

[Samenvatting van Prof. dr. Jacques Sijben zelf en door Ton Verweij van voetnoten voorzien]

Prof. dr. Jacques Sijben, TIAS

Welke lessen hebben de beleidsmakers uit de crisis 2008-2009 getrokken?

Ofwel: waar staan we nu en waar gaan we heen in de wereldeconomie?

Volgens collega Buiters “Doet de wereldeconomie het op het eerste zicht redelijk goed, maar achter deze aanblik gaat een risicovolle wereld schuil.” Ook het IMF¹ heeft er in april op gewezen dat op termijn de risico's neerwaarts gaan.

In dit verband zal een aantal met elkaar samenhangende macro-economische onzekerheden voor de economische ontwikkeling in de jaren 2019-2021 bepalend zijn.

Zo is in de VS de lange rente te lang (te) laag geweest als gevolg van de toegepaste Quantitative-Easing Strategy². Daardoor is de schuldenberg hoger geworden dan vóór de crisis in 2008. De totale mondiale schuld (van gezinnen, overheden en bedrijfsleven) bedraagt volgens het IMF nu \$ 237 triljoen ofwel 325% van de totale wereldproductie.

De VS (en ook de Bank of England, de centrale bank van Japan en de ECB³) zijn (of zullen) starten met het afbouwen van de QE-strategie. De obligaties die de centrale banken eerst hebben gekocht, zullen ze weer verkopen aan de banken. De banken hebben daardoor minder ruimte om krediet te verlenen aan overheden, producenten en consumenten. De lange rente zal daardoor gaan stijgen. Dit proces kan versterkt worden als de inflatie via hogere lonen zal oplopen. De Federal Reserve in de VS heeft recentelijk de korte rente verhoogd van 2% - 2,25%; waarschijnlijk in december naar 2,25 – 2,5%.⁴ Eén en ander betekent dat door het oplopen van de korte en de lange rente ook in andere rijke landen de rentelasten sterk zullen oplopen. De vraag is of daardoor in deze landen consumptie en investeringen gaan afzakken, zodat de groei zou worden gereduceerd. Dit proces wordt versterkt door een daling van de beurskoersen zodat, volgens Prof. Sijben, vanaf midden 2019 een omslag van de conjunctuur in de sterk geïntegreerde wereldeconomie is te verwachten.

Recentelijk is bekend geworden dat er thans sprake is van een 'boom' op de aandelenmarkt van 3453 dagen in de VS, de langste uit de geschiedenis. De Shiller-index⁵ heeft nu een piek van 33 bereikt, te vergelijken met de jaren 30.

Zoals gezegd, zal het duidelijk zijn dat de centrale banken de opgekochte financiële activa (overheidsobligaties etc.) op termijn weer zullen afstoten, om de opgezwollen balans⁶ te reduceren. Ook hierdoor zal de lange rente worden opgestuwd. Zo heeft bijvoorbeeld de Federal Reserve de balans van \$ 880 miljard in 2008 naar ruim \$ 5000 miljard verhoogd.

¹ IMF: Internationaal Monetair Fonds

² QE: De centrale bank koopt ruim staatsobligaties en andere obligaties in bij de banken. De banken krijgen daardoor meer liquiditeiten die ze kunnen gebruiken om meer en goedkoper (tegen relatief lage rente) krediet te verstrekken aan consumenten en bedrijven. De schulden van consumenten en bedrijven nemen toe door deze geldverruiming.

³ ECB: Europese Centrale Bank

⁴ Centrale banken zullen oplopende inflatie willen beheersen door het renteniveau omhoog te brengen.

⁵ De Shiller-index berekent voor (een groep) aandelen de verhouding tussen de beurskoers van die aandelen en de gemaakte winst per aandeel (dynamisch gezien gedurende een bepaalde periode). Een hoge waarde van deze index leidt tot de conclusie dat de aandelen relatief duur zijn. Daalt deze index dan worden de aandelen relatief goedkoper.

⁶ De obligaties die de centrale banken hebben gekocht, staan debet op de balans van die banken onder de bezittingen (i.c. vorderingen), daar tegenover staat aan de creditzijde van de balans het verstrekte krediet aan de banken (die op basis daarvan hun kredietverlening hebben kunnen opvoeren). Door de QE is het balanstotaal van de centrale banken toegenomen ('opgezwollen'). Afbouw van de QE zal die 'zwellings' doen afnemen.

Het procyclisch beleid⁷ van Trump door het verlagen van de belastingen in 2017 in een reeds oververhitte economie zal ongetwijfeld via een verdere verkrapping van de arbeidsmarkt de inflatie in de richting van 4%-5% opstuwten. "Politici moeten niet aan de geldkraan zitten!"

Vervolgens gaat Prof. Sijben in op de grote kwetsbaarheid van de rijke, kapitalistische wereld. Door bestrijding van de crisis in 2008-2009, het redden van banken etc. hebben de beleidsmakers 'hun kruit verschoten'. De rente is zeer laag geworden en de staatsschuld fors toegenomen. Ergo, de monetaire en budgettaire beleidsruimte is er niet, om een nieuwe recessie te bestrijden. Moeten ze dan weer teruggaan naar de QE-politiek en eventueel tot het financieren van een hogere staatsschuld overgaan, zoals Trump wil? Het kiezen van een hogere inflatietolerantie, die daarvan het gevolg is, is echter in de geest van Hyman Ph. Minsky⁸ een gevaarlijke weg.

Naast de hiervoor genoemde onzekerheden gaat Prof. Sijben in op een aantal niet-monetaire onzekerheden. In de eerste plaats de roep om globalisering die met het gevaar van zowel protectie als een handelsoorlog samenhangt. Het is duidelijk dat deze factoren een conjuncturomslag zal verscherpen. Vervolgens komt de uiteindelijke uitkomst van de Brexit-onderhandelingen aan de orde en de invloed daarvan op de Britse economie en de rest van de wereld. Bovendien zijn de geopolitieke spanningen in de wereld de laatste jaren toegenomen: Midden-Oosten, Noord-Korea, China-Taiwan. Deze kunnen het vertrouwen in de groei aantasten en de groei afzwakken (minder besteden en schulden aflossen).

In Europa zijn het populisme en het euro-scepticisme sinds de euro-crisis sterk gestegen. Het zou Prof. Sijben niet verbazen als het zwakke land Italië, met een historisch grote politieke instabiliteit, de euro zou verlaten en zo de perifere landen zou kunnen besmetten. De volgende vragen worden dan actueel: hoe stabiel is de EMU⁹ en kan de euro overleven? Naast het populisme hebben in Duitsland naast een anti-immigratie sentiment en nationalisme geleid tot de opkomst van de AFD, Alternatieve für Deutschland, die de positie van Frau Merkel zal verzwakken. In dit verband noemt Sijben ook landen in Midden-Europa, zoals Polen, Hongarije en mogelijk Oostenrijk. Prof. Sijben vindt Europa en in het bijzonder de euro zéér kwetsbaar. In dit kader verwijst hij naar Prof. Jacques Rueff die in de jaren 50 van de vorige eeuw opmerkte: "l'Europe se fera par la monnaie, ou ne sera pas." Immers, bij één munt hoort een politieke unie: die is nog ver weg.

Als laatste onzekerheidsfactor noemt Sijben de toename van de inkomensongelijkheid in de wereldeconomie sinds 1980. Toen vond de overgang plaats naar de liberale markteconomie, de globalisering en de toepassingen van ICT. De sterke groei die volgde, is vooral bij de vermogenden terechtgekomen, terwijl de onderhandelingskracht van de vakbonden voor hogere lonen is verdwenen. In dit verband wijst hij op de toenemende onrust in Frankrijk en andere landen. De regeringen van de rijke landen hebben de middeninkomens in de kou laten staan en laten ze niet meedelen in de welvaartstoename. De 'Emerging Markets' (de vroegere ontwikkelingslanden)

⁷ De overheid kan de conjunctuurcyclus met economisch beleid beïnvloeden. Meest rationaal lijkt om bij oververhitting van de economie beleid te voeren dat de economie afremt. Stimulerende maatregelen passen bij een krimpende economie. In deze gevallen is sprake van een anticyclisch beleid. Een procyclisch beleid zal het verloop van de conjunctuur juist versterken. Belastingverlaging is daar een voorbeeld van.

⁸ Minsky formuleerde in de jaren '70 van de vorige eeuw zijn theorie. Investerings gaan in de tijd gezien altijd vooraf aan de daarmee vervaardigde consumptiegoederen. De kapitaalkosten (rentevoet) van de investeringen zullen gerechtvaardigd moeten worden door het verwachte verkoopresultaat van de vervaardigde consumptiegoederen. Aanvankelijk loopt dat goed af, waardoor de vraag naar nieuwe investeringen toeneemt en daarmee de rentevoet. Een klassieke zeepbel. De paniek slaat toe als de rentevoet op productieve leningen niet meer in verhouding staat tot de behaalde resultaten op de consumentenmarkt. De zeepbel knapt en een recessie zet zich in.

⁹ EMU: Europese Monetaire Unie (de 'eurozone')

hebben sinds 1980 een grote economische vooruitgang geboekt. Thans zijn ze kwetsbaar geworden doordat ze grote schulden in dollars hebben. Die vormen nu een zware last zodra hun valuta in waarde dalen en een kapitaalvlucht optreedt: thans Argentinië, Turkije, India en Indonesië.

Tenslotte geeft Prof. Sijben een kort overzicht van de actuele, cruciale macro-gegevens (groei, migratie, werkloosheid, lopende rekening, budget etc.) en een aantal opkomende markten. Hij besluit met het belang van de Minsky-theorie uit de jaren '70 van de vorige eeuw. Die houdt in dat het kapitalistisch systeem endogeen een instabiliteit genereert. In goede tijden met een sterke euforie, ruime kredietbeschikbaarheid en een hoge risico-acceptatie was in 2005 de basis voor de neergang en de omslag van de conjunctuur gelegd. Dat heeft sinds 1980 driemaal plaatsgevonden: in 1980-1983 in Japan (onroerend goed-zeepbel), 1994-2000 ICT-zeepbel) en 2000-2007 (wereldwijd een huizen-bubble). De cocktail van onzekerheden is thans echter zó divers van aard en vaak sterk gecorreleerd, dat de ontlading van de vulkaan aan schulden na een conjuncturele opgang van de VS van 9 jaar niet kan uitblijven. Hoe een nieuwe recessie zich zal ontwikkelen is volledig onbekend. Mede door het feit dat de voorspelkracht van de complexe macro-economische omgeving sterk is veranderd. Kortom: "De huidige economie is op drijfzand gebouwd."