



JEF VUCHELEN

## Zeepbellen of zeepsop?

DE EUROPESE CENTRALE BANK (ECB) is uiteindelijk toe aan de afbouw van het kwantitatieve stimuleringsbeleid. De geldcreatie heeft er mee voor gezorgd dat een zware recessie werd vermeden. Mocht dit niet het geval geweest zijn, dan had men kunnen concluderen dat monetair beleid weinig of geen impact heeft op de economische activiteit. Dat zou natuurlijk het toekomstige monetair beleid sterk vereenvoudigen en terugbrengen naar de vaste geldgroei van Milton Friedman.

HELEMAAL UITSLUITEN dat een centrale bank meer kwaad dan goed doet, kunnen we anderzijds ook nog niet. We moeten wachten tot de volledige beleidscyclus van stimulerend beleid,

***Het blijft onduidelijk of het ECB-beleid zal resulteren in speculatieve bubbels of gezonde groei.***

over neutraal beleid naar restrictief beleid en dan terug naar een nieuwe stimulerende fase, voltooid is. Dat kan in de huidige omstandigheden bijna een decennium duren. Misschien zelfs langer als de economische heropleving langdurig zou zijn. Op kortere termijn blijft het vooral uitkijken naar de nadelige gevolgen van het omkeren van de sterke geldinjectie. In de eerste plaats gaat het om de vraag of de ECB de geldcreatie ordentelijk kan terugschroeven, zonder de obligatiemarkt te ontwrichten. De finan-

ciële geschiedenis kan ons hier weinig leren, tenzij de ervaring van de financiële crisis van 2008 die aangeeft dat schokken snel wereldwijd gevoeld worden. Enig voorzichtig optimisme is wel gerechtvaardigd door de Amerikaanse ervaring. De Federal Reserve staat verder in het normalisatieproces van het monetair beleid en dat heeft voorlopig weinig problemen gesteld.

NAAST DE EFFECTEN op de obligatiemarkten zijn er de nog moeilijker in te schatten gevolgen op andere economische en financiële variabelen. Duidelijk is in ieder geval dat de onzekerheid zal resulteren in meer volatiliteit van alle prijzen. Iedere informatie zal immers geëxtrapoleerd worden, wat resulteert in grote prijsschommelingen. Financiële tussenpersonen zien derhalve gouden tijden aanbreken. Voor 'de man in de straat' ligt dat totaal anders. Voor hem zal bijvoorbeeld beleggen in aandelen nog meer dan anders lijken op een casinospel.

RUIMER BEKEKEN gaat het om, eenvoudig uitgedrukt, de vraag of het kwantitatieve beleid geresulteerd heeft in zeepbellen die op ontploffen staan, of daarentegen de basis hebben gelegd voor een gezonde groei via de creatie van vele kleine zeepbellen, zeepsop. Of er zeepbellen ontstaan zijn, is moeilijk in te schatten omdat die niet noodzakelijk inhouden dat prijzen exorbitant gestegen zijn. Prijzen die stabiel bleven, maar zonder de monetaire stimulansen tientallen procenten gedaald zouden zijn, zijn net zo goed zeepbellen. Zelfs

in ruim bestudeerde financiële markten, zoals die van aandelen waar dagelijks prijzen worden gevormd en duizenden analisten hun opinie formuleren, bestaat geen eensgezindheid over de vraag of die markten aan de vooravond van een crash staan, dan wel of de huidige waarderingen verantwoord zijn. Over de meeste andere markten zoals deze voor woningen, bouwgronden, antiek, oldtimers enzovoort bestaan nauwelijks zinvolle prijsindices en is een evaluatie nog veel moeilijker.

NATUURLIJK IS HET BELANG van die markten, macro-economisch bekeken, eerder beperkt. Maar het gaat om de psychologische impact van een ontploffende zeepbel. Wordt dat als de voorbode gezien van komend onheil, dan kan er snel een cascade van paniekverkoop op andere markten ontstaan. Zo'n scenario is niet heel waarschijnlijk, maar valt niet uit te sluiten. Vervelend is dat de monetaire overheden het zeer moeilijk hebben om zoiets in te schatten en te vermijden. De financiële crisis van tien jaar geleden bewijst dat overduidelijk. Bovendien hebben ze geen greep op die markten.

Een economische heropleving steunt op een veelvoud van initiatieven. Een deel blijft een onderdeel van het economische systeem en legt gezonde fundamenten onder de groei. Hopelijk worden de succesvolle initiatieven niet gekortwiek door uiteenspattende zeepbellen. ©

*De auteur is professor emeritus economie aan de VUB*