

Tijd voor een gezonde recessie

*A. van Witteloostuijn**

De kranten staan dagelijks vol met berichtgeving over de kredietcrisis. De ene na de andere financiële instelling ziet zich genoodzaakt miljarden aan dubieuze kredieten af te waarderen. Zelfs solide Zwitserse banken, anders altijd rotsen in de branding van financiële stormwinden, zien tientallen miljarden in rook opgaan. Met enige regelmaat wordt een financiële instelling door een overheid van de ondergang gered. Het blijft niet bij Northern Rock. Het lijkt erop alsof nog lang niet alle lijken uit de kast zijn gevallen. Het gerommel met gammele hypotheekproducten in de Verenigde Staten vormt slechts het topje van de smeltende ijsberg. De enige zekerheid is dat veel onzeker is. Dat geldt ook voor de recessiedreiging. In welke mate zullen de Verenigde Staten in een economische glijvlucht belanden? Wat zullen daarvan de effecten zijn op de wereldeconomie in het algemeen en de Nederlandse economie in het bijzonder? Aan mogelijke antwoorden op deze vragen bestaat geen gebrek. Aan de ene kant is het denkbaar dat het aantal financiële lijken zoveel verder oploopt dat de mondiale economie in een depressie belandt. Aan de andere kant mag niet worden uitgesloten dat de wereldeconomie robuust blijkt te zijn vanwege de afgenomen afhankelijkheid van de Amerikaanse motor. Het CPB, de Nederlandsche Bank en andere economische glazen-bollenkijkers publiceren met enige regelmaat nieuwe macro-economische voorspellingen. Het wachten is op de volgende neerwaartse bijstelling van de vorige voorspelling. Mijn hoop is dat de pessimisten gelijk krijgen. Een flinke depressie zou gezond zijn. Daarvoor zijn twee redenen aan te voeren.

In de eerste plaats is het mondiale financiële systeem aan een sanering toe. In de afgelopen decennia van voortdurende liberalisering van de financiële markten is een monster gebaard dat aan zijn eigen vraatzucht ten onder dreigt te gaan. De productie van nieuwe derivaten is opgevoerd tot verbluffende hoogte. Alles van waarde met risico wordt in telkens andere combinaties opgeknipt en aan elkaar geplakt. Veel derivaten zijn dermate complex gemaakt dat de waarde en het risico ervan alleen nog maar kunnen worden vastgesteld met behulp van hogere wiskunde. Deze hogere wiskunde is gebouwd op een stelsel van dubieuze veronderstellingen ten aanzien van systeemstabiliteit. Zodra deze stabiliteit onder druk komt te staan, blijkt een risicopiramide te zijn gebouwd die niet alleen individuele instellingen aan het wankelen brengt, maar die ook een onvoorspelbare dominowerking heeft die overal in de wereld gevolgen kan hebben. Het gebrek aan transparantie staat solide risicomanagement in de weg. Bij instorting lopen de markten leeg. Het geaccumuleerde gebrek aan inzicht en doorzicht brengt de disciplinerende van de financiële markten buiten het bereik van de autoriteiten. Het enige dat die kunnen doen, is optreden als reddende engel door op microniveau individuele instellingen voor de poorten van het bankroet weg te slepen of door op macroniveau kredietliquiditeiten in het systeem te pompen. Een gevaarlijk mengsel van "moral hazard" op microniveau en financiële instabiliteit op macroniveau ligt op de loer. Het creëren van mondiale financiële toezichthouders alleen, als het daar al van komt, zal geen soelaas bieden zolang de onderliggende systeemfouten in stand blijven.

In de tweede plaats is een bijkomende onevenwichtigheid de onhoudbare kredietbehoefte van de Verenigde Staten. Decennialang hebben de Verenigde Staten op

de pof kunnen leven omdat Aziaten en Europeanen bereid waren de oplopende Amerikaanse betalingsbalans- en begrotingstekorten te financieren. Met de opkomst van nieuwe economische machtsblokken in de vorm van vooral China, India en de eurozone is de bereidheid om deze onverzadigbare kredietdorst te blijven lessen, aan erosie onderhevig. In reactie op de dreigende crisis wordt het toch al rampzalige economische beleid van de regering-Bush verder rood ingekleurd met geldverslindende stimuleringsmaatregelen. Zachte heelmeeesters maken stinkende wonden. Een economische crisis zou als "wake-up call" kunnen fungeren. Aan de ene kant moeten de Verenigde Staten leren de tering naar de nering te zetten. Het voortdurende ontsparen moet worden omgezet in uitgebalanceerd sparen. Aan de andere kant is het mondiale financiële systeem aan een opknopbeurt toe. De geliberaliseerde derivatenmarkten moeten in nieuwe reguleringsbanen worden geleid. Een vlucht naar voren werkt averechts. Het is daarom hoog tijd voor een gezonde recessie. Mogelijke negatieve externaliteiten voor Nederland moeten rustig worden opgevangen via natuurlijke bufferwerking. Procyclisch bezuinigen is ongewenst. Een oplopend begrotingstekort is de prijs die Nederland voor een gezonde recessie moet kunnen betalen.

Arjen van Witteloostuijn

*Hoogleraar Universiteit van Antwerpen.