

Kompas van de wereldeconomie is defect

By **Maarten Schinkel**, www.nrc.nl

oktober 16de, 2017

„Op zoek naar duurzame groei.” Zo luidde het wat belegen thema van de jaarvergadering van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) de afgelopen week. Maar in de wandelgangen en de discussiefora was er een veel opwindender debat aan de gang: over de grondslagen en zekerheden in de economische analyse. Stuk voor stuk wankelen de pilaren waarop de huidige inzichten in de macro-economie rusten.

Een fraaie illustratie daarvan was de presentatie van een stuk van Olivier Blanchard en Larry Summers, twee van 's wereld topeconomen, bij de denktank Peterson Institute. Zij waren op zoek naar een nieuwe diagnose van wat er nu precies aan de hand is in de wereldeconomie, maar bleken het tijdens het schrijven zodanig met elkaar oneens, dat Blanchard na de presentatie apart tijd inruimde voor alles waarin zij van mening verschilden. Summers noemde het geschrift een „poging tot een duet tussen een fluit en een tuba”.

Blanchard bracht in herinnering dat de jaren dertig (de Grote Depressie) en de jaren zeventig (stagnatie en inflatie tegelijk) hadden gezorgd voor een flinke herziening van de economische theorie. Waarom zou het ditmaal anders zijn? Is dat nu zo erg?

Wel als veel officieel beleid nog is gestoeld op denkbeelden en veronderstellingen waarvan de fundamenten aan discussie onderhevig zijn.

De topeconomen Paul Krugman en Dani Rodrik plaatsten woensdag bij het IMF vraagtekens bij de ongebreidelde voordelen van steeds grotere vrijhandel. Nobelprijswinnaar Krugman zei dat vrijhandel wel eenmalige positieve effecten brengt, maar noemde het bewijs van blijvende voordelen „zeer suspect”. In een tijd waarin het groeiende populisme voor een deel een reactie is op het verdwijnen van banen door steeds grotere vrijhandel, is dat nogal wat.

Intussen brak het IMF zich het hoofd over de vraag waarom de lonen niet stijgen nu de economie al een tijdlang aantrekt en de werkloosheid daalt. Dat raakt direct aan de befaamde Phillips-curve, een heipaal onder de macro-economie. Die curve stelt dat inflatie en werkloosheid zich vast tot elkaar verhouden: lagere werkloosheid leidt tot hogere lonen en dus tot meer inflatie. Deze curve ligt ten grondslag aan een groot deel van het monetaire beleid van centrale banken. Er is alleen een probleem: het verband is zoek.

Grote risico's onder de oppervlakte

Maar intussen zijn de centrale banken wel doorgeslagen met een rentebeleid dat erop is gericht de economie aan te jagen, de werkloosheid te verlagen, de lonen te verhogen en daarmee de hardnekkig lage inflatie omhoog te krijgen. Zonder veel effect. Een ECB-ingewijde vatte het deze week bondig samen: toen de Europese Centrale Bank begin 2015 startte met het aankoopbeleid van staatsleningen en andere leningen, bedroeg de kern-inflatie in de eurozone gemiddeld 0,9 procent. Nu, 2.000 miljard euro aan aankopen verder, is de kern-inflatie 1,1 procent. „Duizend miljard voor 0,1 procent inflatie. Dan klopt er iets niet.”

Hetgeen werd geïllustreerd door voormalig bestuurder Daniel Tarullo van de Amerikaanse centrale bank. Die publiceerde bij de denktank Brookings Institution een paper met de plompverloren titel: 'Monetair beleid zonder een werkende theorie van inflatie'.

Of de grondslagen van dat beleid nu kloppen of niet, al het in de economie gepompte geld heeft inmiddels wereldwijd enorme effecten. Tobias Adrian, het hoofd Financiële Stabiliteit van het IMF wond er deze week geen doekjes om. Terwijl de financiële markten kalm zijn, en de wereldeconomie opveert, ontwikkelen zich volgens hem onder de oppervlakte grote risico's. Zijn opsomming stelt niet gerust: te veel geld is, gedwongen door de lage rentes, op zoek naar alles wat nog een beetje rendement oplevert. Beleggers gaan daarom steeds avontuurlijker te werk. Vóór de crisis was er voor 16.000 miljard dollar aan 'veilige' obligaties met een rente van 4 procent of meer. Dat is nu nog maar 2.000 miljard.

Als gevolg is het kompas op hol geslagen. Rentever schillen tussen de leningen aan stevige en wankel e bedrijven zijn geslonken. Dat geldt ook voor het rentever schil tussen leningen met een lange of juist een korte looptijd. Deze twee maatstaven - meer risico, dus hogere rente en langere looptijd, dus hogere rente - werken op dit moment nauwelijks meer. Hoe hoog de 'neutrale rente' is, een belangrijk beleidsanker dat aangeeft welke rentevoet zou moeten heersen in normale tijden, weet niemand meer.

De door de centrale banken ultralaag gehouden rentes stuwen intussen wél de kredietverlening steeds verder op. Huishoudens, overheden en bedrijven in de twintig belangrijkste landen van de wereldeconomie hadden nog nooit zoveel schuld als nu: 135.000 miljard dollar. Opkomende landen lenen dit jaar alleen al 300 miljard dollar in het buitenland, tweemaal zoveel als in de afgelopen twee jaar. China is een 'verhoogd risico' voor de financiële stabiliteit. De financiële markten zijn volgens IMF-functionaris Adrian te meegaand geworden en geven al deze risico's niet weer. En die argeloosheid brengt dan nog meer „financiële excessen voort”.

Dat zijn de ideale omstandigheden voor wat wel een 'Minsky-moment' wordt genoemd, naar de gelijknamige econoom. Op het moment dat iedereen in slaap is gesust en de laatste criticus zijn verzet heeft opgegeven, kan de stemming plotseling hevig omslaan. Wat is de 'trekker' voor zo'n moment? Er zijn op dit moment, zo stelde de IMF-vergadering, vooral geopolitieke risico's.

De supermacht die normaal deze risico's in toom houdt, toonde deze week weinig leiderschap. Volgens aanwezigen zat de Amerikaanse minister van Financiën Steven Mnuchin de IMF-vergaderingen uit met zichtbare desinteresse. De regering-Trump liet intussen weten dat de VS uit het Unesco-agentschap van de Verenigde Naties stappen, en verzette zich tegen een kapitaalverhoging van de Wereldbank omdat die te veel geld aan China zou uitlenen. En dat terwijl de Wereldbank juist zaterdag een fonds van 150 miljoen dollar lanceerde voor vrouwelijke ondernemers in ontwikkelingslanden, naar een idee van *first daughter* Ivanka.

Wat IMF en Wereldbank moeten met het land waarin ze in 1944 werden bedacht, en waar hun hoofdkwartier staat? „Je begint met zo'n nieuwe regering tegemoet te treden,” zei scheidend minister Ploumen van Ontwikkelingssamenwerking (PvdA) zaterdag, „en je eindigt op een ramkoers. Ik denk dat we ergens halverwege zijn.”