

Shooting from the hip

H. Timmer*

Sinds de zomer van 2007 heeft een besmettelijke nervositeit bezit genomen van financiële markten. Financiële instrumenten, met Amerikaanse hypotheeklen als onderpand en afgedekt via gecompliceerde verzekeringsconstructies, verloren plotseling een deel van hun waarde toen duidelijk werd dat een snel groeiende groep huizenbezitters hun hypotheek niet meer kon betalen en de verliezen de draagkracht van een aantal financiële verzekeraars te boven gingen. Het grootste probleem is dat de omvang van de uiteindelijke verliezen onbekend is en dat het onduidelijk is welke financiële instellingen nog omvangrijke afschrijvingen te wachten staan. Door die onzekerheid zijn banken minder geneigd aan elkaar te lenen en schoten risicopremies omhoog. Alleen via interventies van de ECB en de Federal Reserve, waardoor commerciële banken meer van deze centrale banken konden lenen, werd liquiditeit in de interbancaire markten hersteld.

Gekoppeld aan de ontwikkeling in de financiële markten dreigt de Amerikaanse economie in een recessie te belanden en veel beleidsmakers vrezen wereldwijde consequenties van vraaguitval in de Verenigde Staten. De Federal Reserve reageerde met renteverlagingen van 5¼ tot 3% in de 5 maanden na augustus 2007 en het Amerikaanse congres keurde een stimuleringspakket ter grootte van meer dan 1 procent van BBP goed, waarvan de kern gevormd wordt door het uitschrijven van \$600 cheques aan elke belastingbetaler. De combinatie van monetaire verruiming en het verzenden van cheques komt zo dicht als maar mogelijk is bij het economische concept van geld dat vanuit helikopters over een land wordt uitgestrooid. Daarenboven pleitte Strauss-Kahn, de managing director van het IMF, in januari voor een wereldwijde fiscale stimulus, en-passant IMF's decennialang opgebouwde reputatie van waakhond over fiscale prudentie een nieuwe dimensie gevend.

Zijn we getuige van daadkrachtig optreden van beleidsmakers die macro-economische instrumenten gebruiken om een imminente crisis af te wenden of is de paniek van de financiële markten overgeslagen naar beleidscentra? Zonder deze vraag definitief te beantwoorden is het verontrustend dat niet uitgesloten kan worden dat paniek de overhand gekregen heeft. Laat me drie argumenten geven waarom wereldwijde macro-economische stimulering op dit moment minder logisch is dan het voor sommige beleidsmakers lijkt.

Het eerste probleem is dat fiscale en zelfs monetaire *finetuning* zo goed als onmogelijk is. Exacte informatie over de economie is niet voorhanden en (timing van) de uitwerking op de economie is onduidelijk. Op 22 januari paste de Federal Reserve, in reactie op een wereldwijde val in aandelenmarkten, een uitzonderlijke noodmaatregel toe door tussen geplande bijeenkomsten de rente te verlagen. De laatste keer dat dit gebeurde was na de terreuraanslagen in 2001. Terugkijkend kan de val in aandelenmarkten veroorzaakt zijn door de afwikkeling van posities ter grootte van 80 miljard dollar die een frauduleuze handelaar in de Franse bank Societe General had ingenomen, wat niet gemeld leek te zijn aan centrale banken. In plaats dat de renteverlaging de markten kalmeerde kan deze ook de onrust versterkt hebben, in de zin dat de Fed niet meer de nodige zelfverzekerdheid uitstraalt. De effectiviteit van het Amerikaanse fiscale

stimuleringspakket, ook een herhaling van maatregelen na 11 september 2001, is nog onduidelijker. De maatregelen zijn op zijn vroegst in het najaar effectief en dan kan de economie al door het dieptepunt heen zijn. Wat anticyclisch is in voornemen is vaak procyclisch in de praktijk. Je hoeft niet te geloven in *Ricardian equivalence* om te beseffen dat nadruk op langetermijnstabiliteit meer vertrouwen creëert in de economie dan kortetermijnstimulering.

Een tweede reden om niet meteen activistisch macroeconomisch beleid te voeren is dat er op het moment geen sprake is van een externe schok die de economie uit balans brengt, zoals het geval was op 11 september 2001, maar van een pijnlijk intern aanpassingsproces dat uiteindelijk meer evenwichtige verhoudingen creëert. De verliezen op financiële markten en de vertraging in de Amerikaanse economie zijn onderdeel van een aanpassingsproces dat al enige tijd aan de gang is. De zeepbel op de huizenmarkt werd meer dan een jaar geleden doorgeprikt. Die zeepbel was voor een deel gecreëerd door een periode van zeer lage rentes en had geleid tot soepele toekenningen van hypotheekleningen, onderschatting van risico's in financiële markten, overconsumptie, overinvestering in woningen, en indirect tot een groot tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans, dat jarenlang gezien werd als een van de grootste gevaren voor de wereldeconomie. Door de aanpassingen in de financiële markten worden risico's nu beter geprijsd; de investeringen in woningen zijn al teruggebracht van 6 tot het historisch normale niveau van 4 procent van BBP; de invoergroei is al meer dan een jaar aan het vertragen; en het tekort op de Amerikaanse lopende rekening is terug van 7 tot iets meer dan 5 procent van het BBP. Scherpe verlaging van de rente en fiscale stimulering van consumptie dreigt die aanpassingen weer ongedaan te maken.

De derde, en belangrijkste, reden om de snelle Amerikaanse beleidsreactie tegen het licht te houden, is dat de wereldeconomie niet meer totaal afhankelijk is van Verenigde Staten. Is deze snelle reactie wel nodig om de wereldeconomie op de rails te houden of zijn er krachten buiten de Verenigde Staten die hiervoor zorgen? De laatste tien jaar zijn de ontwikkelingslanden sterk in opkomst en deze zijn in toenemende mate een drijvende en stabiliserende kracht in de wereldeconomie geworden. Ontwikkelingslanden groeien nu meer dan drie keer zo snel als de rijke landen en hun acceleratie werd gerealiseerd terwijl de groei in rijke landen niet toenam. De ontwikkelingslanden zijn niet gegroeid door vraagstimulering vanuit de Verenigde Staten, maar door hun eigen productiepotentieel te vergroten via een verbeterd investeringsklimaat, het openen van grenzen en prudent macro-economisch beleid. Hun bijdrage aan de groei van de wereldinvoer is nu vier keer zo belangrijk als de bijdrage van de Verenigde Staten. Door hun sterke groei en opgebouwde financiële reserves zijn ze zelf een belangrijke bron van financiering en invoervraag. De ontwikkelingslanden, en zeker niet alleen India en China, maken het mogelijk dat de Verenigde Staten de binnenlandse vraag afremt terwijl de Amerikaanse exportvraag verder kan toenemen.

Zeven jaar geleden verruilde ik CPB voor de Wereldbank in Washington. Er waren veel overeenkomsten tussen Den Haag en Washington. De gemotiveerde mensen en de groene omgeving zijn er twee die meteen opkomen. Maar het grote verschil dat direct opvalt, is de daadkracht van Amerikanen tegenover de reflectie van Europeanen. Om maar even ongeoorloofd te generaliseren: heb je een probleem, dan zal een Amerikaan meteen naar de telefoon grijpen om een oplossing te zoeken, terwijl een Europeaan de

zaak nog eens van een andere kant bestudeert om je uit te kunnen leggen dat dit inderdaad een probleem is. Beide benaderingen hebben voor- en nadelen. Je wilt snel een oplossing, maar *shooting from the hip* voordat eerst het doel bestudeerd is, kan ook zijn nadelen hebben. In de huidige omstandigheden is alertheid van centrale banken nodig om liquiditeitsproblemen het hoofd te bieden, maar als het gaat om macro-economische stimulering van de economie kies ik meer voor de Europese bedachtzaamheid.

Hans Timmer

*Lead Economist and Manager Development Prospects Group van de Wereldbank.