

Bezuinigingsdrift als antwoord op bankiersgekte: Het crisisbeleid van het kabinet Balkenende IV

F.A.G den Butter*

Samenvatting

Het kabinet Balkenende IV heeft er goed aan gedaan de in ons land sterke werking van de automatische stabilisatoren te benutten in de Grote Recessie die het gevolg is van de kredietcrisis. Twee majeure beleidsopgaven wachten voor de komende periode. Het macro-prudentieel toezicht dient zich te richten op de ware oorzaken van het marktfalen dat tot de ineenstorting van het financiële kaartenhuis heeft geleid. De strategie voor het bezuinigingsbeleid om de overheidsfinanciën weer op orde te krijgen, mag niet aan commissies van ambtenaren worden overgelaten, maar vergt een nieuw elan van de regering. Hierbij dienen vooral aspecten in beschouwing te worden genomen die tot nu toe buiten beeld zijn gebleven zoals de implementatiekosten van het overheidsbeleid.

Trefwoorden: kredietcrisis, marktfalen, economisch beleid, bonussen, bankwezen,

Inleiding

De *Miljoenennota* van 2010 toont dat Nederland in een ernstige economische crisis verkeert. De ernst wordt kwantitatief geïllustreerd door het aantal commissies dat in het leven is geroepen om over het te volgen bezuinigingsbeleid in de periode van herstel na te denken. Waar vroeger één of hooguit twee commissies werden benoemd om moeilijke tijden te boven te komen, zijn nu maar liefst 19 nieuwe commissies ingesteld om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de komende periode van vergrijzing te borgen. De politieke lijn die het kabinet Balkenende IV daarbij volgt, is duidelijk: in 2010, en zolang als de crisis verder voortduurt, de automatische stabilisatoren van de Zalm-norm hun werk laten doen en een klein beetje verder stimuleren, en daarna drastisch ombuigen om de generatie werkenden niet met te hoge lasten op te zadelen. De pijnlijke keuzes die voor die ombuigingsoperatie nodig zijn, worden echter vooralsnog uit de weg gegaan. Daartoe mogen al die ambtelijke commissies het voorwerk verrichten. Dit artikel plaatst kanttekeningen bij twee aspecten van de crisis en de beleidsreactie daarop. Het eerste aspect betreft de bestrijding van de oorzaak van de crisis. In de kakofonie van meningen over de bankiersgekte die de crisis heeft veroorzaakt, blijft vooralsnog wat onderbelicht dat meer kennis dient te worden verkregen over de ware aard van de externe effecten die de financiële markten tot een fragiel kaartenhuis hebben gemaakt. Dat is de werkelijke reden waarom een relatief kleine schok op de Amerikaanse huizenmarkt zulke grote gevolgen kreeg. Het tweede aspect betreft de bestrijding van de gevolgen van de crisis. De vrees bestaat hier dat de commissies van ambtenaren, ondanks dat alle taboes overboord mogen worden gezet, vooral op bekende bezuinigingspaden zullen uitkomen. Het verdient echter aanbeveling niet alleen daar oplossingen te zoeken waar al eerder is gezocht. De kans om verloren sleutels te vinden is immers ook klein wanneer men alleen maar onder het licht van de lantarenpalen zoekt. Deze crisis biedt juist een uitgelezen gelegenheid om de positie van Nederland in deze periode van globalisering te heroverwegen en duurzaam te versterken. Naast relevante

ombuigingen kan zo'n verduurzaming van de economische structuur er evenzeer toe bijdragen dat de volgende generaties werkenden van een welvaarts vaste toekomst kunnen genieten.

Oorzaken van de crisis

Over de oorzaak van de crisis is al veel gezegd, geschreven en gespeculeerd. Zoals wel vaker gebeurd in het economendebat, lopen de meningen sterk uiteen, en vermengt de analyse van de deskundigen zich met opvattingen van allerhande belangstellenden maar vaak ook gepassioneerde leken tot een onontwarbare kluwen. Op de buitenwacht maakt dat, op zijn zachts gezegd, een eigenaardige indruk. Vanuit andere disciplines wordt dan ook met een flinke minachting op die domme en kakelende economen neergekeken. Gevallen priesters noemt columnist Ewald Engelen ze in *De Groene Amsterdammer*.

Bij de discussie over de oorzaken van de crisis dient, voor een goed begrip voor wat we al wel en wat we nog niet weten, een aantal zaken goed uit elkaar te worden gehouden. In de eerste plaats is er het onderscheid tussen de economische mechanismen die de aanleiding tot de crisis hebben gegeven en de verantwoordelijke personen of beroepsgroepen, die tot het ontstaan van de crisis hebben bijgedragen. Natuurlijk ligt het één in het verlengde van het ander. Al te gauw het spel van de zwarte pietten te willen spelen voordat men begrip voor de relevante economische mechanismen heeft, draagt echter niet bij tot een werkelijke analyse van de oorzaken van de crisis. Het tweede onderscheid dat voor de analyse relevant is, betreft het onderscheid tussen de (exogene) schok die de crisis heeft uitgelokt, en de doorwerking van die schok in de economie. De oorspronkelijke schok, een daling van de prijzen op de Amerikaanse huizenmarkt, was relatief zeer gering ten opzichte van de enorme gevolgen van de doorwerking van de schok. De schok was als het ware slechts een druppel, maar wel net de druppel die de emmer deed overlopen. Bovendien heeft de doorwerking van de schok in twee stadia plaatsgevonden. In eerste instantie veroorzaakte de schok de ineenstorting van de internationale financiële wereld. In dit stadium bleef de kredietcrisis tot de financiële sector beperkt. Ondanks allerlei goede en noodzakelijke beleidsmaatregelen van de overheid om de schade zo veel mogelijk te beperken, sloeg de crisis in het tweede stadium over naar de reële sfeer. Daarmee werd het een echte conjuncturele crisis, en zoals is gebleken, de diepste na de grote depressie van de jaren '30 van de vorige eeuw. De Grote Recessie, zoals deze nu genoemd wordt (Van Ewijk en Teulings, 2009).

Te weinig aandacht voor systeemrisico's

Wat is nu de werkelijke oorzaak van de crisis? Naar mijn opvatting ligt de werkelijke oorzaak van de kredietcrisis bij onverantwoord gedrag van banken en toezichthouders die geen, of te weinig begrip en aandacht toonden voor systeemrisico's. Door bundeling en doorverkoop van pakketjes onveilige activa – de securitisatie – zijn de banken onderling zodanig verstrengeld geraakt, dat de negatieve schok op de Amerikaanse huizenmarkt het hele financiële systeem als een kaartenhuis heeft doen instorten. De ernst van het systeemrisico werd over het hoofd gezien. In de financiële markten is in de periode voorafgaand aan de crisis een vorm van marktfalen ingebouwd waarbij vooralsnog niet precies duidelijk is welke negatieve externe effecten hierbij een rol hebben gespeeld (Gai e.a., 2008, Gallegati e.a., 2008, Wagner, 2009). Het was en is de

taak van de overheid, en in dit geval het macro-prudentieel toezicht, om deze externe effecten te internaliseren. Om in de toekomst een dergelijke systeemcrisis te voorkomen, is dus nodig dat er een goed inzicht komt op de externe effecten van risicoafwenteling in de financiële wereld.

Daarbij is het van belang zicht te krijgen op het mechanisme dat de financiële markten heeft doen omslaan van een evenwicht van wederzijds vertrouwen naar een evenwicht van wederzijds wantrouwen. De directe taak voor de overheid hierbij is de terugkeer te bewerkstelligen naar het evenwicht van wederzijds vertrouwen, net zoals de overheid de taak heeft om bij de voorziening van collectieve goederen het dilemma van de gevangenen te doorbreken en de economie in het evenwicht van wederzijdse samenwerking te doen belanden. Terecht heeft de Nederlandse overheid het vertrouwen dat nog in haar gesteld werd gebruikt door banken, die in de problemen dreigden te komen, geheel of gedeeltelijk te nationaliseren. Dat vertrouwen in de overheid is in zo'n situatie, waarbij het vertrouwen in de banken is verdwenen, zeer veel geld waard, en, voor zover het zich nu laat aanzien, heeft de overheid die positie uitstekend benut.

Naast deze rol van vertrouwen is er een aantal andere aspecten dat in de oorzakenanalyse een belangrijke plaats dient te krijgen. Één daarvan is het morele risico (moral hazard) dat zich als onverantwoord gedrag als gevolg van de staatssteun kan voordoen. De Nederlandsche Bank (2009) geeft aan waar dit morele gevaar zich aandient. Bij de securitisatie doet dit probleem zich voor omdat de oorspronkelijke kredietverstrekker minder prikkels heeft om op terugbetaling van krediet aan te dringen. Daarnaast betekent een deposito-garantieregeling dat spaarders minder voorzichtig zijn in hun beoordeling of de financiële instelling waar zij hun spaargeld aan toevertrouwen wel betrouwbaar is. De kwestie met Icesave spreekt hier voor zich. Wat minder duidelijk is De Nederlandsche Bank (DNB) over het feit dat het uitzicht op een bailout asymmetrie oproept ten aanzien van het in bezit nemen van risico's. Dat kan als een belangrijke oorzaak worden gezien van het slechte gedrag van de banken, waarbij onverantwoorde risico's werden genomen, of anderszins risico's te laag werden ingeschat. De beloning voor geluk valt in dit geval aan de banken toe, terwijl pech via de bailout op de maatschappij wordt afgewenteld. Het neutraliseren van deze vormen van moreel gevaar vormt een belangrijk aandachtspunt in de vormgeving van het toekomstige toezicht op de financiële sector (zie bijv. Bullard e.a., 2009).

Financiële innovaties

Ook de rol van de financiële innovaties behoeft nadere aandacht en analyse voor het herstel van de systeemfouten waardoor de initiële schok in de kredietcrisis zo enorm is opgeblazen. De wijze waarop de financiële innovatie van de securitisatie aan het ontstaan en uit de hand lopen van de crisis heeft bijgedragen, toont dat innovaties niet altijd goed voor de economie zijn. Ter vergelijking kan hier het voorbeeld gelden van vissers die dankzij een innovatie over betere netten kunnen beschikken. Individueel zijn ze hierdoor efficiënter, maar op collectief niveau betekent het dat de zee eerder is leeg gevist. Wanneer er echter sprake is van een goede regulering – in dit geval vaststelling en strikte handhaving van vangstbeperkingen – zal de innovatie van de betere netten juist een positieve uitwerking hebben. De productiviteit stijgt en de vis wordt minder

duur betaald. Deze vergelijking, die natuurlijk maar tot op zekere hoogte opgaat, toont aan hoe een innovatie een versterking van negatieve externe effecten tot gevolg kan hebben wanneer er geen goede regulering van die externe effecten is. Bij een adequate regulering kan er dan sprake van zijn van positieve externe effecten. Het voorbeeld van de vissers en vangstbeperkingen toont ook hoe moeilijk het in de praktijk kan zijn om goed te reguleren. Er is een groep onafhankelijke deskundigen nodig die een geloofwaardige analyse dient te maken van de toekomstige ontwikkeling van de visstand. Dan nog spelen politieke belangen in de vaststelling van de visquota een zodanig grote rol dat het advies van de deskundigen veelal niet wordt gevolgd. Uiteindelijk zijn de vissers hier echter zelf de dupe van. Dat geldt evenzeer voor de banken die uitsluitend hun eigen belang nastreven en geen rekening houden met boemerangeffecten van de ongewenste risico-afwenteling. Wanneer echter goed toezicht deze vorm van marktfalen doet voorkomen, net zoals er goede handhaving is van visquota, kunnen financiële innovaties een positieve bijdrage aan de welvaart leveren.

Misverstanden

Daarnaast wordt wel beweerd dat ongetemde emoties een oorzaak van de crisis zijn geweest. Dit is echter een misverstand. Verwijzing naar emoties en niet-rationeel gedrag levert geen analyse op die voor het macro-toezicht bruikbaar is. Bovendien is het ondenkbaar dat emoties een cruciale rol spelen in een wereld waar het om verlies of winst van miljarden gaat. Zoals het voor professionele pokerspelers geldt dat zij zich niet door emoties moeten laten leiden, en hun eigen emoties zelfs zo goed mogelijk moeten verhullen, zo geldt dat ook voor de spelers op de financiële markten. In beide gevallen moeten er snel beslissingen genomen worden in een situatie van informatieonzekerheid, zowel over de eigen kansen als over de positie van anderen. Dat vergt een door ervaring gelouterde intuïtie, maar juist geen emotionaliteit of irrationeel gedrag.

Dit brengt een ander aspect voor het voetlicht dat veelal als oorzaak van de crisis wordt aangeduid, namelijk de asymmetrische beloningstructuur in de financiële wereld waarbij winst met grote bonussen wordt beloond, maar waarbij verlies niet wordt bestraft (zie bijv. Zalm, 2009). Natuurlijk is dit een aberratie van het systeem, maar het is eerder een gevolg dan een oorzaak van de systeemfout. Indien immers de externe effecten via een adequate regulering perfect zouden worden geïnternaliseerd en banken die te grote risico's nemen daarvoor zelf alle kosten zouden dragen, zouden dergelijke asymmetrische beloningssystemen niet plaatsvinden. Daarom dienen dergelijke beloningssystemen vooral te worden gezien als symptoom en als indicator van dat er wat mis is in het systeem. In het vervolg van dit artikel wordt beargumenteerd dat het niet zozeer de hoge beloningen, maar de winsten van de banken zijn waarop het beleid zich zou moeten richten.

Een dergelijke vermenging van symptomen met oorzaken geldt ook voor de kredietbeoordelaars ("rating agencies") die wel als schuldigen aan de crisis worden aangemerkt. Bij een adequate regulering zullen de banken er wel voor waken dat zij zich niet door een te gunstige risicobeoordeling tot het aangaan van onverantwoorde risico's laten verleiden. Maar ook hier geldt in de imperfecte wereld dat toezichthouders beter zelf een eigen risicobeoordeling kunnen laten maken.

Degenen die de crisis als het failliet van het kapitalistische systeem zien, wijzen ongebreidelde hebzucht als oorzaak aan. Ook dit is een misverstand: hebzucht, of om het neutraler te stellen, nastreven van eigenbelang draagt volgens de economische

theorie juist bij tot de welvaart. In de moderne markteconomie is het echter de taak van de overheid om ongewenste hebzucht – dat is hebzucht die anderen schade berokkent – in te dammen (zie ook Den Butter, 2009b). Dat is het belangrijkste argument voor overheidsregulering en dus ook voor het toezicht op de financiële instellingen. Goed toezicht verhindert ongewenste hebzucht.

De huidige crisis wordt veelal gezien als het uiteenspatten van de zeepbel, die in de voorafgaande periode is ontstaan vanwege uitbundige kredietverlening en een onverantwoord op de pof leven. Dat laatste geldt in het bijzonder voor de Verenigde Staten. Daarnaast wordt kuddegedrag, waarbij besturen van ondernemingen goedgegelovig de adviezen van duurbetaalde consultants opvolgden, als oorzaak van het opblazen van de zeepbel gezien (Boot, 2009). Dat mag misschien zo zijn, maar zo'n analyse draagt weinig bij aan de oplossing van het probleem. Nodig voor de oplossing is om de externe effecten van het bankgedrag te identificeren en daarmee het toezicht zodanig in te richten dat in het vervolg het marktfalen wordt voorkomen.

Bestrijding van de oorzaken van de crisis

Ook over deze oplossingen om de oorzaken van de crisis weg te nemen, lopen de meningen sterk uiteen. Gezien de verschillende opvattingen over de oorzaken is dat begrijpelijk. Zo is er veel aandacht voor de uit de hand gelopen bonuscultuur, en zijn zowel door de Nederlandse regering en De Nederlandsche Bank (DNB), als internationaal, op de G-20 top in Pittsburgh in september 2009 allerhande maatregelen bedacht om deze vorm van bancaire hebzucht in te dammen. Aan het eind van deze paragraaf wordt op de bonussen teruggekomen. Daaraan vooraf wordt ingegaan op de aanbevelingen van de Commissie Maas, die het perspectief voor verbetering vanuit de bancaire wereld zelf schetst, en worden de visies van het kabinet en van DNB over de toekomst van de financiële sector in het kort besproken.

De mening van de banken

Het was een hachelijke opdracht die het bestuur van de Nederlandse Vereniging van Banken aan de Adviescommissie Toekomst Banken – de Commissie Maas – heeft meegegeven. Het vergt veel omzichtigheid voor een commissie die uit het bankwezen afkomstig is, om aanbevelingen over het functioneren van banken te doen. Zeker in een periode dat de volkswoede zich tegen het bankwezen keert. Het is alsof een verdachte zijn eigen politieonderzoek verricht. In het rapport "*Naar Herstel van Vertrouwen*" dat op 7 april 2009 is gepresenteerd, blijkt de commissie de valkuil te hebben vermeden om iedereen – kortzichtige aandeelhouders, naïeve spaarders, de op de pof levende consument, kredietbeoordelaars, lage rente, scheefgroei in internationale schuldverhoudingen, de zeepbel op de huizenmarkt, toezichthouders – een beetje de schuld van de huidige crisis te geven en zo de eigen sector te ontzien. Neen, het rapport beperkt zich tot de rol van de banken en bevat een groot aantal aanbevelingen hoe het in de toekomst anders en beter moet. Het is als het stoute jongetje dat voor de toekomst beterschap belooft en een lijst met goede voornemens vertoont.

De vraag is echter hoe geloofwaardig die belofte is. Wie garandeert dat, wanneer de zwarte wolk van de crisis weer is overgewaaid, de banken zich aan hun goede voornemens houden en niet opnieuw slecht gedrag gaan vertonen? Wie kan de recidive

voorkomen? Het probleem is dat het rapport geen echte analyse van het ineenstorten van het financiële kartenhuis geeft, en geen antwoord bevat op de vraag waarom de hele wereldeconomie in deze val is meegesleurd. De lijst met aanbevelingen, die overigens ten dele gebaseerd is op eerder door internationale instellingen gegeven richtlijnen, doet vermoeden dat de analyse klaar is en dat we nu wel weten waarom het fout is gegaan. Het rapport blijft daarbij helemaal binnen de vertoogcoalitie van de bankeconomen die nog altijd de suggestie wekken op dit gebied de wijsheid in pacht te hebben. Daarentegen is juist een economische analyse nodig die buiten die vertoogcoalitie om zich met een frisse blik richt op de vraag waarom een geringe schok in de monetaire sfeer tot een dergelijke zware systeemcrisis heeft kunnen leiden. Zoals al eerder gezegd ontbreekt die analyse vooralsnog.

De aanbevelingen op het gebied van de inrichting van het bestuur, het risicomanagement en de beloningen hebben, aldus de commissie, niet het karakter van zelfregulering, maar zijn bedoeld als "best practices". Het lijkt op een vorm van open coördinatie met "blaming en shaming", waarbij de banken die de aanbevelingen niet opvolgen, moeten uitleggen waarom ze dat niet doen. Bij een aantal aanbevelingen valt er overigens moeilijk wat uit te leggen. Zo moeten toekomstige commissarissen en bankiers bij DNB een soort examen doen of ze wel genoeg kennis van de financiële wereld hebben. Ik ben benieuwd welke exameneisen DNB in dit geval gaat stellen. De vraag is of DNB zelf wel de gepaste kennis in huis heeft. Immers, bankieren vereist veel taciete kennis – dit is kennis die niet codificeerbaar is en/of schriftelijk valt over te dragen - en een door jarenlange ervaring opgedane intuïtie. Bovendien is bij DNB ook nog niet de speurtocht naar de diepere oorzaak van de crisis afgerond. De bankbestuurders zelf worden aangezet tot een "education permanente" en moeten bovendien een moreel ethische verklaring af leggen die het karakter van de eed van Hippocrates bij de artsen heeft. De vraag hier is wie dat allemaal gaat controleren. Krijgt de Vereniging van Banken de functie van beroepsvereniging waar men met klachten tegen bankiers terecht kan en waarbij sancties staan op het zich niet houden aan de gedragscode? Toen ik indertijd voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde was, de beroepsvereniging van de economen, werd er ook door een aantal economen met een miskende mening geroepen om een gedragscode. Voor economen is het opstellen en handhaven van een dergelijke gedragscode echter ondoenlijk, omdat er geen "economische waarheid" bestaat. Verschillende theorieën leiden tot verschillende analyses en aanbevelingen, en het is onmogelijk om een bepaalde opvatting als foutief en de verkondiger van die opvatting als ketter te veroordelen.

Innovaties ook op macro-effecten beoordelen

Voor de introductie van door de bank te leveren producten wordt een "product approval process" aanbevolen waarbij wordt uitgemaakt of dit niet te veel risico oplevert. Daarbij gaat het kennelijk om het risico voor de bank zelf en niet om het maatschappelijk risico. Financiële innovaties dienen echter getoetst te worden op hun bijdrage aan de financiële stabiliteit en efficiency op macro-niveau. Dan worden de eventuele negatieve externe effecten van de innovaties zichtbaar. Dat kan niet door een interne procedure binnen de banken. Het is overigens een veeg teken dat van de kant van DNB onlangs in een interview in het blad *Fiducie* beweerd is dat men niet kan testen, zoals bij een medicijn, of zo'n nieuw bankproduct de welvaart verhoogt of niet. Dat moet maar aan de markt

worden overgelaten. Het desastreuze resultaat van die mening hebben we de afgelopen tijd gezien. Het is maar goed dat de regering er niet dezelfde mening op nahoudt met betrekking tot allerlei belastingmaatregelen en institutionele veranderingen in de sfeer van de gezondheid en sociale zekerheid. Aan de invoering daarvan gaat een toetsing van de effecten van de maatregelen via uitgebreide modelberekeningen vooraf. Dat zou met vernieuwingen in de financiële sfeer ook moeten gebeuren. Terecht stelt het CPB in het *Centraal Economisch Plan 2009* (blz. 117) dat in de komende tijd macro-economische modellen met een bankensector nodig zijn. De modellen die de individuele banken voor hun risicomanagement gebruiken, gaan slecht om met macro-economische risico's.

De ppp-afweging

De Commissie Maas vraagt hernieuwde aandacht voor de maatschappelijke rol van het bankwezen. Het streven is het vertrouwen in het bankwezen terug te winnen door minder accent te leggen op het korte termijn gewin en het belang van de aandeelhouders. Impliciet wordt het Angelsaksische model verworpen en wordt een terugkeer naar het Rijnlandse model bepleit. Het betekent een goede "ppp-afweging" tussen profit, people en planet. Eigenlijk gaat het daarbij om pppp omdat met people niet alleen de eigen werknemers maar vooral ook de klanten van de bank wordt bedoeld. De klant op de eerste plaats stellen is nu het allereerste streven van de banken. Met de klant als koning wil men het vertrouwen in het bankwezen herstellen. Dat is om twee redenen opmerkelijk. In de eerste plaats zou het toch in een concurrerende markteconomie onmogelijk moeten zijn om winst te maken zonder de klant op zijn wenken te bedienen. Dit vormt een belangrijke aanwijzing waarom het in het verleden mis is gegaan. In de tweede plaats is de crisis niet zozeer door het gebrek aan vertrouwen van de klanten in de banken veroorzaakt, maar door het feit dat de banken onderling elkaar niet meer vertrouwden. Dat is de werkelijke reden waarom we nu in de Grote Recessie zijn beland. Het gaat dus niet alleen om klanten die gespaard kapitaalvermogen zijn kwijtgeraakt of die met woekerpolicen zijn bedot. Het is ook de terugkeer van dit fundamentele vertrouwen tussen de banken onderling dat de geloofwaardigheid van de financiële sector dient te herstellen.

Toezicht en regulering, en modellering daarvan

Hiermee zijn we gekomen tot de laatste p: de planet. In dit geval gaat het om de maatschappelijke betekenis van het bankwezen. Juist de noodzaak van regulering in de relatie tussen de financiële markten en de macro-economie verdient de meeste aandacht in de analyse van de crisis. De Commissie Maas baseert de aanbevelingen over regulering weliswaar ten dele op externe rapporten zoals de "*Turner Review*" van de Engelse *Financial Service Authority*, maar hier vertoont de commissie toch wel enig lobby- gedrag. Zo wordt een open verhouding tussen toezichthouders en banken bepleit. Bovendien wordt gevraagd om een grotere arbeidsmobiliteit tussen de toezichthouders en de banken, bijvoorbeeld via onderlinge detacheringen van bankmedewerkers en toezichthouders. Te vrezen valt dat door dergelijke personele uitwisselingen de neiging om de analyse binnen de vertoogcoalitie van de bankeconomen te houden, wordt versterkt. Daarentegen is juist hier een ander perspectief essentieel, namelijk de macroblik. Om herhaling van een systeemcrisis te voorkomen is nodig dat het macro-prudentieel toezicht weer het primaat krijgt, zoals dat in het verleden het geval was toen

de zorg voor financiële stabiliteit gekoppeld was aan de zorg voor monetaire stabiliteit, bijvoorbeeld via een behoedzaam beleid van liquiditeitscreatie. Andere recente analyses van de crisis zijn op dat punt veel duidelijker dan de Commissie Maas. Zo schetst het CPB in een box op blz. 127 van het *Centraal Economisch Plan 2009* hoe marktfalen vanwege het "originate and distribute" bedrijfsmodel van de banken als een belangrijke oorzaak van de crisis kan worden aangemerkt. De "*Turner Review*." van maart 2009 schrijft hierover: '

'The lack of a (...) system-wide macro-prudential (...) perspective, and the failure to specify and use macro-prudential levers to offset systemic risks, were far more important to the origins of the crisis than any specific failure in supervisory process relating to individual firms. Getting macro-prudential analysis and tools right for the future is vital.'

Ook President Wellink van DNB, als toezichthouder toch schuldig aan het falen om marktfalen te voorkomen, merkt op blz. 30 van het *Jaarverslag 2008* hierover op:

'Als de crisis één ding heeft geleerd, dan is het dat er dringend behoefte is aan een systeemwijde (macro-prudentiële) aanpak, te beginnen op nationaal niveau'.

Hier ligt de sleutel voor het bankwezen om het maatschappelijk vertrouwen in de sector te herstellen. Om echt goed te doorgronden hoe dit macro-prudentieel toezicht effectief kan zijn, dienen macro-modellen te worden ontwikkeld die laten zien hoe een initiële schok door externe effecten zodanig kan worden versterkt dat een systeemcrisis ontstaat. Nobelprijswinnaar Stiglitz heeft met een aantal collega's hiertoe een aanzet gegeven (Gallegati et al. 2008). Het blijkt dat de onderlinge verstrengeling van de financiële instellingen tot een dermate grote besmetting ("contagion") heeft geleid dat het financiële kaartenhuis erdoor is ingestort. Loskoppeling van verschillende onderdelen van het bankwezen en een grotere diversiteit in de bedrijfsvoering vormt dan een deel van de oplossing. Anders gezegd, wanneer dominostenen verder uit elkaar staan, is de kans dat ze allemaal tegelijk omvallen kleiner.

Hierbij zij opgemerkt dat op basis van de hier genoemde mechanismen een nieuw type modellen dient te worden ontwikkeld. Er kan en mag niet worden teruggevallen, zoals onlangs door Bezemer (2009) is bepleit, op de traditionele empirische macro-modellen, zoals het MORCKMON-model (Fase, 1981, De Nederlandsche Bank, 1984, Den Butter, 1988), waarin op consistente wijze de balansposten van de verschillende economische sectoren en daarmee de geldstromen (flow of funds) tussen die posten zijn gemodelleerd¹. Net als in de modellen die het CPB voor beleids- en conjunctuuranalyse gebruikt, blijven juist de afhankelijkheid van de banken onderling, het doorschuiven van risico's en de daarmee verbonden externe effecten in de traditionele op balansposten en flow of funds gerichte modellen van de financiële sector buiten beeld. Ook dienen deze nieuwe modellen beter de doorwerking van externe schokken zoals de daling van de huizenprijzen te beschrijven dan de macromodellen die in stress testen worden gebruikt om de gevolgen van een massale terugvordering van tegoeden van een bank te simuleren.

1 Een voorloper op dit gebied was het model van de Banca d'Italia door Fazio e.a. (1970)

Financiën en DNB over de toekomst

Het feit dat, buiten de vertoogcoalitie van de banken om, nader onderzoek nodig is om meer inzicht te krijgen in de werkelijke bronnen van het falen van de financiële markten (zie ook Den Butter 2009a), heeft de regering en DNB als toezichhouders en verantwoordelijken voor de borging van het publiek belang van de financiële markten niet verhinderd hun mening over de toekomst van het financiële stelsel te geven. Dat is gebeurd in twee gelijktijdig op 10 juli 2009 gepubliceerde documenten, namelijk de *Kabinetsvisie toekomst financiële sector* door het Ministerie van Financiën en het rapport *Het Nederlandse financiële stelsel, een onderzoek naar huidige en toekomstige trends* door DNB. In de kabinetsvisie zijn solide, verantwoord en transparant de sleutelbegrippen. De visie geeft een overzicht van de receptuur voor de herinrichting van het financiële systeem en voor de aanscherping van het toezicht, waarover tussen de internationale deskundigen een zekere mate van consensus is bereikt. Zo dienen de activiteiten en risico's van de financiële sector weer beheersbaar te blijven. De sector moet met de economie meegroeien; deze groei moet niet primair worden gedreven door overmatig gebruik van vreemd vermogen, en door een te risicovolle zoektocht naar rendement of kwetsbare constructies buiten de balans om zoals met de securitisatie veelal het geval was. De toezichhouders zullen strengere kapitaaleisen stellen – hetgeen ook al lang internationaal als middel om een dergelijke crisis te voorkomen wordt gezien – waarbij het toezicht meer aandacht krijgt voor het systeem als geheel. Opmerkelijk, gezien de hierboven aangevoerde bedenkingen tegen de voorstellen van de Commissie Maas, is dat de kabinetsvisie een deel van de aanbevelingen van de commissie overneemt. Dat betreft het risicobeheersingsproces, de corporate governance en het beloningsbeleid. Bovendien wil de overheid zodra dat verantwoord is haar positie in de financiële instellingen – bedoeld is de nationalisering van ABN-AMRO/Fortis en de kapitaalinjecties bij ING, Aegon en SNS Reaal – afbouwen om tot een normale marktsituatie te komen.

Het rapport van DNB biedt een inventarisatie van de bedrijfsactiviteiten van de Nederlandse financiële instellingen. Vanuit die inventarisatie worden de mogelijkheden tot groei en de daarbij passende specialisatie van de instellingen in de toekomst bezien. Gezien de relatief kleine thuismarkt zal die groei toch voor een belangrijk deel buiten de landsgrenzen gerealiseerd moeten worden. Het ontwikkelen van een Nederlands financieel centrum dat verder kijkt dan de herkomst van de banken is daarbij een belangrijke strategie. Het gaat dan niet alleen om de ontwikkeling van internationale financiële instellingen van Nederlandse herkomst met een in Nederland gevestigd hoofdkantoor, maar ook om buitenlandse spelers die in Nederland zijn gevestigd. Opmerkelijk is dat, in weerwil van het hiervoor genoemde gevaar van "contagion", het rapport van DNB synergievoordelen ziet in het samenvoegen van verschillende typen bancaire activiteiten in één concern (de universele bank). Daarmee verwacht DNB dus geen heil van een splitsing tussen verzekeringsbedrijven, zakenbanken en retailbanken. Het rapport van DNB rept niet over de mogelijke positionering van de Nederlandse banken als een brug tussen de Angelsaksische, Rijnlandse, Islamitische en Aziatische manieren van handel drijven. Uitbuiting van die brugfunctie kan bijdragen tot de versterking van de positie van de Nederlandse financiële sector, zeker nu in de mondiale verhoudingen een verschuiving valt waar te nemen van het Angelsaksische naar het

Rijnlandse en het Aziatische model. Hiermee kan vervolg worden gegeven aan de traditie van Nederland als handelsnatie waarbij het overbruggen van culturele verschillen een sleutelcompetentie vormt – indien dat tenminste tegenwoordig nog zo is (zie Den Butter, 2009c).

Kijk naar de winsten en niet naar de bonussen

Een belangrijk aandachtspunt voor toezichthouders is om de uit de hand gelopen bonuscultuur bij de banken aan te pakken. Ook de Commissie Maas vindt die cultuur te gortig en heeft voorstellen voor salarisbeperkingen gedaan. Dit klemmt des te meer daar in de zomer van 2009 de oude tijden van voor de kredietcrisis lijken te herleven. Financiële instellingen maken weer winst, waarbij vooral de zakenbanken, die in de herfst van 2008 nog op sterven na dood waren, voorop lopen. Een mooi voorbeeld is Goldman Sachs die in het tweede kwartaal van 2009 een winst van 3,44 miljard dollars noteerde. Daarbij is flink geprofiteerd van het financiële infuus, die verschillende overheden, waaronder de Amerikaanse, in de vorm van een kostbare bailout hebben gegeven. Navrant is dat ook weer enorme bonussen worden uitgedeeld. Zo is berekend dat in het Verenigd Koninkrijk in 2009 de bankiers een kleine 7 miljard euro aan bonussen ontvangen. Vandaar dat het inperken van deze bonussen hoog op de politieke agenda staat.

De vraag is echter of de aangekondigde maatregelen om de bonussen te beperken, helpen. In feite vormen de bonussen namelijk niet het werkelijke probleem waarover politiek en toezichthouders zich druk moeten maken. Het zijn de winsten die om een scherpe beoordeling vragen. Op zich is er niets mis met bedrijven die winst maken en daarbij bonussen uitdelen aan degenen die verantwoordelijk voor de winsten worden gehouden. Zo is er weinig protest tegen de hoge beloningen van clubs en toernooiorganisatoren voor sporters die uitzonderlijke prestaties leveren en daarmee voor volle stadions en voor grote televisie- en reclame-inkomsten zorgen. Velen genieten van die prestaties, die daarmee direct bijdragen aan de maatschappelijke welvaart. De relatie tussen prestatie en maatschappelijk belang is hier overzichtelijk. Het verband tussen de prestatie van een directeur of raad van bestuur van een grote industriële onderneming, de winst van die onderneming en de bijdrage aan de welvaart ligt al iets gecompliceerder. De vraag is in hoeverre de winst kan worden toegeschreven aan een goede bedrijfsstrategie, aan inventieve en vakbekwame medewerkers of aan externe factoren zoals een gunstige conjunctuur. Maar wanneer de winst van zo'n onderneming bijdraagt aan de welvaart en niet ten koste van de welvaart van anderen gaat, is er geen reden voor de politiek of toezichthouders om zich tegen bonussen te verzetten. .

Dat geldt ook voor winsten van financiële instellingen voor zover deze een directe bijdrage aan de welvaart leveren. Oogmerk van deze instellingen is om particulieren en bedrijven die geld nodig hebben in contact te brengen met particulieren en bedrijven die geld over hebben. Daarbij dienen bedragen, termijnen en kosten op elkaar te worden afgestemd. Onder de kosten is ook het risico begrepen dat degenen die geld lenen niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. Omdat financiële instellingen vaak grotere kennis van deze risico's hebben dan hun klanten, nemen zij dit risico over en brengen hun klanten hiervoor een verzekeringspremie in rekening. Daarnaast bieden financiële instellingen hulp bij het verrichten van betalingen, bijv. in de internationale handel. In deze traditionele bedrijfsvoering halen de financiële instellingen hun winst uit de kunde

en kennis om deze vormen van bemiddeling tegen zo laag mogelijke kosten uit te voeren. Dat was al in onze Gouden Eeuw het geval en dat is nu nog zo. De instellingen die het beste slagen om de transactiekosten laag te houden, maken de hoogste winsten en leveren daarbij tevens een bijdrage aan de maatschappelijke welvaart. In deze situatie is er niets mis met de beloning via bonussen.

Winst en welvaart

Het probleem is dat de financiële sector de afgelopen decennia steeds verder is afgedreven van deze traditionele bedrijfsvoering. Dankzij de genoemde financiële innovaties en institutionele aanpassingen is het onduidelijk geworden wat de werkelijke bron van de winsten van de financiële instellingen is. Daarnaast hebben zakenbanken en private investeringsfondsen allerhande activiteiten ontwikkeld om winsten te behalen uit samenvoegen en overnemen van bedrijven. Ook die activiteiten hebben niet uitsluitend het oogmerk via waardecreatie de welvaart te bevorderen. Winstgevendheid op de korte termijn wordt verkregen ten koste van de winsten op de lange termijn. In enkele uitzonderlijke gevallen (bijv Madoff) gaat het overduidelijk om een piramidespel en fraude. Veel van de beleggingsstrategieën waarmee op korte termijn flinke rendementen worden gehaald, bergen wel de kiem in zich van zo'n piramidespel zonder op enigerlei wijze als frauduleus te kunnen worden bestempeld. Een teken aan de wand is dat de rendementen die door de financiële instellingen in de periode voor de kredietcrisis zijn behaald, jarenlang flink groter zijn geweest dan de rendementen in de reële economie. Het is onwaarschijnlijk dat dit uitsluitend het resultaat is van een voortdurend toegenomen efficiency-verbetering waarbij de kosten van de financiële bemiddeling steeds verder zijn teruggedrongen.

Het gevolg is dat niet langer duidelijk is welke winsten bijdragen aan de welvaart en welke ten koste gaan van de welvaart van anderen. Zo zijn er winsten die ten koste van andere financiële instellingen of ten koste van beleggers worden behaald. Dan dragen de financiële instellingen niet bij aan het vergroten van de welvaartskoek, maar alleen aan een andere verdeling. Dit kan een direct gevolg van (tegengestelde) speculatie zijn, maar ook de ingewikkelde financiële producten en manipulatie van de handel op de financiële markten kan een dergelijk herverdeling van winsten en dus van vermogens tot gevolg hebben. Zo'n herverdeling tussen kapitaalbezitters bevordert de maatschappelijke welvaart niet. Het gaat gepaard met veel onnodige transacties en daarmee gemaakte kosten. Nog erger is het wanneer de winsten ten koste van de maatschappij zelf gaan. Eerder is al beschreven dat (sommige) financiële instellingen in hun bedrijfsvoering meer risico namen dan verantwoord was omdat ze ervan uitgingen dat ze in geval van een dreigend faillissement via een bailout uit de brand zouden worden geholpen. Hetgeen is gebeurd. Het betekent dat verliezen op de maatschappij worden afgewenteld, terwijl de winsten, wanneer de risicovolle bedrijfsvoering gunstig uitpakt, voor de instellingen zelf zijn. Daarnaast zijn financiële producten ontwikkeld die handig gebruik maken van fiscale regelingen en waar goed aan wordt verdiend. Ook dit is schadelijk voor de maatschappij omdat het minder belastinginkomsten oplevert.

In deze laatste gevallen kan, behalve van marktfalen, zelfs sprake zijn van rent seeking – het afsnoepen van welvaart van anderen. De taak van overheid en toezichhouders is dit marktfalen en rent seeking te voorkomen. Anders gezegd, ervoor te zorgen dat geen winsten ten koste van anderen of ten koste van ons allemaal worden behaald. In die zin

geldt hetzelfde als voor een chemische fabriek die zich aan de milieuvergunning dient te houden en geen winst mag maken door buitensporig te vervuilen en daarmee anderen of de maatschappij te belasten. Het verschil tussen de overheidsregulering van het gewone bedrijfsleven en de financiële wereld is dat het in het laatste geval veel minder transparant is welke eigen bijdrage aan de welvaart wordt geleverd en in hoeverre de winsten op diefstal van de welvaart van anderen zijn gebaseerd. De afweging tussen "echte winsten" die voortvloeien uit waardecreatie door financiële instellingen en winsten die ten koste van anderen gaan, wordt gefrustreerd door het complexe karakter van de financiële producten en onderlinge verwevenheid van de financiële sector.

Meer en meer dringt het besef door dat sleutel voor adequaat overheidsingrijpen en regulering om een volgende crisis in de financiële wereld te voorkomen, ligt bij de ontrafeling van de verschillende bronnen van de winsten. Aan de financiële instellingen is er echter alles aan gelegen om deze ontrafeling te dwarsbomen en de toezichthouders zand in de ogen te strooien omtrent de werkelijke strategieën om winsten te behalen. Dat is de reden voor toezichthouders om meer transparantie te eisen. Deze eisen dreigen gefrustreerd te worden door een sterke lobby van de banken, hetgeen een teken van het gedrag van "rent seeking" is. Vooralsnog is dat moeilijk te bewijzen, maar er schuilt wel een kiem van waarheid in die een meer gedegen wetenschappelijke analyse vergt. Zo laat een van de Amerikaanse topeconomen, Daron Acemoglu, in *NRC Handelsblad* van woensdag 5 augustus 2009 optekenen dat de politieke macht van de bankiers dient te worden ingeperkt. Nobelprijswinnar Paul Krugman kan zich, in het webartikel "Rewarding bad actors" in de *Economist's View* van 3 augustus 2009, de woede van de Amerikanen op Wallstreet wel voorstellen nu de banken weer enorme bonussen uitkeren na eerder door kostbare bailouts uit de brand te zijn geholpen, terwijl de economie nog in een diepe recessie verkeert. In beginsel kan, aldus Krugman, speculatie een bijdrage leveren aan de maatschappelijke welvaart, maar "(making) money by outsmarting other investors rather than by directing resources to where they're needed, (...) it is hard to see the social value". Een reactie op het artikel van Krugman bevat de meest bondige formulering van wat er mis is in het huidige economische model: "...the privatization of profits and the socialisation of loss."

Besluit

Dit alles toont dat voor een goed toezicht op, en regulering van de financiële wereld een helder inzicht moet worden verkregen in het marktfalen dat via de financiële innovaties en strategische beslissingen in het financiële systeem wordt ingebouwd. Dat is de transparantie waar behoefte aan is en die ervoor zorgt dat zichtbaar wordt waar de financiële wereld daadwerkelijk bijdraagt aan de welvaart, en waar sprake is van ongewenste herverdeling en rent seeking. Die kennis bevordert dat waardecreatie behouden blijft, maar dat winsten niet ten koste van anderen worden behaald. Welke maatregelen de toezichthouders daartoe moeten nemen, is vooralsnog niet duidelijk. Strengere kapitaaleisen en een belasting op financiële transacties (Tobin tax) zoals in augustus 2009 door Adair Turner, voorzitter van de Britse toezichthouder FSA, is voorgesteld, kunnen tot een verkleining van het systeemrisico bijdragen, maar dat werkt ook belemmerend voor de "echte welvaartswinsten". Hoe dit ook zij, inperking van de bonussen zonder meer draagt er niet toe bij dat uitsluitend "goede" winsten worden

behaald. Het is alsof de overheid een chemische fabriek toestaat om met vervuulende activiteiten veel winst te behalen, wanneer er maar geen hoge salarissen worden betaald.

De gevolgen voor de reële sfeer en de bestrijding daarvan

Tot het midden van 2008 was er nog de verwachting, of liever gezegd nog hoop, dat de bankiersgekte en de daardoor ontstane crisis in de financiële wereld slechts in geringe mate zou doorsijpelen naar de reële sfeer. Die hoop is de bodem ingeslagen, zeker nadat op 15 september 2008 de zakenbank Lehman Brothers niet via een bailout werd gered en failliet ging. Zonder met dit feit te rekenen voorspelde het CPB indertijd in de *MEV* dat de kredietcrisis en de in het spoor daarvan verdragende wereldconjunctuur ertoe zou leiden dat de economische groei in 2009 1¼% zou bedragen: een scherpe terugval ten opzichte van de voorgaande periode maar nog steeds een positieve groei. De recessie gloorde nog niet. In december 2008 kwam de omslag: er werd voor 2009 een krimp van ¾ % voorzien. Februari 2009 bracht een nog grotere bijstelling: het BBP zou met 3½ % afnemen. De bodem van de voorspelling, en hopelijk ook voor de werkelijke ontwikkeling van de Nederlandse economie, werd in juni 2009 bereikt: een daling met 4¾%. Deze voorspellingen van het CPB zijn allemaal sterk afhankelijk van de raming van de wereldhandel, die voor het CPB een exogene grootheid is en op basis van voorspellingen van anderen wordt ingeschat. Het is vooral het groeiend pessimisme over de wereldhandel dat tot de benedenwaartse bijstellingen over de economische ontwikkeling in ons land heeft geleid. Dit inzakken van de wereldhandel is een direct gevolg van de mondiale vraaguitval die onder meer is veroorzaakt door vermogensverliezen en beperkte beschikbaarheid van kredieten. Dat zijn de kanalen waardoor de crisis in de financiële wereld is overgeslagen naar de reële sfeer en daar voor een enorm welvaartsverlies heeft gezorgd.

Welke beleidsreactie is adequaat?

De vraag waarvoor de overheden zich gesteld zagen is: hoe de gevolgen voor de reële economie zo veel mogelijk konden worden beperkt? Toen de diepte van de recessie duidelijk werd, was er in Nederland de keuze tussen twee beleidsalternatieven, namelijk een keynesiaanse bestedingsimpuls of handhaving van het trendmatige begrotingsbeleid, beter bekend als de Zalm-norm. Anders gezegd, de keuze was tussen niets doen of flink extra stimuleren.

Een belangrijk argument voor een ruimhartige bestedingsimpuls is dat de crisis overeenkomst vertoont met de situatie in de jaren '30 van de vorige eeuw, toen een stimulering van de vraag veel te lang achterwege is gebleven. Ontegenzeggelijk heeft de "New Deal" van president Roosevelt indertijd uitkomst geboden. Het is niet verwonderlijk dat president Obama zich hierdoor heeft laten inspireren. Gezien de grote internationale economische vervlechting en toename van de wereldhandel die de globalisering heeft gebracht, ligt het voor de hand dat voor de huidige crisis ook een keynesiaanse vraagstimulering op wereldwijde schaal nodig is. Nederland zou mee moeten doen, wat in de EU ook van ons land werd gevraagd. Daarbij komt dat het gevaar van oplopende inflatie door de bestedingsimpuls niet groot was. Eerder bestond (en bestaat) het gevaar voor deflatie wanneer de crisis voortduurt en de vraag niet aantrekt. Bovendien geldt in deze situatie dat ook sommige bedrijven, net als de banken die met een bailout uit de brand zijn geholpen, "too big to fail" zijn. Het gaat immers niet om een normale

conjuncturele inzinking, waar bij laag tij de wrakken bloot komen te liggen zodat deze kunnen worden opgeruimd. Deze reinigende rol van de recessie is minder relevant nu de bron van de crisis volledig in de monetaire sfeer ligt. In ieder geval lijkt het voordeel van de reiniging niet op te wegen tegen de kosten van afbraak van productiecapaciteit en ontslag en weer aannemen van personeel.

Toch lijkt de uiteindelijk gemaakte keuze om vrijwel niets te doen, voor Zalm te kiezen en vast te houden aan het trendmatige begrotingsbeleid, de juiste. Bij de Zalm-norm zijn immers automatische stabilisatoren ingebouwd, die in feite al voor een bestedingsimpuls zorgen. Het financieringssaldo van de overheid vormt de buffer: tijdens slechte tijden neemt het saldo af en loopt de staatschuld op terwijl het de bedoeling is dat in goede tijden het saldo positief is en er aflossing van de staatsschuld plaatsvindt. In de afgelopen jaren heeft toepassing van het trendmatige begrotingsbeleid voor veel rust in de overheidsfinanciën gezorgd: zowel de ministeries als de buitenwacht weten waar ze met deze begrotingsregels aan toe zijn.

Toegeven aan de roep om een keynesiaans stimuleringsbeleid verstoort deze rust. Dat blijkt wanneer maar enigszins de suggestie wordt gewekt dat stimulering in de rede ligt. In reactie op de hulp die de omvallende banken via bailouts van de regering hebben gekregen, zijn ook vele andere bedrijven bij de overheid op de stoep komen te staan om hulp te vragen. Daarbij is het zeer moeilijk een onderscheid te maken tussen hulp die echt noodzakelijk is om tijdelijke problemen op te lossen, en lobbygedrag om flink wat uit de ruif te kunnen meepikken. Binnen het begrotingskader is het trouwens wel mogelijk om tijdelijk belastingen te verlagen om de economie te stimuleren. De regering heeft dat al gedaan door ondernemers toe te staan investeringen versneld af te lossen. Ook zijn zoveel mogelijk bestaande investeringsplannen door de overheid zelf vervroegd in uitvoering genomen. Snel beslissen over nieuwe overheidsplannen, bijvoorbeeld om de economische structuur te verduurzamen, of het uit de la halen van oude plannen, valt echter af te raden. Immers, wanneer uitvoering van zulke plannen echt gewenst is, zou dat ook, of zelfs juist, tijdens goede tijden moeten gebeuren. Conjunctuurbeleid en structuurbeleid mogen niet worden verward. Daarnaast, en daar heeft de Raad van State op gewezen, kunnen niet zo maar allerlei procedures om plannen goed te keuren en vergunningen te verlenen, buiten werking worden gezet.

Bovendien hebben nieuwe plannen, ook al vindt de besluitvorming versneld plaats, een lange opstarttijd. De vraag is dan of de timing van de uitgaven niet verkeerd is. Het probleem van de timing van de conjuncturele stimulering vormt toch al een reden waarom het keynesiaanse stimuleringsbeleid uit de gratie is geraakt. Een andere reden is dat de economie aan het eind van de jaren zeventig en het begin van de jaren tachtig immuun voor een actief conjunctureel stabilisatiebeleid bleek te zijn geworden. Er is geen aanleiding te veronderstellen dat de bezwaren die indertijd golden tegen vraagstimulering nu zijn verdwenen. Daarbij komt dat de huidige roep om overheidshulp vooral van de bedrijven komt, zodat dus om aanbodstimulering wordt gevraagd. Dat is vreemd in een periode van vraaguitval, die op zich ook nog niet zo slecht en onbegrijpelijk is omdat aan de crisis een overmatige consumptie op basis van schuldfinanciering vooraf is gegaan.

Die schuldfinanciering vormt evenzeer een argument om voor Zalm te kiezen en niet nog eens verder de economie via verdere uitgaven te stimuleren. Immers, het begrotingstekort is dankzij de methodiek van het trendmatige begrotingsbeleid door de

crisis toch al sterk opgelopen. Volgens de miljoenennota van 2010 slaat het overschot van bijna 1% van het BBP in 2008 om in een tekort van 4,8% BBP in 2009 en naar verwachting loopt dat tekort in 2010 op tot ruim 6% BBP. Hierdoor neemt de staatsschuld flink toe. Daar komt nog de toename van de staatsschuld bij vanwege de enorme bedragen die de overheid heeft moeten uitgeven om banken te nationaliseren en te herkapitaliseren. Er is twijfel of al dat geld wel op termijn in de schatkist zal terugvloeien. De oplopende staatsschuld vormt vanwege de rentebetalingen een last voor de toekomstige generaties, die het toch al zwaar krijgen vanwege de vergrijzing en ontgroening. Het was immers juist de bedoeling van het huidige kabinet om de staatsschuld af te bouwen om een meer eerlijke verdeling van lusten en lasten tussen generaties te bereiken. Daarom kan de keuze voor Zalm als een generatiebewuste oplossing voor de kredietcrisis worden opgevat. Het betekent wel dat in de toekomst, wanneer de crisis weer achter de rug is, flink bezuinigd, of meer in algemene zin, omgebogen moet worden om de overheidsfinanciën weer houdbaar te krijgen. Daartoe zijn de in de inleiding genoemde commissies van ambtenaren in het leven geroepen, waarover later meer.

Loopt Nederland in de pas?

De vraag is hierbij of Nederland, in verhouding tot andere Westerse landen, wel voldoende bijdraagt om de haperende wereldeconomie weer op gang te brengen. Immers, zelf niet stimuleren, maar wel profiteren, via weglekeffecten, van de stimuleringsmaatregelen van anderen, kan gemakkelijk als een "beggar thy neighbour" beleid worden gezien. Inderdaad blijkt uit onderzoek van het IMF waarin de 9 grootste industrielanden van de wereld zijn onderzocht dat de omvang van de stimuleringspakketten sterk varieert.

Een overzicht van de stimuleringspakketten als percentage van het BBP is gegeven in tabel 1². Hieruit blijkt dat de Verenigde Staten en China het meeste geld beschikbaar stellen voor het direct stimuleren van de economie. Italië en Nederland bevinden zich aan de andere kant van het spectrum. De netto additionele stimulans van de Nederlandse overheid is relatief laag: 2,7 miljard in 2009 en 3,2 miljard in 2010 (Ministerie van Financiën, 2009). Deze bedragen van directe stimulering geven echter niet een volledig beeld van de bijdrage van de verschillende landen om de wereldeconomie weer uit het dal te helpen. Immers, zoals hiervoor is aangeduid, ook de mate waarin de automatische stabilisatoren werkzaam zijn, is van belang voor de omvang van de stimulering die van het begrotingsbeleid uitgaat. De werking van de automatische stabilisatoren verschilt sterk van land tot land en hangt af van de gehanteerde begrotingssystematiek. In landen met een relatief kleine overheidssector, en in landen waar niet een vorm van trendmatig begrotingsbeleid wordt gevoerd, zal het impliciete stimulerende effect van het budgettair beleid kleiner zijn dan in landen waar wel dergelijke begrotingsnormen gelden. Te verwachten valt dat in deze landen de behoefte aan, dan wel de roep om, een directe vraagstimulering in keynesiaanse zin groter zal zijn. Daarbij hangt de mate waarin directe stimulering plaatsvindt natuurlijk ook af van de financiële ruimte die er voor het overheidsbeleid is.

2 Ontleend aan een bachelor scriptie van Gijs Brussen.

Tabel 1. Stimuleringspakketten van 9 grote G20-landen en Nederland (in % van het BBP)

| | 2008 | 2009 | 2010 | Totaal |
|---------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Canada | 0,0 | 1,5 | 1,3 | 2,7 |
| China | 0,4 | 2,0 | 2,0 | 4,4 |
| Duitsland | 0,0 | 1,5 | 2,0 | 3,4 |
| Frankrijk | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 1,3 |
| India | 0,0 | 0,5 | 3,0 | 3,5 |
| Italië | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,3 |
| Japan | 0,4 | 1,4 | 0,4 | 2,2 |
| Verenigd Koninkrijk | 0,2 | 1,4 | -0,1 | 1,5 |
| Verenigde Staten | 1,1 | 2,0 | 1,8 | 4,8 |
| <i>Gewogen gemiddelde</i> | <i>0,5</i> | <i>1,6</i> | <i>1,6</i> | <i>3,6</i> |
| Nederland | 0,0 | 0,5 | 0,6 | 1,0 |

Bron: Fund Staff Estimates, IMF; de gegevens van Nederland zijn ontleend aan het Ministerie van Financiën en het IMF

Om hier een beeld van te krijgen is in tabel 2 de ontwikkeling van de begrotingssaldi van de 9 G20 landen en Nederland gegeven. Als indicator voor het totale stimulerende effect dat het budgettaire beleid heeft, is in de rechter kolom het verschil berekend tussen het feitelijke begrotingssaldo in 2008 en het verwachte saldo in 2010. Vanuit dit perspectief blijkt Nederland (volgens deze opstelling) verreweg de grootste impuls aan de economie te geven dan alle beschouwde landen. Dat is een direct gevolg van de manier waarop in Nederland de Zalm-norm wordt gehanteerd. Deze zorgt ervoor dat de overheidsuitgaven op peil blijven en daarmee een flinke bestedingsimpuls genereren ten opzicht van een situatie dat de overheidsuitgaven gerelateerd zouden worden aan de inkomsten van de overheid. Landen zoals de VS en China blijken hun economie veel minder sterk te stimuleren wanneer er naar het oplopen van het financieringstekort wordt gekeken.

De verschillen tussen de landen zijn mede een gevolg van de verschillende manieren waarop er in deze landen begrotingsnormen worden gehanteerd (zie Von Hagen e.a., 2002). Het onderzoek van Von Hagen e.a. toont dat in de zogenoemde "*delegation states*" veel bevoegdheden tijdens het begrotingsproces naar de minister van Financiën worden gedelegeerd. Deze heeft veel macht bij het bepalen van de budgettaire doelstellingen en bij het aanpassen van deze doelstellingen. Vaak gaat dit samen met een politieke omgeving waarin één partij de meerderheid heeft of een blok van traditioneel samenwerkende partijen een meerderheidsregering vormt. Dit komt voor in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. Onder het tweede type, de "*commitment states*", worden de budgettaire afspraken onderling gemaakt door de betrokken partijen. Alle partijen committeren zich aan deze afspraken. Deze afspraken zijn vaak in het regeerakkoord vermeld. De rol van de minister van Financiën is erin gelegen de naleving van deze afspraken te bewaken. Nederland is duidelijk zo'n commitment state. Daarbij komt dat van alle door Von Hagen e.a. beschouwde landen Nederland als enige ook een formele regel heeft over de aanwending van meevallers.

Tabel 2. De ontwikkeling van het begrotingssaldo t.o.v. het pre-crisisjaar 2007 (in % van het BBP)

| | 2008 | 2009 | 2010 | Vershil 2008 – 2010 |
|------------------------|------------------|------|------|------------------------|
| Canada | -0,9 | -2,9 | -3,2 | -2,3 |
| China | -1,1 | -3,0 | -3,0 | -1,9 |
| Duitsland | | -3,2 | -4,4 | -3,3 |
| | | | | (schatting) |
| Frankrijk | -0,6 | -2,8 | -3,6 | -3,0 |
| India | -2,6 | -3,3 | -2,2 | 0,4 ² |
| Italië | -1,1 | -2,4 | -2,8 | -1,7 |
| Japan | -1,3 | -3,7 | -3,7 | -2,4 |
| Verenigde Koninkrijk | -1,5 | -4,6 | -5,4 | -3,9 |
| Verenigde Staten | -3,5 | -5,7 | -6,1 | -2,5 |
| Nederland ¹ | 1,0 ² | -2,8 | -5,6 | -6,6 |

1 Gegevens van Nederland CPB (CPB, 2009a).

2 Een positief saldo betekent een daling van de staatsschuld.

Bron: Fund Staff Estimates, IMF.

In dit verband ligt het voor de hand dat landen met een hoge automatische stimulans een lage netto fiscale stimulans zullen hebben. Nederland, bijvoorbeeld, investeert in de periode 2008-2010 6,6% van het BBP in de economie, maar stimuleert de economie direct met slechts 1% in die periode. Om dit verder te onderzoeken dient de in tabel 2 berekende toename van het financieringssaldo gesplitst te worden in een deel dat als gevolg van de automatische stabilisatoren kan worden aangemerkt en het deel dat het gevolg is van de extra keynesiaanse bestedingsimpuls. Deze berekening op basis van de gegevens van tabel 2 wordt echter bemoeilijkt omdat in de schattingen van het IMF ook inverdieneffecten en andere autonome ontwikkelingen zijn meegenomen. Uit de opstelling in tabel 3 blijkt namelijk dat, wanneer de omvang van de keynesiaanse impuls wordt losgekoppeld van de andere effecten op het financieringssaldo, in sommige landen deze andere effecten een positieve bijdrage aan het saldo leveren. Kennelijk is de positieve invloed van deze inverdieneffecten hoger geschat dan het extra tekort vanwege de automatische stabilisatoren. Dat neemt niet weg dat de opstelling in de tabellen 2 en 3 een negatief verband suggereert tussen de toename van het tekort vanwege de automatische stabilisatoren en de keynesiaanse impuls. Dit betekent dat hoe groter de automatische stabilisatoren zijn, des te lager de keynesiaanse vraagstimulans is.

Bij deze conclusie zij opgemerkt dat De Kam (2009a, tabel 1.6) op basis van gegevens van het CPB tot andere waarden van de begrotingsimpuls komt dan tabel 2 op basis van de gegevens van het IMF. Wel vindt ook De Kam dat de begrotingsimpuls in Nederland de grootste is van de door hem beschouwde landen. Daarentegen vinden Dolls e.a (2009) geen direct verband tussen de omvang van de automatische stabilisatoren en de keynesiaanse impuls. Hun conclusie berust op een modelmatige analyse van de

verschillende typen schokken en impulsen. Nadat alle impulsen zijn uitgewerkt is het op basis van een dergelijke modelmatige analyse interessant om te berekenen in welke mate de multiplicatoren van de impuls van de automatische stabilisatoren afwijken van de keynesiaanse bestedingsmultiplicator. De uitkomst zou best eens kunnen zijn dat, bij een gelijkblijvend beroep op extra financiële middelen van de overheid, in deze recessie de automatische stabilisator effectiever blijkt in de stimulering van de economie dan de keynesiaanse impuls.

Tabel 3. De invloed van de keynesiaanse stimulans, en van de automatische stabilisatoren en overige effecten, op het begrotingssaldo

| | Vershil 2008 – 2010 | Keynesiaanse stimulans | Invloed automatische stabilisatoren en overige effecten |
|----------------------|------------------------|---------------------------|---|
| Canada | -2,3 | -2,7 | 0,4 |
| China | -1,9 | -4,4 | 2,5 |
| Duitsland | -3,3 | -3,4 | 0,1 |
| | (schatting) | | |
| Frankrijk | -3,0 | -1,3 | -1,7 |
| India | 0,4 | -3,5 | 3,9 |
| Italië | -1,7 | -0,3 | -1,4 |
| Japan | -2,4 | -2,2 | -0,2 |
| Verenigde Koninkrijk | -3,9 | -1,5 | -2,4 |
| Verenigde Staten | -2,5 | -4,8 | 2,3 |
| Nederland | -6,6 | -1,0 | -5,6 |

Bron: Tabellen 1 en 2.

De bezuinigingsdrift na 2010

Het voorgaande toont dat op de korte termijn, voor zover als de recessie voortduurt, het benutten van de werking van de automatische stabilisatoren en eventueel een beetje extra stimuleren, de voor de hand liggende beleidsoptie voor ons land is. Van belang daarbij is de constatering dat er in ons land vanwege de goede verankering van het trendmatige begrotingsbeleid van die automatische stabilisatoren een relatief sterke bestedingsimpuls uitgaat. Voor de lange termijn, dat wil zeggen voor de periode na 2010, geldt een heel ander verhaal. Om voor een *generatiebewuste borging van het publieke belang* te zorgen – de terminologie is ontleend aan WRR (1999, 2000) – dienen de overheidsfinanciën op orde te worden gebracht. Het betekent dat het verschil tussen geprojecteerde uitgaven en inkomsten – het zogeheten houdbaarheidstekort (sustainability gap) –, dat met alle ellende van de afgelopen periode op zo'n 5% van het BBP dreigt uit te komen, drastisch dient te worden teruggebracht. Zo niet, dan is sprake van een onevenredige belasting voor de toekomstige generaties. Dit is de opgave om het beleid generatiebewust te maken.

Vanuit dit perspectief heeft de regering te kennen gegeven dat er in de periode na 2010 flink bezuinigd moet worden. Daartoe zijn de in de inleiding genoemde 19 nieuwe commissies van ambtenaren in het leven geroepen die op verschillende deeltherreinen van

het overheidsbeleid moeten nagaan in welke mate ombuigingen mogelijk zijn. Een bestaande commissie op het gebied van internationale veiligheid heeft als 20^{ste} commissie die opdracht ook meegekregen. Hoeveel bezuinigingen de voorstellen van deze commissies bij elkaar moeten opleveren wordt uit de *Miljoenennota* niet erg duidelijk. Wel heeft ieder van de commissies de opdracht om op hun terrein een variant te presenteren die een structurele bezuiniging van 20% van de netto uitgaven oplevert. Dat zou ongeveer 35 miljard euro opleveren (De Kam, 2009b). Dit bedrag lijkt ongeveer voldoende om het hiervoor genoemde houdbaarheidstekort van 5% BBP op te vullen.

Deze manier om de politieke besluitvorming over de toekomstige ombuigingen uit te stellen kent een aantal problemen. Op zich is er niets op tegen om nu, in 2009, nog geen gedetailleerde besluiten te nemen over maatregelen die pas na 2010 gelden. Het eerste probleem is echter de fijnmazige opsplitsing in de verschillende beleidsgebieden en thema's waar ombuigingen tot stand moeten worden gebracht. De vraag is of deze opsplitsing wel het hele takenpakket van de overheid omvat, of dat er bezuinigingsmogelijkheden door de mazen van het net glippen. Het tweede probleem is dat de inventarisatie aan ambtenaren wordt overgelaten. Het laat zich aanzien dat bij de ambtenaren, en zeker bij degenen die deel uitmaken van de commissies, weinig animo zal bestaan om zich zelf weg te bezuinigen. De reductie van het aantal ambtenaren is een onderwerp dat al jaren hoog op de beleidsagenda van de regering staat. Tot nu toe is het ambtenarenapparaat echter eerder toegenomen dan afgenomen. Bovendien zullen deze commissies van ambtenaren voornamelijk gebruik maken van bestaande onderzoeken en beleidsevaluaties. Het betekent dat de voorstellen volledig binnen de Haagse vertoogcoalitie van de beleidsanalyse – om het zo te noemen – zullen blijven. Weliswaar mogen alle taboes worden doorbroken en alle heilige huisjes worden aangepakt, maar in veel gevallen gaat het daarbij om hervormingen waarvan de opbrengst in termen van bezuinigingen onzeker is. Te denken valt aan versoepeling van het ontslagrecht, activerend arbeidsmarktbeleid, woningmarktbeleid (hypotheekrenteaftrek), levensloopbeleid, rendement van onderwijs en kinderopvang. Onderzoek op deze gebieden laat zien dat er zoveel onderling verbonden mechanismen werkzaam zijn, dat het saldo van maatschappelijke kosten en baten sterk van de in het onderzoek gehanteerde veronderstellingen afhangt.

Het derde en belangrijkste probleem vormt dan ook de combinatie van de beide voorgaande aspecten. De doelstelling van het beleidsonderzoek mag niet alleen een boekhoudkundige opstelling van ombuigingsmogelijkheden te zijn. Het gaat ook om een goede borging van het publieke belang waarbij de economische en maatschappelijke structuur van ons land in deze periode van globalisering wordt versterkt. Dat is wat in dit kader met een verduurzaming van de economie wordt bedoeld. Daartoe is nodig dat alle beleidsthema's in onderlinge samenhang en vanuit een ander en nieuw perspectief worden gezien. Buiten de Haagse vertoogcoalitie om dienen nieuwe wegen te worden ontwikkeld en verbindingen tot stand te worden gebracht die maatschappelijk voordeel opleveren. Een voorbeeld vormen de implementatiekosten van overheidsbeleid (zie bijv. Den Butter e.a., 2009). In het onderzoek naar de effectiviteit van beleidsmaatregelen blijven deze kosten meestal buiten beeld. Hetzelfde geldt voor de transactiekosten binnen de overheid, zoals de afstemmings- en coördinatiekosten tussen de verschillende ministeries en onderdelen daarvan. Denk maar aan de kosten van de onderlinge

discussies en stammenstrijd tussen de 20 commissies en van de daarmee gepaard gaande compromissen. Hier werkt de inventarisatie door ambtenaren en de opsplitsing in beleidsthema's belemmerend. Er wordt slechts gezocht onder het licht van de lantarenpaal. Toch valt juist op dit gebied veel winst te halen. Dat kan door een betere inzet van ICT, maar vooral door een goede institutionalisering waarin de coördinatie tussen overheid en private sector enerzijds, en tussen onderdelen van de overheid anderzijds, tegen zo laag mogelijke transactiekosten wordt gerealiseerd. Dit zou een taak voor een 21^{ste} commissie van buitenstaanders en deskundigen kunnen zijn. Wellicht helpt het dat de Nobelprijs in de economie dit jaar is toegekend aan Williamson, die een fundamentele bijdrage op het gebied van instituties en transactiekosten heeft geleverd. Uiteindelijk is het aan de regering en aan de politiek om de keuze voor de omvang en vormgeving voor de ombuigingen in de periode na 2010 te bepalen. Dan kan en mag niet te sterk geleund worden op de aanbevelingen van de commissies van ambtenaren. Vandaar dat het onverstandig is om op deze aanbevelingen te wachten. De regering zou zich, meer dan nu uit de *Miljoenennota* en daaropvolgende algemene beschouwingen blijkt, proactief dienen op te stellen en richtlijnen dienen te geven hoe de verduurzaming van de Nederlandse economie na de crisis tot stand kan worden gebracht.

Besluit

Financiële instellingen hebben in de afgelopen periode consumenten ertoe aangezet om via kredieten op een flink deel van hun kapitaal als onderpand, de bestedingen te verhogen en hebben daar zelf grote winsten mee geboekt. Dankzij de securitisatie is de onderlinge afhankelijkheid van de financiële instellingen sterk toegenomen, waarbij deze vorm van besmetting ("contagion") de betrekkelijk geringe negatieve schok op de Amerikaanse huizenmarkt tot enorme proporties heeft opgeblazen. Daardoor is het financiële kaartenhuis in elkaar gestort. Het heeft de reële sector in zijn val meegesleurd waardoor we nu in de Grote Recessie zijn geraakt. Om een dergelijke gebeurtenis in de toekomst te voorkomen is het essentieel dat wordt vastgesteld welke (negatieve) externe effecten de besmetting en onderlinge verwevenheid in de financiële sector heeft opgeroepen. Vervolgens dient het macro-prudentieel toezicht ervoor te zorgen dat deze externaliteiten worden geïnternaliseerd. Dit vormt een eerste beleidsopgave die vooral op het bordje van de toezichthouders ligt. Maar ook de regering heeft daar natuurlijk bemoeienis mee. Het is wenselijk dat het toezicht wordt ondersteund door een nieuwe generatie macro-modellen waarin de externe effecten en asymmetrie bij de doorwerking van schokken vanwege de onderlinge verwevenheid van de financiële wereld zijn ingebouwd. Dat vergt nog flink wat onderzoek.

De tweede beleidsopgave betreft het op orde brengen van de overheidsfinanciën in samenhang met een structurele en duurzame versterking van de economie, waarbij de lusten en lasten tussen generaties op evenwichtige wijze worden verdeeld. Daartoe is meer nodig dan een boekhoudkundige exercitie door ambtenaren om via gigantische ombuigingen het houdbaarheidstekort – dit is het verschil tussen geprojecteerde inkomsten en uitgaven van de overheid – in de komende periode te verkleinen. Het vergt een creatieve verkenning hoe de instituties in ons land die voor de borging van het publiek belang zorgen, op meer efficiënte wijze kunnen worden ingericht. Onderdeel daarvan vormen de regelgeving in de relatie tussen overheid en private sector en de coördinatie tussen ministeries en delen daarvan onderling. Een efficiëntieverhoging die

tot lagere transactiekosten leidt kan ervoor zorgen dat de versobering van de overheidsvoorzieningen vanwege de bezuinigingen beperkt kan blijven. Ook dat vergt nog flink wat onderzoek.

Frank den Butter

* Hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit, Amsterdam.

Literatuur

- Bezemer, D.J. (2009), "No one saw it coming"; understanding financial crisis through accounting models, *Munich Personal RePEc Archive Paper* no. 15892.
- Boot, A.W.A (2009), *De Ontwortelde Onderneming; Ondernemingen overgeleverd aan Financiers?* Assen: Van Gorcum Uitgeverij.
- Bullard, J., C.J. Neely en D.C. Wheelock (2009), Systemic risk and the financial crisis: a primer, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 91, blz. 403-417.
- Butter, F. A. G. den (1988), The DNB econometric model of the Netherlands economy (MORKMON), in W. Driehuis, M.M.G. Fase en H. den Hartog (red.), *Challenges for Macroeconomic Modelling*, Amsterdam: North-Holland, blz. 405-431.
- Butter, F.A.G. den (2009a), Falen van de financiële markten, *Bank- & Effectenbedrijf*, 59, blz. 14-19.
- Butter, F.A.G. den (2009b), Vertrouwen als tegengif voor kapitalistische hebzucht, *TPC Tijdschrift voor Public Governance, Audit & Control*, 7 (3), blz. 5-9.
- Butter, F.A.G. den (2009c), *Transactiemanagement; Sleutelcompetentie voor Nederland bij een Regierol in de Globalisering*, SMO 2008-4/5, Den Haag: SMO.
- Butter, F.A.G. den, M. de Graaf en A. Nijsen (2009), The transaction costs perspective on costs and benefits of government regulation, *Tinbergen Institute Discussion Paper* TI 2009-013/3.
- De Nederlandsche Bank (1984), *MORKMON, een Kwartaalmodel voor Macro-economische Beleidsanalyse*, Monetaire Monografieën nr. 2, Deventer: De Nederlandsche Bank N.V./Kluwer.
- De Nederlandsche Bank (2009), Financiële stabiliteit: overheidssteun aan de financiële sector, *DNB kwartaalbericht juni 2009*, blz. 22-25.
- Dolls, M., C. Fuest en A. Peichl (2009), Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe, *IZA Discussion Paper* No. 4310 (July 2009).
- Ewijk, C.van, en C. Teulings (2009), *De Grote Recessie; Het Centraal Planbureau over de Kredietcrisis*, Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- Fase, M.M.G. (1981), Financiële activa, rentevorming en monetaire beheersbaarheid; proeve van een monetair kwartaalmodel voor Nederland, in E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A Szász (red.), *Zoeklicht op Beleid*, Leiden/Antwerpen: Stenfert Kroese BV, blz. 43-81.
- Fazio, A., G. Caligiuri, F. Cotula en P. Savona (1970), *A Model of the Financial sector of the Italian Economy*, Paper gepresenteerd op het Second World Congress of the Econometric Society, September 1970, Cambridge, England.

- Gai, P., S. Kapadia, S. Millard en A. Perez (2008), Financial innovation, macroeconomic stability and systemic crises, *Economic Journal*, 118, blz. 401-426.
- Gallegati, M., B. Greenwald, M.G. Richiardi en J.E. Stiglitz (2008), The asymmetric effects of diffusion processes: risk sharing and contagion, *Global Economy Journal*, 8, Issue 3, Article 2.
- Hagen, J. von, M. Hallerberg en R. Strauch (2002), *The Use and Effectiveness of Fiscal Norms in the European Union*, Den Haag: in opdracht van het ministerie van Financiën.
- Kam, C.A. de (2009a), Economie en overheidsfinanciën, in C.A. de Kam en A.P. Ros (red.) *Jaarboek Overheidsfinanciën 2009*, Den Haag: Sdu Uitgevers, blz. 23-42.
- Kam, C.A. de, (2009b), Bloed, zweet en tranen, *Economisch Statistische Berichten* 94, blz. 582-585 en zijn bijdrage in dit nummer van TvOF.
- Ministerie van Financiën (2009), *Gerichte aanpak 2009 - 2010*, Den Haag, http://www.minfin.nl/Onderwerpen/Financiële_markten/Kredietcrisis/Kabinetsmaatregelen/Gerichte_aanpak_2009_2010 (geraadpleegd op 15 juni 2009).
- Wagner, W. (2009), *In the Quest of Systemic Externalities: a Review of the Literature*, mimeo CentER, European Banking Center, TILEC and Department of Economics, Tilburg.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) (1999), *Generatiebewust Beleid*, Rapporten aan de Regering nr. 55, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) (2000), *Het Borgen van Publiek Belang*, Rapporten aan de Regering nr. 56, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Zalm, G. (2009), The forgotten risk: financial incentives, *De Economist*, 157, blz. 209-213.