op de debiteurlanden, waardoor het alleen maar moeilijker wordt crises op te lossen.

Hierbij moeten we ook het eerder besproken morele risi-

co in het oog houden. Als financiële instellingen de dans kunnen ontspringen zullen ze geen prikkel krijgen voorzichtiger te lenen. Ook hierom kan de huidige praktijk nauwelijks gezien worden als een effectieve manier om crises op te lossen: ze bevat de kiem van nieuwe crises. Het is dus zaak tot een nieuwe uitruil te komen. De scheve balans is echter lastig te doorbreken onder het huidige raamwerk. De CAC's (en de *Principles*) geven een relatief sterke positie aan de private sector, zeker in vergelijking met een faillissementshof. De aanpak is nog steeds tamelijk ad hoc, terwijl de vraag rijst of de zwakste partij in de onderhandelingen (het crisisland) niet benadeeld wordt door het zonder kader te laten onderhandelen met financiële partijen die hier al veel meer ervaring in hebben (Garay 2010, 117-118).

Een tweede probleem van het huidige raamwerk is dat de CAC's slechts een gedeeltelijke oplossing zijn. Ze gelden alleen voor nieuwe obligatie-uitgiften (vanaf pakweg 2003 toen ze echt gemeengoed werden), dus het zal nog enige tijd duren voordat alle uitstaande schuld van landen vervangen is door obligaties met clausules. Daarnaast gelden de clausules alleen voor (internationale) obligatieleningen, en niet voor andere typen schuld. Het grootste deel van de schulden van de crisislanden in de eurozone bevat dan ook geen CAC's. Hoewel de clausules de onderhandelingen voor de betreffende obligatieleningen wel vergemakkelijken, moeten er nog steeds onderhandelingen plaatsvinden met de verschillende emissiehouders, en met houders van andere typen schuld. Met andere woorden, er kunnen nog steeds coördinatieproblemen optreden waarbij een bepaalde groep crediteuren probeert de lasten af te wentelen op andere crediteuren.

Welke lessen voor de crisis in de eurozone?

Wat leert het voorgaande ons voor de oplossing van soevereine schulden crises? Allereerst dat de recente ontwikkelingen in Europa een relatief positief beeld laten zien in de uitruil tussen

de verschillende betrokkenen. Eerdere reddingsprogramma's bestonden uit nieuwe financiering door EU en IMF, die gepaard ging met traditionele conditionaliteit (publieke voorzieningen privatiseren, sociale voorzieningen afbouwen). Nu wordt echter al 2 jaar na het begin van de crisis gesproken over forse betrokkenheid van de private sector. De crisisresolutie in de eurozone kampt daarbij met hetzelfde probleem als ten tijde van de Latijns-Amerikaanse crisis: een te snelle, te forse haircut voor de private sector kan leiden tot het instorten van banken. Herkapitalisatie van de banken is nodig, parallel aan de oplossing van de soevereine schulden crisis.

Dat is echter geen reden om dan maar de private sector niet te betrekken bij het oplossen van de soevereine schulden crisis. De banken worden momenteel geplaagd door onzekerheid. Niemand durft aan de banken te lenen of wil kapitaal in banken steken zolang niet duidelijk is wat de verliezen als gevolg van de crisis in de eurozone zijn. Het is in die zin tekenend dat banken ook niet aan elkaar willen lenen, terwijl de interbancaire leningenmarkt tot voor de crisis een voornamelijk bron van financiering was. Deze onzekerheid zorgt voor volatiliteit op de bancaire markt en is vergelijkbaar met de *credit crunch* na de val van Lehman Brothers. Het is dus zaak de belangrijkste parameters (bijvoorbeeld de tentatieve grootte van de verwachte bijdrage van de private sector, alsmede de modaliteiten waarmee deze kan worden vormgegeven, de grootte van beschikbare EU/IMF-financiering) van een geïntegreerde oplossing van de crisis snel en geloofwaardig te verduidelijken. Hierdoor kan de onzekerheid op de financiële markten de kop ingedrukt worden, en ontstaat duidelijkheid wat de eventuele kapitaalbehoefte van banken is. Met de verminderde onzekerheid neemt de kans toe dat deze kapitaalbehoefte vervolgens in de markt gefinancierd kan worden (vergelijkbaar met de reactie op de Amerikaanse stresstests van banken eerder tijdens de crisis).

Als de banken niet kunnen herkapitaliseren op de markt, zal de officiële sector bij moeten springen (uiteraard met minstens zulke strenge voorwaarden als aan crisislanden ge-

steld worden: indammen van de topsalarissen, beperken van dividenden aan aandeelhouders). Deze officiële steun aan banken kan echter moeilijk van de landen van de eurozone komen, aangezien dan weer hetzelfde boemerangeffect op kan treden als in de inleiding genoemd werd. Johannes Witteveen (voormalig Nederlands minister van Financiën en Managing Director van het IMF) heeft een interessant voorstel gedaan om dit te voorkomen.⁷ De landen die momenteel overschotten hebben (bijvoorbeeld de BRIC's) zouden een nieuwe faciliteit bij het IMF op moeten zetten om de crisislanden (en hun banken) te steunen. Dit zou tevens de mogelijkheid bieden om deze landen een grotere rol te geven in de internationale beleidsdiscussies, door bijvoorbeeld een groter stemgewicht in het IMF – een rol die terecht zou zijn gezien hun economisch gewicht (en grote bevolking).

De belangrijkste les uit het voorgaande richt zich echter op de toekomst. Men moet voorbereidingen treffen voor de volgende soevereine schulden crisis, om te voorkomen dat de oplossing weer hap-snap geformuleerd moet worden. Het is tijd om de diepe la waarin het faillissementshof is opgeborgen weer te openen.⁸ Zoals hierboven is besproken laat men de oren te eenzijdig hangen naar private creditoren. Herkapitalisatie biedt de kans om het verzet te doorbreken: alleen herkapitalisatie als men ook een faillissementshof accepteert. Het is duidelijk dat het overlaten van de markt voor soevereine schulden aan de debiteurlanden en de private creditoren alleen niet leidt tot bevredigende uitkomsten. Er is striktere regulering in de vorm van een faillissementshof nodig, eventueel alleen op Europees niveau, als de Amerikanen nog steeds weigeren mee te doen. Het is uiteindelijk de bevolking van debiteur- en crediteurlanden die momenteel het meeste lijdt onder de crisis, dus het ligt voor de hand die de meeste stem te geven in het beleidsproces. Een faillissementshof zou daarvoor het aangewezen instrument zijn. De rol van de banken in het beleidsproces moet verminderd worden, niet om ze vervolgens in de pro-

blemen te brengen met al te hoge haircuts, maar om een publiek belang te garanderen voor de toekomst.

* De auteur dankt Rens van Tiburg voor nuttig commentaar (eventuele tekortkomingen zijn uiteraard de verantwoordelijkheid van de auteur). Daarnaast is de auteur erkentelijk voor de financiering onder het eu-FP7-programma pegged (contract no. SSH7-ct-2008-217559) die het schrijven van dit hoofdstuk mogelijk maakte.

Noten

- 1 Zie ook de zorgelijke analyse van het IMF in het Global Financial Stability Report van najaar 2011.
- 2 De beschreven balans is van toepassing op landen die op de (internationale) kapitaalmarkten geleend hebben, voor de armste landen die vaak alleen schulden uit hebben staan bij westerse donors (overheden) wordt al sinds de jaren vijftig de Club van Parijs gebruikt om de schuldenproblemen op te lossen.
- 3 In het jargon van de kapitaalmarkten respectievelijk een *haircut* of een *roll-over*.
- 4 10 mei 1996. De G10 is een van de belangrijkste fora in monetair en financieel-economisch beleid bestaande uit de landen van de G7 plus België, Nederland, Zweden en Zwitserland. Het gebruik van CAC's in obligatiecontracten was overigens al praktijk in de Londense City.
- 5 Zie Drage & Hovaguimian, 2004 voor een overzicht en beoordeling van het gebruik van CAC's na het G10-rapport.
- 6 Deze kritiek wordt al jaren luidkeels verkondigd door de voormalige chef-econoom van de Wereldbank Joseph Stiglitz (Stiglitz 2002).
- 7 Witteveen (22 augustus 2011).
- 8 Zie ook de voorstellen van de Brusselse denktank Bruegel, bijvoorbeeld Pisani-Ferry & Sapir (29 april 2010).

Literatuur

- Blom, J.G.W. (2010). *De kredietcrisis: een politiek-economisch perspectief*, Amsterdam: University Press
- Cline, W.R. (1995). *International debt re-examined*, Institute for International Economics
- Drage, J. & C. Hovaguimian (december 2004). 'Collective Action Clauses (CAC's): An Analysis of Provisions Included in Recent Sovereign Bond Issues', in: *Financial Stability Review*, online

- Eichengreen, B. (1999). *Toward a new international financial architecture*, Institute for International Economics
- ECB (juli 2005). 'Managing financial crisis in emerging market economies: experience with the involvement of private sector creditors', *Occasional Paper Series*, Vol. 32, online
- G10 (mei 1996). *The resolution of sovereign liquidity crises* [Rey report]
- Garay, L.J. (2010). 'The 1980s crisis in syndicated bank lending to sovereigns and the sequence of mechanisms to fix it', in: Herman, B., Ocampo, J.A., & S. Spiegel (eds), *Overcoming developing country debt crises*, pp. 111-139, Oxford: Oxford University Press
- Haldane, A. & J. Scheibe (mei 2004). 'IMF lending and creditor moral hazard', Bank of England working paper, No 216, online
- Helleiner, E. (2008). 'The mystery of the missing sovereign debt restructuring mechanism', in: *Contributions to Political Economy*, Vol. 27, pp. 91-113, Oxford: Oxford University Press
- Helleiner, E. (2009). 'Filling a hole in global financial governance? The politics of regulating sovereign debt restructuring', in: Mattli, W. & N. Woods (ed.), *The politics of global regulation*, pp. 89-120, Princeton: Princeton University Press
- IMF (september 2011). *Global Financial Stability Report*, online
- IMF Independent Evaluation Office (september 2003). *Evaluation of fiscal adjustment in IMF-supported programs*, online
- LatinFinance (december 2003). 'What CAC's lack', pp. 24-25
- Pisani-Ferry, J. & A. Sapir (29 april 2010). 'Europe needs a framework for debt crises', in: *Financial Times*, p. 11
- Rieffel, A. (2003). *Restructuring sovereign debt: the case for ad hoc machinery*, Washington: Brookings Institution Press
- Roubini, N. & B. Setser (2004). *Bailouts or bail-ins? Responding to financial crises in emerging economies*, Institute for International Economics
- Sachs, J. (1986). 'Managing the LDC debt crisis', in: *Brookings papers on economic activity*, Vol. 2, Washington: Brookings Institution Press
- Stiglitz, J.E. (2002). *Globalization and its discontents*, New York: W.W. Norton & Company
- Witteveen, H.J. (22 augustus 2011). 'A bigger, bolder Fund can stop the next crash', in: *Financial Times*

Laissez-faire, mondialisering en politieke democratie

Robert Kuttner

De afgelopen twee decennia zijn laissez-faireopvattingen en het daarbij behorende beleid dominant geweest. De financiële crisis zou beide volkomen in diskrediet moeten hebben gebracht. In tegenstelling tot de voorspellingen leidde de deregulering van de financiële wereld immers niet tot beloning van innovatie, tot verbetering van economische efficiency of tot een bredere welvaart. De financiële deregulering werkte eerder een speculatieve luchtbel in de hand, met een ernstige crisis als gevolg. Ze schiep steeds ingewikkelder, speculatiever en ondoorzichtiger financiële instrumenten. De mondialisering van de financiële wereld leidde niet tot de voorspelde risicospreiding, maar vergrootte het besmettingsgevaar. Ondertussen incasseerden de superrijken een onevenredig deel van de economische winst, terwijl andere inkomens stagneerden. In de nasleep gingen gewone mensen achteruit in inkomen, bezit en maatschappelijke bescherming. En nu gaat de crisis een tweede fase in.

Meer dan drie jaar na de ineenstorting van het financiële systeem winnen rechtse ideeën aan populariteit en is rechts overwegend aan de macht. In plaats van hervorming en herstel te stimuleren, komen de heersende elites met bezuinigingen op de proppen. Terwijl de economie blijft wegzakken, is democratisch links vrijwel overal in verwarring. In de meeste westerse landen regeren centrumrechtse partij-

en en de weinige regeringen die in naam centrumlinks waren, zoals in Griekenland en Spanje, werden gedwongen centrumrechts beleid te volgen. Ondertussen beleven extreemrechtse bewegingen een opmars.

De wortels van dit historisch falen liggen in de politieke en ideologische opkomst van neoliberale ideeën in de afgelopen drie decennia. Deze hebben op hun beurt het politieke machtsevenwicht getransformeerd ten gunste van de financiële elites. Het proces is 'circular, cumulative and reinforcing', om een favoriete formulering van Gunnar Myrdal aan te halen. De neoliberale ideologie, de macht van het bedrijfsleven en deregulerend beleid in de financiële sector hebben elkaar wederzijds versterkt. In de nasleep van de crisis heeft centrumlinks zijn geloofwaardigheid als oppositiepartij verloren, omdat regeringen die in naam sociaaldemocratisch waren, ingestemd hebben met het beleid dat de crisis juist heeft veroorzaakt.

Het falen van de Labour- en sociaaldemocratische partijen is geworteld in de structurele verzwakking van de democratische staat als tegenwicht tegen de vrije markt. De mondialisering in combinatie met financiële deregulering heeft dat proces alleen maar versterkt. De politieke uitdaging voor democratisch links is nu het terugbrengen van een evenwichtige vorm van kapitalisme.

Historisch gezien hebben burgers altijd vertrouwd op het vermogen van democratische regeringen om marktexcessen tegen te gaan en de dynamische energie van de markt in het gareel te houden. In de tweede helft van de twintigste eeuw heeft, door de politieke strijd in het industriële Westen, de sociaaleconomische zekerheid een even belangrijke plaats gekregen als het recht op privé-eigendom. De weg daar naartoe was bestraat met belastingen, sociale investeringen en financiële regulering. In deze periode deed zich eveneens de uitbreiding van de politieke democratie voor. Dat was een 'virtuous circle'. Democratie functioneert immers als maatschappelijk mechanisme om grotere sociaal-

economische gelijkheid en solidariteit tussen burgers te bevorderen.

Maar nu de wereldeconomie zich onttrekt aan de invloedssfeer van de nationale staat, wordt het vermogen van individuele landen om te zorgen voor democratisch geleide, evenwichtige samenlevingen, ondermijnd. Met een evenwichtige samenleving bedoel ik een samenleving die kansen, zekerheid, een rechtvaardige verdeling van inkomen en vermogen, effectieve maatschappelijke instituties en een zekere mate van sociaal mededogen combineert. Een politieke democratie vereist een goed functionerende staat. Een te sterke staat is zonder meer slecht voor een democratie, maar een verzwakte evenzeer.

De laatste tijd heeft de private markt aan terrein gewonnen ten koste van de soevereine staat. Goede samenlevingen komen per definitie op nationaal niveau tot stand, door middel van maatschappelijke investeringen, belastingen, macro-economisch beheer en overheidsregulering. Die maatregelen zijn het resultaat van de invloed van een betrokken bevolking en versterken die invloed weer. Op mondiaal niveau zijn er weinig van dat soort instrumenten, omdat er geen mondiaal burgerschap is, geen wereldwijde regering en weinig wereldwijde standaarden. De mechanismen van transnationale regulering zijn zwak of gekaapt door de industrie.

Daarom tast mondialisering volgens de huidige regels van het spel het vermogen van nationale regeringen aan om het kapitalisme in dienst te stellen van het algemeen belang. De huidige regels van de mondialisering zijn niet willekeurig tot stand gekomen. Naarmate het private kapitaal meer politieke invloed heeft gekregen, hebben de financiële elites in rijke landen op nationaal niveau succesvol gelobbyd voor privatisering, deregulering en verzwakking van de publieke sector. Bovendien hebben ze zich sterk gemaakt voor instituties die meer individualisme in plaats van maatschappelijke waarden promoten. Privaat kapitaal stimuleerde ook het gebruik van internationale handel, niet alleen als

een waardevolle bron van zakendoen, maar ook als route om te ontsnappen aan het gereguleerde kapitalisme. Wereldwijd vergroten financiële stromen, pas bevrijd uit de ketenen van nationale regulering, de macht van privaat kapitaal onder druk te zetten ten koste van de natiestaat. Het is een zichzelf versterkend mechanisme.

Daar komt bij dat goedkope buitenlandse arbeidskrachten en de slechtere arbeidsvoorwaarden elders, worden gebruikt om fatsoenlijke lonen in ontwikkelde landen te drukken. Hoewel de export van banen de krantenkoppen haalt, gaat de achterliggende dynamiek veel verder dan kwesties als outsourcing of handel. Als een staat probeert belastingen te innen om publieke investeringen te betalen, of regulering in te zetten als middel om weezinwekkend gedrag in de zakenwereld in de kiem de smoren, kan privaat kapitaal zich gewoon verplaatsen naar oorden die gastvrij zijn, of op z'n minst daarmee dreigen. De staat met een evenwichtige economie merkt vervolgens dat hij zichzelf uit de markt heeft geprijsd. Sinds het eind van de jaren zeventig heeft het ene land na het andere een politiek van deregulering gevoerd omdat hun concurrenten dat deden.

De mondialisering maakt een immorele vorm van kapitalisme mogelijk met alle gevolgen van dien: vervuiling van het milieu, uitbuiting van de arbeiders, risico's voor de consumenten, uitholling van de sociale vangnetten en de mondiale verspreiding van financiële excessen. In een gevaarlijke neerwaartse spiraal hebben de burgers steeds minder vertrouwen in wat de regering en politiek daaraan kunnen doen, omdat regeringen hen niet langer beschermen tegen de roofzucht van de markt. Ook de democratie zelf wordt ondermijnd, omdat burgers hun belangstelling verliezen. Zo verdringt geld, het ruilmiddel van markten, langzaam maar zeker burgerschap, het ruilmiddel van de democratie.

In de afgelopen dertig jaar heeft het Westen te maken gehad met een toenemende inkomensongelijkheid, krimpende sociale uitkeringen en afgenomen economische vooruit-

zichten voor jongeren. Dit nota bene ondanks een verdubbeling van de economische productiviteit in één generatie. De voordelen daarvan zijn namelijk grotendeels door de top geïncasseerd. Er was de facto geen enkele technische reden waarom deze afkalving móest plaatsvinden: het was de consequentie van specifieke politieke keuzes die anders hadden kunnen zijn.

De hegemonie van het neoliberalisme in de vs en Europa

Neoliberale ideeën beleefden voor het eerst een bloeiperiode in de tijd van Margaret Thatcher en Ronald Reagan. Maar tegen de jaren negentig omarmden de zogenaamd centrumlinkse regeringen van Bill Clinton, Tony Blair, Gerhard Schröder, Wim Kok en anderen ook belangrijke elementen van de neoliberale succesformule. In de nasleep van de toenmalige crisis bood geen enkele oppositiepartij een geloofwaardig, samenhangend alternatief – een project voor een beteugeld kapitalisme en maatschappelijk herstel.

Er is een Europese en een Amerikaanse versie van dit verhaal. De verhalen kennen overeenkomsten en verschillen. De belangrijkste overeenkomst is de nodeloze omarming van het neoliberalisme door partijen die in naam centrumlinks zijn. Een belangrijk Amerikaans element is dat neoliberale intellectuelen en Wall Street-financiers de Democratische Partij veroverd hebben. De laatste drie Democratische presidenten – Jimmy Carter, Bill Clinton en Barack Obama – waren er zowel inhoudelijk als politiek van overtuigd dat economisch succes een meer centristische partij vereiste. Op het gebied van financiële deregulering was hun beleid nauwelijks anders dan dat van de Republikeinen. De Democraten werden de partij van sociale vooruitgang op het gebied van tolerantie en sociale inclusie (nieuwe rechten voor vrouwen, zwarten, homo's, mensen met een beperking, immigranten), maar wat belangrijke economische kwesties betreft waren ze niet langer de partij voor de werkende mid-

denklasse en werden ze de tweede partij die de financiële wereld gunstig gezind was.

Het typisch Amerikaanse systeem van campagnefinanciering verergerde die trend. Barack Obama streed als 'outsider' voor het presidentschap tegen de veronderstelde Washingtonse 'insider' Hillary Clinton. In de eerste drie maanden van zijn politieke campagne, begin 2007, bleek echter uit rapporten over campagnefinanciering dat Obama meer geld op Wall Street binnenhaalde dan Clinton. Toen een ernstige economische ineenstorting, veroorzaakt door het beleid van financiële deregulering onder Bush II en Clinton, uitbrak deed zich de kans voor een nieuw economisch team aan te stellen. Maar Obama's seniorteam bleek onder andere uit twee veteranen uit de Bush-tijd – Ben Bernanke en Timothy Geithner, die Bernankes plaatsvervanger was als president van de Federal Reserve Bank of New York – te bestaan, naast de dereguleringsarchitect onder Clinton, Larry Summers. Zo mondde een politiek moment dat schreeuwde om drastische verandering uit in de stugge voortzetting van deregulerend beleid. En daarmee nam de recessie een nieuwe wending.

De unieke Europese elementen van de verschuiving naar centrumrechts hebben te maken met demografische ontwikkelingen, immigratieproblematiek en de verrassend perverse rol van de Europese Unie. Vergeleken met de Verenigde Staten is de Europese bevolking ouder, en de welvaartsstaat duurder. Onder linkse én rechtse regeringen waren budgetaire beperkingen onvermijdelijk, hetgeen de welvaartsstaat minder aantrekkelijk maakte voor belastingbetalers. Centrumrechts heeft in Europa geprofiteerd van die realiteit door zich te profileren als de verdediger van de welvaartsstaat, terwijl het deze in de praktijk afbrak en grote delen ervan privatiseerde, en ondertussen de politieke steun – vooral onder de goeude middenklasse – uitholde.

In Europa is immigratie een grotere uitdaging geweest dan in de vs. Hoewel de specifieke omstandigheden per land

verschillen, is een groot deel van de Europese immigranten en vluchtelingen niet geïnteresseerd om ‘geëuropeaniseerd’ te worden op de wijze waarop migranten en hun kinderen in de vs graag Amerikaan willen worden. Europese landen fungeren eerder als een ‘goedkope vlag’ waar men zijn brood kan verdienen en zijn eigen cultuur kan behouden. De in Europa geboren Europeanen, met hun eigen diepgewortelde culturele tradities, hebben de neiging dat gevoel van anders-zijn alleen maar te versterken. Een hieraan gerelateerd probleem is de directe impact van immigranten op de ruimhartige Europese welvaartsstaat en de gespannen arbeidsmarkt. Immigranten zijn doorgaans mensen met lage inkomens. Ze zijn vaak werkloos en maken gebruik van uitkeringen. Daarnaast zijn ze dikwijls bereid om tegen een lager loon te werken. Combineer dat met het culturele gevoel van anders-zijn en een recessie en je hebt een licht ontvlambare politieke sfeer.

De in Europa geboren arbeidersklasse is de dupe van deze ontwikkelingen. Immigrantenvestigen zich in hun buurten. Men denkt, al dan niet terecht, dat ze hun banen inpikken, hun scholen bevolken, geen respect hebben voor hun cultuur, en de lokale misdaadcijfers en belasting doen stijgen. Omdat sociaaldemocratische partijen nu eenmaal afhankelijk zijn van de stem van de autochtone werkende klasse en historisch gezien de voorvechters zijn van zowel tolerantie als de verzorgingstaat, zijn zij de belangrijkste verliezers van het verzet tegen immigratie. Ten tijde van algehele economische malaise is het dan ook deze werkelijkheid die de groei van extreemrechtse populistische partijen voedt.

De EU is een obstakel gebleken, zowel voor een effectief, democratisch antwoord van links, als een structurele oplossing voor de langdurige financiële crisis. De EU is geworteld in de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal en de oorspronkelijke Europese Economische Gemeenschap van zes, en dat is nog altijd te zien aan het huidige beleid. Ze geeft voorrang aan de vrije beweging van kapitaal, handel en per-

sonen boven maatschappelijke solidariteit. Er is een krachtig Europees promarktbeleid en een zwak Europees sociaal beleid.

Ooit waren natiestaten in Europa sterk genoeg om het kapitalisme effectief te reguleren. Als een Labourregering in het VK werd verkozen die industrieën wilde nationaliseren of een systeem van nationale gezondheidszorg introduceren, kon ze dat doen. De transformatie van Europa van een cluster van krachtige staten in een zwakke statenbond (zonder sociale regulering en bepalingen die net zo krachtig zijn als de werking van de markt) heeft het evenwicht tussen markt en staat ernstig verstoord.

Ook institutioneel is de EU zeer gefragmenteerd. Bevoegdheden zijn opgedeeld langs verschillende nationale en functionele lijnen. Deze kwetsbaarheid is met name duidelijk geworden tijdens de financiële crisis, waarbij er alleen overeenstemming is bereikt om Griekenland voldoende geld te blijven toeschuiven zodat het kan voldoen aan zijn betalingsverplichtingen aan banken. Daarvoor moet wel de prijs worden betaald van ingrijpende bezuinigingen in Griekenland en Europa als geheel. De EU lijkt niet in staat om een weg te vinden naar een robuust herstelprogramma dat is gebaseerd op een gereguleerde vorm van kapitalisme. Hoewel progressieven hoopten dat de EU een Europees fort van sociale democratie zou worden, is zij in de praktijk het voorbeeld geworden van hoe de markt de democratische staat is gaan overvleugelen.

In de vs daarentegen heeft de staat wél de macht om het kapitalisme ten behoeve van het algemeen belang te breiden, maar hij gebruikt die niet. De Republikeinse Partij is een zeer rechtse partij geworden, die alles wil blokkeren wat de Democratische regering wil doen. En dat terwijl de regering-Obama nog niet eens in de buurt komt van een herstructurering van de financiële markten zoals onder Roosevelt, of van een adequate publieke investeringsstrategie voor de reactivering van de economie. Aan beide zijden van

de Atlantische Oceaan verdiept de economische crisis zich en is er geen samenhangende democratische linkse oppositie te bekennen. Het protest is politiek verdeeld geraakt, met extreemlinkse splinterpartijen, groenen, en rechtse populistten die winst boeken ten koste van de sociaaldemocraten.

Het valt niet te ontkennen dat het neoliberalisme zichzelf versterkt heeft: een beetje leidt onvermijdelijk tot meer. Liberaliseer kapitaal en je vergroot de politieke macht ervan. Verzwak de staat door privatisering, deregulering en mondialisering, verzwak vakbonden door 'flexibelere' arbeidsmarkten, en je oogst niet alleen meer vrijemarkteconomie, maar eindigt ook met minder maatschappelijke solidariteit en een gefragmenteerd electoraat. Het politieke en institutionele tegenwicht ten opzichte van de macht van het georganiseerde bedrijfsleven delft op die manier het onderspit. Goede of slechte tijden, het kapitaal regeert.

Tijdens een periode van langdurige economische deflatie heeft de hegemonie van de financiële wereld ook het vermogen van staten gedwarsboomd om een krachtig economisch herstel te stimuleren, zoals dat van Roosevelt's New Deal na 1933. De financiële elites verlangen dat regeringen voorrang geven aan het terugdringen van het begrotingstekort, ook al vertragen bezuinigingen een breed gefundeerd economisch herstel. De bankiers hebben zich laten redden door de regering, maar zich tegelijkertijd ijverig verzet tegen alle pogingen om het huidige bankwezen te reguleren en te vereenvoudigen. Dat betekent het voortbestaan van enorme economische onevenwichtigheden, waarbij het de financiële wereld voor de wind gaat, terwijl de rest van de economie achterblijft.

Moet het voortbestaan van een fatsoenlijke samenleving in de ontwikkelde staten van het Westen in de waagschaal worden gesteld door de wereldwijde commercie? Of moeten de democratische nationale staten de wereldhandel inperken? Is er een manier om deze ingewikkelde puzzel op te lossen en gereguleerd kapitalisme te verenigen met de

toenemende internationale stromen van financiële diensten en goederen, in het economisch voordeel van allen, zowel in het noorden als het zuiden.⁹ Dit is in ons tijdgewricht dé grote uitdaging voor progressieven. Halverwege de vorige eeuw moest de rauwe macht van het roofridderkapitalisme van de negentiende eeuw een knieval maken voor het algemeen belang en brak het tijdperk van de sociale markt aan. Nu zijn een heropleving van de democratie aan het thuisfront en de ontwikkeling van nieuwe wereldwijde instituties vereist.

Mondialisering die werkt voor mensen

De huidige mondialisering maakt het een stuk lastiger om het binnenlands sociaal evenwicht te bewaren. Maar we vergeten dat dit niet de enige vorm van mondialisering is. In de moderne geschiedenis heeft zich al eens eerder een ernstige crisis voorgedaan in combinatie met enkele ongelukkige bijkomstigheden. Dit mondde uit in een soort mondialisering die eerder binnenlands gereguleerd kapitalisme ondersteunde dan ondermijnde. We hebben het hier over de periode die begon in de jaren veertig.

De Grote Depressie had het laissez-fairekapitalisme in diskrediet gebracht. De Tweede Wereldoorlog had niet alleen het fascisme in ongenade doen vallen, maar ook de Europese commerciële elites, die het vaak hadden aangelegd met Hitler, Mussolini en hun collaborateurs in bezette landen. Na de oorlog waren progressieve en christendemocratische regeringen aan de macht in de geallieerde landen. Er was behoefte aan wederopbouw, niet aan een politiek van laissez-faire. In alle opzichten was er sprake van overeenstemming en convergentie die een zeldzame politieke opening boden om de instrumenten te ontwikkelen voor een evenwichtiger vorm van kapitalisme, zowel op internationaal niveau als in eigen land.

Het project van de wederopbouw na de oorlog werd geleid

door democratisch links: leiders die geloofden in democratische planning, regulering, subsidies en sociale zekerheid, met als doel enerzijds marktexcessen in de hand te houden en anderzijds te concurreren met de aantrekkingskracht van het bolsjewisme. Zelfs gematigd rechtse partijen zoals de christendemocraten geloofden toen in het tegenstrijdige begrip van een 'sociale markteconomie'. Kapitalisme moest gehoor geven aan wat maatschappelijk nodig was. De conservatieven waren ervan overtuigd dat het noodzakelijk was om privaat kapitaal te beperken en aan te vullen. In de hause na de oorlog waren ze linkser dan de meesten die zichzelf vandaag de dag sociaaldemocraat noemen.

Het internationale financiële en economische systeem dat in de zomer van 1944 in Bretton Woods werd bedacht, was uitdrukkelijk bedoeld om te voorkomen dat de speculatieve tak van de financiële wereld het ideaal van een samenleving met hoge groei en volledige werkgelegenheid op de thuismarkt zou ondermijnen. De financiële wereld werd aan banden gelegd en de mondiale private financiële speculatie strikt gereguleerd, ook al werd een uitgebreide wereldhandel in gewone goederen en diensten gestimuleerd. De beleidsmakers pleitten voor een vorm van mondialisering die staten voldoende ruimte gaf om een rechtvaardige samenleving op te bouwen, verankerd in krachtige democratieën.

De uitdaging anno nu is om dat evenwicht te herstellen onder de huidige institutionele omstandigheden. Er zijn mensen die zeggen dat 'de geest niet meer terug in de fles kan' omdat moderne technologie onmiddellijke overboekingen van kapitaal mogelijk maakt. Men vergeet daarbij dat dit in de jaren veertig en vijftig ook al kon, alleen vond de overdracht toen niet plaats via het internet, maar via koperdraad. Niet de technologie maakte het verschil, maar de regels en het evenwicht van de politieke macht die deze regels opstelde. De toenmalige regelgeving resulteerde in een bankenwereld die de dienaar was van de reële economie, niet de heer en meester. Terwijl de internationale handel

langzaam weer op gang kwam en de handelsregels geleidelijk werden geliberaliseerd, was er een scherp onderscheid tussen de gewone handel en de financiële wereld, die strikt gereguleerd werd.

Dat proces werd omgekeerd vanaf de jaren zeventig. De wereldwijde instituten die de laatste decennia zijn opgezet of herzien, zoals de WHO, het IMF, de Wereldbank en het Basel Comité maken zich tegenwoordig eerder sterk voor een laissez-fairemondialisering dan de destabiliserende neigingen ervan te bestrijden. Zoals de Harvard-econoom Dani Rodrik het formuleert, werd een vroegere vorm van een nuttige 'oppervlakkige' mondialisering vervangen door een 'ingrijpende' mondialisering, die het kapitalisme minder bestuurbaar en instabieler maakte.

Om opnieuw een evenwichtige vorm van kapitalisme te introduceren, zullen staten of federaties van staten enige macht van de markten terug moeten eisen. De plek waar de regels worden opgesteld kan nationaal of mondiaal zijn, afhankelijk van de specifieke omstandigheden. Maar uiteindelijk is democratisch beleid altijd nationaal, of misschien continentaal in het geval van een versterkte Europese Unie. Zelfs als mondiale regelgevende instituties worden opgezet, zullen ze het product zijn van nationale besluitvorming en nationaal beleid.

Kapitalisme op mondiaal niveau reguleren

Met het oog op het algemeen belang zijn markten op vier kernterrains nationaal gereguleerd, maar wereldwijd raken ze in toenemende mate gedereguleerd. Die terreinen zijn: handel, arbeid, de financiële wereld en belastingen. (Nota bene: ook het milieu kan in dat rijtje worden opgenomen, maar dat zou een artikel op zich vergen.) Op elk van die gebieden hebben we een nieuwe mix van beleid nodig die is gebaseerd op zowel de herbevestiging van het regulerend gezag van staten (en statenbonden als de EU) als de

ontwikkeling van nieuwe vormen van mondiale regulering.

Handel

Terwijl neoliberale economen intellectuele dekking boden, kwam het offensief voor een politiek en ideologisch 'vrijere' handel van een financiële sector die wereldwijd wilde opereren, en aanverwante sectoren die erop gebrand waren om op de goedkoopste locatie te produceren, ver van elke vorm van binnenlandse regelgeving. Het naoorlogse proces van vermindering van wederzijdse tariefreductie, de zogeheten Uruguay-ronde van handelsoverleg (gestart in 1986 en afgerond in 1994, en vooral gericht op mondiale deregulering), verloor in deze context een cruciale slag.

Ogenschijnlijk ging de Uruguay-ronde om het weg nemen van 'non-tarifaire handelsbelemmeringen', het promoten van handel in 'diensten' en het tegengaan van misbruik, zoals de diefstal van intellectueel eigendom. Een deel daarvan klonk aannemelijk. Als het wereldwijde handelssysteem maatregelen had getroffen tegen praktijken in Japan of Korea, waar fabrikanten vaak westerse technologieën plagieerden en kopieerden, zou dat een klap zijn geweest voor het buitenlands mercantilisme. Maar de nieuwe bescherming van intellectueel eigendom had weinig positieve effecten. In de meeste gevallen moest geprocedeerd worden in de rechtbanken van de overtredende landen, die vrijwel nooit een uitspraak deden ten nadele van de lokale fabrikanten. 'Diensten' bleken vooral financiële diensten te betreffen: de mondiale financiële luchtbel die de economie deed instorten. Zo bleken stimulering van financiële deregulering en het hinderen van staten om macht over hun eigen financiële systeem uit te oefenen de ware tanden van de Uruguay-ronde te zijn.

Ook bij de North American Free Trade Agreement van 1993 draaide het niet zozeer om de handel, maar om de mogelijkheid voor in de vs gevestigde multinationals en ban-

ken om Mexicaanse bedrijven over te kunnen nemen en fabrieksvestigingen in Mexico op te zetten. De export daarvan genereerde weer winst voor de vs. Verder had de overeenkomst het opzettelijke neveneffect dat tal van gewone gezondheids-, veiligheids- en milieuwetten als schendingen van de vrijemarktvoorschriften van NAFTA werden geclassificeerd. Een plan om een dergelijke wetswijziging uit te breiden naar alle oeso-lidstaten, de voorgestelde Multilaterale Overeenkomst inzake Investeringen, werd in 1997 getorpedeerd toen het plan voortijdig uitlekte en een storm aan protest het plan de das omdeed.

In 1999, toen China onderhandelde over toetreding tot de who, stond Beijing er economisch en financieel een stuk zwakker voor dan nu en hing de geur van de slachting op het Tiananmen-plein nog in de lucht. Ook konden de vs veel meer diplomatieke druk uitoefenen dan in 2011, toen ze aanzienlijk afhankelijker waren van China voor de aankoop van Amerikaans schatkistpapier. China werd echter tot de who toegelaten zonder dat het gedwongen werd tot binnenlandse hervormingen. Zoals de memoires van niet alleen Robert Rubin, maar ook Joseph Stiglitz bevestigen, werd de Amerikaanse druk vooral gebruikt om te zorgen dat Amerikaanse banken en verzekeringsmaatschappijen toegang kregen tot de Chinese markt. De eis dat China zijn systeem van roofzuchtig industrieel mercantilisme zou aanpassen werd zo veronachtzaamd.

In de afgelopen twee decennia is de Amerikaanse regering er grotendeels mee gestopt Amerikaanse fabrikanten te beschermen tegen roofpraktijken van Aziatische ondernemingen en staten. De meeste Amerikaanse multinationals, in de steek gelaten door hun regering, moesten zelf tot overeenstemming komen met de overzeese mercantilistische praktijken. Zij moesten aanvaarden dat een deel van het onderzoek, de technologie en de productie naar Azië en dan met name China verhuisd werd. Dit gebeurde soms in ruil voor openlijke subsidies voor land, fabrieken, onder-

zoek en ontwikkeling, en de impliciete subsidies van het lage loonpeil van machteloze arbeiders of lage milieu- en veiligheidseisen. Op andere momenten zijn de voorwaarden van een deal meer een stok achter de deur dan een voorgehouden worst: als je hier wilt verkopen, zo krijgen ondernemingen te horen, moet je ook hier produceren. En het kan nog erger: je mag hier produceren, maar alleen voor export naar je eigen lokale markt, niet voor verkoop hier.

Het grootste deel van de Amerikaanse industrie heeft inmiddels geconcludeerd dat het de Amerikaanse regering totaal niet uitmaakt waar er wordt geproduceerd. Dat geldt voor zowel de traditionele laaggeschoolde sectoren, die vaak worden beschouwd als de meest logische kandidaten om naar het buitenland te verhuizen, als de meest geavanceerde industrieën. Steeds weer hebben het ministerie van Buitenlandse Zaken en het Pentagon wel belangrijker zaken te bespreken met diplomatieke zwaargewichten als China, Japan en Korea. De regering-Obama gaat door met bilaterale handelsafspraken maken, waardoor de uittocht van Amerikaanse productie zich alleen maar zal voortzetten. In de tussentijd stuit de belofte van een industriële renaissance, ingeleid door investeringen in groene energie, openbaar vervoer, hogesnelheidslijnen of een slim elektriciteitsnetwerk, op een keiharde realiteit: er zijn simpelweg te veel producten die de vs niet langer maken, te veel buitenlandse schakels in de industriële toeleveranciersketen, te veel andere landen die een voorsprong hebben opgebouwd.

China staat, met zijn directe overheidssubsidies aan de lokale industrie en zijn strategische overheidsworsten en -stokken voor westerse multinationals, zonder meer aan het ene uiterste van het mercantilismespectrum. Het hele industriële systeem van China is een ondermijning van de geest van open handel. Als de westerse democratieën een realistische opvatting hadden over hun langetermijnbelang, zouden ze net zo lang hoge tarieven op Chinese goederen heffen totdat China zich zou gedragen als een norma-

le commerciële natie. De opbrengsten daarvan zouden gebruikt kunnen worden voor de wederopbouw van de westerse industrie.

Er zijn echter landen die een soort 'zacht mercantilisme' bedrijven. Veel van wat zij doen moeten we eerder overnemen dan betreuren. Sommige praktijken, zoals China's gebruik van kunstmatig goedkoop kapitaal, of regelrechte subsidiëring om nieuwe industrieën te ontwikkelen, kunnen we beschouwen als legitieme binnenlandse ontwikkelingsinstrumenten. Vanuit handelsperspectief zijn ze echter ronduit roofzuchtig. In zo'n geval zou het dan redelijk zijn om heffingen op te leggen om de concurrentiebenadeling weg te nemen voor ondernemingen die geen overheidssteun krijgen. Dat zou China ook dwingen om de binnenlandse consumptie en vraag te laten stijgen. Zo krijgt Beijing geen kans om een strategie te volgen die de burens tot de bedelstaf dwingt vanwege de binnenlandse chronische handelsoverschotten.

Japan en Korea bevinden zich ergens in het midden van dit spectrum. Beide landen hebben zich geïndustrialiseerd dankzij het bevoorrecht van binnenlandse industriële groepen door de regering; buitenlandse bedrijven konden er onmogelijk binnendringen. De regeringen van Japan en Korea bedolven populaire sectoren onder het kunstmatige goedkope kapitaal van banken en de overheid. Beide gebruikten een wirwar van subtiele barrières die het exporteurs lastig maakten onuitgenodigd de markt te betreden. Nog altijd kent Korea selectieve hoge tarieven. Taiwan, dat over het algemeen als een meer marktgericht land wordt beschouwd, lanceerde zijn informatietechnologiesector met een door de staat geleid programma. Daarin verwierf de Taiwanese regering de noodzakelijke technologie door de oprichting van twee door de overheid gefinancierde onderzoeksinstituten en had ze de leiding over een planningsproces van ondernemingen die slechts in naam privaat waren. Tegenwoordig is dit kleine land wereldwijd heerser in de productie van lap-

tops, moederborden, computermonitoren en nog veel meer.

Een goed voorbeeld van zacht economisch nationalisme zijn de subsidies voor onderzoek en ontwikkeling, en industriële en arbeidssubsidies van de Europese Unie en lidstaten als Duitsland en Denemarken. Duitsland kent relatief hoge arbeidskosten in de productie en heeft 's werelds grootste exportoverschot van productie ten opzichte van het bbp. Duitsland heeft geen centrale planning, maar er is wel de stilzwijgende afspraak tussen regering, industrie en vakbonden dat het hele systeem eraan bijdraagt om de hoogwaardige productie in Duitsland te behouden. Een uitgebreid leer- en werksysteem en een programma van loonsubsidies help en de hoge productiviteit van Duitse arbeiders te verzekeren in ruil voor hun hoge lonen. De Duitse Bondsregering en deelstaatregeringen hebben ook de ontwikkeling van nieuwe, groene industrieën gesubsidieerd en regulerend beleid toegepast om binnenlandse vraag voor hun producten te creëren. Vrijhandelpuristen zouden kunnen stellen dat subsidiëring van arbeiders een verkapt vorm van industriële subsidiëring is, en daarin hebben ze gelijk. Maar dat neemt niet weg dat het beleid zinvol is.

We moeten concluderen dat handelsbeleid en industrieel beleid onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn. We hebben een mondiaal handelssysteem nodig met een enkele set regels in plaats van een web van dubbele maatstaven. Er moeten normen komen die legitiem ontwikkelingsbeleid onderscheiden van roofzucht. Net zoals we het fantasiebeeld moeten loslaten dat laissez-faire het optimum is, moeten we de misvatting dat industriebeleid niet werkt overboord zetten. Afgaand op het succes van Japan, Korea, China, Brazilië, Taiwan, Duitsland en Frankrijk, en de vs in een eerdere fase in hun geschiedenis, kunnen we vaststellen dat industriebeleid heel succesvol kan zijn. De uitdaging is om de controle over handelsoverhandelingen aan de financiële elites te onttrekken, zodat het handelssysteem plaats kan inruimen voor nationaal economisch ontwikke-

lingsbeleid. Natuurlijk moet voorkomen worden dat het als nog roofzuchtig uitpakt.

Arbeid

Honderden miljoenen arbeiders, van Guatemala tot China, produceren op dit moment in fabrieken onder afschrikwekkende omstandigheden voor exportmarkten. Dat productiesysteem is vaak een combinatie van hebzuchtig kapitalisme en roofzuchtig socialisme. Aan de ene kant subsidieert de Chinese regering de bouw van dergelijke fabrieken en gebruikt ze bijkomende financiële lokkertjes om Amerikaanse en Europese bedrijven te verleiden om hun productie in China te vestigen. Aan de andere kant zijn er geen onafhankelijke vakbonden, noch democratische rechten. Ondanks deze subsidies, die een duidelijke schending zijn van de normen van vrijhandel, heeft de Amerikaanse regering niet meer dan pro forma geprotesteerd. Het Amerikaanse multinationale bedrijfsleven is zeer tevreden met die buitenlandse subsidies en gewillige goedkope arbeiders.

Die alliantie van westers bedrijfskapitaal met een despotische buitenlandse regering zorgt voor kortsluiting in het normale proces van economische ontwikkeling. Zo wordt politieke en sociale vooruitgang belemmerd. In Europa en de vs waren westerse landen gedurende het grootste gedeelte van de twintigste eeuw – toen de samenleving welvarender werd en politieke rechten werden uitgebreid – in staat om maatregelen te treffen die een democratisch tegenwicht boden aan rauw, hebzuchtig kapitalisme: vakbonden, gezondheids- en veiligheidsnormen, loon- en werktijdwetten en milieubescherming. De loonschalen breidden zich uit naarmate de productiviteit toenam, en daardoor ontstond een politiek betrokken blauwe-boordenmiddenklasse. De koopkracht van de nieuwe werkende middenklasse bood op zijn beurt een markt voor de massaproductie. Maar het nieuwe monsterverbond tussen westers kapitaal en wanhopige arbeidskrachten uit de derde wereld verbreekt die poli-

tieke verbanden en vernietigt een maatschappelijk aanvaardbare vorm van kapitalisme. Ondanks de theorie dat economische groei van nature leidt tot een grotere politieke democratie en algehele verbetering van de levensstandaard, leidt het huidige ontwikkelingspad tot geen van beide.

Nog niet zo lang geleden beschouwden economen wereldwijd outsourcing als een onbetekenende bron van afkalving van goede banen in de vs en Europa. Nu heerst de mening dat tientallen miljoenen banen direct bedreigd worden en dat de druk om lonen en uitkeringen in de hand te houden of te verlagen nog eens tientallen miljoenen meer mensen raakt. Met miljarden arbeiders die nu kunnen concurreren om een baan is de 'race to the bottom' werkelijkheid geworden. Tegenwoordig gebruiken arbeiders in derdewereldlanden productietechnologieën die net zo efficiënt zijn als de machines van hun westerse collega's. Nu er geen mechanismen zijn die de lonen in derdewereldlanden doen stijgen, neemt hun levensstandaard niet evenredig toe met hun gestegen productiviteit, en worden Amerikaanse en Europese arbeiders uit de markt geprijsd.

Handelsovereenkomsten kunnen een laissez-faire of een socialere vorm van kapitalisme voorstaan. In een nauwelijks opgemerkt en uniek bilateraal handelsverdrag hebben de vs in 1999 bijvoorbeeld uitdrukkelijk een stijging van Cambodjaanse quota voor kledingexport naar de vs gekoppeld aan de vooruitgang die Cambodja zou boeken om vakbonden vrijelijk te laten opereren en andere belangrijke arbeidsrechten te handhaven. Volgens het handelsverdrag kregen de Cambodjanen een bonus van maximaal 14 procent van hun jaarlijkse quotum als de ILO verklaarde dat hun textiel-fabrieken voldeden aan belangrijke ILO-normen. Hierbij moet men denken aan de uitbetaling van minimumlonen en de vrijheid van vakbonden om zich te organiseren.

Dankzij die koppeling kon de Cambodjaanse arbeidersbeweging in een grote textiel fabriek in Phnom-Penh een vakbond oprichten, waardoor de lonen en arbeidsomstandighe-

den verbeterden. Bovendien heeft de regering regelgeving uitgevaardigd die het lastiger maakt voor werkgevers om wraak te nemen op arbeiders die proberen vakbonden op te richten en direct in te grijpen bij verschillende corrupte werkgeverspraktijken. Een nieuw geformeerde vakbondsfederatie die werkers van hotels en andere dienstverleners vertegenwoordigen, boekte in 2003 een andere belangrijke overwinning toen tijdens een arbeidsarbitrage volgens het nieuwe regeeringsstelsel de klacht van de vakbond werd gehonoreerd en hotelexploitanten de 'service charge', die klanten moesten betalen in plaats van fooi, niet langer in hun eigen zak konden steken. Het geld belandde zo waar het hoorde: in de hand van de werknemers. Het is het onomstotelijk bewijs dat lonen niet spontaan omhooggaan bij gestegen productiviteit en toegenomen wereldhandel. Of dat gebeurt is afhankelijk van regels en onderhandelingsmacht. De ILO speelt ook een sleutelrol, als de zeldzame internationale organisatie die een evenwichtige vorm van kapitalisme voorstaat.

Vakbonden in democratische landen moeten assertiever worden in de mondiale verbreiding van normen. Op dat front is een bescheiden vooruitgang geboekt. Wereldwijd hebben de vakbonden zich georganiseerd in mondiale vakbondsfederaties. Enkele daarvan zijn erin geslaagd om transnationale ondernemingen op mondiale basis te organiseren. Een voorbeeld: goedkope vlaggen zijn het oudste voorbeeld van offshoring. Aan het begin van de twintigste eeuw werden de arbeidsomstandigheden op cruise- en handelsschepen varend onder een vlag van ontwikkelde landen gereguleerd. Aan het begin van de jaren twintig, en in versnelde mate na de Tweede Wereldoorlog, begonnen grote Amerikaanse en Europese rederijen echter in toenemende mate hun schepen om te vlaggen naar landen als Panama en Nigeria, die geen wettelijke normen kenden. Al snel werden bemanningen geworven in derdewereldlanden, waar mensen wanhopig zochten naar werk, en werkten ze tegen abominabele salarissen.

Het afgelopen decennium hebben de koopvaardijbonden in nauwe samenwerking met de dokwerkersvakbonden met succes een campagne opgezet tegen goedkope vlaggen. Een mantelovereenkomst biedt een minimummaandloon en zorgt voor minimale arbeidsomstandigheden. De grote Europese rederijen, zelfs degene die schepen bezitten die in naam gevestigd zijn in landen met goedkope vlag, hebben de mantelovereenkomsten getekend. De rederijen die weigeren merken dat hun schepen worden geboycot door de nog altijd machtige dokwerkersvakbonden. Al die wereldwijde organisatieactiviteit van vakbonden staat nog in de kinderschoenen; het zijn rudimentaire uitzonderingen op een grotere trend. Maar deze verhalen wijzen wel op mogelijke strategieën van de vakbeweging, die enorm zou worden geholpen als de oESO-regeringen meer prioriteit zouden geven aan fatsoenlijke arbeidsnormen in hun handelsdiplomatie.

Naarmate arme landen zich ontwikkelen is het normaal dat rijkere landen routinematige productiebanen verliezen. Maar net zo goed zouden arbeiders in zich ontwikkelende landen die productiever worden, een groter deel van de vruchten van hun productiviteit moeten kunnen plukken. Als dat gebeurt, vormen ze een minder grote bedreiging voor arbeiders in ontwikkelde landen. De strijd is niet alleen tussen rijke en arme 'landen', maar ook tussen gewone burgers uit het noorden en het zuiden en de krachten van mondiaal kapitaal.

Belasting

Een economie die sociale investeringen kent, gericht op uitbreiding van kansen en zekerheid, maakt publieke kosten. Onderwijs, maatschappelijk verstrekte gezondheidszorg, omscholing van werknemers, milieubescherming, diensten voor ouderen, al deze zaken vereisen overheidsuitgaven. De landen die deze maatschappelijke bescherming waarderen, betalen daarvoor met een combinatie van directe bijdragen en belastingen.

Het georganiseerde bedrijfsleven is in toenemende mate in opstand gekomen tegen belastingen, vanwege zowel winstmaximalisatie als de vrijemarktideologie. Hoe gemakkelijker mondiaal kapitaal zich verplaatst, des te gemakkelijker het voor het bedrijfsleven is om rechtsgebieden te vinden die hoge of progressieve belastingssystemen kennen. En conservatieve partijen aan de macht helpen hun bondgenoten uit de zakenwereld in toenemende mate om belastingtarieven te verlagen en belastinginning te verzwakken. Dikwijls wordt ook belasting ontweken door offshore-constructies die vaak de grenzen van de wet opzoeken, en daar soms keihard overheen gaan.

Belastingconcurrentie – het uitspelen van het ene land tegen het andere om de belastingtarieven te verlagen en handhaving te beperken – is erin geslaagd om het niveau van de vennootschapsbelasting drastisch te verlagen in alle ontwikkelde landen die lid zijn van de oESO. In tien jaar tijd, tussen 1995 en 2005, is het gemiddelde vennootschapsbelastingpercentage in de lidstaten van de Europese Unie met 8,1 procentpunt verlaagd voor de oude leden van de EU en met zelfs 10,8 procentpunt voor de nieuwe leden in Oost- en Centraal-Europa die de concurrentiestrijd om buitenlandse investeringen. Nu klagen Amerikaanse bedrijven dat ze hoger dan gemiddelde binnenlandse belastingpercentages betalen en lobbyen ze voor drastische verlagingen, ook al ligt het aandeel van de vennootschapsbelasting in de totale belastingen dramatisch lager dan een generatie geleden.

Voor conservatieven die zich op ideologische gronden verzetten tegen belastingen en sociale uitgaven levert deze 'race to the bottom' in het belastingbeleid een bijkomend voordeel op. Naarmate de belasting op kapitaal afneemt, moeten sociale uitkeringen worden verlaagd, of de belastingen verlegd naar werkenden en consumenten. Die verschuiving zorgt er op haar beurt voor dat jan modaal een relatief hogere belastingdruk moet dragen in ruil voor relatief minder diensten, en zorgt dat de welvaartsstaat politiek ge-

sproken minder goed te verdedigen is. In alle ontwikkelde democratieën zijn de belastingen voor het zakenleven gestaag gedaald, zowel in nominale percentages voor vennootschapswinst en inkomsten uit beleggingen als in de praktische toepassing van de belastingwetgeving.

In de vs betalen werknemers met een gemiddeld inkomen in 2011 een veel hoger gecombineerd percentage aan loonbelasting, inkomstenbelasting en btw dan ze in 1966 deden, ook al zijn de totale publieke uitgaven als percentage van het bbp vergelijkbaar gebleven. In de jaren zestig bedroegen de ontvangsten uit de vennootschapsbelasting 16,1 procent van alle federale inkomsten. Hoewel de bedrijfswinsten een groter deel dan ooit van het bbp uitmaken, zijn de inkomsten uit de vennootschapsbelasting in de jaren negentig gedaald naar 9,4 procent van de federale belastinginkomsten en naar ongeveer 5 procent nu. Eenzelfde patroon heeft zich in vrijwel elk oeso-land voorgedaan.

Een daarmee samenhangend effect van mondialisering zijn de toegenomen mogelijkheden voor semilegale belastingontwijking en criminele belastingontduiking, beide geholpen door conservatieve regeringen die graag zien dat ondernemingen op de een of andere manier aan belastingheffing ontsnappen. Legale constructies die belastingontwijking mogelijk maken zijn de afgelopen jaren aantoonbaar zo complex geworden dat nationale belastingdiensten het doorgaans opgeven. Zelfs de gangbare praktijk van bedrijven die gebruikmaken van boekhoudkundige manoeuvres bij de betaling van hun belastingen, kost nationale schatkisten honderden miljarden dollars. Ondertussen hebben de controles van de Amerikaanse belastingdienst op ondernemingen en ingewikkelde partnerschappen voor belastingontwijking van de rijken plaatsgemaakt voor onderzoek naar de bescheiden inkomstenbelastingvrijstellingen die de werkende armen ter beschikking staan. Fiscalisten hebben geschat dat het kapitaal dat normaliter belastbaar zou zijn en nu buiten bereik van nationale belastingdiensten wordt

gehouden ongeveer negen biljoen dollar bedraagt. Het is onnodig te zeggen dat het vooral een spel voor de rijken is, waarmee de belastinglast wordt verschoven naar de middenklasse en de armen.

Naast belastingconcurrentie gericht op landen met goede fiscaalrechtelijke systemen faciliteert het bestaan van offshore-belastingparadijzen het proces van belastingontduiking. Belastingparadijzen profiteren van de handel met de oeso-landen, maar maken tegelijkertijd illegale en kostbare belastingontduiking mogelijk. Wetenschappers die belastingontduiking bestuderen hebben een gecombineerde jaarlijkse kostenpost voor de schatkist van de vs en West-Europa becijferd op ongeveer een half biljoen dollar. Toen de regering-Bush in januari 2001 in functie trad, was een van haar eerste daden om de Amerikaanse steun voor een oeso-initiatief tot belastinginning de nek om te draaien. De aanslagen van 11 september 2001, waarbij gebruik werd gemaakt van geld dat vanuit verschillende offshore-rekeningen was overgemaakt, vonden enkele maanden later plaats. Na 9/11 verhoogde de regering-Bush de druk op de banken om informatie te verstrekken die bedoeld was ter bestrijding van witwaspraktijken die gevolgen hadden voor de nationale veiligheid. Ze verzette zich echter tegen het gebruik van vergelijkbare maatregelen tot informatiedeling teneinde belastingontduiking te bestrijden. Onder Obama is internationale belastinginning nooit een prioriteit geweest.

De enorme stijging van de wereldhandel zou onder alle omstandigheden een uitdaging zijn voor de belastingdiensten, omdat het lastiger is voor nationale economische instellingen om economische activiteiten te monitoren die buiten de landsgrenzen plaatsvinden. Economisch sterke landen zouden met elkaar en met elk kleiner land dat kans tot belastingontduiking biedt innings- en informatie-uitwisselingsverdragen moeten ondertekenen. Een alternatief is dat ze de belastinginning en -handhaving bundelen door een nieuwe transnationale organisatie op te richten. Maar

men is geen van beide wegen ingeslagen. Conservatieve regeringen, daarin gesteund door zakelijke belangen, blijven belastingontduiking mogelijk maken.

Financiële regulering

De financiële crisis illustreert op niet mis te verstane wijze de desastreuze mismatch tussen private mondiale financiële conglomeraten en onderontwikkelde instituties die de zorg om een wereldwijde financiële regulering hebben nagelaten. Financiële producten die voornamelijk zijn ontwikkeld door banken in de vs en het vk hebben wereldwijd tot verliezen van biljoenen en biljoenen dollars geleid. Ironisch genoeg zijn financiële systemen van landen als India en China, die hun banken niet toestonden te speculeren met exotische producten, de dans grotendeels ontsprongen. Dit bewijst eens te meer dat mondiaal bankieren geen obstakel hoeft te zijn voor krachtige lokale regulering, zolang bankiers de toezichhouders niet gevangenhouden.

In theorie leidt securitisatie van schulden tot 'risicospreiding', maar in werkelijkheid verspreidde het enorme verliezen in het mondiale financiële systeem. De enige poging om internationale normen te introduceren in de financiële wereld, de zogeheten Basel-akkoorden, maakte de zaak alleen maar erger. De Basel-akkoorden namen de risicoaannames van de financiële sector grotendeels over. Volgens de Basel-akkoorden moesten banken die wereldwijd opereerden bepaalde minimale niveaus aan kapitaal aanhouden. In de praktijk stelden de Basel-akkoorden enkele grote multinationale banken in de gelegenheid om hun kapitaal te beperken en moedigden ze het gebruik van financiering buiten de balans aan. De akkoorden waren bij lange na niet in staat om het speculatieve misbruik te voorkomen dat leidde tot de financiële krach van 2007-2008.

De Basel-akkoorden kwamen tot stand na onderhandelingen van bankiers en financiële diplomaten, die grotendeels in het geheim en zonder publiek debat hebben plaats-

gevonden. Ze waren hoofdzakelijk bedoeld om banken uit verschillende landen die opereerden in elkaars markten op min of meer gelijk concurrerend niveau te brengen; niet om consumenten of de solvabiliteit van het systeem te beschermen. Het is een klassiek geval van wat er gebeurt wanneer mondiale 'regulering' in een beginstadium wordt geleid door en voor de te reguleren sector. De financiële ineenstorting heeft de wereld biljoenen dollars aan verloren bbp gekost. Het is het meest dramatische bewijs van wat er kan gebeuren als mondialisering politiek gebruikt wordt om de handen van nationale toezichhouders te binden en het vermogen van de staat vernietigt om het kapitalisme voor het algemeen belang onder controle te houden.

In de nasleep van de ineenstorting en ondanks gedeeltelijke hervormingspogingen als de Dodd-Frank Act in de vs, is het bedrijfsmodel van grote banken niet fundamenteel veranderd. Nog altijd is het afhankelijk van de creatie van en handel in complexe producten die leiden tot systeemrisico's. De meest recente fase van de crisis is een run op de staatsobligaties van verschillende Europese landen. Dat verlies van vertrouwen weerspiegelt een combinatie van factoren: de gevolgen van de aanhoudende economische neergang, ernstige begrotingsproblemen in een beperkt aantal landen, en de impact van spelers zoals hedgefondsen die speculatieve bewegingen alleen maar verergeren.

Ten tijde van dit schrijven hebben de gedeeltelijke hervormingen van de Dodd-Frank Act slechts een moeras van regelgeving gecreëerd. Honderden afzonderlijke 'regelgevende' exercities zijn nodig om te bepalen wat de dubbelzinnige wetgeving nu werkelijk toestaat en verbiedt. Men heeft niet de kans aangegrepen om de Glass-Steagall Act, die de regels voor *commercial* en *investment* bankieren duidelijk van elkaar scheidt, simpelweg in ere te herstellen. Het resultaat is dat we zitten opgescheept met een veel onduidelijkere 'Volcker Rule', die ongetwijfeld onderwerp zal worden van eindeloos lobby en talloze procedures.

De versplintering van Europese politieke, regulerende, monetaire en begrotingsautoriteiten heeft tot een verdere verlamming geleid. Het belangrijkste wapenfeit tot nu toe is dat Griekenland voldoende steun krijgt, zodat het niet failliet gaat, in ruil waarvoor het land perverse economische bezuinigingen moet doorvoeren. Bankiers hebben druk gelobbyd tegen een herstructurering van de Griekse schuld zoals die eind jaren tachtig wel mogelijk was voor de Latijns-Amerikanen onder het Brady Plan. Toen bestonden er echter nog geen credit default swaps. Ook credit ratingbureaus kunnen zichzelf blijven reguleren, ook al was hun corruptie een van de voornaamste bronnen van de financiële crisis.

Het praktische probleem is niet slechts de politieke invloed van banken bij zowel centrumlinkse als centrumrechtse partijen, maar het feit dat de onmiddellijke uitdaging om een diepere crisis af te wenden in strijd lijkt met het plan van een meer fundamentele hervorming. Banken zitten tegenwoordig verlegen om kapitaal. Bankiers hebben gewaarschuwd dat verhoging van de kapitaalratio's ten tijde van een ernstige recessie slechts zal leiden tot financiële krimp. En dat hun eigen solvabiliteit geschaad wordt als van hen verlangd wordt dat ze een deel van de kosten moeten dragen van een herstructurering van de Griekse schuld.

Iets vergelijkbaars gebeurde in 2008-2009 in de Verenigde Staten, toen de Amerikaanse regering overgehaald werd om de grote banken massaal financieel steun te bieden. Daarbij werd niet gebruikgemaakt van politieke en financiële druk om een eerlijke inventarisatie van banken die in feite insolvent waren te maken zodat ze gereorganiseerd konden worden op vergelijkbare wijze als in het geval van een faillissement. Dus ondanks de invoering van de Dodd-Frank Act zijn de inefficiënties en systeemrisico's van het bankwezen min of meer ongewijzigd gebleven, waarmee een podium wordt gecreëerd voor toekomstige crises en reddingsoperaties.

De combinatie van mondialisering, financiële deregulering en de onverwachte crisis van de financiële wereld in de eurozone heeft ogenschijnlijk een soort geheel vernietigingswapen gecreëerd: een systeem dat noch hervormd, noch tegen zichzelf beschermd kan worden. Om de hete brij heen draaien, of 'kick the can down the road', zoals Engelsen het plegen te zeggen, is de weg van de minste weerstand. In de metafoer van Martin Wolf van de *Financial Times* zit dat blikje echter vol explosieven. Er is een veel drastischer hervorming van het mondiale geldwezen nodig, willen onze reële economieën kunnen herstellen.

De belangrijkste regeringen van deze wereld moeten bij elkaar komen om nationale en transnationale regelgeving op te stellen om een drastische vereenvoudiging van het wereldwijde bankwezen mogelijk te maken. Banken zouden geld in depot moeten nemen en leningen verstrekken. Speculatieve financiële handelingen die geen verband houden met nationale banksystemen mogen niet de kans krijgen systeemrisico's te veroorzaken. Hervormers hebben een zogeheten Tobintaks voorgesteld op financiële transacties, om zowel de inkomsten te verhogen als speculatieve handel voor de korte termijn te ontmoedigen. Andere maatregelen eisen striktere regulering van het schaduwbankwezen van hedgefondsen, private equity-ondernemingen en ontwikkelaars van en handelaren in derivaten. Dat is een goede start, maar al die gedeeltelijke hervormingen zouden verankerd moeten zijn in een algemeen plan om het financiële systeem drastisch te veranderen. Banken werkten veel efficiënter als verdelers van krediet en kapitaal in het tijdperk voordat ingewikkelde vormen van securitisatie en kredietderivaten werden bedacht. Een voortzetting van het huidige financiële regime zou een toekomst van herhaalde crises en reddingsplannen inhouden, waarbij de rest van de economie de prijs betaalt met langdurige bezuinigingen.

Conclusie

Het domein van het mondiaal kapitalisme kan worden beschouwd als een onderontwikkeld systeem van recht, regulering en democratische verantwoording. Hoewel een deel van het regulerende beleid transnationaal kan en moet zijn, vereist een radicale verschuiving naar meer regulering van mondiaal kapitalisme allereerst een drastische ommezwaai van binnenlands beleid en binnenlandse politiek. Democratische linkse partijen moeten inventiever te werk gaan en een duidelijk andere visie op de regulering van het kapitalisme – vooral financieel kapitalisme – naar voren brengen. Dat is in ieders belang.

Het neoliberalisme heeft gefaald, in zowel ideologische als praktische zin. We zijn aan een nieuwe ronde begonnen in de voortdurende strijd om het kapitalisme tegen zichzelf te beschermen en om sociaal tegenwicht te bieden aan de zelfvernietigende kracht van de markt. Dat lukt alleen als we weer aan politiek gaan doen.

* Vertaling Marion Kriele.

Verantwoording

De basis voor dit boek werd gelegd door een groep van deskundigen uit de wereld van de banken, de politiek, de vakbeweging en het universitaire onderzoek die op verzoek van de Wiardi Beckman Stichting in 2009 een ‘denktank financiële crisis’ vormden. Doel was om de oorzaken en betekenis van de financiële crisis te analyseren en voorstellen te formuleren hoe in de toekomst te komen tot een evenwichtiger, transparanter en beter beheersbare financiële sector. De groep besprak de belangrijkste aspecten van de crisis en belegde enkele hoorzittingen met experts van buiten. *Lessen uit de crash* is mede het resultaat van de werkzaamheden van deze denktank; het merendeel van de auteurs was erbij betrokken. Onze dank gaat uit naar Jonna Gjaltema, Wouter Heijne en Koen Keunen, die als stagiair van de wbs een belangrijke rol speelden bij de organisatie van het project. Voorts danken wij Sara Murawski voor haar hulp bij het persklaar maken van het manuscript.

Over de auteurs

FRANS BECKER is plaatsvervangend directeur van de Wiardi Beckman Stichting.

JASPER BLOM is verbonden aan het Amsterdam Institute for Social Science Research van de Universiteit van Amsterdam. Van zijn hand verscheen *De kredietcrisis: een politiek-economisch perspectief* (AUP 2010).

WIM BOONSTRA is Chief Economist van Rabobank Nederland, Utrecht. Tevens doceert hij Geld- en Bankwezen aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Zijn bijdrage geeft zijn persoonlijke visie weer, niet noodzakelijkerwijs die van de Rabobank.

ARNOUD W.A. BOOT is hoogleraar Ondernemingsfinanciering en financiële markten aan de Universiteit van Amsterdam.

IEKE VAN DER BURG was als Europarlementariër en als PES/PvdA-politicus betrokken bij de discussies over de financiële markten. In Europees verband is zij nu actief als voorzitter van de Board van de onlangs opgerichte stichting Finance Watch, en lid van het Advisory Scientific Committee van de European Systemic Risk Board. In Nederland is zij actief als commissaris en bestuurder en lid van de Monitoring Commissie Corporate Governance.

BEN DANKBAAR is hoogleraar Innovatiemanagement aan de Radboud Universiteit Nijmegen

ANTON HEMERIJCK is decaan van de Faculteit der Sociale Wetenschappen aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Van zijn hand verschijnt in 2012 het boek *Changing Welfare States* bij Oxford University Press.

MENNO HURENKAMP is reizend politicoloog, journalist en hoofdredacteur van *Socialisme & Democratie*.

DONALD KALFF is Senior Fellow van de Wharton School of the University of Pennsylvania, docent bij de Comenius-leergangen en Partner bij ELPNetwork. Hij is tevens mede oprichter en commissaris van AIMM Therapeutics. Zijn ervaring in grote ondernemingen heeft hij opgedaan bij Shell International en als lid van de Groepsraad van de KLM.

PAUL KALMA was directeur van de Wiardi Beckman Stichting en van 2006 tot 2010 lid van de Tweede Kamer.

ROBERT KUTTNER is medeoprichter en redacteur van *The American Prospect* en is als Senior Fellow verbonden aan de denktank Demos in New York. Hij is auteur van een tiental boeken, waaronder *A Presidency in Peril* (Chelsea Green Publishing Company 2010).

LIESBETH NOORDEGRAAF-EELENS is als filosoof en econoom verbonden aan de Nederlandse School voor Openbaar Bestuur en aan de Erasmus Universiteit van Rotterdam. Samen met Olav Velthuis schreef zij *Op naar de volgende crisis! Over het verleidend vermogen van financiële markten* (Klement 2009).

HANS SCHENK is hoogleraar Economie aan de Universiteit Utrecht. Hij is tevens plaatsvervangend Kroonlid van de Sociaal-Economische Raad.

HANS VERKOREN was directeur Postgiro/rps, vervolgens bestuurslid van de Postbank, NMB Postbank, ING Direct en ten slotte van ING Groep tot zijn pensionering eind 2006. De weergave van de ontwikkelingen bij ING betreft de periode daarna, op basis van zijn persoonlijke observatie/beoordeling.

JAN LUITEN VAN ZANDEN is hoogleraar Global Economic History aan de Universiteit van Utrecht.

ARIE VAN DER ZWAN is econoom en was in de jaren tachtig president-directeur van de Nationale Investeringsbank.