

Macro-economisch beleidsdefaitisme

Het CPB raamde op Prinsjesdag dat dit jaar het bbp met twee procent zou groeien en in 2016 naar verwachting met 2,4 procent. De groei in 2016 krijgt een zetje door de lastenverlichting van twee miljard euro. Nederland keert in 2015, na zeven magere jaren, terug op het inkomen van 2008 en bereikt weer een trendgroei van ongeveer twee procent per jaar. Toch is de macro-economische situatie nog altijd zorgwekkend. Het economisch herstel is trager dan na de Grote Depressie en van inhaalgroei is er geen sprake. Nederland is structureel ongeveer tien procent van het bbp kwijtgeraakt ten opzichte van de trendgroei. Het CPB schat de Nederlandse outputgap in 2016 op ruim drie procent bbp in de min. Nederland lijkt nog steeds met forse onderbesteding te kampen. De werkloosheid daalt, maar is nog altijd tweemaal zo hoog als in 2008. In september liep de werkloosheid zelfs weer wat op. Niet alleen Nederland kent onderbesteding, ook de eurozone. De keerzijde is dat er nog altijd veel wordt gespaard om financiële balansen te herstellen. Bij groter aanbod van goederen en diensten dan vraag ernaar ontstaat er een neerwaartse prijsdruk. In september kende de eurozone weer een deflatie van 0,1 procent, mede door de lagere prijzen van grondstoffen en olie. De inflatieverwachtingen duiken sinds juli weer omlaag. De ECB zet alles op alles om te voorkomen dat de eurozone in een stagnatiescenario verzandt met deflatie en traag economisch herstel. Zo opperde ECB-president Mario Draghi op 22 oktober mogelijk een nieuwe ronde kwantitatieve verruiming.

Onder normale omstandigheden zou de reële kapitaalmarktrente dalen en de economie vanzelf herstellen. Vanwege een lagere rente verdwijnen aanbodoverschotten doordat consumptie, investeringen en exporten aantrekken – de laatste via een goedkopere euro. Centrale banken kunnen dit aanpassingsproces versnellen door de nominale geldmarktrentes te verlagen. Wanneer echter beleidsrentes van de centrale banken de ondergrens van nul zijn genaderd, is volledig economisch herstel nog niet gegarandeerd. De economie heeft nu een negatieve reële kapitaalmarktrente nodig om tot volledige bezetting te komen. Maar de nulondergrens van de centrale bank zorgt dat die kapitaalmarktrente niet (veel) negatiever kan worden dan de verwachte inflatie. Wanneer de reële kapitaalmarktrentes negatiever zouden worden, dan zullen financiële partijen hun vermogen gaan aanhouden in geld, een vermogenstitel met een nominale rente van nul.

Wanneer de reële rente onvoldoende daalt, verdwijnen spaaroverschotten dus niet. Onderbesteding en daarmee deflationaire prijs-



BAS JACOBS

Bijzonder hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde

druk houden dan aan. Reële rentes blijven langer te hoog en lopen op bij deflatie. En de consumptie, investeringen en exporten blijven vervolgens achter. Tijdens de Grote Recessie zijn de private schulden bovendien nauwelijks gedaald en de publieke schulden opgelopen. Door zeer lage inflatie (of deflatie) neemt de reële waarde van die schulden minder snel af (dus stijgt weer). Dat zet een extra rem op het bestedingsherstel.

In de liquiditeitsval zorgt de belangrijkste macro-economische prijs – de reële kapitaalmarktrente – niet langer vanzelf voor macro-economisch evenwicht met volledige bezetting en werkgelegenheid. Langdurige stagnatie ligt daardoor op de loer. Actief overheidsbeleid is nodig om dat te voorkomen.

De ECB haalt alles uit de kast om de economie te stimuleren en de inflatie te

verhogen. Echter, (meer) kwantitatieve verruiming is niet zonder meer effectief, en kan zorgen voor instabiliteit en volatiliteit op financiële markten, zoals we afgelopen zomer hebben gezien. Zolang de liquiditeitsval aanhoudt, komt kwantitatieve verruiming neer op het inwisselen van de ene vermogenstitel met nul rente (obligaties) voor de andere vermogenstitel met nul rente (geld). Kwantitatieve verruiming helpt alleen om reële rentes te drukken wanneer de toekomstige inflatieverwachtingen stijgen en reële rentes onder nul dalen. Dat gebeurt wanneer kwantitatieve verruiming niet wordt teruggedraaid. Zo'n expliciet *commitment* aan een hogere inflatie wordt echter afgewezen door beleidsmakers.

Het begrotingsbeleid kan altijd worden verruimd door landen met voldoende budgettaire capaciteit, zoals Nederland. Een ruimer begrotingsbeleid werkt op zeker om de economie te stimuleren, maar wordt eveneens afgewezen. De reële rente op tienjarige Nederlandse staatsobligaties is negatief. In 500 jaar heeft de Nederlandse overheid nog nooit zo goedkoop kunnen lenen. Nu is de tijd om publieke investeringen te doen in onderwijs, onderzoek, milieu, energie en dijken. Die investeringen stimuleren niet alleen op korte termijn, maar versterken ook de economische structuur op lange termijn. Ook een echte belastinghervorming gepaard aan lagere belastingen jaagt op korte termijn de bestedingen aan en versterkt de economie structureel.

Beleidsmakers leunen achterover en onderschatten het risico dat we macro-economisch onvoldoende herstellen en zo grote permanente schade aan onze economieën met hoge langdurige werkloosheid veroorzaken. Op geen continent ter wereld is het gevaar van langdurige stagnatie groter dan in Europa. En nergens in de wereld is het macro-economisch beleidsdefaitisme ondraaglijker.