

de zekerheid hadden gehad dat ze de risico's via ingewikkelde constructies snel konden afwentelen. Anderzijds moet ook gesteld worden dat de gelegenheid de dief heeft gemaakt. De toezichthouders hebben de kat wel erg op het spek gebonden. In die zin heeft Wouter Bos het gelijk aan zijn zijde.

Ondanks de politieke controverse over de aanpak van de financiële crisis en het opnieuw optuigen van een effectieve regulering van het financiële systeem moet geconstateerd worden dat de ideologische verschillen over de aanpak, ook tussen Bos en Balkenende, per saldo niet zo groot zijn als voorgesteld. Beiden zijn representanten van de calvinistische traditie, die hun opleiding ontvingen aan de Vrije Universiteit. Met de papelepel is hun het gedachtegoed uit de Heidelbergse catechismus ingegoten dat de mens "onbekwaam is tot enig goed en geneigd tot alle kwaad". Als er al enige hoop is op verbetering van de menselijke soort dan zal dit langs de weg van de evolutie moeten plaatsvinden en daar kan bezwaarlijk op worden gewacht. Naar verwachting zullen daarom de maatregelen die zullen worden genomen, althans in ons land, heel ver gaan in de richting van een regulering zoals die door Wouter Bos is aangegeven.

Balkenende pleit voor ruimere toepassing van het Rijnlandse model en verwoordt dat in zulke abstracte termen dat er geen concrete maatregelen uit te destilleren zijn. De drie koppelingen die hij noemt – 1) markt-

namiek en zekerheid, 2) eigen verantwoordelijkheid en algemeen belang en 3) geloof in eigen kunnen en wederzijds vertrouwen – klinken mooi, maar de crux zit juist in de uitwerking daarvan. Nog daargelaten of die koppelingen in werkelijkheid te maken zijn of dat hier slechts een taalkundig spel met vierkante cirkels wordt gespeeld.

WET VAN BEHOUD VAN RISICO

Waarschijnlijk is moral hazard met regulering niet voor eens en altijd uit te bannen. Een herbezinning op risico zal in dit verband ook noodzakelijk zijn. Ondanks al het denkwerk over risicoreductie in de afgelopen halve eeuw, dat een serieuze aanvang nam met de portefeuilletheorie van Harry Markowitz in 1952, zijn er per saldo maar weinig vorderingen op dit terrein gemaakt.

Het is zelfs maar de vraag of risico in de praktijk werkelijk te reduceren valt. Het lijkt erop dat de ene vorm van risico ongemerkt in een andere vorm overgaat. Evenals voor energie zou voor risico wel eens de wet van behoud kunnen gelden. Als het risico binnen een beleggingsportefeuille dankzij spreiding is gereduceerd, wordt meestal tegelijkertijd zoveel financiële leverage toegepast dat het risico op het oude niveau terugkeert. In nog ruimer verband geldt dat waar financieel risico door een overheid wordt gedragen, risico verkleed als moral hazard haar plaats inneemt.

Dat zal de overheid er niet van weerhouden om banken, hedge funds en vermogensbe-

heerders in een strak keurslijf van regels te dwingen. Het zojuist door eurocommissaris Kroes uitgebrachte voorontwerp over nieuwe regels voor banken schept de mogelijkheid dat de banken die staatssteun hebben ontvangen vijf jaar lang onder een streng regime blijven geplaatst. Banken zullen moeten aangeven dat hun beloningsbeleid niet uitdaagt tot onverantwoorde kortetermijnrisico's.

Dat laatste kan niet anders betekenen dan dat bonussen waarvan de omvang rechtstreeks afhangt van gegenereerde commissies en handelswinst zullen moeten worden verboden. In de tot nog toe gevolgde praktijk konden handelaren tot een derde deel van de winst als bonus opeisen. Slechts bonussen als generiek middel om employés tot grotere inspanningen aan te sporen, in redelijke proportie tot het jaarsalaris, zullen vermoedelijk nog worden toegestaan. Hiermee is een belangrijke bron van moral hazard die het gevolg is van een asymmetrische beloningsstructuur geëlimineerd.

Het zal aan de bankensector zelf, in Europa gecoördineerd door de Bank of International Settlements (BIS), moeten worden overgelaten om nieuwe regels voor solvabiliteit op te stellen. De BIS moet worstelen met een probleem dat al lang in de financieringstheorie voor principieel onoplosbaar wordt gehouden, namelijk het vaststellen van de optimale financiële structuur. Op het hoogtepunt van de financiële verdwazing leenden de grootste waaghalzen onder de bankiers een dollar of euro aan eigen vermogen vijftig keer uit. Momenteel zal de verhouding eerder liggen rond 1 op 20 en mogelijk zal de norm verder opschuiven naar een solvabiliteit van 1 op 10. Zelfs die verhouding zal door financiële fundamentalisten nog als riskant worden beschouwd.

Het proces van de afslanking van bankbalansen, de deleveraging, is daarom waarschijnlijk nog niet halverwege gevorderd. Krediet wordt de komende jaren schaarser en dat zal opwaartse druk op alle renteniveaus met zich meebrengen. Die trend lijkt inmiddels al te zijn ingezet. Beleggers moeten zich dan ook niet al te blind staren op het technisch herstel van de afgelopen drie maanden en onder ogen moeten zien dat na de jaren 2003 tot en met 2007, waarin de beurzen zich ogenschijnlijk redelijk van de vorige recessie herstelden, zij minimaal nog eens vijf jaar nodig zullen hebben om de schadelijke effecten van de financiële uitwassen van zich af te schudden. ■



BALKENENDE: MARKTPARTIJEN HEBBEN GEFAALD