Financiële sector – wat weten we?

Arnoud Boot

De financiële sector lijkt de laatste decennia door grote verwevenheid en complexiteit instabieler geworden. Deze instabiliteit is een belangrijke oorzaak geweest van de huidige crisis. Macro-economische instabiliteit en de profilering van financiële markten spelen een belangrijke rol. Deze bijdrage vergelijkt de huidige crisis met die van de jaren 20 en 30. Ook toen was er sprake van macro-economische instabiliteit en technologische ontwikkelingen die tot financiële instabiliteit leidden. Uiteindelijk werd hard ingegrepen in de structuur van het bankwezen. Hoe het gaat aflopen met de huidige crisis is onzeker. De complexiteit en onzekerheid rond de financiële sector is groot. Dat maakt dat het ontwerpen van een nieuwe blauwdruk voor de financiële sector buitengewoon ingewikkeld.

1 Inleiding

Het huidige financiële systeem is uitermate fragiel en complex. Banken en andere financiële instellingen zijn op allerlei manieren met elkaar verbonden. De complexiteit is groot. Dit komt onder andere omdat financiële markten banken de gelegenheid bieden om in recordtijd hun risicoprofiel te veranderen of anderszins in te spelen op iedere kans die voorbijkomt. Door de opkomst van internet en andere ICT-mogelijkheden kunnen markten een steeds belangrijkere rol vervullen. Dit voordeel is tegelijk een nadeel. Opportunisme heeft (nog) meer kans gekregen en toezichthouders lopen snel achter de feiten aan.

Ook de eurocrisis is voor een groot deel een crisis van het financieel systeem. Overheden kunnen banken – en daarmee het financieel systeem – onderuit halen, maar banken kunnen ook overheden onderuit halen (zie IJsland en Ierland). En banken kunnen door verwevenheden over de grens ook grote schade elders veroorzaken. De discussie over de bankenunie in de eurozone – om beter grip te krijgen over het euro-financieel systeem – is dan ook niet verrassend.

Hoewel er al veel geschreven is over wat te doen met de financiële sector,[1] een echt vertrouwen in een oplossing is er (nog) niet. Wellicht kunnen we hierbij iets leren van de vorige grote crisis van 1929.

[1] Zie bijvoorbeeld Boot en Dijkstra (2011) en de referenties daarin.

2 Historisch perspectief

De financiële crisis die in volle hevigheid woedt vanaf 2008, lijkt in meerdere opzichten op de crisis van 1929 (of preciezer: de crisis van de jaren 20 en 30 uit de vorige eeuw). De jaren 20 waren met name voor Amerika euforische jaren, totdat de beurscrash van 1929 daar een abrupt einde aan maakte. Deze episode doet denken aan de achter ons liggende jaren 90. Net als in de jaren 90 onderging de maatschappij in de jaren 20 grote veranderingen. In de jaren 90 werden deze veranderingen veroorzaakt door de sterk groeiende mogelijkheden die informatietechnologie en andere ICT-mogelijkheden ons bieden. In de jaren 20 veranderde de toepassing van elektriciteit de wereld.

De economie realiseerde in beide decennia grote productiviteitsstijgingen en hoge werkgelegenheid, in combinatie met lage inflatie. Het meest opvallende zijn ongetwijfeld de extreem hoge rendementen op de effectenbeurs in beide decennia. Zowel van 1923 tot 1929, als van 1994 tot 2000 steeg de beurs met 17 procent per jaar na inflatie.

De euforie ging hand in hand met excessen. Zo was in de jaren 20 en in de jaren 90 sprake van (naar later bleek) veel te hoge investeringen in het 'nieuwe'; de grote investeringen in telecom eind jaren 90 zijn illustratief. In zo'n klimaat worden aandelenkoersen opgestuwd, iedereen wil meedoen, het feest moet vooral doorgaan – waarbij manipulatie niet wordt geschuwd. Dit leidde tot piramideachtige beleggingen in aandelen, net voor de beurscrash van 1929, en tot boekhoudschandalen rond 2000 (Enron, Ahold, etc.). Aan beide periodes van euforie kwam een abrupt einde. In de laatste crisis leek het eerst nog goed te gaan. De euforie van de jaren 90 leidde weliswaar tot een zeer zware correctie op de beurs, maar de koersval van begin jaren 2000 had in eerste instantie een beperkt negatief effect op de economie als geheel en op financiële instellingen in het bijzonder. We vergaten het zelfs. De euforie keerde in de loop van 2003 terug en via hoge bestedingen, veel lenen en weinig sparen (althans in de westerse wereld) ontstonden nieuwe luchtbellen op aandelenbeurzen en woningmarkten. De financiële crisis die in 2007/8 de kop op stak, heeft hieraan een abrupt einde gemaakt. Rondom dit einde vond ook weer de bijna te verwachten manipulatie plaats (zie bijvoorbeeld het beleggingsschandaal rond Madoff).[2]

Rol van banken. Een belangrijke andere overeenkomst met 1929 is dat de huidige crisis verergert (of zelfs veroorzaakt wordt) door banken. In 1929 waren banken spinnen in het web van de beurshausse, via leningen betrokken bij de financiering van aandelenportefeuilles, en raakten dus prompt in financiële moeilijkheden toen de beurskoersen kelderden. Natuurlijk, er waren meer oorzaken voor het massaal falen van banken toen. Zo kenden banken in die jaren ook geen betrouwbare verzekering van deposito's en waren bankruns onvermijdelijk. Ook was de Amerikaanse

[2] Dit schandaal betreft een beleggingsfonds van ongeveer 50 miljard dollar, dat schijnbaar in een soort piramidespel verloren is gegaan. De alom gerespecteerde financier, en oud voorzitter van de Amerikaanse Nasdaq beurs, Bernard Madoff, is hiervoor veroordeeld.

centrale bank tijdens de crisis van 1929 terughoudend met het verschaffen van liquiditeit. Milton Friedman zag dit als de grootste fout van de centrale banken in de vorige eeuw en als de voornaamste oorzaak van de diepte van de crisis van de jaren 30 (zie ook Eichengreen 2008).

Bij de koersval van 2001 en in de huidige financiële crisis is lering getrokken uit deze les. Het monetair beleid is ruim: de geldhoeveelheid werd (en wordt) op peil gehouden. Agressieve liquiditeitsinjecties aan individuele banken moeten er daarnaast voor zorgen dat iedereen toegang heeft tot genoeg 'smeerolie', en niet ten onder gaat aan een gebrekkige toegang tot liquide middelen. Hoewel met deze liquiditeitsinjecties de fout van 1929 is vermeden, heeft het verstrekken van onbeperkte liquiditeiten ook risico's. Zo kunnen door de injecties zwakke spelers overleven, en als een soort 'zombiebanken' de oplossing van de crisis vertragen en zelfs verergeren. Dit gebeurde bijvoorbeeld in Japan in de jaren 90 waar banken in deplorabele staat jaren hebben kunnen 'doorrommelen' en daarmee economisch herstel bemoeilijkten.

Bij de Zweedse bankcrisis van begin jaren 90 werkte deze strategie wel. Deze crisis kon snel worden opgelost, omdat de Zweedse overheid de zieke banken meteen overnam en reorganiseerde. De huidige crisis – en al helemaal in de eurozone-context – is echter aanzienlijk complexer.[3] Een veel grotere schaal van de betrokken instellingen, vele grensoverschrijdende vertakkingen en betrokkenheid van zeer diverse en met elkaar verweven financiële instellingen, zorgen voor deze complexiteit. De complexiteit van vandaag maakt het ook moeilijk om zich voor te stellen dat in 1933 de toenmalige president Franklin D. Roosevelt een algemene sluiting van alle banken afdwong om vervolgens na het passeren van noodwetgeving solvabele instellingen weer toe te staan de deuren te openen.

Macro-economische instabiliteit. Het historische plaatje zou niet compleet zijn als de grote internationale macro-economische instabiliteit van zowel de jaren 30 als nu zou worden genegeerd. Hoewel de wereldeconomie toen veel minder verweven was, waren Amerika en Europa na de Eerste Wereldoorlog wel degelijk verweven. De Europese landen waren door de Eerste Wereldoorlog verzwakt. Duitsland en het Verenigd Koninkrijk waren sterk afhankelijk van export, en dus kwetsbaar. Bovendien zorgde de gouden standaard voor relatief vaste wisselkoersen, en deze prijsden het Verenigd Koninkrijk uit de markt. Duitsland zat met zijn opgelegde torenhoge herstelbetalingen, dus bleef Amerika over als de internationale financier en dat maakte de wereld sterk gevoelig voor de crisis die op donderdag 24 oktober 1929 uitbrak.

De financiële crisis van vandaag is automatisch een internationale crisis vanwege de verwevenheid in het financiële systeem. Maar ook de grote internationale kapitaalstromen door de lage besparingen in de VS (met dito betalingsbalanstekort) en de extreem hoge besparingen in bijvoorbeeld China, versterken de verweven-

[3] Een ander groot verschil met de huidige eurocrisis is dat Zweden kon profiteren van aantrekkende groei in het buitenland. De huidige problemen zijn ingewikkelder omdat veel landen – met name in de eurozone – gelijktijdig in de problemen zitten.

heid en maken het financiële stelsel steeds belangrijker. De grote internationale kapitaalstromen die samenhangen met de grote tekorten in de VS en overschotten in China, betekenen ook dat China haar overvloed aan dollars moet beleggen in het land van herkomst, de VS. China heeft dit massaal gedaan in Amerikaans staatspapier. De lage rente die door deze overvloed werd afgedwongen, heeft ongetwijfeld verdere problemen veroorzaakt. Voor Amerikanen werd lenen goedkoper, dus kon men zich in de schulden blijven steken met dito grotere tekorten, en beleggers zochten naar extra rendement in de lage-renteomgeving. Deze zoektocht naar rendement leidde tot extra risico en dus tot riskantere beleggingen. Macro-economische instabiliteit heeft dus grote consequenties voor het gedrag van individuen: in dit geval nodigde het uit tot meer lenen en meer risico nemen.

Ook is er – waarschijnlijk terecht – gewezen op het ruime Amerikaanse monetaire beleid na de beurscorrectie van 2002. Dit beleid heeft bijgedragen aan de zeer lage rentes, die vervolgens het leengedrag hebben aangemoedigd en daarmee hebben bijgedragen aan het ontstaan van nieuwe luchtbellen op de woningmarkt en de aandelenmarkt in de periode vóór 2008. Ik zie de jaren 90 samen met de groeijaren vóór 2008 dan ook als een euforische periode vergelijkbaar met de euforie van de jaren 20. De beurscorrectie van 2002 was een tijdelijke opleving waarmee we de aankomende crisis nog even hebben kunnen verdoezelen, maar die in 2008 toch geïnterpreteerd kon worden als een vroeg signaal voor een fundamentele onevenwichtigheid.

3 Informatietechnologie en financiële innovaties

De instabiliteit van de huidige financiële sector is een belangrijke oorzaak geweest van de crisis. Een van de oorzaken van deze instabiliteit ligt in de verregaande mogelijkheden die ICT de financiële sector biedt. ICT heeft over de afgelopen twintig jaar een grote invloed gehad op de financiële sector. Het heeft met name geleid tot het steeds belangrijker worden van financiële markten. Banken konden bijvoorbeeld steeds sneller hun risicoprofiel aanpassen.

Hierdoor werden financiële instellingen steeds gevoeliger voor modeverschijnselen. Als een bepaalde activiteit in de financiële markten populair wordt, kan een bank daar snel op inspelen. Het probleem is echter dat de banken er allemaal tegelijk op inspelen. 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 ICT 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 buitengewoon instabiel. Deze ‘flitsende’ financiële wereld is waar we mee te maken hebben.

Financiële innovaties hebben hierbij een belangrijke rol gespeeld. De toename in vertiteling ('securitisatie')[4] – één van de belangrijkste financiële innovaties van de afgelopen decennia – heeft gezorgd dat banken meer dan voorheen verbonden zijn geraakt met de financiële markten. Dergelijke financiële innovaties zorgen voor een grotere verhandelbaarheid van activa van de bank in de financiële markten en daarmee voor de genoemde toegenomen veranderbaarheid van de balans van de bank. Het voordeel van een grotere veranderbaarheid is dat ze extra mogelijkheden creëert. De schaduwzijde is dat een dergelijke extra mogelijkheid aanleiding geeft tot impulsiever gedrag van banken. De bancaire sector wordt dan blootgesteld aan de *snelle cycli* van financiële markten. Shleifer en Vishny (2010) laten zien dat in goede economische tijden banken geneigd zijn meer te vertitelen 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.

Financiële innovaties, zoals de genoemde vertiteling, hebben niet alleen de bankbalans snel veranderbaar gemaakt, maar ook de onderlinge verbindingen in het financiële systeem vergroot. Risico's worden doorverkocht aan andere spelers in de financiële sector. Via de financiële markten raakt hierdoor alles met elkaar verbonden en de complexiteit stijgt.

Dat maakt toezicht zeer ingewikkeld. De toezichthouder moet nu een steeds complexer bewegend doel in de gaten houden. De discussie over noodzakelijke structuurveranderingen in het bankwezen is mede hierdoor geïnspireerd.[5]

4 Besluit

De historische analogie geeft enig gevoel voor de grote veranderingen waaraan de maatschappij en daarmee ook de financiële sector onderhevig zijn. Het vinden van een nieuw evenwicht zal tijd kosten. De financiële sector zelf is in beweging.

Fundamentele veranderingen in de wereldeconomie en ontwikkelingen op het gebied van ICT hebben de financiële sector fundamenteel veranderd. Financiële innovaties en de hieraan ten grondslag liggende ontwikkeling van ICT hebben niet alleen geleid tot een grotere onderlinge verwevenheid van banken en tot een grotere gevoeligheid voor de financiële markten, maar ook tot een veranderbaarheid en wispelturigheid die grote beheersbaarheidsproblemen hebben veroorzaakt. Als gevolg hiervan is de financiële sector als geheel meer cyclisch, systeemgevoelig

[4] Vertiteling is een financiële techniek waarbij activa worden samengevoegd en verkocht als verhandelbare effecten.

[5] Overigens is het interessant om de reactie van beleidsmakers en toezichthouders te interpreteren na de beurscorrectie van 2002. Banken kwamen toen niet in moeilijkheden. Beleidsmakers en toezichthouders waren geneigd dit te interpreteren als fundamenteel goed nieuws voor de stabiliteit van het bankwezen. Schijnbaar zorgden vertiteling en andere financiële innovaties er voor dat risico van de bankbalans verdween en 'optimaal' werd verspreid in de financiële markt en in de economie in het algemeen en banken zouden hierdoor aan stabiliteit hebben gewonnen. Deze consensus lijkt nogal naïef met de kennis van vandaag.

(kuddegedrag) en instabiel geworden. De grillen van de financiële markten krijgen meer en meer de overhand.

De uitdaging waarvoor wij staan, is te komen tot begrip over hoe en met welke maatregelen de stabiliteit van de financiële sector zo goed mogelijk kan worden geborgd. Hoewel ik in deze bijdrage niet ben ingegaan op de vele hervormingsvoorstellen en andere nieuw voorgestelde (en al ingevoerde) maatregelen, moet één ding duidelijk zijn: bescheidenheid is vooralsnog het sleutelwoord. De complexiteit en onzekerheid over hoe de financiële sector zich gaat ontwikkelen, zijn groot. Dit maakt het komen tot een nieuwe blauwdruk voor de financiële sector buitengewoon ingewikkeld.

Auteur

Arnoud Boot (e-mail: A.W.A.Boot@uva.nl) is hoogleraar Corporate Finance en Financial en co-director van het Amsterdam Center for Law & Economics aan de Universiteit van Amsterdam. Hij is tevens voorzitter van de Bankraad (DNB); lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) en Kroonlid van de Sociaal Economische Raad (SER). Voorheen was hij verbonden aan de J.L. Kellogg Graduate School of Management van Northwestern University in Chicago. Arnoud Boot is lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie voor Wetenschappen (KNAW).

Literatuur

Boot, A.W.A., en M. Dijkstra, 2011, *Financiële sector in crisis*, Preadvies voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, p. 105-142.

Eichengreen, B. J., 2008, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton: Princeton University Press.

Shleifer, A., en R. W. Vishny, 2010, Unstable Banking, *Journal of Financial Economics*, vol. 97(3): 306-18.