

De Crisis en de Geest van Professor Bernanke

J.H. Garretsen*

Het economische doemdenken is alomtegenwoordig. Er lijkt geen ontsnappen meer aan; de recessie staat zo ongeveer voor onze deur. Bijkans al het financieel-economische nieuws wordt in crisistermen geïnterpreteerd ook als daar geen directe aanleiding toe is. Zo wordt bijvoorbeeld de opkomst van (vooral Aziatische) staatsfondsen met argusogen bekeken. Maar landen met een overschot op de lopende rekening van hun betalingsbalans zoals China (of Nederland!) zijn welhaast per definitie netto-exporteurs van kapitaal en dat is geheel volgens de spelregels van de wereldeconomie. Ook de recente daling van aandelenkoersen of huizenprijzen is niet zonder meer slecht nieuws. Veel economen roepen al jaren dat een neerwaartse correctie op sommige vermogensmarkten wenselijk zou zijn. Idem dito voor de koers van de Amerikaanse dollar. Het is lastig voorstelbaar hoe de huidige onevenwichtigheden in de internationale economie zouden kunnen verdwijnen zonder een waardedaling van de dollar. Meer algemeen geldt dat turbulentie op financiële markten niet zonder meer gelijk kan worden gesteld aan een financiële crisis. Een aandelencrash is in de eerste plaats slecht nieuws voor de aandeelhouders, maar niet noodzakelijkerwijs voor de rest van de economie. Een beurskrach wordt pas echt vervelend als het functioneren van het financiële systeem onder druk komt te staan en de ontwikkelingen van vermogenssfeer overslaan naar de reële economie. Een dergelijke "besmetting" van de reële economie zou thans kunnen optreden, maar de geschiedenis leert dat dit vooral afhangt van twee factoren: de beleidsreactie van de (monetaire) autoriteiten en de precieze oorzaak van de disruptie op de financiële markten. Om met het laatste te beginnen, de olievlekwerking van de sinds de afgelopen zomer, via de *sub-prime* perikelen in de VS, ontstane problemen in het internationale bankwezen blijkt veel groter dan eerst werd gedacht. Ook hierbij geldt dat dit in de eerste plaats vervelend is voor de direct betrokkenen, in casu de banken. Het wordt anders als een en ander leidt tot een heuse liquiditeitscrisis of zelfs een *credit crunch*. De liquiditeitscrisis, dat wil zeggen het opdrogen van de geldmarkt eind 2007, was een heuse vertrouwenscrisis die is bezworen door de enorme liquiditeitssteun van de Fed en de ESCB. Een *credit crunch* lijkt echter helaas niet meer tegen te houden. Banken zijn (noodgedwongen) meer terughoudend bij verschaffen van krediet aan de particuliere sector. Deze negatieve aanbodschock op de kredietmarkt wordt nog eens versterkt doordat de netto vermogenspositie van gezinnen en bedrijven als gevolg van dalende bedrijfswinsten en vermogensprijsdalingen al druk onder staat.

Het grote gevaar voor een echte crisis of recessie komt aldus niet zozeer van de voor iedereen zichtbare daling van aandelenkoersen of (mogelijk) huizenprijzen. Het is veeleer de krimp in het bancaire krediet die als sluipmoordenaar optreedt. Of het zo'n vaart zal lopen, moet nog blijken, maar Ben Bernanke zal er denk ik op basis van zijn eigen wetenschappelijke werk niet gerust op zijn.¹ Zeker als het gaat om de monetaire beleidsreactie van de Fed lijkt bankpresident Bernanke onder invloed te staan van zijn eigen denkbeelden toen hij nog hoogleraar economie was. En hier pakt deze invloed helaas minder goed uit. In een beroemd geworden studie van de depressie in de jaren dertig zag Bernanke de depressie vooral als een uitvloeisel van de gestegen kosten van

financiële intermediatie. Banken wilden niet of slechts tegen een sterk verhoogde bancaire rente of tegen extra onderpand krediet verschaffen. Bernanke oordeelde dat het te krappe rentebeleid van de Fed mede ten grondslag lag aan deze *credit crunch*.² Dat nooit weer lijkt centrale bankier Bernanke nu te denken. Zo bezien loopt er een directe lijn van Bernanke's denkbeelden over de Grote Depressie naar de twee forse renteverlagingen door de Federal Reserve in januari 2008.

De situatie anno 2008 is echter (gelukkig) niet vergelijkbaar met die van de beginjaren dertig.

Door echter zo fors te reageren op een, met alle respect, beperkte daling van de aandelenkoersen wekken Bernanke en co de indruk dat de internationale financiële markten (en daarmee de wereldeconomie) er mogelijk veel beroerder aan toe zijn dan de beleggers zelf al dachten. Dit riekt naar paniek en de Fed dreigt daarmee op te roepen waar het juist bang voor is namelijk een verder vertrouwensverlies in de Amerikaanse economie.

Wat dat betreft zijn de geluiden die bij ons worden afgegeven door het kabinet en De Nederlandsche Bank bij monde van respectievelijk minister Bos en bankpresident Wellink een stuk verstandiger. De afvlakking van de conjunctuur ontkennen is niet geloofwaardig. Maar ons land een recessie aanpraten zou niet alleen onverstandig, maar ook onnodig zijn. Deze les heeft Balkenende IV beter begrepen dan Balkenende III. Veel meer dan dit soort *management by speech* zit er natuurlijk voor onze beleidsmakers ook niet in, het monetaire beleid word elders gemaakt en de budgettaire speelruimte is beperkt. Voor Nederland resteert weinig anders dan af te wachten. De kans op een recessie in de VS lijkt reëel, maar met een beetje geluk is de kracht van de Europese en vooral de Aziatische economie anders dan in het verleden groot genoeg om ons er met een lichte groeivertraging vanaf te laten komen.

Harry Garretsen

* Hoogleraar internationale economie, Universiteit Utrecht.

1 Zie bijvoorbeeld B.S. Bernanke en M. Gertler, 1990, Financial Fragility and Economic Performance, *Quarterly Journal of Economics*, 105, pag. 87-114.

2 B.S. Bernanke, 1983, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, *American Economic Review*, 73, pag. 257-276.