

Oorzaken van en remedies voor seculaire stagnatie

Zes jaar na het uitbreken van de Grote Recessie is het herstel nog steeds buitengewoon zwak ondanks een jarenlang volgehouden beleid waarbij de rente dicht bij nul lag. Of deze stagnatie blijvend is of niet valt nauwelijks te voorspellen. Mocht ze echter blijvend zijn dan schiet het huidige beleidsinstrumentarium hopeloos tekort. Beleidsmakers kunnen daarom beter nu gaan nadenken over groei-stimulerende maatregelen.

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en aan de Universiteit van Cambridge

RICHARD BALDWIN

Hoogleraar aan de Universiteit van Oxford en directeur bij het Centre for Economic Policy Research

De lange duur van de Grote Recessie en de uitzonderlijke maatregelen ter bestrijding ervan hebben een wijdverbreid gevoel opgeroepen dat er iets veranderd is. Dat gevoel kreeg een naam toen Larry Summers eind 2013 de term 'seculaire stagnatie' introduceerde. Langzame economische groei is echter niets nieuws. Wat wordt er bedoeld met seculaire stagnatie? Is daar daadwerkelijk sprake van? En als seculaire stagnatie een feit is, wat valt er dan tegen te doen?

Met deze vragen in het achterhoofd hebben we een groep vooraanstaande economen verzocht om hun visies te geven. Wij hebben die visies verzameld in het VOX e-boek *Secular stagnation: facts, causes and cures* (Teulings en Baldwin, 2014). Dit artikel geeft de voornaamste conclusies uit dit e-boek weer.

Het heeft er alle schijn van dat de belangrijkste macro-economen in de wereld vrezen dat er iets historisch te gebeuren staat. Volgens Larry Summers suggereert de *secular stagnation hypothesis* dat het huidige macro-economische beleid mogelijk niet langer in staat zal zijn volledige werkgelegenheid en een volledig benutte productiecapaciteit te garanderen, en zou dat wel kunnen dan toch alleen ten koste van de financiële stabiliteit. Paul Krugman zegt het nog scherper: "De reële mogelijkheid dat we een tijdperk van seculaire stagnatie zijn ingegaan, vereist een grootscheepse heroverweging van

het macro-economische beleid." (Teulings en Baldwin, p. 67).

Maar er zijn ook afwijkende visies. Bob Gordon schrijft: "Mijn analyse suggereert dat de kloof tussen feitelijke en potentiële groei waar Summers zich druk over maakt in feite vrij smal is en dat de trage groei die hij waarneemt meer een probleem is van een trage potentiële groei dan van een *output gap*." (Teulings en Baldwin, p. 48).

SECLAIRE STAGNATIE

Aanhoudende trage groei en seculaire stagnatie zijn met elkaar verweven. Dit punt berust op twee premissen: ten eerste laat de standaard-macro-economie zien dat de kapitaalgroei in de evenwichtstoestand gelijk is aan de groei van de productiviteit en de arbeidsinzet, en ten tweede is het aanbod van spaargeld vrij ongevoelig voor het rentepercentage. Afnemende groei kan daarom negatieve reële rentes noodzakelijk maken totdat het spaargedrag zich aanpast aan de nieuwe realiteit van lage groei.

Maar wat wordt er precies bedoeld met seculaire stagnatie? Op drie punten komt er een vrij sterke consensus naar voren.

Ten eerste: een werkbare definitie van seculaire stagnatie is dat de reële rentevoet die noodzakelijk is om de besparingen en investeringen in evenwicht te brengen en om zo algehele werkgelegenheid te bereiken (*Full-Employment Real-Interest Rate*, FERIR), negatief is. Ten tweede: een negatieve FERIR maakt het veel moeilijker om de feitelijke rentevoet ver genoeg te laten zakken om volledige werkgelegenheid te garanderen. Aangezien de nominale rentevoet nooit onder nul kan zakken, kan de reële rentevoet nooit lager zijn dan minus de inflatie. Bij een negatieve FERIR moet de inflatie daarom fors hoger zijn dan nul. Echter, de inflatie is doorgaans juist laag als de FERIR negatief is, dat wil zeggen tijdens een recessie. En ten derde: hoewel het nog te vroeg is om te weten of lage reële rentes een blijvend verschijnsel zijn in de VS en Europa, economen en beleidsmakers zouden nu al moeten gaan nadenken over wat te doen als dat het geval is. Als de stagnatie

namelijk daadwerkelijk seculair blijkt en de FERIR langdurig laag blijft, dan is de oude macro-economische *toolkit* ontoereikend.

AANWIJZINGEN VOOR SECLAIRE STAGNATIE

Het zal niet eenvoudig zijn om in *real time* te weten of de stagnatie werkelijk langdurig is. Of er nu een structurele vertraging van de economische groei is of een achterblijvende effectieve vraag, in beide gevallen zou de lage reële rentevoet beleidsmakers nu al zorgen moeten baren. Als de economie van de eurozone nog een paar jaar langer in een depressie blijft met nominale rentetarieven van nul procent, dan valt seculaire stagnatie langzamerhand niet meer te ontkennen. Maar dan is het natuurlijk te laat. De carrières en de inkomens van een hele generatie jonge Europeanen zullen dan onherstelbare schade hebben geleden.

Hoe kunnen we zien dat seculaire stagnatie werkelijkheid is geworden? Een belangrijke aanwijzing is de lage reële rentevoet. Als de reële rentes erg laag zijn in tijden van normale groei dan kunnen zelfs kleine negatieve schokken het monetaire beleid op de zogenaamde *Zero Lower Bound* werpen: de nominale rente kan niet onder nul zakken. Figuur 1 toont de reële rentetarieven van de VS en de eurozone. Van 1994 tot nu fluctueerde de rentevoet, maar met een dalende trend (de horizontale lijnen tonen de gemiddelden van piek tot piek).

De laatste jaren zijn de beleidstarieven nabij nul geweest, dus de reële rentes zijn gedreven door de inflatiecijfers. De data voor de eurozone duiden op het begin van een neerwaartse spiraal die lijkt op het Japanse ‘verloren decennium’. Doordat de inflatie daalt, ten dele als gevolg van de lage economische groei, stijgt de reële rentevoet en verkraapt het monetaire beleid. Dit kan op zijn beurt de groei weer vertragen en de inflatie verder doen dalen.

Er zijn diverse oorzaken voor een lage reële rentevoet. Hoe weten we dat de neerwaartse trend in de rente het gevolg is van seculaire trends in de investeringen en besparingen? Helaas zijn de meest voor de hand liggende data om die vraag te beantwoorden daarvoor juist ongeschikt. Trends in de be-

sparingen en investeringen zeggen niets, aangezien de markt beide in balans houdt. Een neerwaartse trend kan dus zowel het gevolg zijn van lagere besparingen als van lagere investeringen. Maar beide antwoorden leiden tot tegenovergestelde beleidsconclusies. Wat we moeten doen, is zoeken naar quasi-exogene factoren die ofwel de vraag- ofwel de aanbodscurve verschuiven, maar niet allebei tegelijk.

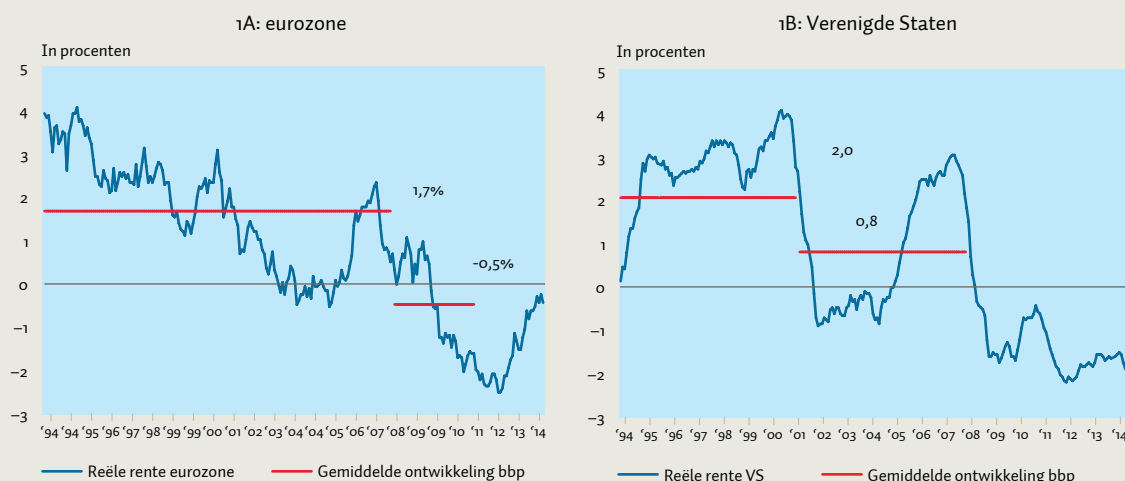
In de standaard-macro-economie is het persoonlijke spaargedrag gedreven door de behoefte om de consumptie over de levensloop te spreiden. Bij de beslissing over het spaargedrag voor pensioen en kinderen vormen mensen zich een beeld van hoe lang ze nog zullen werken. Vanzelfsprekend wordt er meer gespaard naarmate het werkzame leven als onderdeel van het totale leven korter wordt. De ontwikkeling van het gemiddelde aantal jaren onderwijs, de pensioenleeftijd en de levensverwachting suggereren dat de aanbodlijn van de besparingen naar buiten is geschoven en dat in de komende jaren zal blijven doen. De berekeningen in hoofdstuk 1 van Teulings en Baldwin (2014) suggereren dat tussen 1990 en 2010 het vereiste niveau van de besparingen in Duitsland met ongeveer 75 procent van het bbp is gestegen. Voor andere grote economieën in de wereld (Amerika, China en Japan) zijn de cijfers niet wezenlijk anders. Dat betekent dat het aanbod van besparingen flink is toegenomen.

Wat betreft de investeringen concentreert de standaard-macro-economie zich op de hoeveelheid nieuw kapitaal die nodig is vanwege de groei van de werkgelegenheid. In het Solow-model neemt de kapitaalvoorraad evenredig toe met de groei van de arbeidsproductiviteit plus de toename van het aantal gewerkte uren. Tabel 1 laat zien dat volgens de OESO alle ontwikkelde economieën te maken hebben met een veel tragere groei van de werkgelegenheid (vanwege de demografie). De OESO is optimistischer over de technologiekant. In Europa zal de innovatie volgens de OESO toenemen, terwijl de innovatie in de VS en het VK zal stagneren. Het lijkt erop dat, zoals Nicolas Crafts stelt, “de OESO hier hoop laat prevaleren boven ervaring” (Teulings en Baldwin, p. 94).

Echter, ook de groei van de IT-sector kan een daling

De ontwikkeling van de reële rentevoet

FIGUUR 1



Bron: Eurostat en FED online database

Aanjagers van de investeringsvraag

TABEL 1

	Werkgelegenheidsgroei ¹		Groei arbeidsproductiviteit ¹	
	1995–2007	2014–2030	1995–2007	2014–2030
Eurozone	1,3	0,2	1,0	1,5
VS	1,2	0,5	2,0	1,9
Frankrijk	1,1	0,3	1,1	1,9
Duitsland	0,4	-0,5	1,2	1,6
VK	1,0	0,6	2,3	2,0

¹In procenten

Bron: The Conference Board Total Economy Database en de OESO

van de vraag naar investeringen veroorzaken. Google, Microsoft, Amazon, Facebook, Whatsapp en dergelijke maken veel winst, maar vergen relatief weinig investeringen. Hier is verder onderzoek nodig, maar de ruwe cijfers suggereren dat dit effect belangrijk zou kunnen zijn.

RELATIEVE VRAAG NAAR VEILIGE ACTIVA

Niet alleen het vraag- en aanbodniveau van activa is belangrijk, maar ook de samenstelling ervan. Ricardo Caballero en Emmanuel Farhi laten in hun bijdrage zien dat het aanbod van veilige activa daalde van 37 procent van het wereldwijde bbp in 2007 naar 18 procent in 2011. De financiële crisis heeft ongeveer de helft van het aanbod aan veilige activa weggevaagd. De voornaamste oorzaken zijn het ineenstorten van de markt voor *Asset- and Mortgage-Backed Securities* enerzijds en de afwaardering van de staatsschuld van Italië en Spanje anderzijds. De financiële technologie om risicovrije activa te produceren is ontoereikend gebleken.

De vraagkant van de markt werd getroffen door een tegenovergestelde trend. Pensioenfondsen, banken en verzekeringsmaatschappijen werden door toezichthouders gedwongen meer en meer veilige activa aan te houden. Dit leidde tot een buitensporige vraag naar veilige activa. Het was dus niet verwonderlijk dat bij zo veel vraag naar en zo weinig aanbod van risicovrije activa de risicovrije rente naar een historisch dieptepunt zakte.

Samen suggereren deze twee factoren dat de vraagcurve van investeringen in Europa de komende decennia een groot-scheepse verschuiving naar binnen zal laten zien – een ontwikkeling die versterkt wordt zonder de hervormingen die nodig zijn om de groei te stimuleren en daarmee de vraag naar investeringen op te vijzelen.

WAT ER GEDAAN MOET WORDEN

Het recept om seculaire stagnatie te bedwingen is bekend. Er zijn in feite twee soorten van beleid: preventie en remedie. *Preventie* vereist maatregelen die de productiviteitsgroei stimuleren en de arbeidsparticipatie doen toenemen. Ook voor economen die zich geen zorgen maken over de negatieve FERIR, zijn pro-groeihervormingen een goed idee. Voor de economen die zich wel zorgen maken over systematische discrepantie tussen besparingen en investeringen, zijn de hervormingen nu vooral nodig omdat ze een buffer opwerpen tegen de noodzaak van een negatieve reële rente. Dergelijk pro-

groei-beleid is dus eigenlijk oncontroversieel onder economen en in de wereld van de beleidsmakers. De hervormingsagenda kent zes beleidspunten: 1. het verbeteren van het onderwijs-systeem, 2. het investeren in de fysieke infrastructuur, 3. het wegnemen van de belemmeringen voor arbeidsmobiliteit tussen bedrijven, door het beperken van de ontslagbescherming, 4. het versterken van prikkels voor lageropgeleiden om deel te nemen aan de arbeidsmarkt, 5. het vereenvoudigen van procedures om bedrijven op te starten, en 6. het toepassen van een anti-monopoliebeleid om de winstmarges in nieuwe IT-industrieën te reduceren. De precieze mix verschilt van land tot land. Voor Nederland zijn bijvoorbeeld investeringen in fysieke infrastructuur minder relevant (onze snel- en spoorwegen liggen er goed bij), maar vraagt het onderwijs om aandacht en moet de ontslagwetgeving dringend worden hervormd. Hoewel deze maatregelen in grote lijnen niet controversieel zijn, zijn ze politiek lastig te implementeren.

Kijken we nu naar de *remedies* voor de thans bestaande stagnatie, dan komen we op een meer betwist vlak. Wanneer negatieve reële rentes vaak noodzakelijk zijn en de beleidsrente is gebonden aan de Zero Lower Bound, dan ligt het in de rede om de inflatiedoelstelling van de ECB te verhogen van twee naar bijvoorbeeld vier procent, zoals Krugman (2014) en Blanchard (2010) suggereren. Stabiele inflatie is van groot belang, maar er is geen goede reden waarom de inflatiedoelstelling twee en niet vier procent zou moeten zijn. Het risico dat de VS en Europa het voorbeeld van Japan zouden volgen, waar de economie nu al twee decennia lijdt onder deflatie en daardoor niet of nauwelijks groeit, is daarvoor veel te groot.

Het voornaamste argument tegen een hogere inflatiedoelstelling is de Duitse afkeer van inflatie als gevolg van de traumatische ervaring met de hyperinflatie in 1923. Guntram Wolff argumenteert daarom in zijn bijdrage aan het boek: “Ik zou tegen het veranderen van de inflatiedoelstelling van de ECB adviseren. (...) Een dergelijke stap zou het vertrouwen in een jong instituut sterk ondermijnen (...) en het zou een breuk betekenen van het contract waarmee Duitsland zich bij de monetaire unie voegde.” (Teulings en Baldwin, p. 145). Het respect van Duitsland voor zijn eigen geschiedenis heeft de wereld veel goeds gebracht. Respect voor de geschiedenis valt echter niet altijd samen met een logische economische redenering.

Toch is het niet waarschijnlijk dat enkel monetair beleid het probleem kan oplossen. Een lage rentevoet verhoogt het risico op zeepbellen. Wanneer een volledige oplossing verwacht wordt van monetair beleid, zijn bubbels wellicht de enige manier om het evenwicht tussen de besparingen en investeringen te herstellen. Het vermogens-effect van stijgende prijzen van vermogenstitels leidt ertoe dat degenen die dergelijke titels thans in hun bezit hebben, meer gaan consumeren en minder gaan sparen. Dat draagt bij aan herstel van het evenwicht tussen sparen en investeren. Maar die oplossing brengt grote risico's met zich mee en het is de vraag of deze oplossing maatschappelijk aanvaardbaar is.

Het aanpassen van de inflatiedoelstelling is echter ook maar één van de mogelijke beleidsmaatregelen die kunnen dienen als remedie tegen seculaire stagnatie. We bespreken hier nog zeven andere.

1. Verhogen van de pensioenleeftijd

De *paradox van vergrijzende samenlevingen* is dat zonder verdere aanpassingen de reële rentevoet laag zal zijn vanwege de hoge pensioenbesparingen. Dit verhoogt het risico op zeepbellen. En dus zijn die verdere aanpassingen juist broodnodig. Door een verhoging van de pensioneringsleeftijd kunnen de besparingen afnemen. Er is simpelweg een grens aan de mate waarin we met zijn allen vandaag kunnen sparen om morgen allemaal met pensioen te kunnen en te genieten van onze vrije tijd. Iemand zal morgen het werk moeten doen, we kunnen dan niet allemaal gepensioneerd zijn. Nederland loopt in dit opzicht overigens internationaal voorop.

2. Collectieve pensioenregelingen en zorgverzekeringen

In landen waar geen collectieve – dus op basis van een omslagstelsel gefinancierde – pensioenregelingen en zorgverzekeringen bestaan, loont het om deze in te voeren. In landen waar ze al bestaan is het van belang de geloofwaardigheid van deze systemen op de lange termijn te versterken. Dit is vooral relevant in snelgroeiende economieën zoals China en India. Een collectief gefinancierde zorgverzekering heeft als extra voordeel boven pensioenregelingen dat het de noodzaak van voorzorgsbesparingen vermindert. Daarom is een zorgverzekering effectiever in het terugdringen van een overmaat aan sparen.

3. Langdurig contracyclisch fiscaal beleid

Deze aanbeveling vult de vorige aan. Het uitbreiden van collectieve regelingen komt neer op een impliciete toename van de staatsschuld; fiscaal beleid is een expliciete toename. Het spreekt vanzelf dat er een limiet is aan stimulerend fiscaal beleid. Maar vermindering van de staatsschuld valt alleen te realiseren als er geen spaaroverschot is. In perioden van spaaroverschotten verergeren geforceerde reducties van de staatsschuld het probleem.

4. Aanpassen Europese Stabiliteitsverdrag

De huidige versie dwingt landen om hun staatsschuld terug te dringen tot minder dan zestig procent van het bbp in twintig jaar tijd. In sommige landen zou dit een gigantische bezuiniging vereisen in tijden van een spaaroverschot. Het streefcijfer van één procent van het bbp voor het structurele tekort impliceert een staatsschuld tussen de 25 en 33 procent van het bbp, uitgaande van een nominale groei (dat wil zeggen inclusief inflatie) van het bbp van drie tot vier procent. Zo'n lage staatsschuld zou het spaaroverschot vergroten en daardoor leiden tot een verhoogd risico op zeepbellen en een te laag aanbod van risicovrije vermogenstitels.

5. Verminderen van de beleidsonzekerheid

Onzekerheid over het beleid leidt tot hogere voorzorgsbesparingen. Bijvoorbeeld het debat over het schuldenplafond in de VS of het redeneringsrisico vanwege de dreiging van het uiteenvallen van de eurozone dragen bij aan de onzekerheid. Hetzelfde geldt voor onrealistische fiscale regelgeving (zie punt 4).

6. Aanpassen regels triple A-activa

De huidige regelgeving dwingt institutionele beleggers te beleggen in triple A-activa. Regels die pensioenfondsen dwingen om de opgebouwde pensioensvermogens op de pensioneringsdatum geheel te annuïtiseren zijn inefficiënt voor de individuele gepensioneerde (hij zou meer gebaat zijn bij het investeren

van een deel van zijn vermogen in risicodragende activa) en duwen de risicovrije rente verder omlaag (wat de kosten voor de individuele gepensioneerde verder doet oplopen).

7. Zeepbellen

Door het monetair beleid niet langer aan te wenden om zeepbellen te vermijden, kan een sterke daling van de reële rente zeker tot bubbels leiden. Maar die zeepbellen zijn niet noodzakelijkerwijs irrationeel. Integendeel, ze zouden ook een natuurlijke reactie van de kapitaalmarkt kunnen vormen op een laag reëel rendement op investeringen indien het fiscale beleid niet op dat lage reële rendement reageert.

CONCLUSIES

Het is nog te vroeg om met zekerheid vast te stellen of er daadwerkelijk sprake is van seculaire stagnatie na de Grote Recessie. Onzekerheid is echter geen excuus voor inactiviteit. Seculaire stagnatie zou in de VS wijzen op het falen om de infrastructuur, het onderwijs en de opleidingsbehoeften aan te pakken. In Europa zou het wijzen op een nalatigheid om de schade te herstellen die de Grote Recessie aan de Europese financiële sector heeft toegebracht. Het is aan de beleidsmakers om seculaire stagnatie niet te accepteren, maar juist die stappen te nemen die dit vermijden.

Richard Koo is in zijn bijdrage niet erg optimistisch dat de meest aangetaste regio van de wereldeconomie, de eurozone, erin zal slagen om zijn beleid te veranderen: "Aan het politieke front zie je het ongelukkige feit dat democratieën slecht toegerust zijn om dergelijke recessies aan te pakken. Wil een democratie goed functioneren, dan moeten mensen handelen op basis van een sterk gevoel van persoonlijke verantwoordelijkheid en zelfredzaamheid. Maar dit principe druist in tegen het gebruik van fiscale prikkels, wat neerkomt op de afhankelijkheid van *big government* en het wachten op herstel." (Teulings en Baldwin, p. 137). Of men het nu met Koo's aarzeling aangaande de effectiviteit van democratische besluitvorming eens is of niet, het helpt wel te verklaren waarom Europa er grote moeite mee heeft om af te stappen van beleid dat onder economen op weinig steun kan rekenen. Toch heeft de Europese Unie in het verleden een opmerkelijk vermogen getoond om ook uit een diepe crisis weer omhoog te klauteren. Daarom zouden we de OESO kunnen volgen door hoop te laten prevaleren boven ervaring.

LITERATUUR

- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010) Rethinking macroeconomic policy. *IMF Staff Position Note*, SPN/10/03.
- Gordon, R. (2012) Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. *NBER Working Paper*, 18315.
- Hansen, A. (1938) Economic progress and declining population Growth. *American Economic Review*, 29(1), 1–15.
- Krugman, P. (2014) *Inflation targets reconsidered*. Werkdocument voor de ECB Sintra conferentie, ECB.
- Teulings, C. en R. Baldwin (2014) *Secular stagnation: facts, causes and cures*. VOX e-boek, www.voxeu.org 15 augustus 2014.