

# KVS Tinbergenlezing door Lawrence Summers

Op 31 oktober 2014 sprak Lawrence Summers de KVS Tinbergenlezing uit over seculaire stagnatie. Deze weergave is een minimaal ingekorte en vertaalde versie van zijn lezing. Daarnaast staan op [www.economie.nl](http://www.economie.nl) de vragen die wij gedurende de gehele dag aan hem hebben kunnen stellen en de antwoorden die hij gaf.

Vertaald en bewerkt door:

**SANDRA PHILIPPEN**

Hoofdredacteur ESB

**GELIJN WERNER**

Eindredacteur ESB

Ik wil hier vandaag zo overtuigend als ik kan, pleiten voor de relevantie van de hypothese van seculaire stagnatie en de implicaties daarvan. Ik ben niet voor honderd procent zeker van deze hypothese, want niemand kan met zekerheid voorspellen. Maar als ik gelijk heb en we onderkennen het probleem niet, dan blijft het voortbestaan, met enorme bijbehorende maatschappelijke kosten voor miljoenen mensen.

De theorie van seculaire stagnatie is een economische theorie, waarbij er geen algemene wetmatigheden bestaan zoals in de natuurkunde die te allen tijde gelden. Omdat de geldigheid van economische theorie altijd context-afhankelijk is, is het ook nu niet helemaal zeker of seculaire stagnatie de juiste theorie is voor de huidige omstandigheden.

## *Droevige economische prestaties*

‘De feitelijke economische groei blijft al sinds 2007 achter bij de potentiële groei. Tot nu toe zien we geen enkele ontwikkeling in het weer inhalen van die achterstand ten opzichte van de potentiële groei. Het feit dat de outputgap nu kleiner is dan in 2007 komt niet doordat we onze feitelijke groei naar boven hebben weten bij te stellen, maar omdat we onze schattingen van potentiële groei naar beneden hebben bijgesteld.

U bent allen bekend met de situatie in Japan, dat sinds 1999 in een depressie verkeert. Als we de situatie van Europa in 1997 naast die van Japan in 1999 leggen, dan zien we dat Europa zich in wezen op hetzelfde pad begeeft (figuur 1),

zowel in termen van de outputgap als in de rente die op nul procent staat.

Er is op dit moment geen groei in de economie die ons gaat terugbrengen naar het niveau van potentiële groei. In de afgelopen vijf jaar, nadat in de VS de crisis is bezworen en nadat de banken zijn geherkapitaliseerd, en een aantal jaar nadat in Europa de credit spreads er weer gezond uitzien, staan we mogelijk toch aan de vooravond van een derde recessie. De seculaire stagnatie kan op dit moment dus niet worden toegeschreven aan een financieel systeem dat niet werkt. Er is iets meer wezenlijks aan de hand. Om dat te begrijpen moeten we terug naar de periode 2001–2007 in de Verenigde Staten. Iedereen die de economie van de VS bestudeert zal zeggen dat de economie zwak presteerde of redelijk, maar niemand zal van mening zijn dat de economie buitengewoon presteerde of dat ze zwaar oververhit was of dat haar capaciteitsgrenzen bereikt waren. En toch kon in diezelfde periode de grootst mogelijke huizenbubbel plaatsvinden, waren er tot recordlaagte gedaalde en veelbekritiseerde rentestanden, en ontstonden er enorme budgettaire tekorten door de belastingverlagingen van Bush. En vooral, een duidelijk onhoudbare groei van schulden van huishoudens. En terwijl al deze verschijnselen plaatsvonden, was er slechts op zijn best een matige economische groei.

In Europa zien we een deels vergelijkbaar verhaal voor wat betreft de onhoudbare groei in schulden van huishoudens. De financiële sector in Noord-Europa was dienstbaar aan deze kredietvraag in Zuid-Europa, maar ook dit leidde slechts tot matige economische groei. Dit impliceert dat er een probleem is met het kunnen vasthouden van voldoende vraag als drijver voor snellere groei, zowel nu als in de periode vóór 2007. Het verschil is alleen dat de problemen in de periode voor 2007 werden gemaskeerd door ongezonde praktijken in de financiële sector. Dit is het algemene verschijnsel dat we moeten begrijpen om de huidige situatie te kunnen duiden.’



### De hypothese van seculaire stagnatie

‘Seculaire stagnatie is als term afkomstig van Alvin Hanson in 1939. Destijds was er nog geen onderscheid tussen micro- en macro-economie, en het idee dat macro-economie micro-gefundeerd zou moeten zijn was in die tijd nog niet gangbaar. Volgens Hanson was er in de VS een tekort aan dynamiek in investeringen. Daardoor was er niet genoeg vraag in de economie om de besparingen te absorberen. Besparingen die neigden steeds groter te worden naarmate de economie welvarender werd. Als gevolg daarvan kon stagnatie in economische groei blijven voortduren. Als er geen Tweede Wereldoorlog tussen was gekomen, dan was Hansons seculaire-stagnatiehypothese mogelijk wel realiteit geworden.’

### Relatie tussen matige groei en de zero lower bound

‘Bij nul procent rente is de investerings-besparingscurve op een punt waar er niet voldoende investeringen zijn om volledige werkgelegenheid te creëren (figuur 2). Anders gezegd, als we ervan uitgaan dat investeringen afnemen en besparingen toenemen met de rentestand, en wanneer er een negatieve nominale rente vereist is om het evenwicht van volledige werkgelegenheid te bereiken, dan – en dat was de centrale stelling van Keynes – zal aanpassing plaatsvinden via totale productie. De verlaagde productie kan dan oneindig voortduren.’

U zult waarschijnlijk opperen dat prijzen in dat geval uiteindelijk ook zullen dalen door het productieoverschot. Die dalende prijs zal het evenwicht weer herstellen. Toch zal dit niet gebeuren, eerder het tegenovergestelde. Dalende prijzen zullen de reële rentestand doen toenemen, waardoor besparingen toenemen en investeringen afnemen. Dit leidt dan tot destabiliserende deflatie, zoals Irving Fisher ons heeft laten zien, en later ook James Tobin en meer recent door Brad de Long en ikzelf is aangetoond. Er is geen enkele reden om aan te nemen dat er een nieuw evenwicht ontstaat bij snellere deflatie en grotere loon-prijs-flexibiliteit als de rente niet onder nul kan dalen. Dus er zijn goede redenen om aan te nemen dat wanneer de *zero lower bound* een belangrijke beperking is voor beleidsinterventie, er dan een reëel risico ontstaat op voortdurende stagnatie.’

### Ontwikkeling van de reële rente

‘Of het risico op voortdurende stagnatie een realistisch vooruitzicht is, hangt ten eerste af van de vraag of er een tendens is van toenemende besparingen in relatie tot investeringen. Binnen de geïndustrialiseerde wereld zijn besparingen in Japan chronisch hoog in relatie tot investeringen, zelfs bij een rente van nul procent. In Europa en de VS is er sinds de crisis een steeds groter gat aan het ontstaan tussen private besparingen en private investeringen.’

De Bank of England heeft de ontwikkeling van de mondiale reële rentevoet van de laatste dertig jaar in kaart gebracht. Dit laat een substantiële wereldwijde daling zien die eerst geleidelijk en de laatste jaren steeds steiler verloopt. Een meer betrouwbare indicator is de tienjaars-opbrengst van Amerikaanse TIPS [*treasury inflation-protected securities*, die de reële interestvoet zonder het inflatierisico weergeven], die inderdaad een grote daling laat zien. Voor wat betreft de marktverwachtingen voor de toekomst laat de vijf jaar vooruitlopende vijfjaarsrentevoet ook een flinke daling in reële rentes zien, zelfs nadat alle huidige crisiseffecten zijn weggeëbd.

Samengevat zijn het de volgende ontwikkelingen die de hypothese van seculaire stagnatie relevant maken: private besparingen zijn hoog ten opzichte van private investeringen. De reële rente is laag en dalend. En ten slotte hebben we zelfs ondermaatse groei bij een rentestand van nul procent.’

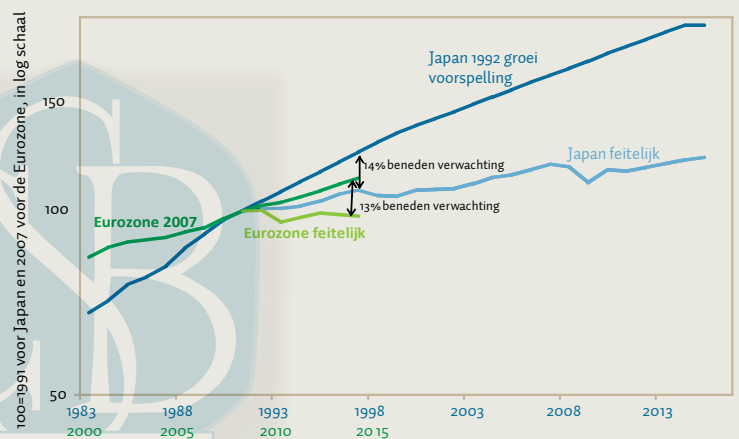
### De reden tot zorg

‘De voornaamste reden waarom we hier met zijn allen bezorgd moeten zijn heeft te maken met de businesscycle in de VS. De centrale bank reageert op de businesscycle door de rente aan te passen. Elke twee jaar besluit de bank om de rente met twee procent te verlagen. Elk decennium besluit zij de rente met vijf procent te verlagen. Welke mogelijkheden tot ingrijpen heeft de centrale bank nu nog als de cyclus weer naar een laagconjunctuur gaat? Zal er dan nog ruimte zijn voor een tweeprocent-, laat staan een vijfprocentenkorting? Waarschijnlijk niet. Dit geldt ook voor de ECB.’

De zero lower bound is dus nu relevant voor de Europese

### Europa weerspiegelt de Japanse ervaring

FIGUUR 1



Bron: OECD 1992 ; IMF 2007, 2007 & 2014; WEO Database

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.

en Japanse economie en zal waarschijnlijk ook voor de Amerikaanse economie weer relevant worden als de conjunctuur over tien jaar naar beneden gaat.'

#### Deze keer is het anders?

'Nu zult u zeggen: tijdens de crisis hebben we de rente naar beneden moeten aanpassen, maar als we hier eenmaal helemaal doorheen zijn, dan zal de rente weer gaan stijgen en is er ook weer ruimte voor monetair beleid. Met andere woorden, er is structureel niets aan de hand, dit is allemaal conjunctureel. Seculaire stagnatie is nu net zo min realistisch als het in eerdere jaren is geweest. Om deze stelling te weerleggen wil ik u meenemen langs een aantal ontwikkelingen die gaande zijn en die de reële rente in de toekomst waarschijnlijk verder zullen doen dalen.

Er zijn uitdagende demografische ontwikkelingen. De bevolkingsgroei is laag en wordt steeds lager in de geïndustrialiseerde wereld. Dit genereert een lagere investeringsvraag om arbeidskrachten van materiaal te voorzien.

Kapitaalgoederen worden steeds goedkoper. Het bedrag dat moet worden uitgetrokken om een werknemer van een pc te voorzien, wordt steeds lager. Er is dus een veel kleiner deel van de besparingen nodig om deze investeringen te kunnen doen dan tien jaar geleden.

Bedrijven hebben steeds minder investeringen nodig. Het uitgavenpatroon van bedrijfsinvesteringen is sterk veranderd. Denk bijvoorbeeld aan Sony Corporation met zijn honderdduizenden werknemers en vele fabrieken in de wereld. Sony is achttien miljard dollar waard. Whatsapp daarentegen kan zijn gehele bedrijfsproces uitvoeren in een ruimte die twee keer zo groot is als deze zaal [het auditorium bij DNB], en daarmee is zij negentien miljard dollar waard. Vroeger kostte het een veelvoud van wat het tegenwoordig kost om een bedrijf in Silicon Valley op te richten. De kapitaalinvesteringen die vereist zijn om iedereen van een telefoon te voorzien zijn nu een fractie van de investeringen die ervoor nodig waren toen men nog met vaste telefoons belde. Dit alles betekent dat er een steeds lagere investeringsvraag is. En tegelijkertijd een steeds groter vermogen om te sparen, vooral in de geïndustrialiseerde wereld, zoals in Duitsland.

Er is een toenemende vraag naar investeringen in veilige activa als reactie op regulering. Dit heeft ook te maken met een algemene toename van financiële onzekerheid.

De mate van ongelijkheid in de wereld neemt toe in combinatie met de neiging van hogere inkomens om meer te sparen dan lagere inkomens.

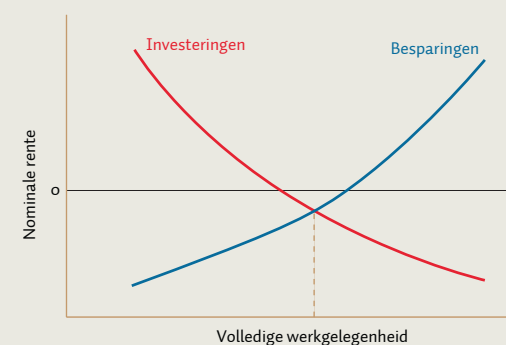
Er is lagere inflatie waarbij reële rentes na belasting weinig fluctueren.

De kosten van financiële intermediairs zijn gestegen in de nasleep van de crisis. Die kosten vergroten het verschil tussen de opbrengst voor spaarders en de kosten van kredietnemers.

Deze verschijnselen hebben een neerwaarts effect op de reële rentestanden. Er is daarom alle reden om te veronderstellen dat de reële rentestanden in de toekomst nog verder naar beneden zullen gaan. Lagere reële evenwichtsrentes die gepaard gaan met lagere inflatie, betekenen dat de zero lower bound in de toekomst nog veel beperkender gaat zijn om voldoende effectieve vraag te creëren. Dit is de essentie van de

## Mogelijke besparings-, en investeringscurve

FIGUUR 2



hypothese van seculaire stagnatie. In het afgelopen jaar is deze hypothese onderwerp geweest van een actief internationaal debat. Het e-book van Teulings en Baldwin [dat verderop in deze *ESB* verkort is weergegeven] is hier een uiting van.'

#### Weerlegging van tegenargumenten

'Er zijn een aantal veelgehoorde argumenten tegen de seculaire-stagnatiehypothese.

Het kan toch niet echt zo zijn dat de reële evenwichtsrente negatief is? Het argument van Paul Samuelson hierbij is dat er nog voldoende productiefs te doen is in de economie, zoals het afgraven van heuvels. Je investeert wat vandaag, je krijgt er voordeel van in de toekomst, dan moet een investering bij een reële rente van nul procent toch wat opleveren? Een deel van het antwoord is af te lezen uit de ervaringen met de reële rentes in het grootste deel van de jaren zeventig, in de meeste geïndustrialiseerde landen. De ervaring is dat de reële rentevoet toen negatief was. Door inflatie was er geen *lower bound*. In het algemeen zijn reële rentestanden tegen de nul procent eerder norm dan uitzondering geweest in de afgelopen zestig jaar, dus in de praktijk komt een negatieve reële rente vaak voor en dat relativeert het belang van de vraag: het werkt zo in de praktijk, maar waarom werkt het niet ook in theorie?

Er is bovendien de kritiek van Bob Gordon. Hij stelt dat zorgen over groei terecht zijn maar dat het probleem ook aan de aanbodzijde zit. De prijsontwikkeling biedt hierbij het antwoord. Gaan prijzen naar beneden dan is er een probleem aan de vraagzijde, en gaan prijzen omhoog dan zit het probleem aan de aanbodzijde. En de prijzen neigen naar beneden. Inflatie gaat naar beneden en dat wordt voor langere tijd verwacht. Zelfs de inflatieverwachting over meer dan tien jaar is historisch laag. Je zou ook kunnen kijken naar werkloosheidscijfers, naar het bevolkingsaandeel dat werkt, of naar het aandeel mensen dat aangeeft onvrijwillig in deeltijd te werken. Het ligt voor de hand dat we een vreselijke recessie achter de rug hebben met een financiële crisis die op een aantal manieren het potentieel van de economie heeft gereduceerd en dat de inverse van de wet van Say opgaat, waarin vraaguitval aanbodtekorten creëert. Nu wil ik de rol van aanbodfactoren niet helemaal negeren. Maar toch is het vrij onvoorstelbaar

om gegeven de lage vraag bij een rente van nul, en met de verwachtingen van tot wat onze economieën zes of zeven jaar geleden in staat waren, te denken dat er geen serieuze vraaguitval is.

Ook wordt tegen seculaire stagnatie ingebracht dat Hanson ongelijk had. Maar Hanson had vooral ongelijk omdat de Tweede Wereldoorlog uitbrak. Ook de economen die seculaire stagnatie vaststelden in Japan hadden achteraf veel meer gelijk dan de mensen die claimden dat Japan zich in een lange businesscycle bevond. Europa bevindt zich op een vergelijkbaar pad. Maar ook al heeft de VS nu een werkloosheid van slechts ongeveer vijf procent, toch heeft het land tot nu toe nog geen looninflatie gezien, eerder het tegenovergestelde. Werkgelegenheidsstatistieken zien er eerder uit zoals ze er uit zouden zien bij een werkloosheid van zeven procent. Maar vooral zit de VS nu in het opgaande deel van de businesscycle en komt er uiteraard weer een moment van neergang. Dan hebben we weer een daling van twee tot vijf procent van de rentestand nodig. Het feit dat de gereedschapskist van de centrale banken steeds verder leegraakt, wordt pas echt relevant bij de volgende recessie. Dit is vanwege het volgende kenmerk van de Amerikaanse economische cyclus die ook voor Europa geldt: sinds de Tweede Wereldoorlog is er een jaar voor een recessie nog nooit een voorspelling van een recessie geweest. Niet door de Amerikaanse overheid, het IMF of welke instantie dan ook. Het feit dat deze zeggen dat er geen recessie zit aan te komen, is dus irrelevant voor de kans dat er een recessie gaat ontstaan in de komende vijf jaar. En de kans dat er dan ruimte zal zijn om te reageren is erg onwaarschijnlijk. De zero lower bound en de liquiditeitsval zijn macro-economische realiteiten voor de afzienbare toekomst.'

### Drie strategieën

'Overheden moeten structureel hervormen. Verhogen van de potentiële groei en flexibiliseren van de arbeidsmarkt is natuurlijk een goed idee, maar heeft vrijwel niets te maken met het antwoord op seculaire stagnatie. Maar hoewel we jarenlang hebben geprobeerd te hervormen, weten we nog niets over de precieze werking van deze hervormingen. Als je het aanbod vergroot zonder dat de vraag toeneemt, creëer je vooral een deflatoire tendens. Meer deflatie leidt tot hogere reële rente en minder vraag, waardoor weer deflatie ontstaat. En voor zover hervormingen het concurrentievermogen van economieën vergroten, zal dit uiteindelijk een zero sum game zijn. Dit vergeten is de meest voorkomende fout in het huidige economische en publieke debat. Het idee bestaat dat als de rest van Europa zich maar gedraagt als Duitsland, er ook daar dan een economische renaissance zou ontstaan. De Duitse groei ontstond door export naar Europese landen die ook kredieten van Duitsland kregen. Niet alle landen kunnen netto-export bedrijven. De toegenomen vraag in het ene land door export impliceert een afgenomen vraag in het andere land door import. Structurele hervormingen hebben op zichzelf dus relatief weinig invloed op het probleem van seculaire stagnatie.

Een tweede strategie betreft het onderscheid tussen publieke en private investeringen. Beide verminderen marktfalen doordat ze de reële evenwichtsrente verhogen. Publieke investeringen ten tijde van een hogere rente die daardoor irrationeel zijn, worden rationeel door een lage of negatieve reële

rentestand. Kunnen we in deze tijden van extreem lage kosten van lenen, en extreem hoge werkloosheidspercentages, wegkomen met extreem lage publieke investeringen. Nee.

Als dit niet het moment is om uitgesteld onderhoud op te pakken, wanneer dan wel? Zelfs het IMF communiceert nu onmiskenbaar dat investeringen in publieke infrastructuur op dit moment enorme positieve impact op het bbp zou hebben en dat die impact groot genoeg zou zijn om het overheidstekort te reduceren. Een investering van één procent nu zou in vijf jaar tijd tussen de vijf en zes procent tekortreductie van het bbp teweegbrengen. Het uitstellen van herstelwerk aan de publieke infrastructuur legt ook nog eens een beslag op de toekomstige generaties. Er is gewoon geen rationeel argument te bedenken tegen investeringen in publieke werken in Europa en in de VS. Als ik gelijk heb in mijn seculaire-stagnatiehypothese, dat maakt overheidsinvestering het verschil tussen het wel of het niet herstellen van redelijke economische groei. Als ik geen gelijk heb, dan gaat het hier om het lenen tegen nul procent rente, voor een investering waarmee vijf tot tien procent rendement wordt gehaald. Dat is een aantrekkelijke optie.

Ook de optie van expansief monetair beleid is aantrekkelijk. Het risico op deflatie is veel groter dan het risico op hoge inflatie. Het risico op stagnatie is veel groter dan het risico van oververhitting. Het risico op te weinig kredietverstrekking is veel groter dan het risico op te veel kredietverstrekking.

En wat zullen de consequenties zijn voor financiële markten als de rentestand voortdurend nul procent is? Bubbles. In ieder geval weten we zeker dat de investeringen die in deze nulrentesituatie plaatsvinden, niet plaatsgevonden hadden bij een hogere rente. Dit zijn mogelijk meer risicovolle investeringen die maatschappelijk minder opleveren dan de investeringen in publieke werken. Ik ben niet tegen versoepeling van monetair beleid maar het is wel een second-best-optie om particuliere bestedingen op gang te brengen.'

### Slot

'Hierbij wil ik het laten. Ik heb mijn doel bereikt als ik u overtuigd heb van de urgentie van onze huidige problematiek. Vraagstimulering klinkt contra-intuïtief, maar economie gaat niet over moraliteit. Het feit dat economen hebben bijgedragen aan de huidige situatie is geen excuus om nu vast te houden aan bezuinigingen als een manier om uit de situatie te geraken. Bezuinigingen zijn de basale ironie van financiële crises die ontstaan door te veel vertrouwen, te veel kredietverstrekking en te veel bestedingen. Toch kunnen de huidige economische problemen niet worden opgelost zonder meer vertrouwen, meer kredietverstrekking en meer bestedingen.'

SINDS 1916