

Macro-economische stimulering lost de huidige crisis niet op

R.M.W.J. Beetsma*

De Westerse economieën zijn in de ban van een kredietcrisis die vorig jaar begon met stagnerende huizenprijzen in de Verenigde Staten. Een aantal factoren heeft bijgedragen aan de omvang van de crisis. In de eerste plaats, werden hypotheekleningen veel te gemakkelijk verstrekt. Dit gebeurde vaak zonder een voldoende grondige check van de kredietwaardigheid van de aanvrager. De voorziene stijging van de huizenmarkt zou dit risico wel compenseren. Ten tweede, versterkte de specifieke structurering van de producten de problemen. Vooral het toepassen "teaser rates", waarbij de rente eerst laag is en na enkele jaren scherp omhoog gaat, bracht veel mensen in de problemen. In de derde plaats, zijn veel hypotheekleningen weer gebundeld en als nieuwe instrumenten binnen de financiële wereld doorverkocht. Hiermee is onduidelijk geworden waar de hypotheekrisico's werkelijk liggen. Onzekerheid over de kredietwaardigheid van tegenpartijen leidt tot scherp oplopende rente voor interbancaire leningen. De hogere interbancaire tarieven worden weer doorvertaald in hogere rentes voor leningen van particulieren en bedrijven. De opdroging van het interbancaire verkeer is het voornaamste kanaal waarlangs de crisis ook naar andere landen is overgeslagen. Inmiddels hebben alle Westerse aandelenmarkten zware verliezen opgelopen en lijkt de "reële economie" steeds verder aangetast te worden, zij het meer in de VS dan daarbuiten.

Hoe kunnen de huidige problemen worden opgelost? Zoals vaak, moeten we een onderscheid maken tussen mogelijke kortetermijnmaatregelen en oplossingen voor de lange termijn. De autoriteiten in de VS hebben ervoor gekozen om het monetaire beleid snel en fors te verruimen, in combinatie met een fiscaal stimuleringspakket. De monetaire verruiming komt op een moment dat de inflatie boven de vier procent ligt. Over een lange historische periode bezien, is dit niet hoog. Het is wel relatief hoog wanneer we dit vergelijken met de inflatie over de laatste vijftien jaar. De geloofwaardigheid van de Amerikaanse Centrale Bank (de Fed) is afgenomen nu de doelstelling van stabiele prijzen is losgelaten. Een duidelijk teken hiervan is dat de financiële markten de recente renteverlagingen al hadden ingeprijsd. Feitelijk is de Fed daarmee gevangene geworden van de verwachtingen van de financiële markten. Kritiek op deze verruiming van het monetaire beleid wordt algemeen afgedaan met de opmerking dat de resulterende extra liquiditeit straks wel weer wordt "opgeveegd". Dit is te gemakkelijk gedacht. Het moment waarop dit zou kunnen, kan wel eens langer uitblijven dan verwacht. Voorts, wanneer oplopende inflatie ook de *verwachtingen* over de toekomstige inflatie opdrijft, dan kan een monetaire verkrapping tot zware verliezen leiden in termen van economische activiteit (een hoge "sacrifice ratio"). Men moet zich zelfs afvragen of de renteverlagingen überhaupt in staat zijn de korte termijn problemen te verlichten. Empirische schattingen suggereren dat het wel één tot anderhalf jaar duurt voor een monetaire verruiming effect heeft op de economische activiteit. Waar men

waarschijnlijk op hoopt is dat de renteverlagingen van de Fed ook leiden tot lagere hypotheekrentes. Als dit inderdaad het geval is, dan worden onvoorzichtige particulieren beloond voor hun risicovolle gedrag en is daarmee het fundament voor een toekomstige crisis alweer gelegd.

De fiscale verruiming in de VS bestaat uit een pakket van overdrachten aan huishoudens en belastingverlagingen voor bedrijven. Naar verhouding is het pakket waarschijnlijk te klein om echt veel invloed uit te oefenen. Als het een effect heeft, dan zal het ook de inflatie verder opdrijven.

Het Europese beleid is aanzienlijk verstandiger. De ECB houdt een scherp oog op de inflatie en heeft terecht tot nu toe de rente niet verlaagd. Er is ook geen reden toe, want de economie van de Eurozone als geheel (dit is waar de ECB naar moet kijken) is nog steeds gezond, zij het dat groeivoorspellingen in verschillende landen recentelijk wel verlaagd zijn. Het grootste probleem is het renteverschil met de VS, waardoor de dollar verder zou kunnen kelderen. Op zich wellicht geen slechte uitkomst, want een kleiner Amerikaans handelstekort is nodig voor de toekomstige stabiliteit van de wereldeconomie en helpt bovendien om de economische neergang in de VS te dempen. Om dezelfde reden als voor het monetaire beleid, wijzen Europese regeringsleiders fiscale verruiming terecht af. Na alle problemen met het naleven van het Stabiliteits- en Groeipact, moet fiscale consolidatie nu de eerste prioriteit zijn. Op korte termijn biedt macro-economische stimulering geen soelaas – we moeten de crisis gewoon uitzitten. Wat betreft het beleid voor de lange termijn, en dus het vermijden van toekomstige crises, zijn er meer mogelijkheden. Deze liggen niet zozeer op het vlak van macro-economisch beleid. De oplossingen gaan terug naar de oorzaken van de huidige crisis. De vrijheid van hypotheekverstrekking moet op een aantal manieren beperkt worden. Dit geldt vooral voor de VS, maar ook voor Europa, waar financiële innovaties vaak wat langzamer doordringen. Men moet hierbij denken aan zwaardere eisen ten aanzien van de informatie die particulieren moeten verstrekken bij het verkrijgen van hun hypotheek. Een ander voorbeeld betreft de noodzaak voor grotere transparantie over de financiële verplichtingen die bepaalde hypotheeklenemers met zich meebrengen. De "teaser rates" zouden simpelweg verboden kunnen worden. Hun enige rol is om misbruik te kunnen maken van de kortzichtigheid en het gebrek aan financieel inzicht bij klanten van financiële instellingen.

Beleidsmakers moeten serieus nadenken over de vraag of het huidige systeem van kredietbeoordelingen wel moet blijven bestaan. Financiële instellingen betalen hoge bedragen om hun producten te laten beoordelen door een van de bekende "rating agencies". Dit op zich ondermijnt al de prikkel tot een objectieve beoordeling van de kwaliteit van deze producten. Daarnaast zijn dezelfde agencies ook betrokken bij het ontwerpen van financiële producten die ze vervolgens ook weer zelf moeten beoordelen. Er is alles te zeggen voor het oprichten van een publieke, dus non-profit, instelling (eventueel op Europees, maar liefst op mondiaal niveau) die financiële producten op onafhankelijke en uniforme wijze kan beoordelen. De kosten van de beoordelingen zouden gefinancierd kunnen worden uit bijvoorbeeld beursbelastingen. Een officieel keurmerk voor financiële producten biedt natuurlijk geen perfecte zekerheid dat er nooit meer een crisis optreedt. De kans erop wordt wel kleiner en een eventuele crisis zal ook milder zijn doordat marktpartijen de risico's van hun investeringen beter kunnen beoordelen.

Roel Beetsma

* Hoogleraar Universiteit van Amsterdam