

## 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.