

Ons financieel-monetaire systeem is zo goed als failliet

Het financieel-monetaire systeem is zijn ankers kwijt. Banken spelen een te dominante rol en geldstromen flitsen veel te snel de wereld rond. Financial Investigator sprak met Arnoud Boot, Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam, over hoe het systeem geheeld kan worden.

Door Harry Geels

Wat is de huidige staat van de financiële markten?

‘Ik zou liever iets specifieker spreken van het financieel-monetaire systeem. En om maar meteen met de deur in huis te vallen: dat systeem is de facto failliet. Het staat eigenlijk alleen nog overeind omdat het ondersteund wordt door overheden en – als verlengstuk van die overheden – centrale banken, dus feitelijk ook door de belastingbetalers. De ankerpunten die ieder systeem voor zijn houdbaarheid op de lange termijn nodig heeft, zijn weggeslagen. Zo zijn bijvoorbeeld de financiële activa, de uitzettingen, en de passiva, de verplichtingen van banken – cruciale actoren in ons systeem – door de informatietechnologie te marketable, te vloeibaar, geworden. Bankuitzettingen en spaargelden kunnen in een mum van tijd van de ene marktpartij naar de andere worden overgeboekt. Banken kunnen dat niet aan. Ze hebben een balans met veel vreemd vermogen, veelal vluchtig (spaargeld), en hebben dus geen mogelijkheid om zelf risico’s op te vangen. Dankzij de rol van centrale banken als lender of last resort en de zekerheid dat banken bij grote problemen uiteindelijk gered worden, staan ze overeind.

Een tweede manifestatie van die weggeslagen ankerpunten betreft de razendsnelle globale geldstromen. Als er onrust over Italië ontstaat, ruilen beleggers direct Italiaanse staatsleningen voor Duitse.

Als er wereldwijde onrust ontstaat, bijvoorbeeld een oorlog, verplaatsen zich direct enorme sommen kapitaal vanuit de meest risicovolle landen of regio’s in de wereld naar de VS. Een opkomend land dat vandaag nog een beleg-

gingskans is, kan morgen in financiële ongenade vallen. Overheden, centrale banken en soms ook supranationale organisaties zoals het IMF moeten dan meteen te hulp schieten. Vooraf doen we dat ook: toen de ECB de rente ging verhogen, werd meteen het TPI opgetuigd om te voorkomen dat de Italiaanse overheid in financiële problemen zou kunnen komen. Toen de banken bij de negatieve beleidsrente in de problemen kwamen, werd het LTRO-programma in het leven geroepen, waarbij banken 1% rente toe kregen op hun leningen bij de ECB.’

Is zo’n financieel systeem, waarvoor uiteindelijk de belastingbetaler borg staat, wel eerlijk?

‘Die vraag is gemakkelijk te beantwoorden door alleen al te wijzen op de redding met belastingmiddelen van een bank die het jaar ervoor nog gigantische bonussen uitkeerde: nee. Maar zo’n systeem is ook gewoon niet goed voor de economie. Al in de jaren negentig ontstond de trend dat elke rimpeling in de vijver van het financiële systeem moest worden weggewerkt met accommoderend monetair beleid. Alan Greenspan stond aan de basis van beleid dat al snel bekend werd onder de naam ‘Greenspan put’. Hij was goed in het bespelen van de markten en werd al snel geliefd in alle geledingen van de maatschappij. De laatste tien jaar zijn overheden bij iedere crisis op de bres gesprongen. Niet alleen financiële organisaties

werden gered, ook niet-financiële bedrijven. In de VS werd de auto-industrie zwaar gesteund tijdens de kredietcrisis.

We leven in een compensatiemaatschappij, door mij ook wel zonnebloemkapitalisme genoemd,

‘We leven in een compensatiemaatschappij, door mij ook wel zonnebloemkapitalisme genoemd.’

Arnoud Boot

Arnoud Boot is Hoogleraar Corporate Finance en Financiële Markten aan de Universiteit van Amsterdam en Lid van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen. Verder is hij Research Fellow bij het Center for Economic Policy Research in Londen, Voorzitter van de Wetenschappelijke Raad van de Brusselse denktank Bruegel, en Lid van de Financial Economists Roundtable. Eerder was hij onder meer Partner in de Finance and Strategy Practice bij McKinsey & Co, Voorzitter van de Bankraad van DNB, Kroonlid van de SER, en Lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid.



waarin iedereen als een zonnebloem kijkt naar de zon, ofwel de overheid. Niemand lost zijn eigen problemen meer op. Dit verhoudt zich eigenlijk lastig met innovatie en economische en productiviteitsgroei. We vragen ons allemaal af waarom die al twee decennia zo laag liggen.

Te veel mensen, bedrijven en banken liggen aan de beademing van overheden, waar we ook de centrale banken onder kunnen scharen, en dat geeft te weinig economische dynamiek. Maar het systeem loopt op zijn eind. Er is door al dit gesteun te veel leverage opgebouwd. Alle economische sectoren, bedrijven, consumenten en vooral overheden hebben steeds meer schulden. Of we nu kijken naar China, Japan, Europa of de VS, overal liggen de schuldquotes hoog, veel te hoog.'

Dan moet er een keer wat misgaan, een keerpunt komen?

'Ja, de kans dat het een keer misgaat is groot. Dat kan vanuit de politiek, bijvoorbeeld als er een keer een populistische regering komt die de 'stekker uit het systeem trekt', maar ook vanuit het financieel-monetaire systeem zelf, bijvoorbeeld na een faillissement van een grote speler door het cascade-effect. Maar met kunst- en vliegwerk en inflatie, die in een schuldenklimaat waarschijnlijk wel langere tijd wat hoog blijft, kan het huidige systeem nog wel een tijdje voort, mits iedereen denkt dat die steun doorgaat. Met zulke hoge schuld niveaus wordt dat echter steeds lastiger, en er komt dan een moment dat iedereen het vertrouwen verliest. Dat is dan het keerpunt met grote verstoringe gevolgen.

Wat we eigenlijk nodig hebben, is enerzijds betrouwbaardere, meer op de lange termijn georiënteerde politiek, en anderzijds meer kwalitatieve financiële integratie. Voor dat laatste moeten we overstappen van

korte financiering en veel te grote dominantie van banken naar lange of meer risicodragende financiering, eigen vermogen dus, of naar meer Foreign Direct Investments. Dergelijke financieringen zijn veel minder vluchtig. Ze geven veel meer vastigheid dan de korte, vluchtige geldstromen. Als we daar op de een of andere manier in slagen, dan kan het systeem eventueel met stille trom hervormd worden.

Het probleem is echter dat de Capital Markets Union in de EU maar moeilijk van de grond komt. Dat bemoeilijkt ook investeringen in andere landen. Ieder land heeft per saldo zijn eigen financiële systeem, met eigen procedures, kapitaalmarktbarrières enzovoort. Hierdoor blijven we te sterk afhankelijk van de banken, die eigenlijk de risico's niet kunnen dragen, en wordt voorkomen dat institutionele partijen, die wel makkelijker risico's kunnen dragen en gemakkelijker lange financieringen of eigen vermogen kunnen verschaffen, een belangrijkere rol spelen in het systeem. Het terugbrengen van de dominantie van banken zou het systeem veel robuuster maken. Maar daar zitten de banken zelf natuurlijk niet op te wachten. En de centrale banken ook niet, want de commerciële banken zijn een verlengstuk van het monetaire beleid.

Soms horen we weleens dat pan-Europese bankfusies het systeem stabielere zouden maken. Alstublieft niet! Dan creëren we nog grotere, minder grijpbare en uiteindelijk labielere financiële machten. Grensoverschrijdende bankfusies werken hoe dan ook niet, want veel banken zitten uiteindelijk vast aan hun eigen nationale elite.'

Dus ook de rol van de centrale banken is veel te sturend?

'Ja, net als bij de commerciële banken moet ook de rol van de centrale banken verminderen. Maar dat ze zich zo'n grote rol kunnen >

'Als het economisch goed gaat, moet de overheid terugschalen.'

‘Wat we eigenlijk nodig hebben, is enerzijds betrouwbaardere, meer op de lange termijn georiënteerde politiek, en anderzijds meer kwalitatieve financiële integratie.’

aanmeten is ook deels te wijten aan hoe de maatschappij functioneert. Ze zijn eigenlijk een onmisbare schakel in het zonnebloemkapitalisme. Als

overheden iedere keer maar weer meer geld uitgeven, dan moet de centrale bank trachten tegenwicht te geven. En als de overheid te hoge schulden heeft (zie Italië), dan probeert de ECB de lasten ervan behapbaar te houden. In recessies is een grotere rol van de overheid noodzakelijk, maar als het economisch goed gaat, moet de overheid terugschalen. Helaas weten we uit de praktijk dat dit niet gebeurt.

Eigenlijk moet de overheid nu, bij de zo goed als volledige werkgelegenheid, een grote stap terug doen. Iedere extra investering is immers nu per definitie inflatoir. Maar helaas, in onze huidige moderne democratie moeten kiezers blijkbaar iedere keer weer tevreden worden gehouden met extra overheidsuitgaven.

Gelukkig proberen de centrale banken nu wel tegen te sturen door een hogere beleidsrente. Maar zoals gezegd, zo krijgen ze meteen weer een grotere rol. Ze moeten immers de boel bij elkaar houden, zoals de bankensector in de VS of de landen in de eurozone, met een TPI.

Toegegeven, ze grijpen, bedoeld of onbedoeld, andere mogelijkheden aan om hun rol te vergroten. Laat ik het voorzichtig uitdrukken: ze zijn zó gevoelig geworden voor alles wat er in de maatschappij leeft, van ongelijkheid tot klimaat, dat ze menen daar ook allemaal beleid voor te moeten maken. Ze dreigen daarmee hun mandaat te ver op te rekken en een speelbal te worden van de politiek. Ik zet bijvoorbeeld vraagtekens bij in hoeverre centrale banken hun opkoopbeleid of kwantitatieve verruiming moeten toetsen aan duurzaamheidscriteria. De centrale banken hebben ons de laatste decennia veel gegeven. Nu staat echter hun onafhankelijkheid wat mij betreft ter discussie.’

Spelen de weeffouten van het eurosysteem ook nog een rol?

‘Het eurosysteem werkt inderdaad verre van perfect. De oplossing is echter niet om dan de euro maar te ontbinden. Ten eerste niet omdat de ontrafeling van het systeem enorme, onvoorspelbare gevolgen zal hebben voor de landen die eraan deelnemen. Ten tweede is het geen goed idee omdat we grote problemen hebben in de wereld, die

van de politieke machtsverhoudingen en -spanningen, en die noodzaken ons om elkaar vast te houden. Kijk naar de

Russische agressie. Europa moet ook machtiger worden, een tegenmacht kunnen vormen tegen de VS en China. Daar kan de euro een rol bij spelen, als de derde reservevaluta, naast de dollar en de renminbi.

De grote vraag is of Europa erin slaagt om meer politieke en daarmee ook economische macht naar zich toe te trekken. Het is daarbij belangrijk dat we de interne markt flink versterken door de Europese common goods, zoals de fysieke, financiële en energie-infrastructuur tussen de landen, sterk te verbeteren. Met de trein naar Brussel of Frankfurt lukt nog wel vanuit Amsterdam, maar op elk ander traject is het een heel andere onderneming. Ieder land heeft ook nog zijn eigen energie-infrastructuur, en over het niet van de grond komen van de Capital Markets Union hebben we het al gehad. De grensoverschrijdende infrastructuur is in de EU ver onder de maat.’

Een veel kleinere rol voor banken en een grotere rol voor risicodragend vermogen en institutionele beleggers, een effectieve Capital Markets Union, en de Europese common goods: komt uw verhaal aan bij de politiek? En heeft u wellicht zelf nog politieke ambities?

‘Ik zit bij veel politieke discussies aan tafel, bij zo goed als alle belangrijke publieke instituties en politieke partijen. Mijn verhaal komt zeker aan. Helaas is en blijft de politiek gedreven door de korte termijn. Totdat de wal een keer het schip keert, natuurlijk. Vanuit mijn verschillende rollen als onafhankelijk adviseur blijf ik echter overal mijn visie uitdragen.

Door die verschillende rollen ben ik genoeg insider om effectief te zijn en genoeg buitenstaander om een onafhankelijke kijk op zaken te hebben. Ik ben er volgens mij altijd wel goed in geslaagd om wetenschappelijk werk te combineren met beleid en bedrijfsleven. Het is een ware kruisbestuiving waar ik ontzettend veel energie van krijg. Als ik beleid saai vind, doe ik meer met ondernemingen en vice versa. Ik ben in mijn doen en laten absoluut geen politicus. Ik ben ook geen lid van een politieke partij. Als vakminister van financiën of economische zaken? Vanuit opportunisme zeg ik nooit nooit. Maar mijn huidige rol is mij op het lijf geschreven.’ ■