

Reactie op: Oorzaken van en remedies voor seculaire stagnatie

Na de kredietcrisis en de eurocrisis staat de eurozone wellicht aan de vooravond van een derde recessie in zeven jaar tijd. De eurozone lijkt chronisch ziek. In deze *ESB* wijten Teulings en Baldwin dit aan seculaire stagnatie en formuleren ze een aantal scherpe beleidsaanbevelingen (Teulings en Baldwin, 2014). Deze komen heel gelegen, gezien de langjarige kwakkelende euro-economie en vanwege de vraag wat hier nu aan de hand is. Permanente stagnatie is een interessant nieuw macro-economisch leerstuk. Maar, zoals de auteurs zelf al aangeven, is de diagnose dat westerse landen lijden aan dit doemscenario wel juist? En zijn de voorgestelde remedies wel passend?

MACROTHEORIE

Om bij de analyse te beginnen is enige scepsis op basis van resultaten uit het verleden op zijn plaats. De grote vraaggedreven macromodellen uit de jaren zestig wisten zich geen raad met de aanbodschokken van de jaren zeventig. Ruim monetair en budgettair beleid werd gebruikt om de effecten van de schokken in de olieprijs te compenseren, maar had stagflatie tot gevolg. Toen de kredietcrisis toesloeg, hadden de moderne micro-economisch onderbouwde macromodellen bitter weinig te zeggen over de ontstane situatie. Zij waren te complex om te kunnen omgaan met grote schokken en lieten de financiële sector buiten beschouwing. Gelukkig waren de huidige beleidsmakers nog opgevoed met de lessen uit de jaren dertig om tegen te sturen tijdens een crisis en het bankwezen te ondersteunen. Macro-economen past daarom terughoudendheid voordat op grond van recente en ongetoetste theorie beleidsvoorstellen worden gedaan.

Seculaire stagnatie is een toestand van lage rente, lage groei en hoge werkloosheid. Hoe kan een economie in dit scenario terecht komen? In het meest theoretische essay uit de bundel analyseren Eggertson en Mehrotra hoe een neerwaartse schok in de maximaal acceptabele schuldratio leidt tot een overschot aan besparingen. Bijvoorbeeld doordat de hefboom die in een hypotheek zit ten opzichte van het inkomen wordt verlaagd. Dit lijkt op wat er gebeurde tijdens de krediet- en eurocrisis, toen banken, overheden en consumenten werden gedwongen hun schulden tegelijk af te bouwen. De resulte-

CASPER DE VRIES

*Hoogleraar aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam en lid van de
Sociaal-Economische Raad*

rende toename in besparingen drukt de rente en er ontstaat dan vraaguitval. Indien de schok voldoende groot is en er onvoldoende wordt tegengestuurd met ruim monetair en budgettair beleid, dan kan volgens de nieuwe theorie de economie in een permanente liquiditeitsval afglijden.

BUDGETTAIR BELEID

In de liquiditeitsval is de nominale rente nagenoeg nul, zodat spaarrekeningen en obligaties even weinig opbrengen als geld. Met andere woorden, obligaties en geld zijn perfecte substituten. Dan is monetair beleid, waarbij de centrale bank geld injecteert door obligaties op te kopen, ineffectief omdat dit de korte rente niet verder kan verlagen en een herallocatie van de portefeuille tussen de centrale bank en het publiek voor langlopende obligaties de reële economie niet beïnvloedt. Als monetaire politiek niet werkt, blijft budgettaire politiek over. Dit is het traditionele recept om uit een liquiditeitsval te geraken. Wat nieuw is aan de analyse, is dat de economie hieruit niet op korte termijn kan ontsnappen.

Baldwin en Teulings stellen daarom voor dat de overheid langdurig de economie stimuleert door extra uitgaven. De auteurs adviseren tevens om de beperkingen die het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) stelt aan het overheidstekort en de overheidsschuld, te laten vieren. In reactie op de kredietcrisis hebben vele overheden initieel steun in deze zin geboden. Maar toen de eurocrisis uitbrak, zijn de meeste overheden van landen in de eurozone juist gaan bezuinigen. De vraag is inderdaad of de eurolanden niet te vroeg het roer hebben omgegooid.

Als tegenreactie op een crisis in de private sector hebben overheidsuitgaven een anticyclische werking. Maar of deze langjarig moeten worden volgehouden en of dit tot herziening van het SGP moet leiden is een andere vraag. Het is onduidelijk of de OESO-landen wel langjarig in een liquiditeitsval zijn geraakt, of dat er simultaan andere ontwikkelingen spelen die een meer structureel karakter hebben.

Binnen het model van seculaire stagnatie zoals dat wordt gepresenteerd kan men zich ook het volgende afvragen: als de recessie wordt veroorzaakt door een plotselinge daling van de financiële hefboom, zoals bijvoorbeeld de maximaal toegelaten hefboom van een hypotheek ten opzichte van het

inkomen, waarom deze dan niet tijdelijk verhogen? Tenslotte is dit het instrument dat het meest direct aangrijpt op de oorzaak van het probleem. Met het nieuwe macroprudentieel toezichtkader hebben de centrale banken dit heft in handen gekregen. Waarom dit instrument dan niet gebruiken?

MONETAIR BELEID

De roep om kwantitatieve verruiming van het monetair beleid in de eurozone klinkt al tijden. Baldwin en Teulings brengen het omzichtig en stellen voor dat monetair beleid niet moet worden gebruikt om zeepbellen te vermijden. Hoewel de FED nu pas stopt met het verruimen van haar balans, was er in de eurozone het afgelopen jaar al sprake van afbouw (de balans van de ECB is met dertig procent verkrapt). De ECB heeft aangegeven haar balans toch weer te gaan verlengen.

Maar in de eurozone kan kwantitatieve verruiming door het opkopen van staatsschuld, zoals die in de VS en het VK is toegepast, niet werken. Het verdrag van Maastricht laat niet toe dat de ECB direct staatspapier opkoopt, omdat dit neigt naar monetaire financiering van de staatsschuld. Bovendien heeft de eurozone in tegenstelling tot de VS nagelaten om de banken op grote schaal te herkapitaliseren. Hierdoor zitten Europese banken niet ruim in hun kapitaal, en dit kapitaal moet worden aangehouden als tegenhanger voor risicovolle uitzettingen. Zelfs een lening van de ECB aan banken tegen een rente van nagenoeg nul procent werd een paar weken geleden maar voor twintig procent opgenomen, omdat banken dat geld niet uit kunnen zetten. Volgens de risicoregels hebben banken namelijk meer kapitaal nodig voor het extra risico dat ze nemen bij het verstrekken van nieuwe leningen. Deze regels zijn naar aanleiding van de kredietcrisis aangescherpt. Het lage bankkapitaal en de aangescherpte risicoregels weerhouden banken van ruime kredietverlening. De uitweg voor de ECB is om bedrijfsleningen van banken op te kopen zodat hun kapitaalbeslag vermindert. Dit is nu precies wat de ECB op beperkte schaal wil gaan doen.

Toch is het vreemd om binnen het scenario van seculaire stagnatie dat gepaard gaat met een liquiditeitsval te pleiten voor ruim monetair beleid. In de VS leeft ook binnen de FED de vraag of de kwantitatieve verruiming wel veel zoden aan de dijk heeft gezet. De verplichte kapitaalinjectie in 2009 wordt daarentegen door de meeste economen wel als een middel gezien dat effectief is geweest. Misschien dat de beperkte herkapitalisatie naar aanleiding van de balans- en stresstest door de ECB nog wat gaat helpen voor de kredietverlening.

VERKEERDE DIAGNOSE

Empirisch gezien kan men zich de vraag stellen of een groot deel van de OESO-economieën wel in het moeras van permanente stagnatie is gezogen. Zowel in de VS als in de eurozone wordt het herstel gekenmerkt door arbeidsloze groei. Dit lijkt te duiden op het doemscenario. Maar er zijn drie belangrijke trends die erop wijzen dat dit weinig te maken heeft met de conjuncturele schokken. Deze trends zijn de vergrijzing, de toenemende digitalisering en de concurrentie van goedkope fabrieksarbeid uit opkomende economieën. Het toeval wil dat

deze trends juist zijn doorgezet gedurende de afgelopen crisisjaren. Dit maakt het moeilijk om de conjuncturele schokken los te zien van deze trends. Deze structurele ontwikkelingen zijn echter niet te pareren met conjuncturele maatregelen, zoals ruim monetair beleid en extra overheidsuitgaven. Wat wel helpt zijn structurele maatregelen, zoals bijvoorbeeld maatregelen die langer werken stimuleren. Gelukkig stellen de auteurs ook een aantal niet-controversiële groei-bevorderende maatregelen voor, zoals flexibilisering van de arbeidsmarkt en betere scholing. Deze aanbevelingen staan echter los van het scenario van aanhoudende stagnatie, want ze zijn ook passend gegeven de bovenstaande trends.

De lage groeivoet in ontwikkelde economieën heeft alles te maken met bevolkingstrends en concurrentie uit opkomende economieën. Als de beroepsbevolking krimpt, dan is de groeivoet van het bbp per definitie lager, maar kan de groeivoet per gewerkt uur nog steeds heel redelijk zijn. Een pleidooi voor ongebreidelde kwantitatieve verruiming en langjarige overheidstekorten lijkt daarom een recept voor een niet-bestaand probleem.

Zolang er geen politieke unie is, is het onverantwoord om het SGP nog verder uit te kleden dan Duitsland en Frankrijk in 2004 al deden. Dit zou de onzekerheid over de houdbaarheid van de euro weer doen oplaaien. Minder beleidsonzekerheid is juist de enige 'controversiële' remedie van Baldwin en Teulings die weinig controversieel overkomt. Het rapport van de SER (2013) over Nederland in stabielere vaarwater laat zien hoe belangrijk stabiel beleid is. Dit geldt zeker voor het institutionele kader van de euro.

CONCLUSIE

Het seculaire stagnatiescenario is een nieuw en theoretisch interessant macro-economisch leerstuk dat nadere studie en toetsing vereist voordat dit rijp is voor beleid. Het is echter aannemelijk dat de eurozone meer te maken heeft met structurele trends die alleen te keren zijn met structurele maatregelen, dan dat cyclische stimulansen permanent de boventoon moeten voeren.

LITERATUUR

SER (2013) *Nederlandse economie in stabielere vaarwater: een macro-economische verkenning*. Rapport april. Den Haag: Sociaal-Economische Raad.

Teulings, C. en R. Baldwin (2014) Oorzaken van en remedies voor seculaire stagnatie. *ESB*, 99(4697), 680–683.