

Tijdschrift voor Openbare Financiën

Editie jaargang 40, 2008, nr. 1

ISSN 1875-8401

Inhoudsopgave

1 Gevolgen van de Amerikaanse kredietcrisis voor het economisch beleid <i>L. Hoffman</i>	1	7 Helemaal niets doen graag! <i>L. Hoogduin</i>	16
2 Shooting from the hip <i>H. Timmer</i>	2	8 Wat te doen bij een groeivertraging in de VS? <i>A.H. Kleinknecht</i>	18
3 Macro-economische stimulering lost de huidige crisis niet op <i>R.M.W.J. Beetsma</i>	5	9 De macro-economie van de kredietcrisis <i>F.A.G. den Butter</i>	20
4 De Crisis en de Geest van Professor Bernanke <i>J.H. Garretsen</i>	8	10 Arbeidsmarkt in plaats van begrotingsbeleid blijft hoofdprioriteit <i>A.L. Bovenberg</i>	23
5 Begrotingsbeleid anno 2008: heeft Nederland voldoende buffers opgebouwd? <i>H.J. Brouwer</i>	10	11 Een recessie kan ook goed zijn voor de begroting <i>H.A.A. Verbon</i>	25
6 Recessie (nu of later) bijna onvermijdelijk <i>C.A. de Kam</i>	12	12 Tijd voor een gezonde recessie <i>A. van Witteloostuijn</i>	27

Colofon

Het Tijdschrift voor Openbare Financiën streeft ernaar het inzicht in de financiële, bestuurlijke en sociaal-economische aspecten van het overheidsbeleid te vergroten en de belangstelling daarvoor te stimuleren. Het TvOF verschijnt een aantal maal per jaar en wordt uitgegeven door de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën. De stichting is een non-profit instelling die grotendeels afhankelijk is van donaties en sponsorbijdragen. Het bestuur hoopt dan ook dat zoveel mogelijk belangstellenden willen toetreden tot de kring van donateurs of van vrienden van de stichting. Van donateurs en vrienden wordt een jaarlijkse bijdrage verwacht van respectievelijk € 35,- en € 75,-.

Onderwerpen

De doelstelling van het TvOF is ruim: het gaat om de (financieel-) economische aspecten van het overheidsbeleid; de wijze waarop dat gebeurt ligt niet op voorhand vast. De doelgroep is die van *geïnteresseerden* in dit vakgebied, kennelijk bedoeld als de groep van wetenschappers, beleidsambtenaren en overige geïnteresseerden. Zonder uitpuittend te willen zijn mag het in het TvOF gaan over de uitgaven, ontvangsten, saldi, schulden en bezittingen van de overheid, over elke vorm van beleid die financieel-economische consequenties heeft, over de organisatie en de besturing van de overheid, en over alle vormen van overheid (Rijk, lagere overheden, ZBO's en dergelijke, EU en andere supranationale organisaties).

Redactieadres

redactieTvOF@wimdreesstichting.nl
Wim Drees Stichting voor Openbare
Financiën
Postbus 95328
2509 CH 's Gravenhage
Telefoonnummer 070 – 3427359
/ faxnummer 3427925

Redactie

drs. P.J.C.M. van den Berg, Peter
prof. dr. F.A.G. den Butter, Frank
prof. dr. C.L.J. Caminada, Koen
drs. R. Goudriaan, René
prof. dr. K.P. Goudswaard, Kees
prof. dr. C.A. de Kam, Flip
drs. H.M. van de Kar, Hans
prof. dr. J.G. A. van Mierlo, Hans
prof. dr. N.P. Mol, Nico
prof. dr. C.W.A.M. van Paridon, Kees
drs. A.P. Ros, Arie
prof. dr. C.G.M. Sterks, Cees

Eindredactie

drs. L. Hoffman (Leen)

Abonnement

Gratis. De bevordering van kennis op het terrein van de openbare financiën vindt zijn weerslag in de laagdrempelige toegang tot artikelen via de www.tvof.nl

Uitgever

Wim Drees Stichting voor Openbare
Financiën
Postbus 95328
2509 CH 's Gravenhage
Website: www.wimdreesstichting.nl

ISSN 1875-8401

Gevolgen van de Amerikaanse kredietcrisis voor het economisch beleid

Trefwoorden: kredietcrisis, internationale economie, economisch beleid

Veel mensen maken zich op dit moment zorgen over de komst van een eventuele recessie, als uitvloeisel van de kredietcrisis in de Verenigde Staten. Wellicht vallen de gevolgen voor Nederland echter wel mee. Welk economisch en fiscaal beleid zou Nederland moeten voeren als het tot een recessie komt? De redactie van het Tijdschrift voor Openbare Financiën legde deze vraag voor aan elf economen, deskundig op de terreinen openbare financiën, macro-economie, fiscale economie, monetaire economie en internationale betrekkingen.

In korte tijd leverden zij – los van elkaar – hun aanbevelingen in de vorm van een column. De stelling dat, als je elf economen een vraag voorlegt, je twaalf verschillende antwoorden krijgt, kan op grond van hun bijdragen worden verworpen. De manier waarop de Verenigde Staten met een bestedingsimpuls de problemen denken te kunnen oplossen, wordt niet omarmd. Er bestaat meer waardering over de wijze waarop de Europese Centrale Bank, de Nederlandse regering en De Nederlandsche Bank op de problemen reageren. Wel brengen de elf economen nuances aan, die lopen van een pleidooi om af te wachten, omdat in het kabinetsbeleid voldoende automatische stabilisatoren zitten, tot pleidooien voor een voorzichtig stimulerend beleid. Wanneer moet de overheid ingrijpen? Hoe moeten de internationale monetaire instanties en centrale banken opereren? Moeten zij scherper toezien op kredietbeoordelingen? Eén van de columnisten durft zelfs weer openlijk een Keynesiaans beleid te propageren. Al deze vragen komen in dit speciale nummer van het Tijdschrift voor Openbare Financiën aan de orde. Hoewel de columns recent zijn geschreven kunnen de auteurs uiteraard geen rekening houden met eventuele latere ontwikkelingen rondom de kredietcrisis.

Leen Hoffman, eindredacteur

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 hypotheeklen, 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.

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 rente*verschil* 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

De Crisis en de Geest van Professor Bernanke

J.H. Garretsen*

Het economische doemdenken is alomtegenwoordig. Er lijkt geen ontsnappen meer aan; de recessie staat zo ongeveer voor onze deur. Bijkans al het financieel-economische nieuws wordt in crisistermen geïnterpreteerd ook als daar geen directe aanleiding toe is. Zo wordt bijvoorbeeld de opkomst van (vooral Aziatische) staatsfondsen met argusogen bekeken. Maar landen met een overschot op de lopende rekening van hun betalingsbalans zoals China (of Nederland!) zijn welhaast per definitie netto-exporteurs van kapitaal en dat is geheel volgens de spelregels van de wereldeconomie. Ook de recente daling van aandelenkoersen of huizenprijzen is niet zonder meer slecht nieuws. Veel economen roepen al jaren dat een neerwaartse correctie op sommige vermogensmarkten wenselijk zou zijn. Idem dito voor de koers van de Amerikaanse dollar. Het is lastig voorstelbaar hoe de huidige onevenwichtigheden in de internationale economie zouden kunnen verdwijnen zonder een waardedaling van de dollar. Meer algemeen geldt dat turbulentie op financiële markten niet zonder meer gelijk kan worden gesteld aan een financiële crisis. Een aandelencrash is in de eerste plaats slecht nieuws voor de aandeelhouders, maar niet noodzakelijkerwijs voor de rest van de economie. Een beurskrach wordt pas echt vervelend als het functioneren van het financiële systeem onder druk komt te staan en de ontwikkelingen van vermogenssfeer overslaan naar de reële economie. Een dergelijke "besmetting" van de reële economie zou thans kunnen optreden, maar de geschiedenis leert dat dit vooral afhangt van twee factoren: de beleidsreactie van de (monetaire) autoriteiten en de precieze oorzaak van de disruptie op de financiële markten. Om met het laatste te beginnen, de olievlekwerking van de sinds de afgelopen zomer, via de *sub-prime* perikelen in de VS, ontstane problemen in het internationale bankwezen blijkt veel groter dan eerst werd gedacht. Ook hierbij geldt dat dit in de eerste plaats vervelend is voor de direct betrokkenen, in casu de banken. Het wordt anders als een en ander leidt tot een heuse liquiditeitscrisis of zelfs een *credit crunch*. De liquiditeitscrisis, dat wil zeggen het opdrogen van de geldmarkt eind 2007, was een heuse vertrouwenscrisis die is bezworen door de enorme liquiditeitssteun van de Fed en de ESCB. Een *credit crunch* lijkt echter helaas niet meer tegen te houden. Banken zijn (noodgedwongen) meer terughoudend bij verschaffen van krediet aan de particuliere sector. Deze negatieve aanbodschock op de kredietmarkt wordt nog eens versterkt doordat de netto vermogenspositie van gezinnen en bedrijven als gevolg van dalende bedrijfswinsten en vermogensprijsdalingen al druk onder staat.

Het grote gevaar voor een echte crisis of recessie komt aldus niet zozeer van de voor iedereen zichtbare daling van aandelenkoersen of (mogelijk) huizenprijzen. Het is veeleer de krimp in het bancaire krediet die als sluipmoordenaar optreedt. Of het zo'n vaart zal lopen, moet nog blijken, maar Ben Bernanke zal er denk ik op basis van zijn eigen wetenschappelijke werk niet gerust op zijn.¹ Zeker als het gaat om de monetaire beleidsreactie van de Fed lijkt bankpresident Bernanke onder invloed te staan van zijn eigen denkbepelden toen hij nog hoogleraar economie was. En hier pakt deze invloed helaas minder goed uit. In een beroemd geworden studie van de depressie in de jaren dertig zag Bernanke de depressie vooral als een uitvloeisel van de gestegen kosten van

financiële intermediatie. Banken wilden niet of slechts tegen een sterk verhoogde bancaire rente of tegen extra onderpand krediet verschaffen. Bernanke oordeelde dat het te krappe rentebeleid van de Fed mede ten grondslag lag aan deze *credit crunch*.² Dat nooit weer lijkt centrale bankier Bernanke nu te denken. Zo bezien loopt er een directe lijn van Bernanke's denkbeelden over de Grote Depressie naar de twee forse renteverlagingen door de Federal Reserve in januari 2008.

De situatie anno 2008 is echter (gelukkig) niet vergelijkbaar met die van de beginjaren dertig.

Door echter zo fors te reageren op een, met alle respect, beperkte daling van de aandelenkoersen wekken Bernanke en co de indruk dat de internationale financiële markten (en daarmee de wereldeconomie) er mogelijk veel beroerder aan toe zijn dan de beleggers zelf al dachten. Dit riekt naar paniek en de Fed dreigt daarmee op te roepen waar het juist bang voor is namelijk een verder vertrouwensverlies in de Amerikaanse economie.

Wat dat betreft zijn de geluiden die bij ons worden afgegeven door het kabinet en De Nederlandsche Bank bij monde van respectievelijk minister Bos en bankpresident Wellink een stuk verstandiger. De afvlakking van de conjunctuur ontkennen is niet geloofwaardig. Maar ons land een recessie aanpraten zou niet alleen onverstandig, maar ook onnodig zijn. Deze les heeft Balkenende IV beter begrepen dan Balkenende III. Veel meer dan dit soort *management by speech* zit er natuurlijk voor onze beleidsmakers ook niet in, het monetaire beleid word elders gemaakt en de budgettaire speelruimte is beperkt. Voor Nederland resteert weinig anders dan af te wachten. De kans op een recessie in de VS lijkt reëel, maar met een beetje geluk is de kracht van de Europese en vooral de Aziatische economie anders dan in het verleden groot genoeg om ons er met een lichte groeivertraging vanaf te laten komen.

Harry Garretsen

* Hoogleraar internationale economie, Universiteit Utrecht.

1 Zie bijvoorbeeld B.S. Bernanke en M. Gertler, 1990, Financial Fragility and Economic Performance, *Quarterly Journal of Economics*, 105, pag. 87-114.

2 B.S. Bernanke, 1983, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, 73, pag. 257-276.

Begrotingsbeleid anno 2008: heeft Nederland voldoende buffers opgebouwd?

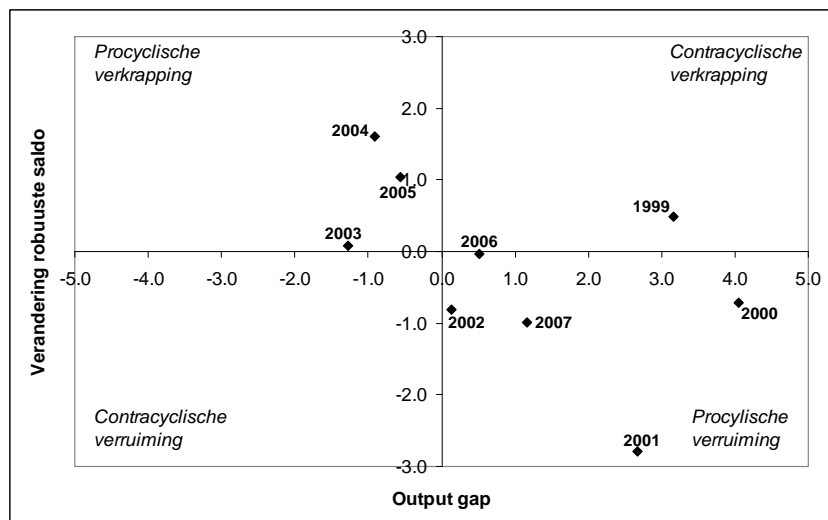
*H.J. Brouwer**

De kern van het nu al meer dan een decennium gevoerde trendmatig begrotingsbeleid bestaat uit het hanteren van een strikte uitgavennorm en het laten werken van de automatische stabilisatoren aan de inkomstenkant van de begroting. Voorts is een belangrijk uitgangspunt voor het begrotingsbeleid dat goede tijden worden benut voor het bereiken van houdbare begrotingsposities. Zo'n beleid draagt bij aan het enigszins afdempen – in plaatst van versterken – van fluctuaties in de economische groei. Dit is niet hetzelfde als vliegen op de automatische piloot. Bijsturing is nodig indien er duidelijke indicaties zijn dat het structurele doel niet wordt gehaald. Bovendien zou het geen automatisme moeten zijn dat eventuele ruimte binnen het uitgavenkader wordt benut voor additionele overheidsuitgaven.

Een indicatie van de mate waarin Nederland zich sinds de start van de EMU in 1999 aan dit overeengekomen beleidsrecept heeft gehouden, wordt verkregen door de verandering in het robuuste saldo, als indicator voor het gevoerde begrotingsbeleid¹, af te zetten tegen de output gap als maatstaf van economisch goede of slechte tijden. Hoewel bekend is dat beide indicatoren aan meetproblemen onderhevig zijn, kunnen ze toch een nuttige eerste globale indruk geven van het gevoerde beleid en de stand van de economie.² Uit de cijfers blijkt dat het robuuste saldo gedurende één jaar de gewenste verbetering heeft laten zien in goede tijden (verbetering van 0,5% bbp in 1999), maar ook dat gedurende drie jaren een verruimend beleid is gevoerd in economisch goede tijden (verslechtering van 0,7% bbp in 2000, 2,8% bbp in 2001 en 1,0% bbp 2007) en gedurende twee jaar een verkrappend beleid in slechte tijden (verbetering robuust saldo van 1,6% bbp in 2004 en 1,0% bbp 2005). Zoals bekend heeft het verruimende beleid van 2000 en 2001 ervoor gezorgd dat Nederland onvoldoende budgettaire buffers had opgebouwd toen het vervolgens economisch minder ging. Het resultaat is bekend: het begrotingssaldo verslechterde van een overschot van 2,0% bbp in 2000 naar een tekort van 3,1% bbp 2003, waardoor vervolgens weer extra bezuinigingsmaatregelen nodig bleken tijdens de 'slechte' jaren 2004 en 2005.

De begrotingssystematiek heeft dus niet kunnen voorkomen dat het beleid aan de procyclische kant heeft uitgewerkt. Hoe kan dit? In 2000 en 2001 zijn cyclische meevallers onder het kader opgevuld door uitgavenverhogingen bovenop wat al was afgesproken in het regeerakkoord, en hebben de belastingherziening 2001 en inkomstenmeevallers geleid tot additionele lastenverlichting. De verruiming van het beleid in 2007, die qua omvang overigens beduidend kleiner is dan die van 2001 (zie figuur 1), komt door een overgangsprobleem van het oude naar het nieuwe kabinet. Het vorige kabinet heeft voor de verkiezingen van november 2006 besloten tot extra lastenverlichting voor 2007, terwijl het huidige kabinet er bij aantreden voor heeft gekozen enkele maatregelen door te voeren (o.a. verhoging uitkeringen voor arbeidsongeschiktheid) en uitgavenoverschrijdingen in de zorg niet te compenseren.

Figuur 1. Cyclisch verloop Nederlands begrotingsbeleid 1999-2007



Bron: eigen weergave op basis van CPB cijfers.

Vraag is hoe nu te opereren bij een onzekere economische situatie. Uitgaande van een klein overschot op de begroting in 2007 bestaat er in beginsel ruimte om de automatische stabilisatoren te laten werken, zolang de signaalwaarde van 2% bbp niet wordt bereikt. Wel dient in het achterhoofd gehouden te worden dat de ervaringen van de periode 2000-2003 laten zien dat een groter dan verwachte verslechtering van het saldo niet helemaal kan worden uitgesloten. Een andere casus voor corrigerende maatregelen ontstaat wanneer de doelstelling van een structureel overschot van 1% bbp in 2011 uit zicht dreigt te raken. Dit zou kunnen gebeuren wanneer de groei gedurende een aantal jaren onder de gemiddelde groei van 2% zou liggen die ten grondslag ligt aan de middellange termijn ramingen van het CPB en waar de begrotingsruimte op is gebaseerd. Al met al is het daarom van belang de economische ontwikkeling nauwgezet te blijven monitoren en de ogen niet te sluiten voor een van de mogelijke scenario's waarbij de economische ontwikkeling minder gunstig kan zijn dan eerder was voorzien.

H.J. Brouwer

*Directeur van De Nederlandsche Bank

1 Het robuuste begrotingssaldo wordt door het CPB berekend en is het EMU-saldo gecorrigeerd voor conjunctuur, rentebetalingen en gasbaten.

2 Zie ook Hughes Hallett, A., J. Lewis en R. Kattai (2007), 'Early Warning or Just Wise After the Event? The Problem of Using Cyclically Adjusted Budget Deficits for Fiscal Surveillance' DNB Working Paper No. 124.

Recessie (nu of later) bijna onvermijdelijk

C.A. de Kam*

Op college leg je routineus uit dat veel beleidsmakers hier en elders al geruime tijd geleden afscheid hebben genomen van de gedachte dat het wenselijk is via gerichte manipulaties van de overheidsfinanciën olie te gooien op de golfbeweging van de conjunctuur. Ervaringen die zijn opgedaan in de jaren zestig en zeventig luidden het failliet van de 'fine tuning' in. Denk aan in de literatuur benadrukte problemen die zich voordoen bij de bepaling van de exacte stand van de conjunctuur, denk aan allerlei vertragingen die manifest worden bij het effectueren van remmende en stimulerende beleidsinitiatieven, en vergeet niet hoe eenzijdig conjunctuurpolitieke maatregelen vaak werden toegepast. Wanneer de economie afkoelt, staan gekozen politici te trappelen om de economie uit het slop te halen met behulp van extra overheidsuitgaven en door de belastingen tijdelijk te verlagen. Zij slepen daarentegen met de voeten wanneer oververhitting de economie bedreigt, uit angst dat bezuinigingen en tijdelijke lastenverzwaringen stemmen kosten.

Daarom moeten de automatische stabilisatoren de klus tegenwoordig klaren. Tijdens een recessie vallen de belastingontvangsten terug en is meer geld voor uitkeringen aan werklozen nodig. De verslechtering van het begrotingssaldo die hiervan het gevolg is, kan worden geaccepteerd. Zij het dat de landen die deelnemen aan de Europese muntunie hun feitelijke EMU-tekort normaal gesproken beneden de 3 procent van het bruto binnenlands product moeten houden; een norm overigens waarmee de grote eurolanden onder aanvoering van Duitsland en Frankrijk enkele jaren schaamteloos de hand hebben gelicht. Het kabinet-Balkenende IV heeft een jaar geleden afgesproken dat Nederland al corrigerende maatregelen treft, zodra het feitelijke tekort de 'signaalwaarde' van 2 procent bbp overschrijdt. Omgekeerd mag in een periode van economische voorspoed de budgettaire ruimte die ontstaat door rijkelijk vloeiende belastingbaten en meevallende uitgaven voor sociale uitkeringen niet worden verjubeld. De verbetering van het begrotingssaldo die hiervan het gevolg is, is hoogst welkom, opdat de overheid over een buffer beschikt om de budgettaire gevolgen van de volgende economische dip te accommoderen.

Het trendmatige begrotingsbeleid, zoals dat in ons land vanaf 1994 gestalte heeft gekregen, maakt baan voor de werking van de automatische stabilisatoren. Zoals bekend maakt dit beleid onderscheid tussen de uitgavenkant en de ontvangstenkant van de begroting. Het uitgavenkader bindt de ontwikkeling van de (netto, reële) collectieve uitgaven voor de gehele kabinetsperiode aan plafonds. Hoewel een aantal categorieën is uitgezonderd – waaronder de investeringen ten laste van het Fonds Economische Structuurversterking, de zorgtoeslag (die merkwaardig genoeg niet als een uitgaaf, maar als lastenverlichting wordt geboekstaafd) en de rente-uitgaven – ligt het uitgavenpad dus in beginsel grosso modo vast. In vette jaren mogen de collectieve uitgaven niet omhoog, in magere jaren hoeven zij niet omlaag. Merk echter op dat bij een economische terugslag de stijgende uitgaven voor sociale uitkeringen moeten worden opgevangen beneden het plafond voor de budgetdisciplinesector Sociale Zekerheid en Arbeidsmarkt. De werking van deze automatische stabilisator wordt door het uitgavenkader dus gefrustreerd. De feitelijke opbrengst van belastingen, sociale premies

en andere collectieve lasten zal meestal afwijken van de ramingen die aan het begin van de kabinetsperiode zijn opgesteld (het inkomstenkader). Mee- en tegenvallers ten opzichte van de bedoelde ramingen mogen 'in het begrotingssaldo lopen'. Zo draagt de inkomstenkant van de rijksbegroting automatisch bij aan het stabiliseren van de conjunctuurbeweging.

Helder verhaal, maar mijn studenten lezen diezelfde middag in de *Spits*, *Metro*, *Dag of Pers* dat president Bush en het Amerikaanse Congres hebben besloten de economie van de Verenigde Staten een discretionaire koopkrachtinjectie van 157 miljard dollar toe te dienen. Het is op zijn minst opmerkelijk, dat een rechtse regering kiest voor deze traditioneel bij links populaire, Keynesiaans geïnspireerde bestedingsimpuls. Weten voorzitter Ben Bernanke van de Federal Reserve, minister van Financiën Hank Paulson en zijn topambtenaren in Washington D.C. iets dat ons wereldburgers tot nu toe is ontgaan? Dreigt een ongeëvenaard diepe recessie de Amerikaanse economie in een maalstroom weg te zuigen? Wie het weet, mag het zeggen. Waarschijnlijk speelt een belangrijke rol dat de cheques die nog vóór de zomer naar de bevolking worden gestuurd (500 dollar per volwassene, 300 dollar per kind) het electoraat bij de presidentsverkiezingen in november aanstaande allicht milder zullen stemmen. In de opiniepeilingen staan de Republikeinen al op verlies. Zij kunnen zich absoluut ook niet nog eens een recessie veroorloven.

Opvallend is dat dit activistische beleid de afgelopen week steun kreeg, zowel uit spreekbuizen van het Internationaal Monetair Fonds als van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling. IMF-directeur Dominique Strauss-Kahn pleit in de *Financial Times* van 30 januari jongstleden voor een (tijdelijke) 'targeted fiscal boost'. Hij wijst op de nog altijd lage inflatieverwachtingen, zodat centrale banken enige ruimte hebben om met renteverlagingen te spelen. Het vertrouwen van de markten in een blijvend lage inflatie kan echter snel in rook opgaan, als de wereldwijd aantrekkende inflatie versnelt onder invloed van de stijgende vraag naar grondstoffen en hogere looneisen. Strauss-Kahn merkt ook op dat een aantal landen de verstreken vette jaren heeft gebruikt om zijn begrotingszaken op orde te krijgen. Maar juist de 'track record' van de Amerikanen is in dit opzicht niet erg overtuigend. Hun begrotingssaldo is na 2003 wel verbeterd, maar het begrotingstekort zal dit jaar weer oplopen naar 3 procent bbp, en dat bij weinig realistische ramingen van de economische groei en met inzet van omvangrijke bezuinigingen op zorgvoorzieningen, die politiek geen schijn van kans hebben. In deze uitgangssituatie kunnen de overheidsfinanciën door een stimulerend beleid snel voor jaren ontsporen.

Toegegeven, veel zo niet alles wijst erop dat de VS afstevenen op een recessie: een periode van een half jaar of langer waarin de productie van goederen en diensten niet groeit maar krimpt. En terwijl de Amerikaanse economie snel vaart verliest, grijpt de financiële crisis wereldwijd steeds verder om zich heen: grootbanken en kredietverzekeraars rapporteren een lawine van omvangrijke verliezen. De onzekerheid is groot. Kunnen de opkomende economieën in Azië hun opmerkelijke opmars volhouden wanneer met schulden beladen Amerikaanse consumenten hun aankopen in de rest van de wereld noodgedwongen terugschroeven? En welke gevolgen heeft een recessie in de VS voor de groeivooruitzichten in Europa? Inmiddels houden vrijwel alle serieuze waarnemers al rekening met een afkoeling van het economische klimaat in de eurozone. De meest betrokken bewindsman ontkent echter in alle toonaarden dat ook aan deze

kant van de oceaan een recessie voor de deur staat. Onze uitgangspositie is stevig, verzekert minister van Financiën Bos. Inderdaad, de winsten zijn hoog, de werkloosheid is laag en de begroting van de overheid is in evenwicht. Toenemende personeelstekorten, opgeschroefde looneisen en stijgende inflatie duiden op een dreigende oververhitting van de Nederlandse economie. Dus is enige afkoeling niet verkeerd.

De poolwind die nu in de VS opsteekt zou echter wel eens te veel van het goede kunnen zijn. De onverwachte verlaging van de rente voor kortlopende leningen door de Federal Reserve met driekwart procent, gevolgd door een nieuwe renteverlaging van een half procent geeft aan dat de monetaire autoriteiten daar zich inderdaad grote zorgen maken. Door geld lenen goedkoper te maken hopen zij aankopen op krediet te stimuleren. Daar komt de bestedingsimpuls van de federale overheid nog bij.

Renteverlaging en lastenverlichting zijn evenwel geen tovermiddelen. Veel bedrijven en gezinnen in de VS zitten al tot over hun oren in de schulden. Al wordt geld lenen goedkoper gemaakt, het staat niet vast dat zij nog meer krediet zullen opnemen voor de financiering van extra aankopen. Na de op handen zijnde belastingverlaging moeten gezinnen bereid zijn de extra dollars te laten rollen. Misschien zullen zij – bedrukt door de waardedaling van de eigen woning – de fiscale meevaller liever gebruiken om een deel van hun schulden af te lossen. Dan mislukt het beleid. Bovendien duurt het hoe dan ook een tijd voordat de effecten van een soepeler monetair beleid in de reële sfeer merkbaar worden.

Slagen beleidsmakers in hun opzet, dan is hoogstwaarschijnlijk slechts sprake van uitstel van executie. De Amerikaanse consumenten en de overheid accumuleren grote spaartekorten die tot uiting komen in een al vele jaren bestaand omvangrijk tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Ooit zullen de Amerikanen de tering naar de nering moeten zetten. Op de korte termijn zet dit onvermijdelijk druk op de groei van de binnenlandse economie: 70 procent van de nationale bestedingen is afkomstig van de consumenten. Ook de vraag vanuit de VS naar goederen uit de rest van de wereld vermindert: de recessie daar wordt gedeeltelijk geëxporteerd. Vanuit een langetermijnperspectief is het goed dat de noodzakelijke aanpassingen in de Amerikaanse economie niet te lang meer worden uitgesteld. Anders en cru geformuleerd: een recessie is vroeger of later onvermijdelijk. Uitstel leidt slechts tot een grotere correctie over een of enkele jaren.

Het nu ingezette beleid – nog meer geld aan gezinnen geven in de hoop dat zij hun uiteindelijk onhoudbare consumptiepeil nog een poosje continueren – leidt er ook toe dat de inflatie, in de VS nu al tegen de vier procent, nog hoger oploopt. Gesteld voor de keuze tussen het stimuleren van de economie en het beteugelen van de inflatie kiest de Federal Reserve duidelijk voor het aanjagen van de bestedingen. De Europese Centrale Bank heeft daarentegen slechts één doelstelling: de inflatie, in de eurozone inmiddels gestegen tot drie procent, terugbrengen tot beneden de twee procent. Daarom zal de ECB volgens algemene verwachting de korte rente op 7 februari niet verlagen. De druk op de centrale bankiers in Frankfurt om het voorbeeld van de Fed te volgen zal echter toenemen, naarmate de gevolgen van de Amerikaanse recessie in Europa beter voelbaar worden.

Over het rentebeleid van de onafhankelijke ECB laten politici in Nederland zich wijselijk niet uit. Maar de oppositie pleit wel voor fiscale maatregelen om de economie nu al op te

peppen. Dit jaar stijgen de lasten met 5 miljard euro. Fractie leider Rutte van de VVD heeft ervoor gepleit die lastenverzwaring (gedeeltelijk) achterwege te laten. Terecht noemde het kabinet dit pleidooi nogal voorbarig. Bovendien bestaat de lastenverzwaring in 2008 voor driekwart uit hogere premies voor de zorgverzekering. Daar valt weinig aan te doen. Andere lastenverzwaringen – hogere tabaksaccijns, de nieuwe vliegtuigtaks – zijn goed voor de gezondheid en het milieu. Daarom zou een eventuele lastenverlichting het beste de vorm kunnen krijgen van een ‘Bosbonus’ van bijvoorbeeld 250 euro, die de belastingdienst uitbetaalt aan elke bij de fiscus bekende volwassen inwoner. In navolging van het door de VS gegeven voorbeeld zou voor de kinderen een ‘Rouvoetbonus’ (genoemd naar de minister voor Jeugd en Gezin) van 100 euro in de rede liggen. Zodoende zou de regering op heel korte termijn ruim 3 miljard euro extra koopkracht in de economie kunnen pompen, op een manier waarvan iedere ingezetene evenveel profiteert.

Nodig is deze maatregel echter niet. Want wanneer de economische groei terugvalt, brengen de belastingen automatisch al minder op. Door trager groeiende bestedingen blijft de btw-opbrengst achter, een minder snelle groei van de werkgelegenheid impliceert een gematigder groei van de revenuen van de loonheffing, en bij geringere winsten valt de opbrengst van de vennootschapsbelasting lager uit. Volgens de begrotingsregels mag het tekort als gevolg van zulke belastingtegenvallers toenemen, zonder dat het kabinet andere belastingen verzwart of extra hoeft te bezuinigen. De belastingen functioneren volgens de bedoeling van het trendmatige begrotingsbeleid als automatische stabilisator. Voor het uitbetalen van een ‘Bosbonus’ of vergelijkbare fiscale avonturen bestaat daarom geen aanleiding, behalve onder extreem ongunstige omstandigheden. Daarvan is op dit moment gelukkig nog geen sprake.

Flip de Kam

*Hoogleraar Openbare Financiën Rijksuniversiteit Groningen.

Helemaal niets doen graag!

*L. Hoogduin**

De president van de Engelse centrale bank Mervyn King heeft gezegd dat zijn belangrijkste ambitie is dat het monetaire beleid saai wordt gevonden. Daar is hij de laatste tijd niet zo goed in geslaagd. Toch is zijn streven ook een mooi streven voor het begrotingsbeleid. Tot nu toe scoort het beleid van minister Bos goed op dit criterium. Maar de kredietcrisis en de dreigende recessie in de Verenigde Staten (VS) hebben recent voor de nodige opwindingsgezorgd. De president van De Nederlandsche Bank heeft gezegd dat bezuinigingsmaatregelen moeten worden voorbereid als de doelstelling van een begrotingsoverschot van 1% in 2011 door opstekende economische tegenwind uit het zicht lijkt te raken. Mark Rutte bepleitte juist het niet door laten gaan van voorgenomen lastenverzwaringen. Nu niet op deze wijzen reageren zou struisvogelpolitiek zijn, want het is volgens Rutte voorzienbaar dat er zwaar weer aankomt en dan moet een verstandige minister van Financiën wat doen. Dit roept twee vragen op. Wat zijn de vooruitzichten en wat is op dit moment de verstandigste reactie daarop?

De Nederlandse economie heeft een goed jaar achter de rug en heeft een sterke uitgangspositie. De werkloosheid is erg laag. De inflatie is de laagste van die in de eurolanden en de overheidsbegroting vertoont een bescheiden overschot. Als we door de achteruitkijkspiegel kijken zien wij een zonnig economisch landschap. Dat is belangrijk, omdat het betekent dat de Nederlandse economie tegenwind kan verwerken zonder gelijk in grote problemen te raken. Een fitte economie is minder vatbaar voor het overnemen van de economische malaise van anderen.

En die malaise is er. Het economische landschap dat voor ons ligt ziet er veel minder goed uit dan wat wij zien in de achteruitkijkspiegel. Wat betekenen een dreigende recessie in de VS en de kredietcrisis die sinds juli 2007 woedt voor de economische groei in Nederland?

De onzekerheid over het antwoord op deze vraag is groot. Het is op het moment van schrijven onduidelijk of de VS in een echte recessie zullen belanden. Een forse vertraging van de groei tot niet meer dan 1% lijkt in ieder geval onontkoombaar. De doorwerking van de lagere groei/recessie in de VS en de effecten van de kredietcrisis op onze economie zijn onzeker. Die effecten treden met vertraging op. Maar de kanalen waarlangs ze plaatsvinden, liggen voor de hand.

Tragere groei in de VS veroorzaakt een langzamere groei van de wereldhandel. En daar heeft Nederland als open economie last van. De kredietcrisis zorgt ervoor dat banken hun leningvoorwaarden voor consumenten en producenten verstrakken. Dat zet de consumptie van duurzame goederen en de investeringen ook hier onder druk. De onrust op de financiële markten tast gemakkelijk het vertrouwen van consumenten en producenten aan, met op termijn mogelijk een neerwaarts effect op de groei. Lagere koersen van aandelen en andere vermogenstitels kunnen via negatieve vermogenseffecten de Nederlandse groei beperken. Als de koers van de dollar door het ruime monetaire beleid in de VS daalt ten opzichte van de euro, verslechtert dat onze concurrentiepositie en na enige tijd zien wij dat ook terug in onze economische groei.

Lagere groei hier, zal met vertraging het Nederlandse begrotingsaldo lager doen uitkomen. Met hoeveel is gegeven alle onzekerheden op dit moment onmogelijk te zeggen. Maar moet Bos dan toch niet wat doen?

Neen! Het Kabinet heeft afgesproken een norm voor de uitgaven te hanteren, die is gebaseerd op de gemiddeld verwachte economische groei van 2% per jaar. Tegenvallers mogen tot een verslechtering van het begrotingsaldo leiden totdat een tekort van 2% is bereikt. Dan moet worden bezuinigd om te voorkomen dat het tekort stijgt boven 3%, het plafond dat in Europa is afgesproken. Dat is verstandig beleid.

Nu hebben we nog een begrotingsoverschot. Bos kan dus voorlopig op zijn handen blijven zitten. Daarmee zorgt hij voor een stabielere ontwikkeling van de Nederlandse economie dan bij het paniekerige beleid van Rutte het geval zou zijn. Dat is wijs en met struisvogelpolitiek heeft het al helemaal niets te maken!

Zalm heeft vaak gesteld dat een minister van Financiën een gemakkelijke baan heeft. Hij hoeft alleen maar "neen" te zeggen op alle verzoeken die hem bereiken om de belastingen te verlagen of de uitgaven te verhogen. In de huidige omstandigheden is de baan van Bos op het oog nog gemakkelijker. Want hij hoeft helemaal niets te doen. Dat klinkt weliswaar erg simpel, maar niets doen blijkt in de politiek vaak veel moeilijker dan actief te zijn, hoe schadelijk dat laatste ook kan blijken te zijn.

Lex Hoogduin

*Global Chief Economist Robeco

Wat te doen bij een groeivertraging in de VS?

*A.H. Kleinknecht**

De taferelen op de beurs en de dalende dollar duiden erop dat er nu inderdaad lijkt te gebeuren wat vroeg of laat wel moest gebeuren: het forse importoverschot op de Amerikaanse handelsbalans moet omlaag. De Verenigde Staten kunnen niet langer doorgaan met het creëren van almaar hogere importoverschotten en dit vereffenen met almaar meer schulden. Om dit te veranderen moeten de VS meer exporteren naar Azië en Europa. Omgekeerd moet de (groei van) de Europese en Aziatische export naar de VS omlaag. Een structureel lagere dollar kan dit mogelijk maken. Daar komt nog een ander probleem bij. Als gevolg van jarenlange zeepbelverschijnselen zitten de VS vermoedelijk ook opgescheept met een overwaardering van allerlei vermogenstitels. Correctie in neerwaartse richting leidt tot vermogensverliezen en schaadt de conjunctuur. Dit alles duidt erop dat de VS een mindere periode tegemoet gaan. Export naar de VS staat dus straks dubbel onder druk: door een zwakkere dollar en door een zwakke Amerikaanse conjunctuur.

Het terugdringen van het Amerikaanse handelstekort betekent dat de VS niet langer de hoge nationale spaaroverschotten van landen als China, Japan, Nederland of Duitsland kunnen absorberen. Amerikanen moeten minder consumeren en meer sparen. Aziaten en Europeanen moeten dan het omgekeerde doen: minder sparen en meer spenderen. De tegenvallende export naar de VS moet worden gecompenseerd met meer binnenlandse bestedingen in Europa en Azië, ten laste van de besparingen. Hoe krijgen we het in ons calvinistische landje voor elkaar dat er minder wordt gespaard en meer wordt geconsumeerd?

Ik stel voor om een stap in de goede richting te zetten: schaf subsidies op sparen af! Interessante kandidaten voor afschaffing zijn de subsidies op pensioensparen en de levensloopregeling. Dit zal echter niet lukken, want sterke politieke lobbies zullen dit verhinderen. Een wellicht minder controversiële stap is afschaffing van de Wet Vermeend (premiesparen en spaarloon). Om de bestedingen extra aan te moedigen zou men daar bovenop nog kunnen kiezen voor het onmiddellijk vrijgeven van de opgebouwde en geblokkeerde spaartegoeden.

Bij afschaffing van de Wet Vermeend snijdt het mes aan meer kanten. Ten eerste verlaagt afschaffing van deze spaarwet de administratieve lastendruk voor bedrijven. Onze loonstrookjes worden iets eenvoudiger. Ten tweede zou het Rijk de bespaarde subsidiebedragen kunnen benutten voor verlaging van de lastendruk op lage inkomens. Lagere belastingtarieven of de laagste schijven van de loonbelasting (of grotere belastingvrije bedragen) hebben als voordeel dat voor laaggeschoolden het verschil wordt vergroot tussen uitkering en nettoloon. Dat is goed voor de arbeidsparticipatie. Lastenverlichting voor de armen is overigens ook goed voor de armoedebestrijding. Het vergemakkelijkt het saneren van onze probleemwijken. Verlaging van de lastendruk voor de laagstbetaalden sluit ook goed aan bij de wens om de consumptie aan te moedigen. De armen hebben immers hoge consumptie- en lage spaarquoten. Het geld dat we besteden aan lastenverlichting voor de armen komt vrijwel onmiddellijk bij de Hema terecht. Dit is handig als de Amerikaanse klanten van Wall-Mart straks minder Hollandse producten kopen.

Ja, dit ruikt allemaal erg Keynesiaans. Als Schumpeteriaans aanbodeconoom was ik overigens nooit erg onder de indruk van Keynesiaans korte-termijnbeleid. Desondanks, als het Keynesianisme nog enig bestaansrecht heeft, dan is het nu. Als de dollar (verder) valt en de Amerikaanse conjunctuur wegzakt, dan is dat het moment van harde "Austerity" in de VS: broekriem aanhalen. Willen we voorkomen dat de tegenvallende export naar de VS in Europa de groei afremt, dan moet het in Europa het uur van Keynes worden: lekker veel geld uitgeven! Leuk toch: economie nou eens niet als *Dismal Science*!

In de praktijk gebeurt helaas precies het tegenovergestelde. Bush komt met een Keynesiaans stimuleringspakket van 145 miljard dollar en accepteert een overeenkomstig grotere staatschuld. Bernanke verlaagt de rente, terwijl een renteverhoging het sparen had moeten aanmoedigen en de kredietverlening had moeten afremmen. Trichet doet het ook verkeerd: hij predikt *austérité*. Hoge rentes en strikte naleving van het stabiliteitspact. En dit terwijl Europa juist nu een portie frivool Keynesianisme nodig heeft! Aan beide kanten van de oceaan doet men dus precies de verkeerde dingen. Dit is niet bevorderlijk voor het terugdringen van het Amerikaanse importoverschot. En daarom was het allemaal begonnen. Het Amerikaanse importoverschot en de daarmee verbonden schuldenberg zijn een belangrijke oorzaak achter de nervositeit en instabiliteit op de internationale financiële markten. Zo als het nu loopt, dragen politiek en Centrale Banken alleen maar negatief bij aan de oplossing van een fundamenteel probleem.

Alfred Kleinknecht

* Hoogleraar economie van innovatie aan de TU Delft.

De macro-economie van de kredietcrisis

*F.A.G. den Butter**

De beleidsreactie op een conjuncturele neergang hangt af van de oorzaak van de verstoring. In zijn inventarisatie van de conjunctuurtheorieën voor de Volkenbond beschreef Haberler al hoe zeer economen van mening verschillen over de achtergrond van conjuncturele tegenspoed en daarmee ook over de beleidsreceptuur om weer uit het conjuncturele dal op te krabbelen. Ontegengesteld ligt de oorzaak van de huidige neergang – sommigen vrezen zelfs voor een recessie – in de monetaire sfeer. Hier is niets nieuws onder de zon, want Haberler plaatste de zuiver monetaire conjunctuurtheorieën vooraan in zijn boek (Haberler, 1964).

De oplossing voor de huidige conjunctuurdip moet dus ook in de monetaire sfeer worden gevonden. De oplossing van partijleider Rutte van de VVD om een anticyclische belastingverlaging te koppelen aan een procyclische rem op de bestedingen, is in dit verband curieus. De manier waarop Balkenende IV de Zalmnorm voortzet, met automatische stabilisatoren, lijkt adequaat om conjuncturele tegenwind op te vangen. Inderdaad haalt Balkenende IV bij lange na niet de door de Studiegroep Begrotingsruimte geformuleerde doelstelling om de overheidsfinanciën vanwege de vergrijzing houdbaar te maken. Dat is echter een beslissing die indertijd bij het regeerakkoord is gemaakt. Die is in het kader van de specifieke oplossing voor het huidige probleem niet relevant.

Het begin van deze monetaire crisis ligt bij de Amerikaanse hypotheekmarkt. Nu is reeds lang bekend dat de hypotheekmarkt een belangrijke schakel in de monetaire transmissie vormt; d.w.z., de beïnvloeding van de reële sfeer door de monetaire sfeer (bijv. Den Butter, Dongelmans en Fase, 1977). De huidige crisis heeft echter weinig van doen met deze aloude vorm van monetaire transmissie. Op zich hoeft het namelijk niet zo erg te zijn dat een paar Amerikaanse hypotheekbanken onverantwoordelijk zijn geweest en te gemakkelijk hypotheeklen hebben verleend. Soms zelfs aan “ninja’s”, dat zijn personen met “no job, no income and no assets”. In een normale situatie behoort dit soort hypotheekbanken, wanneer zij de extra risico’s onvoldoende door hogere premies afdekken, failliet te gaan. De dreiging van faillissement zorgt daarbij via de moral hazard prikkel er juist voor dat de hypotheekbanken verstandig handelen.

Om twee redenen is van de normale situatie afgeweken. In de eerste plaats rekenden de hypotheekbanken, en daarmee ook de financiële markten, erop dat de centrale banken wel te hulp zouden schieten in geval van deconfiture. In de tweede plaats wisten de hypotheekbanken hun onveilige hypotheeklen (“subprime mortgages”) via allerlei ingewikkelde financiële innovaties in pakketjes te bundelen en aan andere partijen op de financiële markten (zakenbanken, hedge funds) door te verkopen. Dat heet *securisatie*. Het dient om de hypotheeklen, die als activa op de balans staan, liquide te maken waarbij ze een relatief hoog rendement opleveren. Op het eerste gezicht lijkt dit een vorm van risicospreiding waar niets mis mee is. Immers, door zulk een risicospreiding kunnen verzekeringsmaatschappijen grote schokken opvangen. Ook voor de belegger levert een portefeuille met gespreid risico voordelen op. Daarom zou men verwachten dat het doorgeven van de hypotheekrisico’s via de securisatie als schokdemper zou dienen. Het omgekeerde gebeurde echter. Een daling van de huizenprijzen zorgde ervoor dat de

hypotheekbanken de huizen van degenen die niet meer aan hun betalingsverplichtingen konden voldoen, met verlies moesten verkopen. Deze initiële schok was betrekkelijk gering in verhouding tot de bedragen die in de navolgende kredietcrisis verloren gingen. In plaats van een schokdempend of schokabsorberend effect blijkt de securisatie dus een schokversterkend effect te hebben.

Hoe komt dat? De reden is dat men heeft nagelaten met een macro-economische blik naar de financiële markten te kijken. Zowel de financiële wereld als de toezichthouders hebben zich vrijwel uitsluitend op de bedrijfsvoering en soliditeit van de individuele instellingen gericht. Vergeten is dat de som van de effecten op microniveau niet gelijk hoeft te zijn aan het effect op macroniveau: de "fallacy of composition" (Den Butter en Compaijen, 2007). Individuele financiële instellingen kunnen wel proberen garen te spinnen door risico's naar anderen door te schuiven en daarbij goede rendementen te beloven, op macroniveau verdwijnt daarmee het fundamentele risico niet dat sommige onveilige hypotheekverlies opleveren. Toezichthouders zijn blind geweest voor de systeemfout die dankzij de ingewikkelde financiële innovaties is ontstaan, of hebben daar althans niet voldoende in weten in te grijpen. Wellicht heeft dat te maken met een te groot ontzag voor de mathematische bekwaamheden van het risicomanagement, dat steeds weer gebruik maakte van nieuwe derivaten met schijnbaar gunstige rendement/risicoverhoudingen. Vanuit het macroperspectief blijkt dit risicomanagement vooral risico-afschuifmanagement te zijn. Wanneer de financiële innovaties geen fundamentele verhoging van de efficiëntie in de reële sfeer opleveren, of een verlaging van transactiekosten in de financiële sfeer, hebben deze het karakter van "rent seeking". Uit de leer van de economie van de collectieve sector weten we dat "rent seeking" zoveel mogelijk moet worden vermeden omdat het slecht voor de welvaart is.

Wat valt er nu voor het beleid aan te doen? In de eerste plaats dienen de centrale banken weer langzaam de reputatie op te bouwen dat zij via een "no bail out" zullen weigeren hulp te verlenen aan individuele financiële instellingen die door onverstandig gedrag in de problemen zijn gekomen. Wanneer de problemen zich als een olievlek hebben verspreid, zoals in de huidige kredietcrisis, is het te laat. Dan is de "bail out" bovendien erg kostbaar. In de tweede plaats moeten macro-economen het voor het zeggen krijgen bij het toezicht op het financiële systeem. Innovaties in het risicomanagement dienen niet alleen beoordeeld te worden op de mate van soliditeit van de individuele instelling die de vernieuwde risicomodellen hanteert, maar ook op de doorwerking van dit risicomanagement op het wereldwijde systeem van financiële markten. Natuurlijk mag deze macrobenadering niet ten koste gaan van het "level playing field" en de onderlinge concurrentieverhoudingen van de individuele instellingen. Dit vereist een goede internationale coördinatie van de regelgeving door toezichthouders. Daarbij is een harde opstelling van Europa en Azië tegenover de Verenigde Staten vereist. Het is toch al te gek dat dankzij de spelregels op de internationale financiële markten die voornamelijk door de Angelsaksische wereld worden bepaald, de rest van de wereld een conjunctureel verlies lijdt omdat een paar Amerikaanse hypotheekbanken onvoorzichtig zijn en allerlei handelaren daarvan proberen te profiteren.

Frank den Butter

* Hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit Amsterdam

Literatuur

Butter, F.A.G. den, A.M. Dongelmans en M.M.G. Fase, 1977, De vraag naar hypothecair krediet en de rentevorming op de hypotheekmarkt, *De Economist*, 125, 43-74.

Butter, F.A.G. den, en B. Compaijen, 2007, De vloek van de winnaar schokt de financiële wereld, *Fiducie*, 15, (1) 20-28.

Haberler, G., 1964, *Prosperity and Depression; a Theoretical Analysis of Cyclical Movement*, Fifth edition, George Allen & Unwin, Londen.

Arbeidsmarkt in plaats van begrotingsbeleid blijft hoofdprioriteit

*A.L. Bovenberg**

De Amerikaanse economie staat aan de rand van een recessie. De terugval van de vraag in de VS is het gevolg van ongebreidelde kredietverlening aan Amerikaanse huishoudens in het verleden. Met dalende huizenprijzen en banken die grote verliezen moeten nemen op uitstaande leningen zitten de Amerikanen nu met een kater na een lange tijd op de pof geleefd te hebben. De Amerikanen gaan eindelijk meer sparen. Wereldwijde vraaguitval is het gevolg. Ook krijgen degenen die direct of indirect gelden geleend hebben aan de Amerikanen het lid op de neus. Verder blijft de dollar zwak door de Amerikaanse recessiedreiging en de pogingen van de centrale bank om de economische neergang in de VS te pareren met het verlagen van de rente. De uitverkoop van Amerikaanse goederen verslechtert de concurrentiepositie van Europese producenten van verhandelbare goederen. Tenslotte worden banken kritischer bij het verlenen van krediet.

Al deze ontwikkelingen leiden tot vraaguitval in Nederland. Maar voor de Nederlandse economie komen de problemen van de Amerikaanse economie gelukkig op het juiste moment. De afkoeling van de wereldeconomie verlicht namelijk de druk op de beperkte productiecapaciteit van de Nederlandse economie nu de arbeidsmarkt al weer erg krap begint te worden. Door de krappe arbeidsmarkt dreigde een herhaling van het einde van de vorige eeuw: een oververhitte economie met forse loonstijgingen die de arbeidskosten opjagen in collectief gefinancierde sectoren als de zorg en het onderwijs. Maar dankzij een minder uitbundige buitenlandse vraag wordt de Nederlandse economie nog iets meer tijd gegund bij de opdracht om de kwantiteit en de kwaliteit van het arbeidsaanbod te vergroten nu de vergrijzing van de bevolking het arbeidsaanbod doet opdrogen. Wel eist de Amerikaanse vraaguitval veel van de flexibiliteit van de arbeidsmarkt in ons land. Arbeid moet namelijk worden verschoven van bedrijven die vooral produceren voor de Amerikaanse markt naar bedrijven die werken voor de Aziatische en Europese markt. Gebeurt dit niet dan blijven de lonen stijgen in de krappe segmenten van de arbeidsmarkt en ontstaat er elders werkloosheid.

Een ander gunstig gevolg van de Amerikaanse recessie is dat het handelstekort van de VS daalt. Dit tekort ligt al jaren als een bom onder de wereldeconomie. Hoe eerder de correctie van dat tekort plaatsvindt hoe beter. Verdere scheefgroei wordt voorkomen omdat beleggers zich weer bewust worden van de risico's verbonden aan het ongebreideld lenen en beleggen in landen met grote schulden. Risicopremies op de betrokken financiële producten stijgen omdat beleggers nu een betere inschatting maken van de risico's. Gelukkig maken de Amerikanen daardoor nu ruimte voor koopkrachtige vraag uit de rest van de wereld. Een wereldwijde inflatiespiraal wordt zo voorkomen. Er is dan ook alle reden om het hoofd koel te houden en niet in paniek te raken. In het onwaarschijnlijke geval dat ook de Nederlandse economie onverhoopt in een recessie zou raken is er geen reden om het begrotingsbeleid aan te passen zolang het begrotingssaldo de signaalwaarde van 2 % van het BBP overtreft. Bos moet stil blijven

zitten terwijl hij geschoren wordt. Gelukkig heeft Zalm de afgelopen jaren voldoende buffers opgebouwd zodat Bos de automatische stabilisatoren vrij kan laten werken binnen de bij de Miljoenennota 2008 vastgestelde uitgaven- en inkomstenkaders. Noch het stimuleren van de vraag om een recessie te voorkomen, noch lastenverhogingen om een verslechtering van het feitelijke overheidssaldo af te wenden zijn noodzakelijk zolang de tegenvallers een conjunctureel in plaats van structureel karakter hebben. Ook de in het begin van deze eeuw gemoderniseerde pensioencontracten dragen bij aan de stabiliteit van de Nederlandse economie. Niet alleen hebben de pensioenfondsen weer vlees op de botten, maar zij vangen verliezen nu ook minder op met hogere premies. In plaats daarvan schorten ze bij tegenvallers de indexatie van de pensioenverplichtingen op aan niet alleen de meest oudere inactieve deelnemers, maar ook de jongere actieve deelnemers. Voor actieve deelnemers komt dit veel minder hard aan dan een hogere pensioenpremie die de loonkosten en de koopkracht direct uitholt. De stabiliserende werking van het pensioensysteem kan verder worden versterkt door actieven meer risico te laten lopen op hun pensioenindexatie dan de inactieven.¹

Het belangrijkste risico van een recessie is dat bij beleidsmakers de urgentie wegvalt voor het vergroten van het arbeidsaanbod en het verbeteren van het functioneren van de Nederlandse arbeidsmarkt in het licht van de vergrijzing. Maar meer en beter gekwalificeerd arbeidsaanbod, beter onderhoud van menselijk talent en een flexibelere arbeidsmarkt met nieuwe zekerheden voor werknemers blijven van groot belang. Zij leggen namelijk de basis voor een duurzaam gematigde loonontwikkeling, een gelijkmatige inkomensverdeling en goede collectief gefinancierde voorzieningen. Balkenende en Bos moeten zich niet richten op het aanpassen van het begrotingsbeleid, maar op het vergroten van zowel het arbeidsaanbod als het aanpassingsvermogen van de arbeidsmarkt.

Lans Bovenberg

* Hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg en directeur van Netspar.

1. Zie A.L. Bovenberg, "Nieuwe pensioencontracten", *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, Jrg. 37, Nr. 3, 2005, 118-128.

Een recessie kan ook goed zijn voor de begroting

*H.A.A. Verbon**

Nu er wellicht een recessie op komst is, in ieder geval in de VS, maar misschien daardoor ook in Europa, is de vraag actueel of additioneel beleid nodig is. Het huidige trendmatige begrotingsbeleid richt zich op de structurele stabilisering van de financieringstekortquote. Hierbij moeten de overheidsuitgaven op of onder het bij het regeerakkoord afgesproken niveau blijven, ongeacht welke nieuwe ontwikkelingen zich voordoen, terwijl incidentele mee- en tegenvallers in de belastinginkomsten geheel ten gunste of ten laste van het financieringstekort gebracht moeten worden. Dit laatste element van het beleid zorgt voor een automatisch anticyclisch beleid.

Van de uitgavennorm zou een procyclisch effect kunnen uitgaan voor zover uitgaven de vastgestelde plafonds vooral overschrijden in tijden van conjuncturele neergang. Het ligt voor de hand dat dit zich bij de uitgaven aan sociale zekerheid zal voordoen. Tijdens een recessie wordt er nu eenmaal een groter beroep op deze regelingen gedaan. De tijden van de jaren tachtig kunnen dan weer terugkeren met ingrepen in uitkeringen om de overschrijding van budgetten te niet te doen, want het is uiteraard moeilijk op korte termijn het aantal uitkeringen te beperken. Maar ook de ambtenarensalarissen zullen er aan moeten geloven om binnen de uitgavenkaders te blijven. Bovendien zijn in Nederland uitkeringen en ambtenarensalarissen altijd op de een of andere manier aan elkaar gekoppeld. Dus, als de uitkeringen dalen, dan ook de salarissen van de ambtenaren.

Er zijn echter ook lichtpuntjes. Onder een recessie wordt de arbeidsmarkt ruim en wordt het weer eenvoudiger personeel in de zorg en het onderwijs te werven. De salarisstijging die nodig wordt bevonden om de kwaliteit van het onderwijzend personeel te verhogen, kan dan minder zijn dan eerst werd verwacht. Opeens stroomt er weer vanzelf kwaliteit het onderwijs in, rechtstreeks van de beursbedrijven en de banken die hun verliezen moeten zien te beperken door personeel te ontslaan.

Er is nog meer goed nieuws. In een recessie zal de overspanning op de woningmarkt vanzelf afnemen. Huizenbezitters worden werkloos, of verdienen minder dan ze gedacht hadden. Sommigen van hen zullen hun huis willen verkopen. In dat geval moeten huizenprijzen wel dalen. We hopen natuurlijk wel dat dit niet zal leiden tot het instorten van de huizenmarkt en een Nederlandse kredietcrisis, die de recessie verdiept. Het goede nieuws is echter dat als de druk van de woningmarkt wordt weggenomen, jongeren goedkoper een huis kunnen kopen. Dat geeft dan weer een verlichting van de huurmarkt en, misschien, per saldo een beperking van het beroep op huursubsidie. Dit kabinet heeft bij zijn aantreden belastingverhogingen aangekondigd. Dat is mede omdat het begrotingsbeleid steeds meer in het teken komt te staan van de komende vergrijzing. Hogere belastingen nu zorgen ervoor dat de belastingen in de toekomst niet naar draconische hoogten hoeven te stijgen. De belastingen zouden minder omhoog hoeven als de regering minder ambitieus was in zijn uitgavenplannen, maar deze regering is wel ambitieus. Maar, als gezegd, sommige van die ambities kunnen door de recessie wel eens minder geld kosten dan verwacht.

Een andere meevaller is dat het voor minister van Financiën Bos eenvoudiger zal zijn de hand op de knip te houden in tijden van recessie. Het tegenovergestelde konden we zien

aan zijn voorganger minister Zalm, die eind jaren negentig tijdens het kabinet Kok II overstelpt werd met meevallende belastinginkomsten. Uit alle hoeken en gaten doken toen groepen op met de eis om de forse belastingmeevallers in te zetten voor extra uitgaven voor hun eigen gerief. Zalm was er slecht tegen bestand. Uitgavenkaders werden opgerektd, met name in de zorg, en meevallers werden, in strijd met het trendmatige begrotingsbeleid, omgezet in lastenverlichting. In een recessie is het eenvoudiger om nee te verkopen, eenvoudigweg omdat het geld er niet is. Bovendien, en dat blijkt nu ook weer, zijn de recepten van de diverse belangengroepen in een recessie tegengesteld. Zo willen de VVD en de werkgevers belastingverlaging om een impuls aan de consumptie te geven, terwijl De Nederlandsche Bank een bezuinigingsoperatie wil om de overheidsfinanciën beter bestand te maken tegen de recessie.

Als er tegengestelde eisen zijn, is het makkelijker om te zeggen dat je van plan bent niets te doen. Dat is wat Bos ook heeft aangekondigd: wel de uitgavenkaders handhaven, maar niet morrelen aan eerder afgesproken belastingtarieven. Dat is ook het beste beleidsvoornemen dat de regering kan hebben omdat het in overeenstemming is met het trendmatige begrotingsbeleid dat de Nederlandse kabinetten met wat vallen en opstaan nu al sinds 1994 voeren.

Harrie Verbon

* Hoogleraar Openbare Financiën, Universiteit van Tilburg.

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 disciplinering 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.