

# Verklaringen voor tijdelijke stagnatie

Het herstel in het eurogebied verloopt grillig. Het risico op seculaire stagnatie wordt de laatste maanden dan ook vaak aangehaald. Dit artikel wijst op drie alternatieve verklaringen voor de lage groei in het eurogebied: structurele aanpassing, schuldafbouw en onzekerheid. Als de juiste structurele maatregelen worden genomen, duiden deze verklaringen op een tijdelijke periode van lage groei na de financiële crisis.

**JESPER HANSON**  
Beleidsmedewerker  
bij het Ministerie  
van Financiën

Sinds Larry Summers vorig jaar november tijdens de jaarlijkse IMF-onderzoeksconferentie de term *secular stagnation* herintroduceerde, zoemt deze rond in de economische beleidsdiscussie. Met *secular stagnation* – ofwel seculaire stagnatie – wordt een stagnatie met een permanent of langdurig karakter bedoeld. Summers betoogt dat een structurele daling van de evenwichtsrente op de financiële markt het bereiken van volledige werkgelegenheid bemoeilijkt. Inmiddels hebben vooraanstaande economen zich in het Vox eBook onder redactie van Teulings en Baldwin (2014a) over dit vraagstuk gebogen en heeft Summers ook Nederland aangedaan om tijdens de KVS-lezing het risico op seculaire stagnatie voor het voetlicht te brengen (Summers, 2014).

Summers is niet de eerste econoom die waarschuwt voor het risico op een langdurig lage groei. De term *secular stagnation* werd in 1938 door Alvin Hansen geïntroduceerd in zijn boek *Full recovery or stagnation?* De geschiedenis heeft Hansen geen gelijk gegeven. Is er bewijs dat de huidige periode van lage groei wel permanent of langdurig is? Een meer optimistische, maar ook economisch onderbouwde visie is dat de herstelperiode na de financiële crisis gepaard gaat met een tijdelijke periode van lage groei.

Er zijn zeker drie tijdelijke factoren die ten grondslag lig-

gen aan het lage niveau van investeringen en consumptie in het eurogebied. Ten eerste drukt het proces van structurele aanpassing de werkgelegenheid en groei op korte termijn, via een herallocatie van arbeid en kapitaal, naar productieve sectoren. Daarnaast beperkt schuldafbouw de ruimte voor consumptie en investeringen. Ten slotte kan onzekerheid over groeivoorzichten en beleidsmaatregelen een drukkend effect op duurzame consumptie en investeringen uitoefenen. Als de juiste structurele maatregelen worden genomen, hebben deze drie factoren slechts een tijdelijk drukkend effect op het groeiniveau.

## SECULAIRE STAGNATIE

De seculaire-stagnatiehypothese veronderstelt dat een structurele daling van de natuurlijke reële rente – de evenwichtsrente op de financiële markt – het bereiken van volledige werkgelegenheid bemoeilijkt. De financiële markt verkeert in evenwicht wanneer de reële rente op besparingen gelijk is aan het reële rendement op investeringen. Bij een negatieve natuurlijke reële rente komt de marktrente boven de natuurlijke reële rente te liggen. De marktrente kan immers niet veel verder dalen dan het nulpunt, omdat marktpartijen hun besparingen tegen een lage rente in veilige activa kunnen parkeren. Investeringen in veilige activa drukken het niveau van besparingen dat beschikbaar is voor productieve investeringen en verhinderen dat volledige werkgelegenheid wordt bereikt. Het lage niveau van productieve investeringen en de lage werkgelegenheid kunnen via een daling van de kapitaalvoorraad en een daling van de werknemersvaardigheden doorwerken op het structurele groeiniveau. Dergelijke permanente effecten van onderbezetting worden hysteresis genoemd. Wanneer deze situatie voortduurt is eindeloze stagnatie het resultaat.

Een negatieve natuurlijke reële rente kan het gevolg zijn van een toename van het aanbod van besparingen of een daling van het aanbod van productieve investeringen. Teulings en Baldwin (2014a) benadrukken het effect van hoge besparingen op de vraag en stellen met name conjuncturele maat-

regelen voor om de vraag te stimuleren. Zo pleiten zij voor een verhoging van de inflatiedoelstelling van de ECB, contracyclisch begrotingsbeleid en aanpassing van de Europese begrotingsafspraken.

Zowel Teulings en Baldwin (2014a; 2014b) als het IMF in de meest recente World Economic Outlook (2014) wijzen specifiek op het risico van seculaire stagnatie voor het eurogebied. Is het echter wel zo logisch dat seculaire stagnatie zich enkel in het eurogebied zou voordoen? Omdat besparingen mondiaal op zoek kunnen naar de meest productieve investeringen, wordt de natuurlijke reële rente grotendeels op de internationale financiële markt bepaald. Het ligt daarom niet in de rede dat een toename van de mondiale besparingen via een daling van de normale reële rente alleen in het eurogebied tot een langdurige daling van het groeivolume leidt, tenzij het aanbod van productieve investeringen in het eurogebied op een lager niveau ligt dan elders.

De Vries (2014) geeft een andere verklaring voor het feit dat de groei in het eurogebied op een lager niveau ligt dan elders. Hij wijst op structurele factoren die een drukkend effect hebben op het groeivolume in het eurogebied en andere westerse economieën, te weten vergrijzing, toenemende digitalisering en concurrentie uit opkomende economieën. Om de economische groei te stimuleren bepleit De Vries structurele maatregelen als het stimuleren van het langer werken.

De lage economische groei in het eurogebied is niet alleen door langdurige trends te verklaren, maar is tevens te wijten aan drie tijdelijke processen die gerelateerd zijn aan het grillige proces van herstel na de financiële crisis. Deze drie factoren zijn structurele aanpassing, schuldaufbouw en beleidsonzekerheid. Wanneer structurele hervormingen worden doorgevoerd, leiden deze drie factoren niet tot een permanent lager groeivolume.

## STRUCTURELE AANPASSING

### Oorzaak

Vóór de crisis stelde de beschikbaarheid van goedkoop krediet verschillende landen in staat om tegen een achtergrond van sterke schuldpbouw fraaie groeicijfers te noteren. Deze groei vond echter hoofdzakelijk plaats in de laagproductieve bouw- en dienstensectoren. Figuur 1 laat zien dat de toegevoegde waarde in deze twee sectoren in Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje (GIPS-landen) beduidend sneller groeide dan de toegevoegde waarde in de industriële sector in deze landen. De overige landen in het eurogebied vertonen een dergelijke ontwikkeling slechts in beperkte mate.

Dit proces werd verder versterkt doordat exportsectoren in perifere lidstaten onder druk kwamen te staan door toenemende concurrentie met opkomende markten vanwege de groei van China en de integratie van Centraal- en Oost-Europese landen in de Europese productieketen (Chen *et al.*, 2012). Deze ontwikkeling had juist een positief effect op andere landen in het eurogebied. Zo daalde de toegevoegde waarde van de Duitse dienstensector ten opzichte van de industriële sector tussen 2001 en 2008 licht, wat verklaard kan worden door het feit dat Duitsland profiteerde van de uitvoer van machinegoederen naar China en van dalende inputkosten door invoer van goederen uit Centraal- en Oost-Europa (Chen *et al.*, 2012).

Tijdens de crisis bleek dit groeimodel niet duurzaam.

Een aantal landen bleek voor een te groot aandeel van de economische groei afhankelijk van laagproductieve niet-verhandelbare sectoren, in stand gehouden door sterke kredietgroei. De bouwsector in deze landen kan gekenschetst worden als laagproductief (Europese Commissie, 2013), terwijl beperkt gebruik van ICT in het eurogebied bijdraagt aan een laag niveau van productiviteit in de dienstensector (Gomez-Salvador *et al.*, 2006). Duurzaam economisch herstel in het eurogebied vergt dan ook een verplaatsing van arbeid en kapitaal naar productieve sectoren. Vooral in perifere eurolanden is een verschuiving van de diensten- en bouwsector naar de industriële sector van belang. Binnen de dienstensector bestaat bovendien de mogelijkheid voor productiviteitswinst door een toename van het gebruik van ICT.

Uit figuur 1 volgt dat de toegevoegde waarde van met name de bouwsector in Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje de afgelopen jaren sterk gedaald is ten opzichte van de toegevoegde waarde van de industriële sector in deze landen. Dit proces van structurele aanpassing gaat op korte termijn gepaard met een stijging van de werkloosheid, die een drukkend effect op de economische groei heeft, maar wanneer arbeid zich verplaatst naar productieve sectoren zal het proces van structurele aanpassing op middellange termijn tot duurzaam herstel leiden.

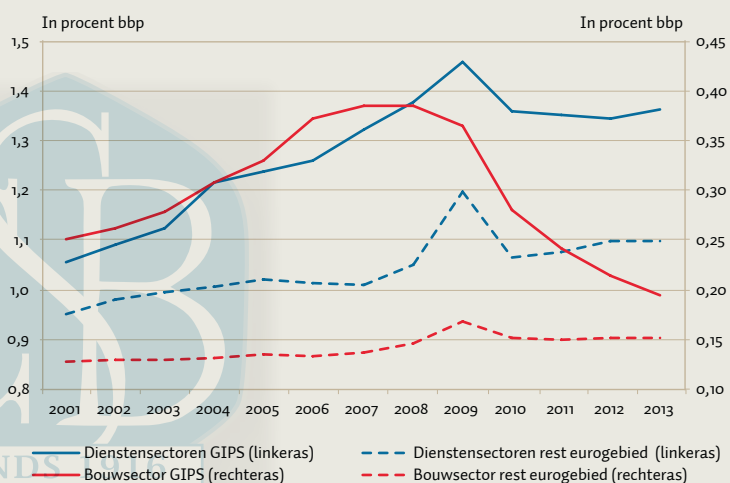
### Beleid

Monetaire en budgettaire stimulus kunnen op korte termijn de effecten van hoge werkloosheid verzachten, maar vormen geen oplossing voor de structurele oorzaak van de lage groei. Hiervoor is immers een proces van structurele aanpassing noodzakelijk. Bovendien is de ruimte voor budgettaire stimulus beperkt vanwege de reeds hoge publieke schuld niveaus in het eurogebied.

De noodzakelijke herallocatie naar productieve sectoren vergt goed functionerende productmarkten en arbeidsmarkten en een gezonde financiële sector. Op productmarkten is het van belang dat een ondernemer met een goed idee in staat is tot een markt toe te treden en dat hoogproductieve bedrijven kunnen doorgroeien. Dit vergt bijvoorbeeld maatregelen

**Toegevoegde waarde t.o.v. industriële sector**

**FIGUUR 1**



Bron: Eurostat; eigen berekeningen op basis van Europese Commissie

op productmarkten die het gemakkelijker maken een bedrijf op te starten. Op arbeidsmarkten moeten werknemers hun weg weten te vinden naar hoogproductieve bedrijven. Van belang hiervoor zijn een flexibele arbeidsmarkt en mogelijkheden voor omscholing en training. Ten slotte is een gezonde financiële sector noodzakelijk om ondernemers met het goede idee en hoogproductieve bedrijven van krediet te voorzien. De *comprehensive assessment* van bankbalansen door de ECB is in dit kader een belangrijke maatregel. Deze structurele maatregelen komen grotendeels overeen met de maatregelen die De Vries (2014) bepleit om langdurig lage groei te aan te pakken.

Wanneer ruim monetair en budgettair beleid niet gepaard gaat met structurele maatregelen, bestaat het risico dat de stimuleringsmaatregelen terechtkomen bij onproductieve sectoren die eerder schuldgedreven groei kenden. Dit risico speelt bijvoorbeeld wanneer de publieke investeringen die Summers (2014) bepleit, terechtkomen bij de bouwsector in perifere lidstaten. Een terugkeer naar dergelijke onhoudbare groei zou duurzaam herstel verhinderen.

### SCHULDAFBOUW

#### Oorzaak

Reinhart en Rogoff (2014) beschrijven dat financiële crises historisch gevolgd worden door een periode van balanserstel dat gepaard gaat met lage economische groei. Financiële crises laten hun sporen achter op de balansen van huishoudens, bedrijven en overheden. Om het schuldniveau ten opzichte van het inkomen te corrigeren, sparen huishoudens, bedrijven en overheden een groter deel van hun inkomen. De periode van schuldafbouw kenmerkt zich daarom door lage groei als gevolg van lage vraag. In principe herstelt deze vraag zich wanneer schuld niveaus ten opzichte van het inkomen op een lager niveau liggen.

Figuren 3 en 4 laten het uitstaande krediet ten opzichte van het nationale inkomen in 2014 zien voor respectievelijk huishoudens en bedrijven in Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje. Uit beide figuren volgt dat de crisis in deze landen vooraf werd gegaan door een periode van sterke kredietgroei. De figuren laten zien dat de kredietgroei in elk van deze landen voorafgaand aan de crisis boven het gemiddelde niveau van het eurogebied lag. Hoge schuld niveaus doen zich echter

ook in andere landen in het eurogebied voor. Zo groeide de kredietverlening aan huishoudens en bedrijven in het eurogebied als geheel tussen 2002 en 2010 met 65 procent, en nam kredietverlening aan bedrijven met 54 procent toe. Het recent verschenen Geneva Report over het proces van schuldafbouw stelt dat een verdere daling van schuld niveaus nodig is om tot een houdbaar schuld niveau te komen, mede vanwege de voorlopig lage verwachtingen voor inflatie en groei in het eurogebied (Buttiglione *et al.*, 2014).

#### Beleid

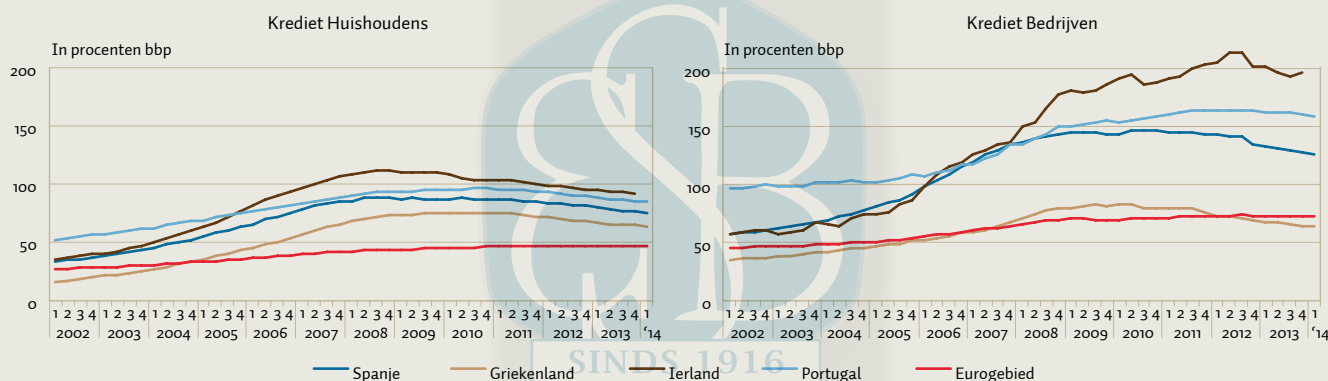
Goed functionerende faillissementswetgeving voor zowel huishoudens als bedrijven is van belang voor het proces van schuldafbouw. Faillissementswetgeving vormt een raamwerk voor de verdeling van onhoudbare schulden tussen crediteuren en debiteuren. De macro-economische effecten van een schulderstructurering hangen af van de mate waarin crediteuren en debiteuren een verlies kunnen dragen. Zo heeft een schulderstructurering doorgaans een groter effect op de consumptie van huishoudens met een laag inkomen of een hoge schuld (Mian *et al.*, 2013), terwijl slecht gekapitaliseerde banken geneigd kunnen zijn herstructurering uit te stellen omdat het accepteren van verliezen hun kapitaalbuffer in gevaar kan brengen (Caballero *et al.*, 2008). Het is daarom van belang dat banken voldoende gekapitaliseerd zijn en er genoeg mogelijkheden zijn om in geval van problemen bij een bank de verliezen te verdelen over investeerders (*bail-in*).

Daarnaast moet bij de vormgeving van faillissementswetgeving rekening worden gehouden met dynamische effecten. Mian *et al.* (2015) laten voor de Verenigde Staten bijvoorbeeld zien dat staten met sterke crediteurenbescherming, waar executieverkopen zonder tussenkomst van een rechter kunnen plaatsvinden, tijdens de crisis een sterkere daling van huizenprijzen kenden dan staten waar dit niet mogelijk was. Een dergelijke sterke huizenprijzdaling vergroot het schuldprobleem voor andere huishoudens.

Op lange termijn kan het vereenvoudigen van faillissementsprocedures het voor huishoudens en bedrijven bovendien aantrekkelijker maken om hogere schuld niveaus aan te nemen. Voor zover prikkels die het aantrekkelijker maken om hogere schuld niveaus aan te nemen niet adequaat gecorri-

## Uitstaand krediet bedrijven en huishoudens

FIGUUR 2 EN 3



Bron: Bank of International Settlements

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.

geerd worden met hogere rentestanden, kunnen gedragsregels, zoals voorwaarden aan informatieverstrekking om *misselling* van financiële producten te voorkomen, eraan bijdragen dat schuld niveaus niet tot onhoudbare niveaus zullen toenemen als gevolg van wijzigingen in faillissementswetgeving.

Daarnaast kan ook een verhoging van de efficiëntie van faillissementsprocedures het proces van schuldafbouw versnellen. Tussen landen in het eurogebied bestaan aanzienlijke verschillen in de efficiëntie van faillissementsprocedures (Coeuré, 2014). Uit de Doing Business-indicatoren van de Wereldbank volgt bijvoorbeeld dat een gerechtelijke faillissementsprocedure in Ierland gemiddeld vijf maanden duurt, tegen circa één jaar in Nederland en Duitsland, circa twee jaar in Italië en Frankrijk, en ruim drie jaar in Griekenland. Het versnellen van faillissementsprocedures kan dus het proces van schuldafbouw bespoedigen.

Ten slotte is groei en werkgelegenheid van groot belang voor het terugdringen van schuld niveaus ten opzichte van het inkomen. Werkloosheid kan via het wegvallen van een looninkomen immers tot een sterke stijging van schulden ten opzichte van het inkomen leiden. De hervormingen op arbeidsmarkten en productmarkten die het proces van structurele aanpassing faciliteren, kunnen via een positief effect op groei en werkgelegenheid daarom ook bijdragen aan het proces van schuldafbouw. Ook accommoderend budgettair beleid, zoals wordt voorgesteld door Teulings en Baldwin (2014b), kan het drukende effect van besparingen op de vraag compenseren. Vanwege hoge publieke schuld niveaus is de ruimte voor budgettaire stimulus in veel landen in het eurogebied echter beperkt.

## ONZEKERHEID

### Oorzaak

Het proces van herstel verloopt doorgaans grillig en het herstel is afhankelijk van de mate waarin de juiste maatregelen worden doorgevoerd. Zolang er onzekerheid bestaat over het herstel en de beleidsreactie, is het voor investeerders aantrekkelijk om investeringen uit te stellen en hun vermogen tijdelijk in veilige activa te parkeren. Bloom (2014) geeft hiervoor twee verklaringen. Ten eerste zijn investeringsbeslissingen moeilijk terug te draaien, waardoor het loont om investeringen uit te stellen in geval van hoge onzekerheid. Bovendien willen investeerders gecompenseerd worden voor het risico waaraan zij zijn blootgesteld. Wanneer onzekerheid toeneemt, zal dit via hogere risicopremies een opwaarts effect op financieringskosten hebben.

### Beleid

Zekerheid dat de noodzakelijke hervormingen worden doorgevoerd, kan positieve vertrouwenseffecten sorteren. De processen van structurele aanpassing en schuldafbouw vergen structurele maatregelen. Sommige van deze maatregelen kunnen op korte termijn een positief effect op de economische groei hebben, zoals maatregelen die het ondernemingsklimaat verbeteren. Andere hervormingen behalen hun maximale effect echter pas op middellange termijn. Coeuré (2014) stelt dat zekerheid over de implementatie van hervormingen via een vertrouwenseffect echter ook op korte termijn tot een *certainty dividend* bij investeerders kan leiden. Wanneer investeerders het vertrouwen hebben dat de juiste maatregelen

worden geïmplementeerd, wordt het minder aantrekkelijk om investeringen uit te stellen en kunnen risicopremies op een lager niveau komen te liggen. Het is daarom belangrijk dat overheden zich committeren aan de hierboven beschreven hervormingen en voortgang boeken met de implementatie van deze hervormingen.

## CONCLUSIE

De seculaire-stagnatiehypothese voorspelt dat het groeivolume langdurig op een laag niveau zal liggen, vanwege een negatieve reële rente die veroorzaakt wordt door een hoog aanbod van besparingen en een laag niveau van productieve investeringen. Maar er is geen reden voor zo veel pessimisme. Er zijn drie voor het eurogebied relevante oorzaken behandeld die kunnen bijdragen aan een laag niveau van consumptie en investeringen, maar die geen aanleiding vormen om uit te gaan van een langdurig laag groeivolume. Structurele aanpassing, balansherstel en onzekerheid duiden juist op een tijdelijk lager groeivolume na de financiële crisis. Om deze drie oorzaken van tijdelijk lage groei aan te pakken is het essentieel dat landen structurele maatregelen doorvoeren. Wanneer het ruime monetaire en budgettaire beleid dat aanhangers van de seculaire-stagnatiehypothese bepleiten niet aangevuld wordt met structurele maatregelen, bestaat juist het risico dat de stimuleringsmaatregelen terecht komen bij onproductieve sectoren die eerder schuldgedreven groei kenden. Een dergelijke ontwikkeling zou duurzaam herstel in de weg staan.

## LITERATUUR

- Bloom, N. (2014) Fluctuations in uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, 28(2), 153–176.
- Caballero, R.J., T. Hoshi en A.K. Kashyap (2008) Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5), 1943–1977.
- Chen, R., G.M. Milesi-Ferretti en T. Tresselt (2012) External imbalances in the euro area. *IMF Working Paper*, 12/236.
- Coeuré, B. (2014) *Credit and investment in the European recovery*. Presentatie op het IMF/Banka Slovenije seminar. 26 september, Portoroz.
- Buttiglione, L., P.R. Lane, L. Reichlin en V. Reinhart. (2014) Deleveraging? What deleveraging? *Geneva Reports on the World Economy*, 16.
- Europese Commissie (2013) Catching-up processes in the euro area. *Quarterly Report on the Euro Area*, 12(1), 7–18.
- Gomez-Salvador, R., A. Musso, M. Stocker en J. Turunen (2006) Labour productivity developments in the euro area. *ECB Occasional Paper Series*, 53.
- Hansen, A.H. (1938) *Full recovery or stagnation?* New York: W.W. Norton.
- IMF (2014) *World Economic Outlook*. Rapport op [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Mian, A.R., K. Rao en A. Sufi (2013) Household balance sheets, consumption, and the economic slump. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 1–59.
- Mian, A.R., A. Sufi en F. Trebbi (2015) Foreclosures, house prices and the real economy. *Journal of Finance*, te verschijnen.
- Rajan, R. (2013) *Why stimulus has failed*. Artikel te vinden op [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).
- Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2014) Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes. *NBER Working Paper*, 19823.
- Summers, L. (2014) KVS-Tinbergenlezing door Lawrence Summers. *ESB*, 99(4697), 676–679.
- Teulings, C. en R. Baldwin (2014) *Secular stagnation: facts, causes and cures*. VOX e-boek op [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Teulings, C. en R. Baldwin (2014b) Oorzaken van en remedies voor seculaire stagnatie. *ESB*, 99(4697), 680–683.
- Vriës, C. de (2014) Reactie op: oorzaken van en remedies voor seculaire stagnatie. *ESB*, 99(4697), 684–685.