

# Angst voor eindeloze stagnatie van economie in Verenigde Staten en Europa is niet terecht

Accepteer dat herstel na financiële crisis tijd kost en probeer niet geforceerd vraag te genereren

Sylvester Eijffinger en Lex Hoogduin

In november vorig jaar hield de Amerikaanse oud-minister van financiën en Harvard-hoogleraar Larry Summers een toespraak op het IMF Economic Forum over 'secular stagnation', een eindeloze stagnatie van de economie in de Verenigde Staten en Europa. Volgens Summers zijn wij sinds de crisis in een situatie van eindeloze stagnatie terechtgekomen door de hoge schuldenlast van banken, bedrijven, huishoudens en overheden, gekoppeld aan een liquiditeitsval, die centrale banken met een beleidsrente van nul en ook kwantitatieve verruiming niet kunnen oplossen.

Summers pleit niet alleen voor een expansief budgettair en monetair beleid om aan de permanente stagnatie te ontkomen, maar denkt ook aan een hogere inflatiedoelstelling (bijvoorbeeld 4%) en de daarbij horende negatieve reële rentes, ook al gaat dit gepaard met de creatie van zeepbellen. Afgelopen vrijdag verscheen onder de redactie van collega's Richard Baldwin en Coen Teulings op VoxEU.org een nieuw e-book met de titel *Secular stagnation: Facts, causes and cures*, met bijdragen van gezaghebbende economen als Summers, Krugman, Gordon, Blanchard, Koo, Eichengreen, Caballero, Glaeser en anderen.

Baldwin en Teulings merken op dat de definities van 'secular stagnation' die de auteurs hanteren nogal verschillen van de angst voor (zeer) lage groei in de komende decennia door toenemende vergrijzing, achterblijvend onderwijs, grote ongelijkheid en hoge overheids-schuld tot een 'safety trap' naar analogie van de liquiditeitsval. Daarbij dwingen financiële regelgevers en toezichhouders de institutionele beleggers om triple-A activa aan te houden, terwijl het aanbod van deze activa sinds de crisis met 50% afnam.

Hun conclusie is dan ook dat het te vroeg is om te concluderen dat de stagnatie echt permanent is, maar als dat waar is zijn de huidige beleidsinstrumenten verouderd en moeten wij nadenken over oplossingen om deze stagnatie in de westerse wereld te doorbreken, om een verloren generatie te voorkomen. Baldwin en Teulings noemen vier 'no-regret policies' om de permanente stagnatie te doorbreken: beleidsmaatregelen die het aanpassingsvermogen en de productiviteitsgroei van de westerse economieën verhogen, het verhogen van de inflatiedoelstelling naar bijvoorbeeld 4% om voldoende negatieve reële rentes bij een beleidsrente van (bijna) nul te genereren, het voeren van een langdurig anticyclisch begrotingsbeleid, en het herzien van het Europese 'fiscal compact' om de staatsschuldquote binnen 20 jaar te verminderen tot 60% en om te



ILLUSTRATIE: MAX KISMAN

**Geen reden te verwachten dat in komende decennia stijging van productiviteit in westerse wereld ineens zou verdwijnen**

streven naar een structurele tekortquote van 1% van het bbp.

De these van eindeloze stagnatie is verre van nieuw. Eerder wezen John Maynard Keynes en Alvin Hansen op de stagnatiethese en bleken zij het flagrant mis te hebben. De these is populair door de vrees voor een Japanscenario van eindeloze deflatie en stagnatie. Wij menen dat er geen grond is om te verwachten dat op de langere termijn de vraag de beperkende factor voor het aanbod zou zijn. Innovaties zijn per definitie onvoorspelbaar. In dit verband verwijzen wij graag naar Schumpeters these van de creatieve destructie. Er is geen goede reden om te verwachten dat in de komende decennia de productiviteitsstijging in de westerse wereld ineens zou verdwijnen. Integendeel, er is juist heel veel innovatie gaande.

Wij denken wel dat educatie en omscholing steeds belangrijker worden om verloren generaties te voorkomen. Overheden in de VS en Europa investeren nog te weinig in menselijk kapitaal. Onderzoek heeft aangetoond dat deze investeringen bepalend zijn voor de toekomstige productiviteitsgroei. Als

andere oorzaak voor stagnatie wordt vaak de vergrijzing in de westerse wereld genoemd. Vergrijzing gaat geleidelijk, en het is ons onduidelijk waarom die tot permanente stagnatie zou moeten leiden. Wij zijn met de auteurs van mening dat er langetermijninvesteringen nodig zijn in fysieke en menselijke infrastructuur, energie en zorg.

Van het beleid dat Baldwin en Teulings 'no-regret policies' noemen, is volgens ons alleen verhogen van het aanpassingsvermogen en de productiviteitsgroei van de westerse economieën door structurele hervormingen nodig. In ons land is de hervorming van het belastingsstelsel broodnodig om de dynamiek van de economie te vergroten, in Frankrijk en Italië moet de arbeidsmarkt veel flexibeler gemaakt worden, en zo kunnen wij nog wel even doorgaan. ECB-president Mario Draghi pleit terecht voor een 'structural compact' naar analogie van het 'fiscal compact' in de eurozone om de economische groei structureel te verhogen.

Het verhogen van de inflatiedoelstelling is gevaarlijk, omdat dit moeilijk precies te doseren is en gemakkelijk kan doorschieten, zeker nu er geen eenvoudige manier is om van de lage inflatie af te komen. De huidige nominale beleidsrente is in de VS en de eurozone (bijna) nul en de reële rente is al sinds de crisis (zeer) negatief door uitermate ruim monetair beleid. Men wenst niet te accepteren dat herstel na een financiële crisis tijd kost en probeert geforceerd vraag te genereren. Dat lukt slechts gedeeltelijk en heeft negatieve bijwerkingen. Economieën raken aan die lage rente verslaafd. Sparen wordt gestraft en lenen wordt beloofd, terwijl wij goed weten dat de schulden bij banken, bedrijven, huishoudens en overheden moeten worden afgebouwd. Op de lange termijn is bij een geleidelijk economisch herstel ook inflatie niet uit te sluiten, vooral als centrale bankiers en andere beleidsmakers gaan geloven dat zonder voortdurend ingrijpen de economie stagneert.

Het geloof dat er zonder ingrijpen van de overheid eindeloze stagnatie dreigt, leidt ook gemakkelijk tot een steeds grotere greep van de overheid op de economie, die de economische groei juist kan belemmeren op de langere termijn. Stagflatie is dan niet uit te sluiten. Wij menen dat 'eindeloze stagnatie' niet door feiten gestaafd wordt en dat de vele beleidsaanbevelingen van de aanhangers van deze these zelfs contraproductief zijn.

Sylvester Eijffinger is hoogleraar financiële economie aan de UvT, CEPR fellow en lid van het Monetaire Experts Panel van het Europees Parlement.

Lex Hoogduin is hoogleraar monetaire economie aan de UvA, hoogleraar complexiteit en onzekerheid aan de RuG en gasthoogleraar aan de Duisenberg School of Finance.

