

Duwen tegen een touwtje

Thomas Colignatus
Econometrist
22 oktober 2008

Vorig jaar bedroeg het gemiddelde inkomen van een Amerikaanse hedge fund manager zo'n 12,5 million dollar per week. Voor advies over het beheer van onze economie heeft onze overheid het salaris van de directeur van het Centraal Planbureau beschikbaar. Klaarblijkelijk wil het land voor een dubbeltje op de eerste rij zitten en is het *penny wise, pound foolish*. In de markt zijn de uitgaven gericht op het bespelen van het systeem maar bij de overheid krijgen de padvindders hun heitje voor een karweitje. De conclusie die ik zou willen verdedigen is niet dat de padvindders meer betaald moeten krijgen, want die directeur van het CPB kan goed rondkomen. De betere gedachte is dat er iets mis is aan de marktkant. De conclusie moet zijn dat de concurrentie bij de hedge funds veel te gering is. Met meer transparantie en concurrentie zullen de salarissen van de hedge funds binnen proporties komen. Hedgen is normaal en van alle tijden. Een spaarrekening is eigenlijk een hedge waarbij de bank de risico's van deze wereld overneemt. In het laatste decennium zijn er echter oligopolies ontstaan omtrent nieuwe financiële truucs, in een omgeving van juist toenemende deregulering waarin ook frauduleuze methoden konden ontstaan. De tweede conclusie is derhalve dat de padvindders gefaald hebben bij juist die regulering.

De overheden zijn dus heus wel *penny wise, pound foolish*, maar niet zozeer ten aanzien van de salarissen die zij hun ambtenaren betalen, maar ten aanzien van de feitelijke werkzaamheden. Het probleem is niet het salaris van de directeur van het CPB maar wat die in feite aan het doen is.

Deze les is cruciaal voor de toekomst. Nu de crisis op de financiële markten vooralsnog bezworen lijkt verplaatst de publieke aandacht zich naar de aandelenmarkten en de rest van de economie. In werkelijkheid is de neergaande conjunctuur al begonnen en komt het slechts door de beperkte aandachtscapaciteit van beleidmakers, media en grote publiek waardoor het lijkt alsof het ene na het andere komt. Maar wordt het nu weer hollen, of stilstaan en nadenken ?

Het is nuttig om even stil te staan bij wat een neergang op de aandelenmarkten betekent. Stel dat er 100 mensen zijn met elk een aandeel van 100 euro. Daarnaast zijn er 100 mensen met 100 euro contant op de bank. De winstverwachtingen dalen, en 20 aandeelhouders verkopen hun aandeel voor 75 euro. Sommige verkopers zijn blij want vreesden een terugval naar 50 euro en sommige kopers zijn blij want zij verwachten een herstel naar wellicht 90 euro. Iedereen is in feite blij want in de risicovolle wereld hebben zij de beste positie gekozen, en niemand is gedwongen geweest te kopen of te verkopen. De koers staat nu op 75 en volgens de boekhouders is de daling 25% en is het nationaal vermogen gedaald van 20,000 naar 17,500. Vervolgens daalt de koers verder naar 50 euro. De boekhouders rekenen uit dat dit een koersval van 33,3% is en het nationaal vermogen daalt naar 15,000. Maar ook bij de laatste stap is iedereen nog steeds blij want in de risicovolle wereld hebben zij wederom de beste positie gekozen. Terwijl eerst 20 aandelen werden verkocht, kunnen het er bij deze tweede stap ook 5 of 50 zijn. We zien dan verschillende verschijnselen: (1) De daling van het aandeel wordt tamelijk overdreven, want het lijkt $25\% + 33,3\% = 58,3\%$ terwijl er nog steeds 80 oorspronkelijke houders zijn die van 100 naar 50 zijn gegaan en die dus slechts een daling van 50% kennen, en terwijl er nog 20 zijn die slechts de laatste daling van 33,3% meemaken. (2) De fluctuaties zijn ook onduidelijke getallen zolang geen rekening wordt gehouden met de aantallen die verhandeld worden. (3) De portfolio's raken beter verdeeld over aandelen en geld zodat de risico's beter verdeeld raken. (4) Bij alle transacties is er in wezen steeds sprake van

economische verbetering. (5) De hele discussie hangt in de lucht zolang we niet hebben besproken wat we met zo'n begrip als "vermogen" aanmoeten.

Dat laatste is waar het om gaat. Aandelen gaan vooral over zeggenschap ten aanzien van risicovolle ondernemingen. De financiële waarde van de aandelen wordt gerelateerd aan de winstverwachtingen omtrent de ondernemingen. Daar zijn maar moeizaam goede ramingen voor de maken, vandaar dat er markten zijn ontstaan waar ieder zijn zegje mag doen. Desondanks is het een cruciale ontdekking van de economische wetenschap dat hier beleid mogelijk is. De eerste stap was de ontdekking van de terugkoppelingen. Winstverwachtingen beïnvloeden de kredietwaardigheid, de investeringen, de werkgelegenheid etcetera. In 2001 hebben Pollock en Letta van de Universiteit van London econometrisch onderbouwd dat vooral de bestedingen van consumenten het nationaal verdiende inkomen aansturen, eerder nog dan andersom. Derhalve is het beleidsmatig zeer belangrijk om het consumentenvertrouwen op peil te houden. De tweede stap is dat het ook daadwerkelijk mogelijk is die afstemming tussen beleid en ramingen tot stand te brengen. De conclusie is derhalve dat wanneer de CPB's van de wereld slagen in betrouwbare ramingen en wanneer de overheden erin slagen om het beleid daarop af te stemmen, en beide in onderlinge samenwerking, dat er dan grote onzekerheid uit de economie wordt genomen. De crisis op de financiële markten en de rest van de economie is het teken dat het daaraan nogal schort.

De echte vertrouwenscrisis die op dit moment bestaat is derhalve dat gebleken is dat we weinig aankunnen met de huidige arrangementen voor economisch advies en afstemming van beleid. Onze landen zijn *penny wise, pound foolish* ten aanzien van hun bestedingen voor deze cruciale functies.

In de komende maanden zullen de beleidsmakers zich inspannen om de bestedingen op peil te houden. Dit wordt gangbaar het "duwen tegen een touwtje" en "you can bring a horse to the water but not make it drink" genoemd omdat de huidige instrumenten niet verder reiken. Zo'n aanpak is nu ook veel lastiger omdat het vertrouwen zo beschaamd is. Beter zou het zijn wanneer de systeemfout wordt aangepakt en dat de afstemming van beleid en ramingen fundamenteel verbeterd wordt. Dat kan gedaan worden door het CPB te vervangen door een grondwettelijk Economisch Hof. Wanneer Nederland het voorbeeld geeft en andere landen op het idee worden gebracht, kan dit goed uitwerken voor de gehele wereld en de andere wereldproblemen, want die hoven zullen als wetenschappelijke instellingen natuurlijk goed onderling contact onderhouden.

Thomas Colignatus is econometrist en voormalig wetenschappelijk medewerker van het Centraal Planbureau. Sinds 1990 adviseert hij tot een parlementaire enquête naar de voorbereiding van het economisch beleid en uitbreiding van de Trias Politica met een grondwettelijk Economisch Hof.