

GASTCOLUMN

Eindeloze stagnatie

*Bas Jacobs**

In de economische professie ontstond op 8 november vorig jaar consternatie. Larry Summers, hoogleraar economie aan Harvard University, en voormalig minister van Financiën onder Clinton, hield een speech bij het Internationaal Monetair Fonds (IMF) waarin hij sprak over het gevaar van *secular stagnation*, wat ik maar vertaal met eindeloze stagnatie. Summers: 'We may well need, in the years ahead, to think about how we manage an economy in which the zero nominal interest rate is a chronic and systemic inhibitor of economic activity holding our economies back below their potential.' Ik beschouw Summers' notie van eindeloze stagnatie als een langdurig aanhoudende liquiditeitsval, met chronische onderbesteding en werkloosheid tot gevolg.

Wat is de liquiditeitsval? Als huishoudens – om wat voor reden dan ook – minder gaan consumeren en bedrijven minder willen investeren, ontstaat er een recessie vanwege onderbesteding. In normale tijden kan de centrale bank altijd de nominale rente verlagen en zo de bestedingen aanjagen, zodat de economie uit recessie komt. In de liquiditeitsval daarentegen raken de nominale rentevoeten van centrale banken de ondergrens van nul – zoals we nu al een paar jaar zien in vrijwel de gehele westerse wereld. De centrale bank kan dan niet langer de economie stimuleren.

Hoe belandt een economie in zo'n liquiditeitsval? Typisch door een ontschuldigingsschok na een financiële crash, zo ook in Nederland. Huishoudens die onder water zijn komen te staan, lossen hun hypotheekschulden af. Net als bedrijven hun bedrijfsleningen. Pensioenfondsen met dekkingstekorten verhogen de premies, indexeren niet langer of korten op pensioenuitkeringen. Vervolgens blijven de investeringen uit. Bedrijven kampen met grote onderbezetting en als ze al willen investeren, krijgen ze de financiering vaak niet rond. Dat geldt ook voor mensen die een nieuw huis willen kopen. Banken met balansproblemen krompen de kredietverlening in. Naast de private sector probeerde ook de overheid te sparen. De overheid heeft de economie zwaar belast met belastingverhogingen en bezuinigingen.

In de liquiditeitsval is het aanbod van besparingen ten opzichte van de investeringen zo groot dat de reële rente negatief moet worden om de kapitaalmarkt te laten ruimen en grootschalige bestedingsuitval te voorkomen. Zolang de nominale rente op nul staat, kan de reële rente echter alleen omlaag als de verwachte inflatie stijgt. De reële rente is immers gelijk aan de nominale rente minus de verwachte inflatie. Aangezien de Europese Centrale Bank (ECB) in de toekomst geen

* Prof. dr. Bas Jacobs is hoogleraar economie en overheidsfinanciën aan de Erasmus School of Economics. E-mail: bjacobs@ese.eur.nl.

Bas Jacobs

hogere inflatie nastreeft, en dus prijzen morgen niet hoger worden, zal de reële rente alleen negatief worden door prijsdaling vandaag. Daarom zien we nu overal desinflatie of soms zelfs deflatie.

Aangezien lonen en prijzen niet volledig flexibel zijn, dalen de prijzen niet hard, maar kampt de economie wel met onderbesteding. De befaamde spaarparadox van Keynes treedt op: als iedereen, publieke en private sector, tegelijkertijd wil sparen of schulden aflossen, kan het inkomen zoveel dalen dat het uiteindelijk niemand lukt om daadwerkelijk te sparen of schulden af te lossen. Private schulden zijn de afgelopen jaren dan ook nauwelijks afgenomen en publieke schulden zijn juist sterk gestegen.

Kortom, een ontschuldigingsschok kan de liquiditeitsval en daarmee grote economische problemen veroorzaken: een combinatie recessie en desinflatie of, erger, depressie en deflatie. De Nederlandse inflatie is na de btw-verhogingen in 2013 scherp teruggelopen en staat nu op 1% per jaar, en de trend is neerwaarts. Het nationale inkomen staat naar verwachting in 2015 nog steeds onder dat van 2008. Nederland is zo'n 17 procent bruto binnenlands product (bbp) verloren ten opzichte van de trendgroei van vóór de crisis. De Nederlandse economie groeit nu langzamer dan na de Grote Depressie. De werkloosheid is meer dan verdubbeld en staat nu op 632.000 mensen. En tienduizenden bedrijven hebben het loodje gelegd.

Helaas wordt al jarenlang stelselmatig het verkeerde macro-economische beleid gevoerd. Om Coen Teulings aan te halen: Nederland is niet langer op weg naar een Japanscenario, we zitten er middenin. En Summers' onheilstijding is dat dit langdurig kan aanhouden. Hoe zouden we aan het gevaar van eindeloze stagnatie moeten ontsnappen?

Als het conventionele monetaire beleid is uitgeput, kan onconventioneel monetair beleid nog wel helpen: als de ECB zich zou committeren aan een veel hogere inflatiedoelstelling, bijvoorbeeld via kwantitatieve verruiming en andere maatregelen. Hogere toekomstige inflatie vermindert reële schulden, zet spaarders aan om meer te consumeren en bedrijven om meer te investeren. Dit zal alleen werken als de ECB zich geloofwaardig wil committeren aan meer inflatie. De Duitsers zullen dit tegenhouden en daarmee onconventioneel monetair beleid onklaar maken.

Dan resteert alleen nog het budgettaire beleid om de economie te stimuleren. En ook het begrotingsbeleid is vakkundig *kaltgestellt*, mede dankzij Nederland – Mark Rutte en Jan-Kees de Jager in Europa. De Europese begrotingsregels moeten worden herzien, zeker voor landen met houdbare overheidsfinanciën zoals Nederland.

De Nederlandse overheid zal meer moeten uitgeven, bij voorkeur via overheidsinvesteringen. Door de extreem lage rente zijn overheidsinvesteringen in bijvoorbeeld infrastructuur, milieu, onderzoek en onderwijs nooit rendabeler geweest. De 10-jaars overheidsrente staat nu rond de 1 procent – een 500-jarig dieptepunt. Belastingverlaging jaagt de bestedingen ook aan en helpt huishoudens en bedrijven om schulden af te lossen. En zowel belastingverlaging als overheidsinvesteringen versterken de economische structuur op lange termijn. Aangezien het nationale inkomen stijgt en de werkgelegenheid groeit, zal het tekort nauwelijks

oplopen. Zelfs als dat wel gebeurt, zullen de maatschappelijke kosten van rente over extra staatsschuld in het niet vallen bij de maatschappelijke baten van meer inkomen en werkgelegenheid.

Ondanks de gestegen staatsschuldquote zijn de rente-uitgaven momenteel 3 miljard euro lager dan in 2008. In procenten van het nationale inkomen staan de rentelasten op het allerlaagste niveau gedurende de laatste 93 jaar.

De maatschappelijke kosten van structureel verlies aan inkomen en werk zijn daarentegen gigantisch. Sinds 2008 zijn er zo'n 350.000 werklozen bij gekomen, en velen daarvan zullen niet meer aan het werk raken. Nederland loopt door de Grote Recessie structureel ongeveer 10 procent van het nationaal inkomen mis. Dat is zo'n 60 miljard euro per jaar; 3 miljard lagere rentelasten per jaar vallen daarbij volledig in het niet.

Je snapt het pas als je het door hebt, zou Johan Cruijff zeggen. Maar na zes jaar Grote Recessie hebben ze het in Den Haag nog steeds niet door, helaas.