

Ongekend experiment

Als mij twintig jaar geleden was gevraagd wat er zou gebeuren als centrale banken de dingen zouden doen die ze de laatste tien jaar hebben gedaan, zou ik hebben gezegd dat de centralebankpresidenten zullen worden ontslagen en vastgezet, hetzij in een penitentiaire, hetzij in een psychiatrische instelling. De inflatie zou daarnaast op hol slaan en het publiek zou het vertrouwen in het geldsysteem verliezen. De economie ontspoorde volledig, de chaos grijpt om zich heen en militair ingrijpen moet niet worden uitgesloten. Sommige landen trekken misschien militair ten strijde.

Het is anders gelopen. Toegegeven, er is kritiek op centrale banken, maar hun hoogste bestuurders zitten nog behoorlijk stevig in het zadel. Ik vermoed dat ze zichzelf als helden zien omdat ze de wereld voor een depressie hebben behoed. Ze vragen zich waarschijnlijk in opperste verbazing af waarom er zo veel kritiek op ze is. En ze hebben een punt.

Enkele hoofdrolspelers uit de periode waarin de crisis uitbrak, hebben hierover mooie memoires geschreven, al blinken ze niet uit in kritische zelfreflectie. Geithner (2015) en Bernanke (2015) schrijven dat ze het uitstekend hebben gedaan, ondanks dat ze soms in de weg werden gelopen door onbekwame andere beleidsmakers. Gelukkig wisten ze tegenwerking van dit soort figuren terzijde te schuiven. Geithner kwam zelfs naar Europa om op een Europese top uit te leggen hoe het moest. Die poging was minder succesvol.

Ondanks mijn kanttekeningen bij zulke boeken ben ik het met hun boodschappen zeer eens. Geithner herhaalt veelvuldig zijn adagium *'plan beats no plan'*. Met andere woorden, zelfs in de meest onzekere situatie moet je een plan hebben en dat uitvoeren. En de titel van het boek van Bernanke – *The courage to act* – zegt voor mij genoeg: hij had inderdaad de moed om onconventioneel beleid te bedenken en uit te voeren. De rest van de wereld stond langs de zijlijn commentaar te geven.

De vragen die economische geschiedschrijvers van de toekomst moeten beantwoorden, zijn of de omstandigheden zulk extreem beleid rechtvaardigden, of zulk beleid werkelijk effectief is gebleken en wat de bijwerkingen zijn. Ik denk dat de omstandigheden in 2008/2009 voldoende aanleiding waren voor *quantitative easing* (QE; kwantitatieve verruiming), maar betwijfel of de dreiging van deflatie in 2015 het QE-beleid van de ECB rechtvaardigt. De fragmentatie van financiële markten en de verschillen van de monetaire transmissie tussen landen waren echter wel sterke argumenten om stevig op te treden. Het



HAN DE JONG

Chief economist bij ABN Amro

is voor mij wel helder dat je bij dit soort beleid beter te veel dan te weinig kunt doen, en dat het beter is het te lang vol te houden dan te kort. Te weinig en te kort zou een onvergeeflijke vergissing zijn.

We hebben weliswaar een diepe recessie in 2009 meegemaakt, maar tot een depressie is het niet gekomen. De economieën van de relevante landen staan er redelijk tot goed voor, de directe conjuncturele vooruitzichten zijn zelfs uitstekend. Of dat allemaal dankzij het monetaire beleid is, zal een punt van discussie blijven. Maar over de effectiviteit van het beleid ten aanzien van inflatie en groei kun je tenminste zeggen: als het niet baatte, dan heeft het toch ook niet geschaad.

Over bijwerkingen bestaat nog de grootste onduidelijkheid. Sommigen zien overal zombiebedrijven en een

misallocatie van investeringen. Nieuwe investeringen zijn tot nog toe echter teleurstellend beperkt gebleven; misallocatie op grote schaal zie ik daarom niet.

Zijn er dan overal zeepbellen op markten voor vermogenstitels? Doemdenkers roepen al jaren dat de ogenschijnlijk positieve economische ontwikkeling allemaal kunstmatig is en dat het stilte voor een orkaan is. Hoe langer het goed lijkt te gaan, des te vernietigender de klap die onvermijdelijk komt. Er is een grote, opmerkelijk geduldige markt voor dit soort apocalyptische bespiegelingen. Toen centrale banken de rente sterk verlaagden, voorpelden veel economen gierende inflatie. Dat is bijna tien jaar geleden. Sic!

Sommigen zouden elke vermoede zeepbel een klap willen geven om instabiliteit te voorkomen. Een nobel streven? Tegen welke prijs? Hoe identificeren we zeepbellen? Als rente langdurig heel laag blijft, rechtvaardigt dat relatief hoge waarderingen voor vermogenstitels met een lange *duration*. Natuurlijk willen we niet overal zeepbellen, zeker geen grote zeepbellen en al helemaal niet zeer grote zeepbellen die door schuldpbouw worden gevormd. Maar een beetje bubbelachtige ontwikkeling hier en daar geeft een economie dynamiek. Die wil je niet bij voorbaat plat slaan.

Wat rest, is op te merken dat we getuige zijn van het grootste experiment van monetair beleid dat de mensheid ooit heeft meegemaakt. De uiteindelijke uitkomst hiervan is ongewis, maar: *so far, so good!*

LITERATUUR

Bernanke, B. (2015) *The courage to act*. New York: Norton.

Geithner, T. (2015) *Stress test*. New York: Broadway Books.