



Lage rente oorzaak crisis

In de afgelopen maanden zijn vele partijen als (mede-)schuldigen van de kredietcrisis aangevoerd: hebzuchtige bankiers, weinig kritische *rating agencies*, falende toezichhouders, te lakse overheden; en zo zijn er nog wel meer actoren te vinden die zich mogen aanrekenen medeverantwoordelijk te zijn voor het ontstaan van de *subprime* crisis, die uiteindelijk in een ernstige wereldwijde recessie onttaardde. Als econoom en als student van de lange trendmatige bewegingen in de wereldeconomie zou ik zeggen dat de kredietcrisis een direct uitvloeisel is, de culminatie zo men wil, van een lange periode van rentedaling. De lange rente bereikte zijn top in 1981, en de daling begon vanaf het moment dat de markten ervan overtuigd raakten dat de inflatie eindelijk bedwongen was, dankzij het rigoureuze optreden van Paul Volcker, de toenmalige voorzitter van de Federal Reserve. De prijs voor de overwinning op de structureel hoge inflatie was een diepe recessie, maar toen de inflatieverwachtingen omlaag gingen, konden de lange rentes wereldwijd gaan dalen. De periode van trendmatige rentedaling, die in 1981 inzette en uiteindelijk een kwart eeuw duurde, had twee belangrijke gevolgen. In de eerste plaats gingen overal in de wereld de spaarquotes omlaag, want bij dalende rentes levert sparen steeds minder op. In de tweede plaats gingen de schuldquotes overal omhoog, want bij dalende rentes wordt de financiering van activiteiten met vreemd vermogen steeds aantrekkelijker. Op alle langetermijngrafieken die spaarquotes en schuldquotes afbeelden, springt 1981 eruit als het omslagjaar.

Interessant is dat de toename van de schulden per lenende partij een verschillend verloop kende. Tot 2000 vindt de stijging van de schuldquotes vooral bij ondernemingen plaats, en in de tweede helft van de jaren negentig

in het bijzonder bij *private equity*-firma's, die deden aan wat vroeger niet voor niets *leveraged buyouts* werden genoemd. Na 2000 zijn nog maar twee partijen verantwoordelijk voor de stijging van de macro-economische schuldquote: huishoudens, die voor de aankoop van een huis leenden, en banken, die hun dat geld uitleenden. Bedrijven bezondigden zich na 2000 veel minder aan grootschalige overnames dan daarvoor, terwijl de schuldquotes van overheden juist afnamen.

In Nederland bereikte de lange rente zijn dieptepunt in september 2005, met een rendement op tienjarige staatsleningen van net boven de drie procent. In de Verenigde Staten kwam het dieptepunt een jaar eerder. Toen de rente om conjuncturele redenen daarna begon op te lopen en de centrale banken gingen verkrappen, ontstonden de problemen die in 2007 en 2008 in de kredietcrisis uitmondde. Zelf had ik de crisis twee jaar later verwacht, wat verder in de opgaande conjunctuurcyclus en bij hogere rentestanden. Maar veel Amerikaanse huizenkopers bleken zo weinig buffers te hebben dat ze in de problemen kwamen onmiddellijk nadat de huizenprijzen hun top hadden bereikt en begonnen te dalen. En die top kwam daar eerder omdat, anders dan in Nederland, een prijsstijging van huizen veel extra aanbod uitlokt, waardoor de markt met nieuwe huizen overspoeld werd.

De oplossing die nu voor de crisis wordt gezocht is om de rente weer omlaag te duwen tot zelfs onder de niveaus waarop de crisis ontstond. De crisis wordt dus bestreden met wat de oorzaak van de crisis, de te lage rente, was. De brand moet eerst geblust worden en daarna gaan we kijken hoe we in de toekomst branden kunnen voorkomen. Dat betekent dat na een sneller dan verwacht herstel over een paar jaar een nieuwe terugslag waarschijnlijk is.