

Interview met Lawrence Summers

Op 19 en 20 januari jongstleden sprak ESB in Londen met Larry Summers over zijn visie op beleidsrelevant wetenschappelijk onderzoek, inkomensgroei voor de middenklasse, macro-economie na de crisis, *rent-seeking* in de financiële sector en over de inrichting van de bankenunie.

**SANDRA
PHILIPPEN**
Hoofdredacteur ESB

Waar houdt u zich momenteel mee bezig?
“Ik denk na over de theorie van seculaire stagnatie. Het conventionele macro-economische denken – gericht op conjunctuurcycli door te bestuderen hoe het bbp zich van piek tot dal beweegt, daarbij fluctuerend rond een trendlijn – is niet de manier waarop we greep kunnen krijgen op de huidige economische problemen.

De omvang van het productieverlies ten opzichte van de trend is in alle geïndustrialiseerde landen is al zo lang aan de orde dat we nieuwe theorieën nodig hebben. Theorieën die uitgaan van permanente lage productieniveaus, en het lijkt belangrijk om dit te relateren aan de opmerkelijke financiële observatie dat de rentevoet laag is en verwacht wordt nog geruime tijd heel laag te blijven. In Duitsland bijvoorbeeld is de verwachting dat de rentevoet de komende tien jaar 0,3 procent zal zijn. Dat suggereert een combinatie van een hele lage verwachte inflatie en een opmerkelijk negatieve reële rentevoet.”

Wat is de rol van de overheid in deze theorie?

“De theorie van de seculaire stagnatie houdt het idee in dat de overheid stagnatie niet hoeft te accepteren. In plaats daarvan kan zij ingrijpen om aldus meer groei te doen ontstaan.

Een belangrijk nieuw inzicht voor beleidsmakers is dat de ‘universele wetten’ van lenen en besteden fundamenteel anders zijn bij een erg lage of zelfs negatieve reële rente. In het

extreme geval van een negatieve reële rente, betalen mensen om hun geld onder te brengen. Dat is een situatie waarmee men – en vooral de regering - zijn voordeel zou moeten doen.”

Hoe gaat u bij het ontwikkelen van een theorie te werk?

“Ik probeer een bijdrage te leveren aan het begrip van deze problematiek door het bestuderen van de vraagkant. Wat bepaalt de rentevoet? Het huidige economische denken is te veel gericht op het probleem van de aanbodzijde, terwijl er aan de vraagkant zeer serieuze problemen zijn die langdurig de kop op zullen steken. Ik maak kleine wiskundige modellen om zo centrale delen van het probleem te vangen. Empirisch kijk ik dan naar de correlatie tussen rentevoeten en andere economische gebeurtenissen. Vooral kijk ik naar de markten van geïndexeerde obligaties, om erachter te komen wat de verklaring is van de dalende nominale rentevoet. Welk deel van de daling wordt veroorzaakt door de afnemende inflatie en welk deel ontstaat door de daling van de reële rentevoet? Ik zoek naar patronen van correlaties tussen veranderingen in de rentevoet en veranderingen in de aandelenkoersen. Als er wat gebeurt waardoor de aandelenmarkt stijgt terwijl de rentevoet daalt dan suggereert dat veranderingen in het kapitaalmarkt. Op die manier kom ik iets te weten over de onderliggende patronen die de rentevoet bepalen.”

Is dit de manier waarop u tot een nieuwe hypothese komt? Door het bestuderen van correlatiepatronen?

“Over het algemeen is het zo dat een succesvolle theorie een aantal verschillende verschijnselen verklaart die hebben plaatsgevonden. Vanuit die theorie kunnen we voorspellingen doen. Dat is wat ik doe ten aanzien van bewegingen in de recessie en bewegingen in de rentevoeten. Meer specifiek benader ik ze op twee verschillende manieren. De eerste is dat ik inderdaad tracht om diverse empirische verschijnselen in overeenstemming te brengen binnen een coherente hypothese. Maar ook volg ik het werk van anderen en als ik zie dat er algemeen geaccepteerde theorieën en aannames naar voren

komen, dan prikkelt mij dat om te proberen zulke inzichten te falsifiëren. Het is belangrijk dat academici elkaar over en weer trachten te falsifiëren om zo te voorkomen dat bepaalde overtuigingen postvatten in het economisch denken.”

Hoe falsificeert u uw eigen bevindingen eigenlijk?

“Eerst probeer ik op eigen houtje wat vertrouwen te ontwikkelen omtrent de kwaliteit van mijn ideeën. Dan presenteer ik mijn werk tijdens congressen om te kijken hoe anderen erop reageren. Ik verfijn het en probeer het uiteindelijk gepubliceerd te krijgen, zowel in de academische literatuur als op plaatsen waar het een breed publiek kan bereiken, bijvoorbeeld bij beleidsconferenties.”

Gezien het feit dat u veel ervaring heeft met zowel academische kringen als op het vlak van economisch beleid, bespeurt u een divergentie van academisch onderzoek enerzijds en beleidsrelevantie anderzijds? Is er een generatie academici die veel minder geïnteresseerd is in beleidsrelevantie?

“Het gevaar is wel dat academisch onderzoek steeds smaller wordt en wellicht een beetje steriel. De zorg daarover is groot. Aan de andere kant hou ik er helemaal niet van om die trend erg sterk te veroordelen, om twee redenen. Ten eerste is het altijd zo dat oudere mensen geneigd zijn te denken dat jongeren zich minder bekommeren om de bredere economische problematiek. Toen ik jong was, had ik het gevoel dat oudere economen zulke dingen over ons zeiden. En nu dat ik wat ouder ben, wil ik voorzichtig zijn in dat opzicht.

Ten tweede is het belangrijk om vele bloemen te laten bloeien. Ideeën zijn als opties, en het is goed dat die fluctueren. Het profijt van een heel goed idee is veel aanzienlijker dan het verlies van een slecht idee. We moeten niet proberen om onderzoeksagenda's te regisseren.

Ik zie de laatste jaren een andere ontwikkeling die een duidelijke groei inhoudt in de richting van het komen tot nauwgezet empirisch werk. Natuurlijke experimenten vormen zo'n bijzonder positieve ontwikkeling. Het heeft ons bijvoorbeeld een meer accurate parameter verschaft van de elasticiteit van substitutie.”

En hoe zit het met veldexperimenten en nudges als onderdeel van de gedragseconomische ontwikkeling? Die zijn bijzonder populair en erg beleidsrelevant. Vaak op een heel pragmatische wijze. Is dat de manier om verder te komen?

“Ik heb het gevoel dat we hierin te ver zijn doorgeschoten. We lijken steeds meer nauwkeurige methoden te hebben ontwikkeld voor steeds minder dingen. Wat we nodig hebben – en ik ben van plan om daaraan een bijdrage te leveren – zijn grotere syntheses met een visie op wat er in de economie gaande is.

Van tijd tot tijd voer ik discussies met collega's over de richting van het economisch onderzoek, maar over het algemeen ben ik er zeker van dat de kracht van voorbeelden overtuigender is dan de kracht van anderen de les te lezen over wat ze moeten doen.”

Sinds de financiële crisis is er behoorlijk wat discussie geweest of de macro-economie wel voldoende toegerust is om te begrijpen wat er aan de hand is in de economie. Zijn de principes van de macro-economie veranderd sinds de crisis?

“Ik weet niet zeker of de principes veranderd zijn, maar som-



“Wanneer huishoudens diep in de schulden zitten dan bepaalt de marktrente de transacties niet op de wijze zoals wij steeds hebben aangenomen”

mige aspecten van de macro-economie die eerst niet zo belangrijk leken, lijken op dit moment van het allergrootste belang.”

Zoals?

“Het concept van het hefboomeffect (*leverage*) werd vroeger niet erg belangrijk geacht, maar is nu een van de meest centrale macro-concepten.”

Is het toenemend belang van het hefboomeffect een onderdeel van het inzicht dat de invloed van de financiële sector op de reële economie over het algemeen onvoldoende is meegenomen in het macro-economisch denken?

“Ja, het werd er onvoldoende in meegenomen – en als dat wel gebeurde, werd het niet onderkend. In de jaren tachtig kwam ik met een paper die aantoonde dat markten in belangrijke opzichten inefficiënt zijn en aan zeepbellen onderhevig. Dit is iets dat niet serieus onderkend wordt in de literatuur. Noch wordt er voldoende onderkend dat crises schuldgedrag diepgaand kunnen beïnvloeden.”

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Kunt u een voorbeeld geven?

“Een van de belangrijke manieren waarop doorgaans een lagere rentevoet economieën kan stimuleren in de VS, is dat hij mensen aanzet om hun hypotheek te herfinancieren zodat ze minder hoeven te betalen en dus in staat zijn om meer uit te geven. Maar als mensen zwaar in de schulden zitten en de prijs van hun huis daalt, zijn ze soms niet in staat om het te herfinancieren, zelfs al zakt de rentevoet. Dus wat we zien is dat de aanwezigheid van schulden effect heeft op het dalen van de rentevoet. De rente blijft zakken omdat mensen met schulden niet kunnen herfinancieren en dus niet meer geld kunnen uitgeven, waardoor niet kan worden verhinderd dat de rentevoet nog verder zakt. Met andere woorden, wanneer huishoudens diep in de schulden zitten dan bepaalt de marktrente de transacties niet op de wijze zoals wij steeds hebben aangenomen. Dat komt omdat er onvoldoende rekening wordt gehouden met de hefboomwerkingsratio (*leverage ratio*) van huishoudens. Hetzelfde gaat op voor de hefboomwerkingsratio van instituties.”

Is de macro-economie onvoldoende micro-gefundeerd?

“Hoewel de micro-basis van de macro-economie grotendeels stoelt op de nutstheorie, is het minder gebaseerd op de financiële realiteit.”

Verhelpt de huidige opkomst van de gedragseconomie deze omissie?

“De gedragseconomie probeert vooral problemen te begrijpen die betrekking hebben op zeepbellen. Dat houdt verband

met iets dat altijd erg gevaarlijk is, namelijk de neiging van mensen om hun huidige beslissingen te extrapoleren vanuit het recente verleden. Mensen tenderen ernaar om wat voor effecten dan ook te kopen die net in waarde gestegen zijn. Ik zou dat soort van gedrag niet irrationeel willen noemen, maar liever ‘niet-standaard rationeel’. Het is niet in lijn met het rationele standaardmodel van economen, maar ik denk dat je – redenerend vanuit zijn eigen gezichtspunt – niet kunt zeggen dat iemand zich daarbij heel erg irrationeel gedraagt.”

Een recente enquête in The Economist wees uit dat bijna de helft van de lezers ervan overtuigd is dat innovaties binnen de financiële sector aan de werkelijke economie schade toebrengen. Zingales (2015) reageert daarop en ontwikkelt hierbij het volgende economische argument:

*‘Er bestaat een vicieuze cirkel die begint bij het idee dat het private rendement van financiële investeringen zeer zichtbaar en geconcentreerd is, terwijl het sociale rendement nauwelijks waarneembaar is. Dit creëert wantrouwen onder mensen waardoor vraag naar regulering ontstaat. In deze gereguleerde markt worden markttransacties (*arms-length*) verdrongen door relationele transacties. Er ontstaat een voorkeur om te lobbyen voor een regulering die barrières opwerpt tegen toetreding. De lobbyende bedrijven zijn juist zij die het zich kunnen veroorloven om dit te doen (*rent seeking*). Het gevolg is dat slechte, clubachtige financiële transacties goede financiële transacties verdringen. Dit rechtvaardigt het publieke wantrouwen dat in reactie hierop weer meer regulering zal eisen. Enzovoorts.’*

INCLUSIEVE WELVAART

Op maandagochtend 19 januari bevond u zich in het Financial Times-hoofdkwartier om een rapport, waarvan u in de begeleidingscommissie zitting had, aan te bieden over hoe inclusieve welvaart te bereiken. Het idee is dat democratieën alleen goed kunnen functioneren als de middenklasse in eerlijke mate de vruchten van de economische groei kan oogsten. Dit betekent dat er – vooral in de VS – een meer gelijke herverdeling van inkomsten zou moeten zijn. Het rapport suggereert dat we een intensievere internationale samenwerking nodig hebben om de progressieve belasting te handhaven, plus een adequate bescherming in de vorm van regulering. Anders raken we in een vrije val wat betreft belastingheffing en wet- en regelgeving.

Een van de adviezen in het rapport is om de lonen te verhogen via een winstdeling voor de werknemers. Bedoelt u dat we van een shareholder-model moeten overgaan op

een stakeholder-model wat betreft corporate governance?

“Wat we niet kunnen gebruiken is aandeelhoudersactivisme, want dat is erg kostbaar voor zowel werknemers als ook voor de samenleving. Wat we wel nodig hebben is een benadering van ondernemingsbestuur met minder nadruk op het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, als de wijze waarop de aandeelhouderswaarde wordt gemaximeerd kosten met zich meebrengt voor de maatschappij als geheel. Daarom brengt het rapport enige ongerustheid tot uitdrukking over problemen zoals het exploiteren van belanghebbenden en kortetermijndenken. “

Maar als werknemers door winstdeling beter gestimuleerd worden om een bedrijf goed te laten presteren, waarom komen deze bedrijven niet vanzelf bovendrijven?

“Nou, ik weet het niet zeker, maar daar zijn wel een paar mogelijke antwoorden op. Ten eerste is de macht van de traditie behoorlijk sterk. Ten tweede zou het wel eens moei-

lijk kunnen zijn voor het eerste bedrijf met winstdeling om werknemers aan te trekken. Totdat ze het succes van winstdeling hebben ervaren, zullen werknemers het winst delen niet echt op waarde weten te schatten.

En drie: er zou binnen onze bestaande instituties – bijvoorbeeld binnen de *common practice* van investeerders – wel eens een bepaald soort nervositeit kunnen ontstaan omdat er nu werknemers zijn die ook in hun bedrijf investeren.”

Dat zijn allemaal goede argumenten waarom het voor bedrijven lastig is om winstdeling te verwezenlijken. Maar sommige doen het al, en zij zullen dan het beste presteren in de markt, toch?

“We zouden inderdaad mogen verwachten dat innovaties zelf hun weg naar de markt vinden als ze positief zijn. Er is echter een redelijk sterke aanwijzing dat winstdeling de prestaties van ondernemingen verhoogt, maar dat de markt daar traag op reageert. Hierbij spelen de managers mogelijk een rol.

Wat vindt u van rent seeking in de financiële sector?

“Zingales heeft gelijk dat regulering altijd het risico loopt van coöptatie en lobbyen en het risico dat competitie verstoord wordt. Ik wil echter wel benadrukken dat de dingen die de burger het meest verontrusten in de financiële sector, zoals hedgefondsen die een miljard dollar per jaar verdienen, dingen zijn die gebeuren in het minst gereguleerde deel van de financiële sector. Dus om nu regulering de schuld te geven van het feit dat men de financiële sector wantrouwt, is in mijn optiek niet juist.

Binnen de financiële sector zijn er velerlei marktfaalen. Om te beginnen rust de financiële sector op onvolledige en asymmetrische informatie. De reden dat er banken bestaan is omdat, als ik geld wil sparen, ik niet kan inschatten of jij een goed persoon bent om het aan te lenen. De hele financiële sector is doortrokken van vraagstukken met onvolledige informatie. Verder heeft de financiële sector last van coördinatieproblemen. Als iedereen verwacht dat de banken gaan omvallen, dan gebeurt dat ook. De financiële sector dient zeker gereguleerd te worden. Ik zou graag in de komende jaren een meer markt-gebaseerde aanpak van regulering willen zien. “

Wat bedoelt u met een markt-gebaseerde aanpak van regulering? Is dat wat de Bankenunie doet?

“Bij een markt-gebaseerde benadering van regulering kijkt men naar wat er gebeurt met de aandelenkoersen van de bank en naar het vermogen van banken om uitgifte te doen van langlopende schulden, dus als een manier om ze te evalueren. Dat is beter dan nog meer regulering via inspectie.”

Kwam het wantrouwen van mensen niet vooral voort uit de vervlechting van banken en overheden? Was men niet vooral boos dat de banken de overheid (en dus de belastingbetaler) konden gijzelen omdat ze te groot waren om te falen?

“Dat is ook waar, maar als je probeert om de relatie tussen banken en overheden uit elkaar te halen, krijg je wel een hele onstabiele situatie.”

Maar het ontwarren van banken en overheden is nou precies een van de doelstellingen van de Bankenunie!

“Er is een legitiem probleem dat de regering moet aanpakken wat betreft het banksysteem. Het vinden van een balans tussen het ontwarren van banken en overheden enerzijds en behoud van stabiliteit anderzijds, is een van de grootste uitdaging op dit gebied de komende jaren.”

Hartelijk dank voor dit interview.

LITERATUUR

Blanchard, O.J. en L.H. Summers (1987) Hysteresis in unemployment. *European Economic Review*, 31(1-2), 288-295.

Zingales, L. (2015) Does finance benefit society? *NBER working paper series*, 20894.

Zij zouden winstdeling kunnen bewerkstelligen, maar daardoor zouden ze afbreuk doen aan hun eigen autonomie. Als dit inderdaad het geval is, is het de moeite waard de mogelijkheid te onderzoeken om winstdeling te stimuleren.”

Deze redenering doet me denken aan de discussie in de genderliteratuur: genderdiversificatie binnen een raad van bestuur heeft een positief effect, maar het sijpelt niet door naar de bedrijfsprestaties omdat het senior management ontmoedigd raakt van al die strenge, risico-averse vrouwen in de raad. Is dat net zo iets?

“Ja, dat is in principe hetzelfde principaal-agentprobleem dat dit marktfaalen veroorzaakt, en het vergt in feite een beleidsactie.”

Een ander opmerkelijk advies uit het inclusieve welvaartsrapport is het pleidooi voor sterke vakbonden en collectieve onderhandelingen. Is dat een algemeen advies of is het meer gericht op de situatie in de VS?

“De situatie in de VS – waar slechts zes procent van de werknemers in de private sector vakbondslid is en waar het makkelijk is voor bedrijven om werknemers te ontslaan die trachten een vakbond op te zetten – is een sterk argument voor de vakbeweging. In andere landen zijn vakbonden echter ook de oorzaak geweest van buitensporige rigiditeit.”

In Nederland zijn werknemers verhoudingsgewijs goed beschermd. Het grote probleem lijkt het snel groeiende aantal werkenden te zijn die buiten de beroepsbescherming vallen (zzp'ers en flexwerkers). Van vakbonden wordt er soms gezegd dat ze deze situatie in stand houden door de insiders tegen de binnenkomende outsiders in bescherming te nemen en de algehele beschermingsgraad dus te verzwakken. Wat vindt u? Heeft u ooit in detail naar de Nederlandse arbeidsmarkt gekeken?

“Ik heb de Nederlandse arbeidsmarkt niet bestudeerd, maar de insider-outsidertheorie

uit de jaren tachtig is vrij belangrijk om te kunnen begrijpen wat er gaande is in een groot deel van Europa. Die theorie maakt duidelijk dat wanneer je iets doet om werknemers te helpen er altijd het gevaar is dat je sommige werknemers bevoordeelt, maar tegelijkertijd ben je de sector aan het vergroten en de condities voor degenen die in die sector buiten de bescherming vallen aan het verslechteren. In Europa pakte het zoeken naar evenwicht vaak uit in het voordeel van de insiders, terwijl het evenwicht dat men in de VS vond soms te weinig in het teken stond van sociale bescherming. Ik heb samen met Olivier Blanchard een artikel over dit onderwerp geschreven” (Blanchard en Summers, 1987).