

Lezing, voorgedragen door Coen Teulings (CPB), op 6 juni 2012 tijdens een conferentie “Meer markt of meer staat? Beleidsvragen tot 2020”, georganiseerd door “Holland Financial Centre”, in samenwerking met “Duisenberg school of finance”.

Markt en staat

Nederland is in verwarring. Wanneer zelfs diehard aanhangers van de vrije markt als het Holland Financial Centre en de Duisenberg School of Finance zich in de uitnodiging voor dit mini-symposium afvragen of wij niet te ver zijn doorgeschoten in het stimuleren van de marktwerking, dan is Nederland in verwarring. Zelfs echte believers geloven het niet meer. De markt heeft klaarblijkelijk afgedaan. We weten niet meer welk kant het uit moet.

Omwille van het debat zal ik daarom met een scherpe stelling beginnen. En als een goed diplomaat zal ik die stelling vervolgens nuanceren. Tot slot zal ik wat zeggen over implicaties van mijn diagnose voor de actuele situatie in Europa.

Mijn stelling is dat de markt helemaal niet heeft afgedaan. Hij heeft zijn kwaliteiten tussen 1985 en 2007 ruimschoots bewezen. Waarom vind ik dat de markt in deze periode zijn succes ruimschoots heeft bewezen? Ik heb daarvoor twee redenen. Ten eerste is nooit eerder in de geschiedenis welvaart voor zo'n groot deel van de wereldbevolking bereikbaar geworden. Vooral China en India hebben het marktmechanisme omarmd. China heeft de commando-economie vervangen door eigen initiatief en India heeft zijn markten opengesteld voor buitenlandse concurrentie. De resultaten zijn verbijsterend. Men kan bedenkingen uitten over allerlei aspecten van deze welvaartssprong, van de gevolgen voor het milieu tot de verdeling van de voorspoed, maar dat alles zijn tweede orde verschijnselen. Het is tekenend dat deze ontwikkeling bij ons eerder angst dan tevredenheid oproept. Ontwikkelingshulp was blijkbaar meer bedoeld als pleister op de wonde dan als een serieuze poging elders welvaart te brengen, want zodra daarin succes wordt geboekt, blijkt dat succes hier niet met vreugde te worden begroet.

De tweede reden waarom ik vind dat het marktmechanisme zijn succes wederom heeft bewezen is voor deze middag echter van groter belang. Rond 1985 is stabilisatie van de inflatie een hoeksteen van het monetaire beleid geworden. Ronald Reagan, Margaret Thatcher, en de Nederlandse Ruud Lubbers waren de eerste politici die daaraan vorm gaven. John Taylor heeft daar een aantal jaar later zijn bekende beleidsregel voor bedacht. Die regel behoort nu bij het standaardinstrumentarium van iedere centrale bankier. En omdat Taylor's regel zo eenvoudig toepasbaar was, kreeg het monetair beleid als stabilisator van groei en werkloosheid meer en meer de overhand over het begrotingsbeleid.

Deze revolutie in het macro-economische beleid is een groot succes geworden. Stagflatie, de combinatie van hoge werkloosheid en hoge inflatie, is bedwongen. De omvang van macro-economische schokken is teruggelopen. De economieën van Europa en de Verenigde Staten hebben zich in die tijd voorspoedig ontwikkeld. Niet voor niets staat deze periode bekend als de Great Moderation. Het leek of de conjunctuurencyclus die het kapitalisme eeuwen lang hebben geplaagd door toedoen van John Taylor hun Waterloo gevonden hadden. En de werkloosheid in Nederland daalde tot een ongelooflijk laag niveau. Kortom, zeker in Nederland was er weinig om over te klagen.

Aan het einde van die periode zijn overigens ook de eerste tekenen van verwarring zichtbaar. Eind jaren negentig, -o ironie- op het hoogtepunt van onze voorspoed, ontstaat er een breed, ongedefinieerd ongenoegen. Marktwerving is doorgeschoten, zo klinkt het alom. De publicatie van een boekje –“De puinhopen van acht jaar Paars”- brengt een aardverschuiving in het politieke landschap teweeg. Er zijn wel verklaringen voor deze onvrede naar voren gebracht –Paars zou de politieke tegenstellingen onder het tapijt hebben geveegd- maar eerlijk gezegd vind ik die verklaringen niet helemaal bevredigend.

Dit is een mooie overgang naar het tweede deel van mijn betoog. Zoals beloofd zal ik mijn ongenueanceerde lofzang op het marktmechanisme daarin clausuleren. Want vreemd genoeg borg het succes van het nieuwe macrobeleid ook de kiemen van zijn eigen ondergang. Het macro risico, de omvang van geaggregeerde schokken, dat nam daadwerkelijk af. En naarmate dit succes aanhield pasten mensen hun verwachtingen aan. De theorie van Modigliani-Miller benadrukt de cruciale rol van geaggregeerde risico's voor de risicopremie op de kapitaalmarkt. Alle andere risico's kunnen worden gediversifieerd, het geaggregeerde risico niet, en daar wordt dus een premie voor betaald. Banken moeten voor dat risico dus een kapitaalbuffer voor aanhouden. Waar het macro risico van het radarscherm verdween, verdween dus ook de gepercipieerde noodzaak om kapitaalbuffers aan te houden. Let wel, de risico's waren door de Great Moderation ook echt afgenomen. Ze waren echter niet verdwenen, zeker niet als triple-A geclassificeerde vermogenstitels worden gebruikt voor de financiering van vastgoedzeepbellen. Inmiddels weten we wat daarvan het gevolg is.

Markten werken dus meestal heel aardig, maar niet op de financiële markten. Daar heeft de markt constante supervisie nodig. De Taylor regel bleek het macro-economische beleid te zeer te hebben verengd. Het gaat er niet alleen om een stabiele ontwikkeling van het algemene prijspeil. Het beleid zal apart aandacht moeten besteden aan de ontwikkeling van de prijzen van vermogenstitels, vooral die van onroerend goed. Zeepbellen op de financiële markten zijn van alle tijden. Volatiliteit, overdadigheid en kuddegedrag horen bij de financiële markten als Ajax bij Feyenoord. De kapitaalmarkt gaat over het voorspellen van de toekomst – welke investering rendeert, welke niet - en die toekomst is onbekend. Die onbekendheid maakt financiële markten fundamenteel instabiel.

Als een kleine zijstap: vaak wordt gezegd dat economen blind zijn geweest voor deze verschijnselen omdat ze uitgingen van modellen waarin mensen rationeel handelen. Die kritiek is onjuist. Niet dat economen wel eens blind zijn geweest, maar wel de kritiek op het rationaliteitspostulaat. Die kritiek verwacht rationaliteit en doelmatigheid. Vaak leidt rationeel gedrag tot een doelmatige uitkomst – zoals weergegeven door Adam Smith's prachtige metafoor van de Invisible Hand – maar dat is zeker niet altijd het geval. Het prisonersdilemma is het bekendste voorbeeld van een situatie waar rationeel gedrag leidt tot een ondoelmatige uitkomst. De financiële markten zijn een ander voorbeeld. Kuddegedrag is perfect rationeel. Op de beurs free riden wij allemaal op de kennis van anderen. Alle informatie zit immers al in de prijs. Als alle anderen naar de uitgang rennen dan is het waarschijnlijk rationeel om dat zelf ook te doen. Wij free riden opnieuw op de informatie van anderen.

Het rationaliteitspostulaat is daarom eerder een hulp dan een sta in de weg bij het zoeken naar de achtergronden van de instabiliteit van financiële markten. Dat economen die fundamentele instabiliteit de afgelopen decennia wel eens onder het vloerkleed hebben gestopt is evident. Ook dat is een vorm van kuddegedrag. Dat is echter des te meer reden om de economische theorie zeer

serieus te nemen en niet te blijven hangen bij de hapklare meningen die economen in hun columns ten beste geven. En om misverstanden te vermijden: ik beweer niet dat mensen altijd rationeel zijn. Ik ben dat in ieder geval niet, en onderzoek suggereert dat ik niet de enige ben. Daarmee is het rationaliteitspostulaat echter niet die sta in de weg die daarvan in diezelfde columns tegenwoordig vaak van wordt gemaakt. Integendeel zelfs.

Einde van deze zijstap, genoeg over het rationaliteitspostulaat, terug naar de hoofdlijn van mijn betoog, de implicaties van het voorafgaande voor de diagnose van de actuele crisis in Europa. Van de ernst van de huidige situatie hoef ik hier niemand te overtuigen. Europa is in crisis, veruit de diepste in haar bestaan. Als ik u zou vragen naar de aard van die crisis, dan zou “financieel” waarschijnlijk het meest genoemde adjectief zijn. In het licht van mijn eerdere analyse van de instabiliteit van financiële markten, lijkt de keuze voor dat adjectief ook voor de hand te liggen. Toch is dat in mijn ogen is dat onjuist. De crisis is op dit moment vooral een politieke crisis. Europa blijkt de politieke structuur te missen om maatregelen te kunnen nemen tegen de onvermijdelijke gevolgen van de instabiliteit van financiële markten. Als je wateroverlast hebt doordat je het dak niet op tijd hebt gerepareerd, dan kun je de regen de schuld geven. Je kunt ook denken dat je had kunnen weten dat het altijd weer een keer gaat regenen en dat je dus het dak moet repareren. Zolang dat niet gebeurt, is het gebrekkige dak de reden van de wateroverlast, niet de regen. De politiek moet dus bij zichzelf te raden gaan.

De monetaire unie is er, terecht of onterecht is nu niet meer relevant. Zoals ter zaken kundige economen al 20 jaar geleden hebben aangegeven vereist een dergelijke unie echter meer gemeenschappelijk bevoegdheden dan waarin in het verdrag van Maastricht werd voorzien. In de weerwil van alle onenigheid zijn er het afgelopen jaar al veel bevoegdheden overgedragen, niet in de laatste plaats dankzij de vasthoudende inzet van Nederland. De grote publiciteit rond de rapportage van Olli Rehn maakt duidelijk dat Europa op dit punt de Rubicon is overgestoken. Maar we zijn er nog niet. Een monetaire unie vereist vormen van verzekering tussen lidstaten, om brandschade bij een individuele lidstaat te kunnen compenseren. Zoals het CPB in het boek “Europa in Crisis” heeft laten zien, kan de Amerikaanse muntunie slechts bestaan dankzij een federale brandverzekering tussen de staten. Zo beslaat de federale begroting in de VS 20-30 % van het bbp, tegen 1% in Europa. Die 20-30% vangt de eerste klap op bij een lokale schok, in Europa moet iedere lidstaat daar zelf voor opdraaien. Daarnaast bestaat er een federale werkloosheidsverzekering die als een buffer tegen lokale schokken functioneert. Ook de gevolgen van een eventuele bankencrisis komen in de VS voor rekening van de federatie, terwijl ze in Europa voor rekening van de individuele lidstaat komen.

Zoals gezegd is de huidige crisis vooral een politieke crisis. Politieke besluitvorming kenmerkt zich hierdoor dat een gemeenschap een beslissing neemt die bindend is voor al haar leden. Dit vereist dus dat de groep zich inderdaad als een gemeenschap ziet, en dat de leden van de groep de bevoegdheid van de gemeenschap erkennen om over het voorliggende agendapunt een beslissing te nemen. Het schort op dit moment vooral aan het tweede - heeft Europa de bevoegdheid? - met de dreiging dat dit op termijn gevolgen heeft voor het eerste - voelen we ons nog wel deel van de Europese gemeenschap? -.

Het opmerkelijk is dat in dit dispuut niet een juridische retorica over bevoegdheden en rechten wordt gehanteerd, maar een economische. De invoering van een brandverzekering is in de gehanteerde economische retorica gevaarlijk omdat zij moral hazard gedrag oproept. Het verzekeren

van de brandschade nodigt landen uit om brandgevaarlijker te bouwen. Dat is een serieus risico. Het is de schuld van Zuid Europa, dus moeten ze ook maar zelf betalen, is dan de conclusie.

Er is echter ook een andere economische retorica, die van het prisonersdilemma: als de leden van de gemeenschap elkaar niet vertrouwen, dan hebben zij alle reden om niet bij te dragen aan het collectieve goed, ook al is de totstandkoming van dat collectieve goed in ieders belang. Ook die retorica is relevant, maar wordt zeker in Nederland nauwelijks gehanteerd. Hij is relevant omdat zonder een gemeenschappelijke verzekering tegen nationale brandschade een muntunie niet kan bestaan. Die brandverzekering kan vele vormen aannemen, zoals het hiervoor besproken voorbeeld van de VS laat zien.

De retorica van de moral hazard verschaft Noord Europa een alibi om één federale bevoegdheid in ieder geval niet te hoeven bespreken, namelijk die van een brandverzekering van lidstaten, in dit geval een verzekering tegen de gevolgen van de financiële crisis. Noord Europa kan op basis van deze retorica schijnbaar veilig achterover leunen. Schijnbaar, want dat is inderdaad schijn. Als Noord Europa niet bereid is bij te dragen aan het opzetten van een brandverzekering, zal de schade uiteindelijk veel groter zijn. Die schade komt bovendien voor een groot deel bij ons terecht. Alle landen houden nu hun kaarten tegen de borst in de hoop dat de rekening naar de burens gaat, maar het eindresultaat van dit uitstelgedrag, de stap-voor-stap benadering, is dat de rekening uiteindelijk veel hoger uitvalt. Dit is de les van Versailles, zo treffend verwoord in Keynes prachtige boek "The Economic Consequences of Peace": te hoge herstelbetalingen verkeren in hun tegendeel. Uiteindelijk hebben de schuldeisers uiteindelijk nauwelijks iets teruggezien van hun vordering. De schuldenaar moet een prikkel houden om zijn schuld af te lossen. Als de schuldlast te hoog is, dan gooit schuldenland het bijltje erbij neer. Het bruto nationaal product zakt daardoor nog verder in, en terugbetaling wordt onmogelijk. Het schuldenland moet belang hebben bij terugbetaling. Dat kan alleen door de schuld niet te zeer te laten oplopen door hoge rentes te vragen, of waar nodig, de schuld deels kwijt te schelden, zoals in Griekenland.

De pijnlijke ervaring uit vele eerdere financiële crises is dat wij steeds opnieuw te laat die les tot ons door laten dringen, omdat een snelle aanpak politiek moeilijk verkoopbaar is, zie Zuid Amerika in de jaren tachtig, zie Mexico, zie de Saving en Loans crisis in de VS, zie Japan, last but not least, zie Europa in de afgelopen 2 jaar. Bij een vroegtijdige aanpak van de Griekse crisis waren wij veel goedkoper uit geweest. Vanwege deze verleiding, uitstel, ontaarden financiële crises bijna altijd in politieke crises.

Om allerlei redenen is van alle mogelijke Europese verzekeringen die tegen de gevolgen van schade aan het nationale bankwezen thans zowel het meest opportuun als het meest urgent. Een dergelijk verzekering staat nu bekend staat als een bankenunie: Europees toezicht op het bankwezen, en in geval van onverhoopte schade, een Europese schaderegeling. De ECB en het IMF zijn voor. Naar het zich laat aanzien zullen voorstellen daarvoor eind deze maand in de Europese Raad besproken worden. Vanzelfsprekend zijn brandende huizen moeilijk te verzekeren. En het Spaanse bankwezen is een brandend huis, het is zelfs een uitslaande brand. Maar als de eigenaar van het pand zelfs de brandweer niet meer kan betalen, en de brand dreigt over te slaan naar de burens, dan is bijdrage in de kosten in ieders belang. Die maatregelen kunnen dan zowel een wijze les zijn -een muntunie kan niet bestaan zonder brandverzekering- als een eerste begin om die les ter harte te nemen door een

dergelijke verzekering op te zetten. Ik hoop dat het ervan komt, het zou voor de Euro wel eens de laatste kans kunnen zijn.