



Greenspan loopt één op twee

Auteur(s):

Garretsen, J.H.
Hoogleraar economie, KU Nijmegen.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4259, pagina 471, 9 juni 2000

Rubriek:

Prikkel

Trefwoord(en):

Toen Alan Greenspan op 5 december 1996 zijn fameuze uitspraak deed over de volgens hem "irrationele uitbundigheid" op aandelenmarkten, schoten wereldwijd de beurskoersen direct omlaag. De schrikreactie bleek evenwel van tijdelijke aard want in de daaropvolgende jaren nam het feestgedruis op de aandelenmarkten alleen maar verder toe. Pas sinds enkele weken lijken beleggers voor wat betreft het zeepbelgehalte van de aandelenkoersen alsnog tot het besef te zijn gekomen dat Greenspan gelijk had.

Of op enig moment sprake is van een zeepbel op een aandelenmarkt is verre van eenvoudig te bepalen, laat staan dat precies kan worden aangegeven wanneer een eventuele zeepbel knapt. Ten aanzien van het ontstaan van een *bubble* leert de geschiedenis dat de kans hierop relatief groot is als zich in een periode van aanhoudende hoogconjunctuur structurele wijzigingen voordoen die de onzekerheid over de toekomstige economische ontwikkeling doen toenemen. Als beleggers dan, gevoed door economische voorspoed, massaal deze onzekerheid zeer optimistisch gaan inkleuren, is een zeepbel vaak in de maak. Dat zich momenteel structurele wijzigingen in de economie voordoen, staat buiten kijf. Hier is een interessante overeenkomst met de jaren twintig en de aanloop naar de beurskrach: die van oktober 1929. In de *Roaring Twenties* werden beleggers in de VS bijvoorbeeld geconfronteerd met bedrijven als RCA of General Motors, de *dotcoms* van die tijd, die nieuwe economische activiteiten ontplooiden waarvan het winstpotentieel met grote onzekerheid was omgeven. Het cruciale punt is dat beleggers gaandeweg de jaren twintig er massaal voor kozen steeds optimistischer te worden over de toekomstige ontwikkeling van de Amerikaanse economie. Dit optimisme kwam steeds meer haaks te staan op de feitelijke (winst) ontwikkelingen.

Greenspan mocht dan reeds in 1996 spreken over het irrationele van de volgens hem te hoge koersen; het optimisme dat hoort bij overspannen aandelenmarkten komt natuurlijk niet uit de lucht vallen. Onderzoek leert dat beleggers ter rechtvaardiging van (te) optimistische verwachtingen bijna altijd een beroep doen op het feit dat er zogenaamd Nieuwe Tijden zijn aangebroken waarin oude economische wetmatigheden niet meer gelden¹. Wat dit betreft is in ieder geval in de VS het begrip 'nieuwe economie' in de laatste honderd jaar al een paar keer als bezweringsformule gebruikt als de koers/winst-verhoudingen wel erg ver uit het lood waren geslagen. Neem in dit verband bijvoorbeeld het volgende citaat uit Forbes "as the result of all that has been happening in the economy during the last decade we are in a different - if not new - era and traditional thinking, the standard approach to the stock market, is no longer in synchronisation with the real world". Dit citaat is niet, zoals zeer wel zou kunnen, uit het hier en nu afkomstig, maar dateert van juni 1929!

Dat een centrale bankier als Greenspan tijdig ziet dat aandelenkoersen overgewaardeerd zouden zijn, is natuurlijk van belang, maar de vraag is vervolgens wel wat de monetaire autoriteiten bij de bepaling van hun monetaire beleid met dit feit kunnen of moeten doen. In het geval van Greenspan is het antwoord eenvoudig: hij deed niets. Dat wil zeggen, hij heeft na zijn waarschuwing van december 1996 nog een aantal malen geprobeerd de beurs omlaag te praten, maar de geconstateerde uitbundigheid gaf geen aanleiding de Amerikaanse rente te verhogen. Dit is niet echt verbazingwekkend omdat centrale banken met reden huiverig zijn *bubbles* of, meer algemeen, vermogensprijsinflatie te laten meewegen in hun rentebeleid. Niet alleen is het bijzonder lastig te bepalen wat de effecten van *asset price inflation* op de economie zijn en in hoeverre de doelstelling van prijsstabiliteit hierdoor in gevaar komt; het direct sturen op de ontwikkeling van aandelen- of huizenprijzen zou ook tot een te grote volatiliteit van het rente-instrument leiden. De koudwatervrees heeft echter ook nog een andere en, naar mijn mening, minder goede reden. De laatste jaren zijn veel centrale banken zich bij hun beleidsbepaling exclusief op de inflatie gaan richten. Zolang de (verwachte) inflatie aangeeft dat de *inflation target* wordt gehaald, wordt de centrale bank geacht zelfs bij een zeer evidente *bubble* de rente niet verhogen. Het ware te overwegen wat minder star op alleen de inflatieontwikkeling te koersen en ook naar indicatoren te kijken die informatie kunnen verschaffen over vermogensprijsontwikkelingen.

Op het gevaar af hopeloos ouderwets te klinken: een voorbeeld van een dergelijke indicator is de geldhoeveelheid. De centrale banken, met uitzondering van de ECB, hebben de geldhoeveelheid eigenlijk ter zijde geschoven, maar zeepbellen op aandelenmarkten en andere vormen van vermogensprijsinflatie worden vrijwel altijd gevoed door een sterke liquiditeitsgroei, zoals de VS zelf bewijst². Het zou derhalve geen kwaad kunnen ook bij het huidige monetaire beleid met meer dan een schuin oog naar de geldhoeveelheid te kijken. Wellicht dat Greenspan en de zijnen dit ook inzien en dat dan het aloude monetaristische motto voor centrale bankiers, "It's the money supply, stupid!", weer belangrijker wordt

¹ Zie R. J. Shiller, *Irrational exuberance*, Princeton University Press, 2000.

² *The Economist*, 13 mei 2000, blz. 77-78.

