



**COEN TEULINGS**

## *Was het de pil die de crisis veroorzaakte?*

**H**et is nu ruim zeven jaar geleden dat de ondergang van Lehman Brothers leidde tot een wereldwijde financiële crisis. Er ontstond chaos op de financiële markten. Banken moesten met miljarden belastinggeld gered worden. Er brak een maatschappelijke opstand uit tegen de verantwoordelijke bankiers. Zij verdienden hoge bonussen aan de verkoop van slechte beleggingen. Daarom hadden zij er belang bij om hun klanten zoveel mogelijk van deze beleggingen te verkopen, soms tegen beter weten. De hebzucht van de bankiers is dus de oorzaak van de crisis? Ongetwijfeld, niets menselijks is hen vreemd. Maar is dat werkelijk de oorzaak van de crisis? Hebzucht is zo oud als de weg naar Rome. Waarom zou die hebzucht vanaf 2005 plotseling tot problemen hebben geleid? De diepere oorzaak van de financiële crisis ligt waarschijnlijk elders, bij een gebeurtenis rond 1970: de introductie van de pil. Ik neem u mee terug naar die tijd. De introductie van de pil leidde tot een daling van het geboortecijfer met ongeveer 30 procent. Dat was rond 1970. Ruim 20 jaar later volgde een echo. Toen bereikte het eerste cohort vrouwen geboren na de introductie van de pil de vruchtbare leeftijd. Dat cohort was 30 procent kleiner, en dus daalde het aantal geboorten nog eens met 30 procent. Cohorten geboren na 1990 zijn dus ongeveer half zo groot als de cohorten geboren voor 1970. Dat gebeurde niet alleen in Nederland, maar in alle rijke landen. Bovendien introduceerde China precies in die periode zijn éénkindpolitiek, met soortgelijke gevolgen.

---

### ***We hebben juist nu dringend financiële experts nodig; die experts heten bankiers***

---

**W**at heeft dat te maken met de financiële crisis? In onze jonge jaren bouwen wij een schuld op. Tijdens onze studiejaren consumeren wij wel, maar we produceren nog niet. Zodra we beginnen met werken, lossen wij eerst die schuld af, om vanaf ons 35ste geleidelijk te gaan sparen voor ons pensioen. Die spaarpot is maximaal gevuld als we rond ons 65ste met pensioen gaan. Met een stabiele bevolkingsopbouw heffen besparingen en schulden van de verschillende cohorten elkaar min of meer op. Echter, de cohorten geboren in de jaren zestig zijn extreem groot. Dat verstoort de balans. In de jaren negentig waren die grote cohorten bezig hun schulden af te lossen. Rond de eeuwwisseling werden deze cohorten 35 en zijn zij gaan sparen voor hun pensioen. Daarom wordt de kapitaalmarkt sindsdien wereldwijd overspoeld met een stortvloed aan besparingen, de veelbesproken *savings glut*. Voorlopig willen die grote cohorten alleen maar sparen, niet consumeren. Pas na 2020 keert geleidelijk het tij, als die grote cohorten met pensioen gaan. De kapitaalmarkt heeft voor al die besparingen geen renderend empooli. De prijzen van beleggingen (vooral vastgoed) schieten omhoog, het rendement op die beleggingen duikt daarmee omlaag. Bankiers zoeken daarom naar nieuwe beleggingsmogelijkheden. Door de grote vraag komt de kwaliteit daarvan onder druk. Het ruime monetaire beleid van centrale bankiers is dus niet de oorzaak van het lage rendement; het is omgekeerd, het is het gevolg daarvan. Met zoveel besparingen is een hoger rendement niet haalbaar. Dat zijn de wetten van vraag en aanbod.

**D**e 'normalisatie' van het monetair beleid laat dus nog even op zich wachten. Rendementen blijven laag. Het heeft dus geen zin om bijvoorbeeld pensioenfondsen te vragen hierop te reageren met nog hogere buffers. Daardoor wordt er nog meer gespaard en raakt de kapitaalmarkt nog verder uit balans. En tot slot: om al die besparingen te beleggen hebben we dringend financiële experts nodig. Die experts heten bankiers. Zij blijven even hebzuchtig, maar zonder hen gaat het niet, juist nu.

---

**Coen Teulings** is hoogleraar aan de universiteiten van Cambridge en Amsterdam.