

VU Research Portal

Falen van de financiële markten

den Butter, F.A.G.

published in

Bank en effectenbedrijf

2009

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G. (2009). Falen van de financiële markten. *Bank en effectenbedrijf*, 59, 14-19.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

Gepubliceerd als F.A.G. den Butter, 2009, Falen van de financiële markten, *Bank- & Effectenbedrijf*, 59, jan/feb 2009, blz. 14-19.

Falen van de financiële markten

Auteur: Frank A.G. den Butter, Hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit Amsterdam.¹

Inleiding

In de moderne markteconomie is het samenspel van de overheid en de private sector van cruciaal belang. De economische theorie (“public economics”) leert dat het voornaamste argument voor overheidsbemoeienis hierbij, naast herverdeling, de reparatie van marktfalen is. Het betekent dat de overheid onder meer moet voorkomen dat negatieve externe effecten optreden, waarbij beslissingen van de één nadelig voor anderen of voor de hele maatschappij zijn. Voorkomen en reparatie van marktfalen is dan ook het enige valide argument voor het toezicht op de financiële instellingen en voor de regulering daarbij. Het toezicht daarop dient dus te zijn gebaseerd op kennis van de externe effecten die zich voordoen, of zouden kunnen voordoen, in de organisatie van de financiële markten. Dit artikel betoogt dat deze kennis in de afgelopen periode onvoldoende aanwezig was. Daarom is de hoofdoorzaak van de kredietcrisis het feit dat het toezicht het falen van de financiële markten onvoldoende heeft onderkend en daardoor niet heeft weten te voorkomen. Zo is een systeemcrisis ontstaan die het hele financiële kaartenhuis heeft doen instorten.

Een belangrijke reden is dat het toezicht zich veel te veel heeft geconcentreerd op het micro-niveau van de afzonderlijke banken. Achteraf kan worden geconstateerd dat daarbij het zicht op de onderlinge afhankelijkheid van de financiële instellingen is verwaarloosd. De financiële innovatie van de securitisatie, waarbij allerhande langlopende activa in pakketjes zijn herverpakt en doorverkocht, heeft deze onderlinge afhankelijkheid vergroot. Het gevolg was dat de negatieve externe schok van de dalende huizenprijzen in de VS enorm is opgeblazen.

Het vervolg van dit artikel bespreekt eerst de rol van de securitisatie als financiële innovatie. Vervolgens passeert de “fallacy of composition” de revue. Dit betreft de waarneming dat het gedrag op macroniveau geen optelsom van het gedrag op microniveau is wanneer zich externe effecten voordoen. De vraag is vervolgens welke externe effecten in de doorwerking van de initiële schok in de kredietcrisis de bron van de systeemcrisis hebben gevormd en daarmee hebben bijgedragen aan de ineenstorting van de financiële markten. Kennis van die externe effecten kan tot een verbetering van de inrichting van het systeem en van het toezicht leiden. Dit leidt tot een aantal conclusies.

Financiële innovatie: van zegen tot vloek

¹ Met dank aan Wim Boonstra, Jan Willem van den End en Wietse van Scheltinga en voor nuttige opmerkingen op een eerdere versie.

De financiële innovatie van de securitisatie ligt aan de basis van de kredietcrisis. Door deze doorverkoop van pakketjes activa – waaronder de “onveilige” subprime hypotheeklen - met verschillende risicoprofielen verdween het zicht op de omvang van de onderliggende risico's. Het verpakken en doorverkopen van deze activa valt te vergelijken met water uit een rivier met verschillende bronnen. Aan de benedenloop weet men niet meer uit welke bron het water oorspronkelijk afkomstig is. Dat kan en wil men dan ook niet meer nagaan. In de aanloop tot de kredietcrisis hebben die partijen de pakketjes gekocht, die het risico het laagst inschatten en daarmee dus uiteindelijk onderschatten. Dit doet denken aan het probleem van de vloek van de winnaar (de “winners curse”): zie Box 1.² Opgemerkt zij dat in deze interpretatie het te laag inschatten van het risico, en dus het genoeg nemen met een te lage risicopremie, niet als irrationeel of foutief gedrag kan worden aangemerkt. Het is gewoonweg de uitkomst van het kansmodel wanneer er onzekerheid over de omvang van de risico's bestaat, ook in geval van verschillen in voorkeur ten aanzien van de risico's. Deze onzekerheid over de risico's en de onbekendheid met de financiële producten, gekoppeld aan het feit dat deze werden herverpakt en doorverkocht, vormt dus de kern van het probleem.

Bij de stijgende huizenprijzen in de VS bleef het probleem nog verborgen. De financiële innovatie van de securitisatie werd zelfs als een zegen gezien omdat het de risicospreiding over de financiële instellingen leek te bevorderen, en omdat het onhandige activa, die zoals hypotheeklen langdurig vastliggen, beter verhandelbaar en daarmee liquide maakte. De securitisatie werd ook als gunstig beoordeeld omdat deze bij de stijgende huizenprijzen, die in dit verband als een positieve schok kunnen worden gezien, als schokversterking werkte. Dit bracht voor de financiële instellingen positieve tweede orde effecten met zich mee. Het betekende immers dat de hypotheekverstrekkers hun hypotheeklen konden doorverkopen en met het daarmee verkregen geld nieuwe hypotheeklen konden verstrekken. Hiermee werd wel de kiem gelegd voor een excessieve kredietverlening, zodat op lange termijn deze ontwikkeling eerder nadelig dan voordelig uitwerkte. Het ging dan ook echt mis toen de huizenprijzen gingen dalen en de positieve schok omsloeg in een negatieve schok. Nu bleek ook de negatieve schok enorm te worden versterkt terwijl toch het idee was dat de risicospreiding een schokdempend effect zou hebben. Kennelijk is er sprake van een asymmetrie – d.w.z. een omslag - in de externe effecten van de securitisatie: positief bij een positieve schok en negatief bij een negatieve schok³. Zo werd deze innovatie van zegen tot vloek.

Voor een goed begrip voor het ontstaan van de crisis is het van belang onderscheid te maken tussen de schok zelf en de manier waarop deze zich in het systeem heeft kunnen voortplanten. De initiële schok was in dit geval betrekkelijk gering maar de voortplanting van de schok in het systeem is versterkt door het feit dat dankzij de schok en de eerste gevolgen daarvan de wederzijdse verstrengeling van de banken veel sterker bleek dan dat in rustige tijden werd verondersteld. Hiervoor wordt de term besmetting (“contagion”) gebruikt. De

² Zie ook F.A.G. den Butter en B. Compajen, 2007, De vloek van de winnaar schokt de financiële wereld, *Fiducie*, 15, (1), blz.20-28.

³ Aldus M. Gallegati, 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.

Wereldbank schrijft in dit verband: “contagion occurs when cross country correlations increase during crisis times relative to correlations during tranquil times”. De securitisatie kan worden gezien als een vorm van onveilig vrijen die tot een wereldwijde besmetting van financiële instellingen heeft geleid. Vandaar dat ik van onveilige hypothekeken spreek.

Box 1 De vloek van de winnaar

Een kernprobleem bij de spreiding van kredietrisico's als oogmerk van de securitisatie is de heterogeniteit van kredietbeoordeling. Kredietrisico's worden niet door alle kredietverleners op dezelfde wijze beoordeeld, te meer daar het hier om inschatting van onzekerheden gaat. Een vergelijkbaar probleem bestaat bij een aanbesteding in de bouw, waarbij de opdracht wordt gegund aan degene die de laagste prijs heeft opgegeven. Er bestaat een flinke kans dat deze “winnaar” de kosten te laag heeft ingeschat en dat deze uiteindelijk verlies zal leiden – of, wat nog erger is, de opdracht niet zal kunnen uitvoeren. Dit heet de vloek van de winnaar (“the winners curse”). Nobelprijs winnaar Vickrey heeft zelfs een systeem bedacht – de Vickrey veiling- om deze vloek te vermijden, namelijk door de opdracht te gunnen aan degenen met de laagste prijs tegen de prijs die de op een na laagste bidder heeft opgegeven. In meer algemene zin doet dit probleem zich op iedere door een veilingstelsel gekarakteriseerde markt voor waar ter veiling gebrachte objecten aan de hoogste bidder worden verkocht. In het geval van de doorverkoop van de risico's is de financier die het risico het laagst inschat en daardoor de laagste risicopremie vereist, bereid de “hoogste” prijs te betalen. Het betekent dat degenen die het risico laag inschatten, eigenaar van het risico worden en dat dus de risico's systematisch worden onderschat. Deze kruik gaat zolang te water tot hij barst. Het is evident dat bij de moderne vormen van securitisatie, waarbij risico's in steeds andere samenstellingen en verhoudingen worden doorverkocht en doorverkocht, deze vloek van de winnaar een schokversterkende werking heeft.

Van micro naar macro

Deze besmetting vormt de kern van het probleem dat de initiële schok tot een wereldwijde crisis in de monetaire sfeer heeft geleid die vervolgens ook de reële sfeer heeft aangetast en een mondiale recessie heeft teweeg gebracht. Voor een goed begrip hiervoor is een macro-economische analyse nodig van de mechanismen die bij de doorwerking van de schok spelen. De analyse is tot nu toe vooral micro-economisch geweest en heeft betrekking op het gedrag en risicomanagement van de individuele financiële instellingen. Vanuit dat gezichtspunt valt echter niet te begrijpen wat er bij het toezicht is misgegaan. Op het niveau van individuele financiële instellingen was er bij de meeste instellingen namelijk niet zo veel aan de hand. De banken en andere kredietverleners voldeden aan de eisen die de toezichthouders stelden. Niet werd onderkend dat hier sprake was van een “fallacy of composition”. Het betekent dat de som van individueel gedrag op micro-niveau niet de gevolgen van dat gedrag op macro-niveau beschrijft (zie Box 2). Het toezicht had voornamelijk oog voor de hoekpunten in de figuur van Escher en besefte daarom onvoldoende dat het totaalbeeld niet deugt.

Om de ‘fallacy of composition’ in de kredietcrisis te illustreren kan een vergelijking gemaakt worden met 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 hoe

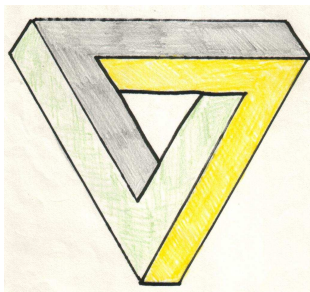
een innovatie een versterking van negatieve externe effecten tot gevolg kan hebben wanneer er geen goede regulering van die externe effecten is. Bij een adequate regulering kan er dan sprake van zijn van positieve externe effecten. Het voorbeeld van de vissers en vangstbeperkingen toont ook hoe moeilijk 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. Het verschil is dat de banken hopen op een bailout zodat het slechte gedrag op anderen wordt afgewenteld.

Box 2 De fallacy of composition

De "fallacy of composition" is het fenomeen dat individueel gedrag dat beoogt op micro-niveau de welvaart te verhogen, op macro-niveau niet zo behoeft uit te pakken en zelfs in het tegendeel kan verkeren. Het bekende voorbeeld is een voetbalstadion met allemaal zitplaatsen. Wanneer toeschouwers op de eerste rijen gaan staan om beter te zien, levert hen dat tijdelijk beter zicht op. Het gevolg is echter dat iedereen gaat staan en uiteindelijk het hele stadion het zelfde zicht heeft als voorheen, maar iedereen staat in plaats van zit zodat de totale "welvaart" is afgenomen. De Nederlandse grafisch kunstenaar Escher was gefascineerd door de fallacy of composition. De figuur laat dit in gestileerde vorm zien. Wanneer men uitsluitend de hoekpunten beziet – het micro perspectief – klopt de tekening, maar met het totaalbeeld – het macro perspectief- is duidelijk wat mis.

De fallacy of composition in dit geval van risicospreiding houdt in dat wanneer alle individuele beleggers en financiële instellingen hun risico's in pakketjes samenvoegen met weinig risicovolle beleggingen en zo doorverkopen, op macro niveau het totale risico niet afneemt. Weliswaar zorgt de risicospreiding voor een lagere benodigde risicopremie vanwege een lagere te verwachten volatiliteit, de benodigde buffer om de schade van deconfiture op te vangen, blijft voor de totaliteit hetzelfde. Aangezien het financiële systeem wereldwijd een gesloten systeem is, komen de risico's die de banken en speculatieve beleggers in pakketjes hebben doorverkocht, uiteindelijk weer in vermomming op hun bordje terug. Het feit dat via de securitisatie deze risico's buiten de balans geplaatst zijn doet daar niets aan af. Integendeel. Dankzij de constructie via de speciaal voor de doorverkoop van risico's opgerichte bedrijfjes blijft het uiteindelijke risico nog minder zichtbaar dan wanneer dit allemaal wel via de balans van de financiële instellingen zelf zou verlopen.

Figuur De fallacy of composition volgens Escher



Inzicht in externe effecten

Voor goed toezicht is het dus essentieel dat onderkend wordt welke externe effecten er op macro-niveau spelen. Helaas is dat zeer moeilijk gebleken. Immers, wanneer deskundigen precies hadden kunnen aangeven waar het marktfalen gerepareerd diende te worden, hadden de toezichthouders op adequate wijze kunnen reguleren. Wel degelijk is er door deskundigen op gewezen dat er systeemrisico's verbogen zaten in de manier waarop de financiële markten steeds omvangrijker geldstromen deden ontstaan waardoor de onderlinge verwevenheid steeds groter werd. Opmerkelijk in dit verband is de opmerking van bestuursvoorzitter van de Rabobank Heemskerk tijdens de hoorzitting van de Tweede Kamer op 26 november 2008, dat hij de modellen van de bank, die het risico voor de bank beschreven, niet vertrouwde en besloot om de onveilige hypotheeklen zoveel mogelijk te verkopen (volgens NRC Handelsblad, 27 november 2008, blz. 17). Intuïtief had deze bankier het gevoel dat er op macro-niveau iets niet pluis was, maar de risicomodellen voor de individuele banken boden hier geen inzicht.

De toezichthouders beschikken wel degelijk over modellen die vanuit de systeembenadering de risico's van een negatieve schok en de daarbij optredende externe effecten beschrijven. Ook die bieden echter nog niet een adequaat inzicht in de bron van het falen van de financiële markten. Zo beschrijft het model van Gai en anderen de financiële intermediatie vanuit een algemene evenwichtsbenadering waarbij de externaliteit optreedt in geval van gedwongen verkopen van activa tijdens de periode van stress⁴. Deze externaliteit roept een zichzelf versterkend effect op waardoor de economie verspringt van een evenwicht met een goede financiële intermediatie naar een evenwicht zonder financiële intermediatie. Volgens dit model is de kans op zo'n systeem crisis dankzij de financiële innovaties kleiner geworden, maar wanneer de crisis zich voordoet is deze heftiger dan voorheen. Vermakelijk is dat met een gecalibreerde versie van het model berekend is dat een milde recessie zich eens in de zes jaar voordoet maar een diepe systeemcrisis slechts eens in de 200 jaar (!). Bij de Nederlandsche Bank is een model in gebruik dat de reactie van banken beschrijft wanneer deze als gevolg van een externe schok hun liquiditeitspositie moeten aanpassen.⁵ Het model beoogt na te gaan in hoeverre de banken bestand zijn tegen een dergelijke schok. ("stress-tester") De reactie van de banken op elkaars gedrag zijn tweede orde effecten die zijn op te vatten als externe effecten. Volgens de modeexercities zouden grotere liquiditeitsbuffers en beter liquiditeitsmanagement bij banken, zoals door Basel voorgesteld, het risico van instabiliteit in het financiële systeem hebben verkleind. Dit model geeft echter niet weer hoe de economie na een schok via een versterking van het besmettingsmechanisme in een nieuw evenwicht kan raken waarbij alle liquiditeitsstromen en onderlinge kredietverlening tussen

⁴ P. Gai, S. Kapadia, S. Millard en A. Perez, 2008, Financial innovation, macroeconomic stability and systemic crises, *Economic Journal*, 118, blz. 401-426.

⁵ J.W. van den End, 2008, Liquidity stress-tester: a macro model for stress-testing banks' liquidity risk, *DNB Working Paper* No. 175, Mei 2008.

banken zijn opgedroogd. In die zin biedt het model ook geen verklaring voor de doorwerking van de huidige crisis naar de reële economie.

Toezicht voor de toekomst

Om de toezichthouders in de toekomst een handvat te geven om het systeem risico in te perken en de kans op een wereldwijde ineenstorting van het financiële kaartenhuis te verkleinen, is nu eerst en vooral nodig inzicht te verwerven welke externe effecten in de verwevenheid van de financiële wereld essentieel zijn. Vervolgens kunnen dan voorschriften en regelgeving worden uitgewerkt, waardoor deze externe effecten zo goed mogelijk worden geïnternaliseerd. Het eerder genoemde artikel van Gallegati en anderen geeft in dit verband een interessante analyse van de huidige problemen. Deze auteurs beschrijven in een eenvoudig theoretisch model hoe een schok zich kan voortplanten in een financieel systeem waarbij tegelijkertijd sprake is van risicodeling via securitisatie en besmetting. Er dient te worden onderscheiden tussen een gunstig economisch getij (bv. met stijgende huizenprijzen) en ongunstig economische getij (bv. met dalende huizenprijzen). In het eerste geval levert de onderlinge afhankelijkheid van de financiële activa een welvaartsvoordeel op, maar in het laatste geval is die afhankelijkheid nadelig voor de welvaart. Een kanteling in het getij doet dus de positieve externe effecten van de financiële innovatie omslaan in negatieve externe effecten. Dat komt omdat individuele banken geneigd zijn zich onderling meer van elkaar afhankelijk te maken dan dat in ongunstig getij goed voor de welvaart is. Het risico van besmetting doet dan de volatiliteit van de uitkomsten toenemen zodat het de mogelijkheid van de financiële netwerken om risico's te delen, vermindert.

Wat betekent deze analyse voor het toezicht? Tijdens gunstig economisch getij dient het toezicht er op te zijn gericht om zoveel mogelijk de onderlinge afhankelijkheden tussen banken, die tot besmetting kunnen leiden, door te snijden terwijl wel de ruimte wordt gelaten aan financiële constructies die risicodeling beogen. In ongunstig economisch getij dient het reguleringsbeleid waar mogelijk op cruciale punten de economische verstrengeling te ontvlechten en onderlinge afhankelijkheden te verbreken. Als laatste redmiddel kan gerichte hulp aan financiële instellingen worden geboden zodat een faillissement wordt voorkomen. Daarbij is het wel nodig dat alleen het bankroet van de instelling wordt vermeden maar dat niet de kosten van het bankroet voor de leiding van de instelling wordt vermindert. Wanneer de leiding namelijk uitzicht op een dergelijke bailout heeft, bestaat de neiging nog meer afhankelijkheden tussen de instellingen te creëren dan zonder dat uitzicht, zodat de gevolgen van de besmetting nog ernstiger zijn. Dus een "bailout for banks but not for bankers". Dit voorkomt dat slecht gedrag wordt beloond en dat ook voor de toekomst op een bailout wordt gerekend.

Het verlagen van het besmettingsgevaar om het systeemrisico te verminderen is een eerste les die uit de kredietcrisis wordt geleerd. In dat verband wordt wel een grotere diversiteit in de regelgeving bepleit, waarbij er instellingen zijn die liquiditeit kunnen verschaffen wanneer andere instellingen erbij neervallen.⁶ Ook wordt wel de aanbeveling gedaan om terug te

⁶ Zie bv. A. Lucas, *Crisis op de financiële markten; hebzucht en risicobeheer*, Rede Dies Natalis, Vrije Universiteit, 20 Oktober 2008.

keren naar een systeem met “narrow banking” waarbij weer een scheiding van verzekeringsmaatschappijen, zakenbanken en particuliere (consumenten)banken wordt aangebracht. Een andere geopperde oplossing is terug keren naar banken van nationaal formaat, zodat er ook minder internationale coördinatie van toezicht nodig is.

Rol van vertrouwen en emoties

Hoe dit ook zij, de grote verscheidenheid aan analyses van de kredietcrisis en het verschil in aanbevelingen hoe zo’n crisis in de toekomst kan worden vermeden, tonen dat nog veel onderzoek naar de oorzaken en achtergrond van de crisis nodig is. Het verdient aanbeveling vanuit een onafhankelijke blik hiertoe een coherent onderzoeksprogramma op te stellen. Daarbij is vooral 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. Een rol voor de overheid hierbij is de terugkeer naar het evenwicht van wederzijds vertrouwen te bevorderen, 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, te nationaliseren dan wel te herkapitaliseren. Dat vertrouwen in de overheid is in zo’n situatie, waarbij het vertrouwen in de banken is verdwenen, zeer veel geld waard, en de overheid heeft die positie uitstekend benut.

Het is een misverstand te denken dat emoties hierbij een hoofdrol hebben gespeeld. Verwijzing naar emoties en niet-rationeel gedrag levert geen analyse op die voor het macrotoezicht 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.

Besluit

De huidige wereldwijde recessie is een gevolg van falen van de financiële markten. Daarmee is de recessie volledig toe te schrijven aan transmissie vanuit de monetaire sector. De oorzaken dienen dan ook in de financiële wereld te worden gevonden. Onbegrip voor marktfalen waarbij het toezicht vooral uit gedetailleerde regelgeving op het microniveau van individuele instellingen bestaat, maar waarbij analyse van het systeemrisico op macroniveau is veronachtzaamd, vormt de voornaamste oorzaak. Voor een oplossing, en om een dergelijke systeemcrisis in de toekomst te voorkomen, is beter inzicht in de externe effecten van het gedrag van financiële instellingen nodig. Ontvlechting van afhankelijkheden in het financiële netwerk, die het gevolg zijn van allerhande financiële innovaties, is daarbij een optie om de externe effecten beter te doen internaliseren en het marktfalen te doen repareren. In abstracto betekent dit internaliseren dat de risico’s van de financiële instellingen beter moeten worden bijgesteld. Dit vergt een macro-economisch perspectief en uitbreiding van het mandaat van de

toezichthouders. In plaats van boomkenners zijn boswachters nodig die door de bomen het bos kunnen overzien. Het macro-prudentieel toezicht op basis van macro-indicatoren dient het raamwerk te vormen waarbinnen toezicht op individuele instellingen plaatsvindt. Terugkeer naar het aloude Nederlandse systeem van directe kredietrestricties, waarmee zowel de conjunctuur als het financiële systeem werd gestabiliseerd is niet wenselijk.⁷ Uit de indertijd verkregen stabiliteit kan echter wel lering worden getrokken voor de toekomst. Indicatoren over de omvang van de kredietverlening, over de vermogensvorming die tot directe bestedingstransmissie leidt, en over verhouding tussen interne financiële stromen en financiële stromen naar de reële sfeer, kunnen een beeld geven van de stabiliserende dan wel destabiliserende functie van de monetaire transmissie.

De optiek van het marktfalen van dit artikel biedt ook een weerwoord aan degenen die iedereen (bankiers, toezichthouders, raden van commissarissen, aandeelhouders, overheid, monetaire beleidsmakers, consumenten) een beetje schuldig achten, zodat niemand zich echt schuldig hoeft te voelen. Neen: bankeconomen en risicomangers hebben als tovenaarsleerlingen het financiële kaartenhuis laten ontstaan zonder het echt goed te begrijpen. Toezichthouders, geholpen door wetenschappers, hadden dat beter moeten doorzien en proberen te voorkomen. Gezegd dient te worden dat toezichthouders inderdaad hebben gewezen op het toegenomen gevaar van de procyclische impulsen van het financiële systeem, en op het verschil tussen micro-prudentieel toezicht en macro-prudentieel toezicht.⁸ Maar echt zicht op het marktfalen en de reparatie daarvan ontbrak.

⁷ Zie F.A.G. den Butter., 1977, Het na-oorlogse kredietrestrictiebeleid in een macro-economisch perspectief, *Bank- en Effectenbedrijf*, 26, blz. 416-420.

⁸ Zie bv. C. Borio, 2006, Monetary and fiscal stability: Here to stay?, *Journal of Banking and Finance*, 30, blz. 3407-3414; C. Borio, 2006, The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand?, Ch. 7 in *Erfaringer og Udfordringer, Kredittilsynet 1986-2006*, Jubileumsskrift – 20 år som integrert finanstillsyn, Kredittilsynet, blz. 108-120.