

De crisis en de maakbaarheid van markt en munt

HARRY GARRETSEN, Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen

Naar het zich laat aanzien is de huidige crisis niet de nieuwe Grote Depressie maar blijft de schade beperkt tot een Grote Recessie (Van Ewijk en Teulings, 2009). De gevolgen van de bijna meltdown van het financiële systeem eind 2008 en de daaropvolgende krimp van de reële economie zullen echter nog jarenlang merkbaar zijn. De klap van de crisis zal ook onder economen nog lang nadreunen (Krugman, 2009). Economen hebben veel kritiek gekregen omdat ze de crisis niet hebben voorspeld of, erger, de crisis mede zouden hebben veroorzaakt door blind te zijn voor de instabiliteit van het financiële systeem. Eerdere bijdragen aan deze rubriek gaan uitgebreid in op de vraag in welke mate economen het boetekleed moeten aantrekken en wat de lessen van de crisis zijn (Jacobs, 2009; Hoogduin, 2010; Bartelsman, 2010). Afgezien van de vraag of je van economen mag verwachten dat ze in staat zijn het uitbreken van een crisis precies te voorspellen, geldt ongetwijfeld dat de meeste economen werden verrast door de ernst en reikwijdte van de financiële crisis.

Je kunt, om met Balkenende te spreken, constateren dat je het als econoom met de kennis van nu anders had gedaan in de aanloop naar het Uur U, de val van Lehman Brothers in september 2008, maar daar schieten we weinig mee op. Zeker de parlementaire onderzoekscommissie-De Wit niet die zich tijdens haar verhoren steeds maar geplaatst zag tegenover betrokkenen die het nu heus anders zouden doen. De commissie is nu bezig om haar rapport over de oorzaken van de crisis af te ronden. Als het om relevante literatuur over de oorzaken van financiële crises gaat, hoeft de commissie niet lang te zoeken. Het terecht veelgeprezen boek *This time is different* van Reinhart en Rogoff (2009) laat haarfijn zien waarom financiële crises steeds maar weer de kop opsteken. Meer algemeen geldt dat er een zeer behoorlijke boekenkast valt te vullen met recente literatuur over de theorie en empirie van financiële crises. Zeker sinds de vorige, bijna wereldwijde, financiële crisis die in de zomer van 1997 in Zuidoost-Azië losbarstte, is er veel onderzoek gedaan naar de belangrijkste mechanismen van zo'n crisis (Krugman, 2010). Telkens weer blijkt een cocktail van lage rente, economische voorspoed, huizenvermogensprijsinflatie, financiële innovaties en beperkte regulering van de financiële sector de opmaat voor een crisis. Het rijtje klinkt helaas voor ons ondertussen ook bekend.

Economen kunnen kortom vrij precies de oorzaken en gevolgen van financiële crises uit de doeken doen maar de huidige zagen ze dus niet aankomen. Hoe valt deze schijnbaar schizofrene houding te verklaren? In de eerste plaats geldt dat de literatuur benadrukt dat deze crises vooral elders een probleem zijn. Elders, dat wil zeggen in opkomende markten en ontwikkelingslanden en veel minder in de OESO-landen. In de tweede plaats gaat het hier om

academische inzichten die tot voor de huidige crisis maar zeer beperkt in beleidskringen een rol speelden. Vooral dit laatste is naar mijn mening belangrijk. Nadat in de jaren zestig en zeventig beleidsmakers geloofden in de maakbaarheid van de economie door via beleid zowel de conjunctuur (keynesianisme) als de structuur (industriebeleid) te moeten en kunnen sturen, werd vanaf de jaren tachtig deze maakbaarheid massaal ingeruild voor een nieuw maakbaarheidsgeloof, namelijk de maakbaarheid van de markt. Nu is marktwerking een groot goed, maar de concrete invulling van deze nieuwe maakbaarheid veronderstelde dat markten prima werken indien beleidsmakers maar voor de juiste spelregels zorgen en als arbiter toezicht houden op de naleving van die regels. De ware apostelen van dit nieuwe maakbaarheidsdenken gingen zelfs uit van zelfregulering door de marktspelers waarbij de overheid als scheidsrechter helemaal niet meer nodig was.

In de afgelopen dertig jaar is dit moderne maakbaarheidsdenken gaandeweg in alle hoeken en gaten van het economische beleid doorgedrongen. Een belangrijk kenmerk van dit beleidsdenken is dat economisch beleid vooral of zelfs exclusief een zaak is van de juiste wettelijke regels en kaders. De onderliggende economische structuur verdwijnt naar de achtergrond en de beleidseconomie kruipt steeds meer in de rol van jurist of bestuurskundige. Toegepast op de aanloop naar de huidige financiële crisis uitte dit denken zich op microniveau in het geloof dat financiële markten hun gang kunnen gaan zolang het externe toezicht maar deugt. Op macroniveau komt dit maakbaarheidsidee naar voren in het monetaire beleid dat op basis van zeer simpele renteregels, denk aan het gebruik van de Taylorregel, wordt uitgestippeld en waarbij de financiële structuur van de economie als een niet relevante *black box* wordt weggezet. Je hoeft niet meteen marxist te zijn om te geloven dat de economische en financiële structuren zich niet zo makkelijk door enkel toezicht en regels laten dwingen. In slaap gesust door de *Great Moderation* en andere tijdelijk gunstige factoren, leek de markt inderdaad regelbaar. We weten nu beter en vandaar de recente pleidooien als het plan-Volcker om in te grijpen in de financiële structuur (Boot, 2010) of de erkenning dat monetaire beleidsmakers niet langer wegvaren met simpele renteregels maar zich weer meer moeten verdiepen in het reilen en zeilen van de financiële sector (Blanchard *et al.*, 2010).

Nu de financiële crisis een tweede fase lijkt te zijn ingegaan waarbij niet langer banken maar overheden de zondebok zijn (The Economist, 2010), wreekt zich dit regeldenken opnieuw. Het voorbeeld bij uitstek is helaas de EMU. In vrijwel elk leerboek wordt keurig de oude en moderne OCA-literatuur (*optimum currency area*) besproken waarin, kort gezegd, een monetaire unie minder aantrekkelijk wordt naarmate landen qua economische structuur meer van elkaar verschillen en naarmate, na het opgeven

van monetaire onafhankelijkheid, de beschikbare beleidsopties minder effectief zijn. Alternatieven waar het dan bijvoorbeeld om gaat, zijn prijs- en loonflexibiliteit, arbeidsmobiliteit en, niet in de laatste plaats, transnationale transfers. De oer-ideeën over optimale valutagebieden stammen al uit de jaren zestig en werden in 1999 bekroond met de toekenning van de Nobelprijs economie aan Robert Mundell. De moderne inzichten over optimale valutagebieden nuanceren deze oorspronkelijke inzichten door onder meer de vermeende effectiviteit van nationaal monetair beleid te bekritisieren of door te beargumenteren dat de monetaire eenwording juist de ratio van een gemeenschappelijke munt kan vergroten doordat het zou helpen de economische verschillen tussen de deelnemers te verkleinen (Brakman en Garretsen, 1996; Mongelli, 2002). Waar het mij hier om gaat, is dat volgens zowel de oude als de nieuwe OCA-literatuur de beslissing tot de vorming van of de toetreding tot een monetaire unie zou moeten zijn gebaseerd op de economische structuren of kenmerken van de mogelijke deelnemers. Uit het bijbehorende empirische onderzoek komt dan zeker niet eenduidig het beeld naar voren dat de huidige EMU qua samenstelling een optimaal valutagebied is. Veel studies wijzen onverkort op grote structuurverschillen tussen het noorden en zuiden van het eurogebied, verschillen die problematisch zijn omdat er weinig smeerolie in de vorm van bijvoorbeeld intra-EMU-arbeidsmobiliteit of begrotingstransfers via Brussel is om de gevolgen van deze verschillen glad te strijken.

Wat men verder ook van deze economische onderbouwing van de monetaire eenwording mag vinden, het is volstrekt duidelijk dat in de aanloop naar en vormgeving van de EMU deze onderbouwing geen rol heeft gespeeld. In het jaar dat Mundell zijn troostprijs kreeg, werd op basis van de welbekende Maastricht-criteria de EMU een feit. Deze criteria, en in het bijzonder die ten aanzien van de drieprocentnorm voor het begrotingstekort en de zestigprocentdrempel voor de overheidsschuld, werden weliswaar verkocht als economisch noodzakelijk, maar het is evident dat het hier om politieke criteria ging. Dat vervolgens met de Maastricht-criteria, evenals met het daaropvolgende Stabiliteits- en Groeipact, door de lidstaten de hand werd gelicht (De Grauwe, 2009) is genoegzaam duidelijk, maar de echte denkfout is dat dergelijke begrotingsregels ten onrechte de indruk wekken dat een stabiele EMU slechts afhangt van een paar politiek geïnspireerde begrotingsregels. Zoals de actuele EMU-spanningen illustreren, blijkt ook hier het maakbaarheidsdenken misplaatst omdat de verschillen in economische structuren tussen EMU-landen er wel degelijk toe doen en uiteindelijk mede de levensvatbaarheid van de EMU bepalen. De boekhoudtrucs van de Grieken krijgen thans alle aandacht maar het probleem zit dieper. Bij een van de rest van het EMU-gebied afwijkende economische ontwikkeling en

bij gebrekkig ontwikkelde beleidsopties ervaren zuidelijke lidstaten als Griekenland of Spanje de gemeenschappelijke munt nu als een molensteen. Euro-sceptici zien hierin hun voorspelling bevestigd dat de EMU geen lang leven beschoren is terwijl de euro-aanhangers in de EMU-perikelen juist de noodzaak tot meer economische en politieke integratie in de (E)MU zien bevestigd. Hoe het ook moge uitpakken, de maakbaarheid van de euro blijkt anders dan veel beleidsmakers en politici tot voor kort aannamen, niet te kunnen worden losgezongen van de economische werkelijkheid. De sinds het Verdrag van Maastricht dominante beleidsfilosofie dat een paar simpele cleane begrotingscriteria volstaan om een stabiele EMU te garanderen is niet houdbaar. Voor een houdbare muntunie moeten beleidsmakers zich meer gelegen laten liggen aan de economische en politieke randvoorwaarden zoals Mundell & Co die al sinds jaar en dag aangeven.

Kortom, of het nu de bijna-ineenstorting van het financiële systeem of de spanningen in de EMU betreft, de conclusie moet zijn dat de huidige crisis het failliet betekent van de dominante beleidsopvatting in de afgelopen jaren, namelijk dat het beleid eigenlijk alleen hoeft te zorgen voor een paar spelregels en dat de spelers in de markteconomie of muntunie zich daar dan wel braaf naar zullen schikken. We moeten zeker niet terug naar de situatie dat de overheid voortdurend ingrijpt in de economische structuren, maar de erkenning dat die structuren ertoe doen zou al een verbetering zijn. Beleidsmakers zouden zich weer meer als betrokken economen en minder als afstandelijke regelgevers moeten opstellen.

LITERATUUR

- Bartelsman, E. (2010) *Reflecties op de crisis*. *ESB*, 95(4577), 52-53.
 Blanchard, O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010) *Rethinking macroeconomic policy*. *IMF Position Note*, 12 februari.
 Boot, A.W.A. (2010) *Huidig toezicht DNB gebaseerd op illusie*. Artikel op www.mejudice.nl, 28 januari.
 Brakman, S. en J.H. Garretsen (1996) *Zijn de Economische en Monetaire Unie strijdig?* *ESB*, 81(4044), 112-116.
 De Grauwe, P. (2009) *The politics of the Maastricht convergence criteria*. *VOX*, 15 april. www.voxeu.org.
 Ewijk, C. van en C. Teulings (2009) *De Grote Recessie. Het Centraal Planbureau over de kredietcrisis*. Amsterdam: Uitgeverij Balans.
 Jacobs, B. (2009) *Lessen van de crisis voor macro-economische theorie en beleid*. *ESB*, 94(4572), 724-725.
 Hoogduin, L. (2010) *Voorbij de crisis*. *ESB*, 95(4576), 20-21.
 Krugman, P. (2009) *How did economists get it so wrong?* *New York Times*, 6 september.
 Krugman, P. (2010) *Crises*. *Nobellezing op* krugman.blogs.nytimes.com, 2 januari.
 Mongelli, F.P. (2002) *'New' views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?* *ECB Working Paper*, 130.
 Reinhart, C. en K. Rogoff (2009) *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.
 The Economist (2010) *New dangers for the world economy*. *The Economist*, 13 februari, 9.