

Ware oorzaak van de crisis is de lage rente

Niet Amerikaanse rommelhypotheken en falende begrotingsdiscipline van landen als Griekenland hebben tot de crisis geleid. Het begon allemaal met de forse verlaging van de rente in de VS en de eurozone.



HELEEN MEES is econoom, jurist en publicist

Sinds de financiële crisis in 2008 en de daarop volgende economische recessie die de wereld op haar grondvesten deed schudden, zijn beschuldigende vingers in vele richtingen gewezen. In het geval van de Verenigde Staten kregen de 'subprime'-hypotheken en de Wall Street-bankiers die ze verkochten de schuld. Falend financieel toezicht, heet het in ambtenarenjargon.

In het geval van Europa wordt de crisis in de eurozone vaak toegeschreven aan het feit dat de landen in de periferie van de eurozone (Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje en Italië) niet naar behoren de regels van het Stabiliteitspact naleefden. Ook een vorm van falend financieel toezicht.

Maar deze verklaringen voor de crises in zowel de VS als Europa stroken domweg niet met de feiten. Exotische hypotheken die de maandelijke hypotheeklasten flink verlaagden, vormden minder dan 5 procent van alle hypotheken die tussen 2000 tot 2006 in de VS werden afge-

sloten. Het is derhalve onwaarschijnlijk dat zij de hausse op de Amerikaanse huizenmarkt hebben veroorzaakt. De verklaring voor de crisis in de eurozone gaat voorbij aan het feit dat Spanje en Ierland toonbeelden van deugd waren in termen van het Stabiliteitspact. Beide landen hadden juist een begrotingsoverschot in plaats van tekort in de jaren voorafgaand aan de crisis, en zij hadden een staats-schuldquote die bijna de helft lager was dan de 60 procent die het Stabiliteitspact toestaat.

Huis als geldautomaat
De primaire oorzaak van de speculatieve bubbels op de huizenmarkt, zowel in de VS als in de europeriferie, was de scherpe daling van de rente begin jaren 2000, zij het dat de rente in de VS en de periferie van de eurozone aanvankelijk om verschillende redenen daalde.

In een poging na het uitspaten van de dotcombubbel in 2000 een economische recessie af te wenden, verlaagde het Amerikaanse stelsel van centrale banken (de Federal Reserve, Fed) de Amerikaanse kortetermijnrente van 6,5 procent eind 2000 naar 1,75 procent in december 2001 en nog verder naar 1 procent in juni 2003. De Fed hield de rente vervolgens meer dan een jaar op 1 procent, hoewel de inflatieverwachtingen

Doordat het Westen op de pof leefde is armoede in de wereld fors verminderd

gen in die tijd ruim boven de doelstelling van 2 procent uitkwamen en de werkloosheid tot bijna 5 procent was gedaald, wat wordt beschouwd als het natuurlijke niveau van werkloosheid in de VS.

Door de renteverlaging gingen Amerikanen op grote schaal hun huis herfinancieren en in bijna alle gevallen werd de oude hypotheek door een veel hogere hypotheek vervangen. Of, zoals columnisten destijds graag schreven: Amerikanen gebruikten hun huis als geldautomaat. Tussen het eerste kwartaal van 2003 en het tweede kwartaal van 2004, de periode dat de Fed de kortetermijnrente op 1 procent hield,

was tweederde van alle afgesloten hypotheken bestemd voor herfinanciering in plaats van voor de aanschaf van een woning. Alleen al in 2005 verzilverden Amerikanen 750 miljard dollar (584 miljard euro) van de overwaarde in de eigen woning, oftewel 6 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Tweederde daarvan gebruikten zij voor persoonlijke consumptie en het opknappen van hun woning.

Alarmbellen
Bij de Fed oordeelden ze over het algemeen positief over het afsluiten van tweede hypotheken als financieringsbron voor persoonlijke consumptie. In zijn befaamde - of liever: beruchte - Sandridge-lezing pochte Ben Bernanke, die tegenwoordig centralebankpresident is maar toen nog gouverneur was, dat de financiële markten in de VS zo verrijnd en efficiënt waren, waardoor huishoudens gemakkelijk toegang hadden tot de stijgende waarde van hun huis. Dat de hausse op de huizenmarkt op een dag ten einde zou kunnen komen en veel huiseigenaren met een te hoge hypotheek op hun huis zouden blijven zitten, deed kennelijk geen alarmbellen afgaan.

Niet de VS, maar China profiteerde van de Amerikaanse consumptiedrift. Het zag jaren achtereenvolgens de economie groeien met meer dan 10 procent. En terwijl de Amerikaanse spaarquote schommelde rond 15 procent in juni 2006. Hierdoor werd de speculatieve bubbel op de Amerikaanse huizenmarkt verder aangewakkerd. Uit onderzoek blijkt dat de langetermijnrente de doorslaggevende factor is bij de vraag naar woningen.



Een vrouw kijkt naar juwelen in een winkel in New York. Amerikaanse huizenbezitters kregen de beschikking over veel meer geld toen de rente werd verlaagd en zij een nieuwe hypotheek

winkel in New York. Amerikaanse huizenbezitters kregen de beschikking over veel meer geld toen de rente werd verlaagd en zij een nieuwe hypotheek

Foto Eduardo Munoz / Reuters

cent. En terwijl de Amerikaanse spaarquote schommelde rond 15 procent in juni 2006. Hierdoor werd de speculatieve bubbel op de Amerikaanse huizenmarkt verder aangewakkerd. Uit onderzoek blijkt dat de langetermijnrente de doorslaggevende factor is bij de vraag naar woningen.

In Europa is in aanloop naar de eurozone de rente op Ierse, Spaanse en Portugese staatsobligaties geconvergeerd naar de veel lagere rente op Duitse staatsobligaties. In het geval van Griekenland duurde het wat langer omdat het lang onzeker was of het land aan de voorwaarden voor de monetaire unie zou voldoen.

Maar in 2002 begon ook rente op Griekse staatsobligaties te dalen. Landen als Nederland merkten hier niets van omdat die al vele jaren hun monetaire beleid afstemden op het monetaire beleid van de Duitse Bundesbank, waardoor de rente op staatsobligaties al eerder naar het Duitse niveau was geconvergeerd.

Wisselkoersrisico
Spanje, Ierland, Griekenland en Portugal daarentegen zagen de rente dalen van een niveau van ongeveer 13 procent in de late jaren negentig tot slechts 3 procent in 2005, mede door toedoen van de hoge besparingen in China en andere opkomende

economieën, waardoor de langetermijnrente in de VS maar bijvoorbeeld ook in het Verenigd Koninkrijk raadselachtig laag bleef.

De meningen verschillen over wat precies de aanleiding was voor de initiële rentedaling in de nieuw opgerichte muntunie. Volgens de Europese Centrale Bank (ECB) weerspiegelde de rentedaling de begrotingsdiscipline die de landen in de europeriferie aan de dag hadden geleegd, een voorwaarde om te kunnen meedoen met de euro. Anderen daarentegen geven de ECB de schuld omdat die alle staatsobligaties met een minimale rating van A- als onderpand accepteerde voor geld dat banken

van de ECB leenden. Alle staatsobligaties waren zodoende even aantrekkelijk vanuit het perspectief van de banken.

Volgens mij is een andere belangrijke verklaring dat, met de introductie van de eenheidsmunt, het wisselkoersrisico verdween. Dat heeft waarschijnlijk aanzienlijk bijgedragen tot de bereidheid van banken om de Spaanse, Ierse, Portugese, Griekse en Italiaanse obligaties te kopen, omdat het nu eenmaal wijsheid is je geld te beleggen in dezelfde muntsoort als je financiële verplichtingen hebt.

De scherpe daling van de rente miste haar uitwerking op de huizenmarkt in de perifere landen niet. De prijzen in Spanje en Ierland stegen jaar na jaar met zo'n 10 tot 20 procent. De stijging leidde tot uitbundige consumptieve bestedingen (en leningen) en tot hogere lonen. Terwijl de arbeidskosten in Duitsland stegen met een bescheiden 18 procent tussen 2000 en 2008, stegen de arbeidskosten in Spanje en Ierland met respectievelijk 41 en 45 procent, en in Griekenland met 78 procent.

Onder water
Door de lage rente kon het ook gebeuren dat de Griekse overheid zich te diep in de schulden stapte: het land had jaar op jaar een begrotingstekort van 6 procent en een staats-schuldquote van zo'n 100 procent van het bbp. Geen enkel jaar voldeed Griekenland aan de normen van het Stabiliteitspact. En hoewel Italië doorgaans een begrotingstekort had van minder dan 3 procent zorgde de lage rente ervoor dat Italië zich jarenlang een staats-schuld van 100 procent van het bbp kon veroorloven.

Toen de speculatieve bubbels op de huizenmarkten in de VS en de periferie van de eurozone barstten en de banken op de rand van de financiële afgrond balanceerden, schoot de rente in Griekenland, en vervolgens Ierland, Spanje en Portugal, omhoog. In de afgelepen maanden is dat ook in Italië gebeurd. Beleggers realiseerden zich plotseling dat staatsobligaties misschien niet zo'n risicovrije investering waren als ze tot dan toe hadden gedacht. Het mechanisme dat in eerste in-

stantie de rentetarieven in de periferie van de eurozone deed dalen, begon zich nu in omgekeerde richting te voltrekken. Niet alleen haalden de banken in Duitsland en Nederland hun geld daar weg, ook spaarders in de periferie gingen hun geld in de noordelijke landen te beleggen. Terwijl de rente in Griekenland, Portugal, Spanje, Ierland en Italië opliep, daalde de rente in de zogenaamde kernlanden van de eurozone, zoals Duitsland en Nederland.

Terugkijkend kan men zeggen dat de architecten van de eurozone onvoldoende hebben nagedacht over de gevolgen van de monetaire integratie. De speculatieve bubbels, vooral in Ierland en Spanje, hadden gemakkelijk kunnen worden voorkomen indien tijdig strikte regels voor de kredietverlening aan particulieren waren opgelegd. Maar dat geldt ook voor de VS waar nog steeds meer dan een kwart van alle woningen 'onder water' staat (de hypotheek die erop rust is hoger dan de waarde van het de woning).

Hoewel de crises in de VS en de eurozone op het eerste oog op zichzelf lijken te staan, zouden zij zonder de opkomst van China veel minder ernstig zijn geweest. De verlaging van de kortetermijnrente aan het begin van het millennium zou de Amerikaanse economie een veel grotere boost hebben gegeven en de Fed zou die rente veel eerder weer hebben verhoogd. Ook zouden de besparingen in China en andere opkomende economieën de langetermijnrente wereldwijd niet hebben verlaagd.

Een troost is dat - doordat het Westen de afgelepen tien jaar 'op de pof' heeft geleefd - de armoede in de wereld zijderogen is verminderd. Honderden miljoenen Chinezen en Indiërs zijn aan de goede kant van de armoedegrens beland. Geen enkel ontwikkelingshulpprogramma is ooit zo succesvol geweest.

Een andere troost is dat de economische groei in China en andere opkomende landen als India en Brazilië naar verwachting de komende jaren de wereld-economie draaiende zal houden. Het kan net de economische motor blijken te zijn die de VS en Europa nu nodig hebben om onder hun schuldenberg vandaan te klimmen.

COLOFON

Hoofredacteur: Philippe Remarque
Plaatsvervangend hoofredacteur: Pieter Klok
Managing editor: Corine de Vries

Centrale redactie: Jan 't Hart, Michiel Kruitj, Eelco Meuleman, Gerrit-Jan van Teeffelen

Eindredactie: Guus Bosch, Wim Bossma, Ernst Cloutwing, Menno van Dongen, Patrick Engelsma, Pieter Eveleijn, Peter de Greef, Gijs van den Heuvel, Pay-Uun Hui, Kees Klaasse, Eric Outshoorn, Sjaak Priester, Mirjam Schöttelndreier, Anneke Teunissen, Jeroen Trommelen, Joep Verdonck, John Wanders, Gijs Zandbergen

Verslaggeverij en Vervolg: Alex Burghoorn (chef), Haroon Ali, Maud Effting, Robin Gerrits, Peter Giesen, Janny Groen, Toine Heijmans, Caspar Janssen, Marcel van Lieshout, Lily Nicolassen, Wilma de Rek, Merijn Rengers, Ianthe Sahadat, John Schoor, Anneke Stoffelen, Elsbeth Stoker, Olaf Tempelman, Wil Thijssen, Jan Tromp, Bert Wagendorp

Binnenlandse correspondenten: Bart Dirks (Rotterdam/Den Haag), Ana van Es (Groningen), Peter de Graaf (Zuid-Nederland), Charlotte Huisman (Utrecht), Jaap Stam (Amsterdam)

Buitenland: Bert Lanting (chef), Noël van Bemmel, Iñaki Oñorbe Genovesi, Steven Ramdharie, Mariken Smit, Cor Spek, Sjoerd Vreeken

Buitenlandse correspondenten: Remco Andersen (Beiroet), Rolf Bos (Jeruzalem), Kees Broere (Nairobi), Arnout Brouwers (Moskou), Arie Elshout (New York), Allart Hoekzema (Bolivia), Diederik van Hoogstraten (New York), Jan Hunin (Warschau), Ariejan Korteweg (Parijs), Michiel Maas (Jakarta), Jean Mentens (Curacao), Hans

Moleman (Shanghai), Marc Peepkerom (Brussel), Natalie Righton (Kabuli), Merlijn Schoonenboom (Berlijn), Leen Verwaek (Brussel), Patrick van IJzendoorn (Londen), Arjen van der Ziel (Istanbul)

Politiek: Raoul du Pré (chef), Maartje Bakker, Robert Giebels, Gijs Herderschêd, Jan Hoedeman, Theo Koelê, Ron Meerhof, Remco Meijer, Martin Sommer

Economie: Xander van Uffelen (chef), Wilco Dekker, Tjerk Gualthérie van Weezel, Sander Heijne, Yvonne Hofs, Martin Kettelarij (doc), Wouter Keuning, Fokke Obbema, Menno Pelsler, Gerard Reijn, Nanda Troost, Carljine Vos, Peter de Waard, Jonathan Witteman

V en Reizen: Chris Buur (chef), Berend Jan Bockting, Anna van den Breemer, Mac van Dinther, Marc van den Eerenbeemt, Jean Pierre Geelen (tv-kritiek), Rob Gollin, Arnout Hajterma, Machteld van Hutten, Aimée Klene, Sterre Lindhout, Paul Onkenhout, Loes Reijmer, Marie Louise Schipper, Neel Westerlaken, Bard van de Weijer

Kunst en Boeken: Anne van Driel (chef), Bor Beekman, Erik van den Berg, Harmen Bockma, Marjon Bolwijn, Robert van Gijssel, Hein Janssen, Hanneke de Klerck, Karolien Knols, Sasja Koolstra, Arjan Peters, Rutger Pontzen, Hans Wansink, Wietke van Zeil

Sport: Marije Randewijk (chef), Poul Annema, Sytze de Boer (doc), Ronald ten Brink, Charles Bromet, Mark van Driel, Bert Jungmann, Mark Misérus, Robert Misset, Willem Visser, John Volkers

Wetenschap: Martijn van Calmthout (chef), Peter van Ammelrooy, Maarten Keulemans, Ben van Raaij, Ellen de Visser

Opinie en Debat: Sander van Walsum (chef), Paul Brill, Anniëke Kranenberg, Henk Müller (Geachte Redactie / U-pagina), Chris Rutenfrans

Magazine: Bart Koetsenruijter (chef a.i.), Theo Audenaerd (beeld), Sara Berkeljon, Aleid Bos, Hein van Putten (artdirector), Theo Stielstra, Evelien van Veen

Vormgeving en graphics: Sandra Zuidjerdin (chef), Rigje Hehenkamp (artdirector), Erik d'Ailly, Thijs Balder, Joke Buijs, Lucas van Esch (V), Annemieke Jansen, Marlies Methorst, Raymond van der Meij, Willem Morsch, Menno Pelsler, Tahira Salomon, Martijn Stoffers, Gonnje Tijs, Janet van Toor, Rianne de Vries, Tom Zaubrecher

Fotoreactie en Beeldbewerking: Gerrit-Jan van Ek (chef), Henk Brändsma, Gabriel Eisenmeier, Kaj van Ek (V), Helke Gülker, Raymond Rutting (fotograaf), Frank Schallmaier, Veronique Smedits, Hans Worrell

Productie: Dylan Besseling, Janpeter van der Kamp

Vk.nl: Marjan van den Berg (chef), Michiel van der Geest, Laura de Jong, Thomas van der Kolk, Heleen van Lier, Pieter Sabel, Thijs van Soest, Sebastiaan Timmermans, Jeroen Visser

Secretariaat hoofdredactie: Mieke van den Heuvel (chef), Janine Kieft

Redactiesecretariaat: Melle Drenthe, Wendy Gans, Marjon Hardonk (archief), Margot Knibbe, Lisette Schimidt

Ombudsvrouw: Margreet Vermeulen ombudsvrouw@volkskrant.nl

TWISTGESPREEK LIDY NICOLASEN MET

Margaret Thatcher was

De Britse oud-premier Margaret Thatcher is *in the air*. Brijlant politica en ineens ook seksbom.

Mannen vallen met terugwerkende kracht in katzwijn. Hebben we iets gemist?

Thatcher maakte handig gebruik van haar vrouwelijkheid, maar het ging haar helemaal niet om de vrouwenzaak, alleen om haar eigen vrouwenzaak. Ze was enorm ambitieus en bereid alles in het werk te stellen voor haar eigen succes. Als het nodig was de heren om haar vingers te winden, deinsde ze daar niet voor terug.

U bent gewoon jaloers. Dat verwijt Max Pam linkse feministen. Hijzelf had zich het liefst door haar willen laten meemenen. En hij is niet de enige die met haar dweept. Niks jaloers, ze kwam gewoon niet

op voor vrouwen. Integendeel. In haar kabinet zat heel kort een vrouw. Ze vond het niks dat vrouwen gingen werken en kinderen in de crèches achterlieten, ze heeft enorm gekort op de publieke voorzieningen. Dit heeft niks met jaloezie te maken, het is een objectieve constatering.

Ze maakte wel de weg vrij voor Labour en Tony Blair, las ik deze week. Niet alleen zichzelf, ook haar politiek wordt dus met terugwerkende kracht bejubeld. Het is heel erg verleidelijk heimwee naar vroeger te hebben. Zeker nu het ontbreekt aan leiderschap in Europa bestaat de neiging te kijken naar de tijd dat er wel sterke leiders waren, zoals Margaret Thatcher. Maar dan vergeet je haar politieke beleid. Vakbonden die de kop werden ingedrukt, mijnwerkers die het verschrikkelijk hebben gehad, vernietiging van solidariteit, een oorlog op de Falklands die niet nodig was, steun aan het apartheidregime. Ze was ook de leider die de voedingsbodem heeft ge-

HOGLERAAR ECONOMIE ESTHER-MIRJAM SENT

one of the boys, en daar was ze trots op

legd voor de financiële ellende waarin we nu zitten door haar politiek van liberalisering. De bomen groeiden tot in de hemel, de financiële sector moest niet aan banden worden gelegd. We zien wat dat uiteindelijk voor gevolgen heeft gehad.

Ze heeft de ogen van Caligula en de lippen van Marilyn Monroe, zei de toenmalige Franse president Mitterrand. Hij was een socialist, dus niet een geheide liefhebber. Je kunt kritiek op haar hebben, maar ook bewondering voor de manier waarop ze zich staande heeft weten te houden en de manier waarop ze die verschrikkelijke agenda er doorheen heeft gedrukt. Dat is ook het dubbele voor feministen: ze liet zich niks gelegen liggen aan de vrouwenzaak, maar ze redde zich heel goed omdat ze een sterke vrouw was. Giet er een sausje Hollywood overheen, zet er een aardige actrice bij gecombineerd met een beetje sentiment over het verleden toen het allemaal beter was, en dan slaat de slinger al gauw uit in de



Esther-Mirjam Sent

1967 Geboren in Doesburg
1985 tot 1989 Economie Universiteit van Amsterdam; cum laude
1994 Gepromoveerd aan Stanford University Californië
2004 Hoogleraar Economische Theorie en Economisch Beleid aan Radboud Universiteit Nijmegen
2011 Lid Eerste Kamer voor PvdA

richting van de bewondering. Die combinatie zal van de film *The Iron Lady* vast een kaskraker maken. Maar ik denk dat het misplaatst is haar op een voetstuk te zetten en heimwee te hebben naar haar krachtige leiderschap. Want daarvoor wordt voor het gemak ook meteen maar vergeten wat voor ellende ze heeft aangericht. Haar politiek is ontworpend geweest voor het Verenigd Koninkrijk en dat zien we tot op de dag van vandaag.

Echte mannen hebben een dominante vrouw nodig, schreef een reageerder op internet bij een verhaal van Arie Elshout waarin over Thatcher stond: 'een kracht die zich af en toe manifesteert in het superieure maar tegelijk raadselachtige verschijnsel van de sterke vrouw'. Pure romantiek en wat is daar op tegen? Macht erotiseert. Kennelijk werkt dat ook voor mannen zo. Als de cultuur zo is dat het krachtige mannelijke macho gewaardeerd wordt, vergeet je maar even dat de samenleving veel diverser en complexer is.

Wat je nodig hebt is een goede balans. Kracht en tegenkracht, dan kan iedereen goed naast elkaar functioneren, mannen en vrouwen. Dat zie je niet bij Thatcher, omdat ze zich nog mannelijker dan mannelijke collega's voordeed om zich staande te houden. Zo had ze de hulp van een coach ingeroepen om haar stem lager te laten klinken. De lide die dan meekrijgt is: vrouwen horen niet aan de top. En vrouwen die de top wel bereiken, worden dan als bitchy minimannetjes gezien.

Maar wij kennen haar juist toch vooral als de handtasmeppende bitch, die in Brussel haar geld opeiste? Tot grote vreugde van de Britten overigens. Nooit heeft ze een verkiezing verloren. Iemands als oud-politica Femke Halsema zegt in de Volkskrant bijvoorbeeld veel van haar te hebben geleerd. Wat tot de verbeelding spreekt, is haar enorme ambitie, haar strategische kracht en handelen, waar nodig met een verlaagde stem, met een zachte handdruk of een harde

mep met haar tasje. Dat heeft haar naar de top gebracht. Ze was *one of the boys* en daar was ze trots op. Het is bewonderenswaardig dat haar dat als vrouw is gelukt, maar het is betreurenswaardig wat ze daarvoor heeft moeten doen en laten. Ze zei ook: ik heb helemaal niks aan de vrouwenbeweging gehad. Ze hield er enorme afstand van. Het rare is dat ze zelf moeder was van een tweeling en als werkende vrouw enorm aan de weg timmerde, maar het niks vond als andere vrouwen hun kinderen naar de crèche brachten. Thus goedgeroep ze zich wel onderdanig, manifesteerde ze zich als *devoted housewife*.

Maar humor mag je haar niet ontzeggen. En dat vergoedt veel. Humor is enorm belangrijk, anders houd je je niet staande in de politiek. Je moet relativeringsvermogen hebben en dat had ze heel sterk. Om zover te komen heb je dat echt wel nodig.

Lidy Nicolassen is redacteur van de Volkskrant.