

'VS binnen vier jaar terug op oude groeipad'

24 oktober 2009 | Het Financieele Dagblad

Lien van der Leij en Marcel de Boer

Amsterdam

De kansen op een W-vormige recessie zijn gering. Sterker nog, binnen vier jaar is de Amerikaanse economie in staat om terug te keren op het groeipad van vóór de crisis, verwacht Insead-econoom Ilian Mihov.

De van oorsprong Bulgarse econoom Ilian Mihov is tegenwoordig een veelgevraagde gast op Amerikaanse tv-zenders als CNN en CNBC. Maar volgens hem ligt dat niet zozeer aan zijn eigen persoon. 'Omdat mensen weten dat ik onder Bernanke heb gestudeerd en samen met hem een aantal wetenschappelijke artikelen heb gepubliceerd, denken zij dat ik hun kan vertellen wat de Fed-voorzitter van plan is', lacht hij.

Net als Ben Bernanke heeft Mihov, die dezer dagen de cursus 'Macro-economics and Global Financial Markets' doceert aan de Amsterdam Institute of Finance, zich verdiept in de oorzaken en nasleep van de Grote Depressie. Daar zijn de juiste lessen uit getrokken bij de aanpak van de huidige crisis, stelt hij.

Hoe ziet u de huidige economische crisis zich verder ontwikkelen?

'Een heel alfabet aan scenario's passeert tegenwoordig de revue: er wordt gesproken over een U-, V-, W- of zelfs L-vormig herstel. Wat dat laatste betreft, ik heb nog nooit een L-vormige recessie gezien.

Mensen denken daarbij aan de Japanse bankencrisis, maar die heeft juist zo lang geduurd omdat Tokio er zo lang over deed om in te grijpen. Er kwam pas een adequate beleidsreactie in 2001, terwijl de crisis zich reeds in 1989-1990 openbaarde. Op de huidige crisis hebben beleidsmakers juist heel snel en agressief gereageerd.

De geschiedenis wijst dan ook uit dat een traag economisch herstel toe te schrijven is aan verkeerde of ontoereikende beleidsmaatregelen. Overigens is de Grote Depressie daar ook een voorbeeld van: een adequaat respons kwam pas onder Roosevelt.

De huidige projecties, onder meer van het Internationaal Monetair Fonds, lijken er dan ook op te wijzen dat het snelle handelen van beleidsmakers in de huidige crisis effect heeft gesorteerd. Ik zie dus duidelijk een V-vormig groeiherstel.'

Maar dan van een lagere basis? Er wordt gesteld dat de wereldeconomie nooit meer de schade zal kunnen inhalen.

'Integendeel. Uit de data komt een heel ander beeld naar voren. Als je bijvoorbeeld het Amerikaanse bruto binnenlands product (bbp) per hoofd van de bevolking analyseert, dan zie je dat over de periode 1870 tot 2006 dit zich langs een relatief constante groeitrend ontwikkelt van 1,85% per jaar.

Natuurlijk zijn er afwijkingen: zo heb je de Grote Depressie van de jaren '30, de Tweede Wereldoorlog, de olieprijschokken van de jaren '70, de dotcombubbel enzovoorts. Maar wat je ziet is dat de groei voortdurend terugkeert naar de onderliggende trend. Die trend weerspiegelt ons basisvermogen om te produceren en wordt voortgestuwd door kennis en nieuwe ideeën. We zien een relatief constante reeks grote en kleinere innovaties die de groei op peil houden.

Omgekeerd lijkt het erop alsof we niet - of slechts tijdelijk - in staat zijn om die basistrend te ontstijgen. Dat gebeurde wel tijdens de Tweede Wereldoorlog en de internetzeepbel, maar daarna keerden we weer terug naar het oude groeipad. Waarbij nog aangetekend kan worden dat andere geïndustrialiseerde landen telkens de neiging hebben om naar het Amerikaanse tempo te convergeren.'

Dus de Amerikaanse economie herstelt zich op termijn weer volledig?

'Momenteel liggen de Verenigde Staten zo'n 6% onder trend. Ik verwacht dat de economie in 2013 weer op de oude lijn zit. Dat betekent een inhaalslag van zo'n 3% tot 4% groei in de komende jaren. Ik ben relatief optimistisch; ik zie een sterk V-vormig herstel.'

Toch leeft er nog wel degelijk de vrees voor een 'double dip' - een W-vormige recessie.

'Historisch gezien is een W-vormige recessie altijd ingeluid door een beleidsommekeer. Bijvoorbeeld toen de toenmalige Fed-voorzitter Paul Volcker de rente in 1979 omhoogschroefde en de economie in een recessie belandde. En zelfs Roosevelt nam steeds stapjes terug doordat hij zijn begroting in evenwicht wilde brengen.

Een dergelijke beleidsommekeer zie ik hier niet zo snel gebeuren. Het economisch stimuleringspakket dat in september is doorgevoerd moet nog grotendeels worden uitgegeven. Als men doorgaat op de ingeslagen weg, en geen rare sprongen maakt met het begrotingsbeleid, dan is een tweede stimuleringspakket niet nodig en komt er ook geen tweede dip.

Wel zou de Fed moeten ingrijpen als de inflatie onverwacht snel gaat stijgen. Mocht de geldontwaarding boven de 4,5% uitkomen dan moet het stelsel van centrale banken wel de rente omhoogschroeven. En dan loop je wel degelijk het gevaar van een W-recessie.

Maar aangezien er met name na een bankencrisis een enorme productieachterstand ontstaat, is het onwaarschijnlijk dat er een grote inflatiedruk zal ontstaan.'

In hoeverre is China in staat de rol van de VS over te nemen nu de Amerikaanse consument het laat afweten?

'De Amerikaanse consumptie zal wel door blijven groeien, maar in een lager tempo. Natuurlijk is het waar dat het consumptieniveau in China ver beneden dat van de Verenigde Staten ligt. Maar als de Chinese economie met 10% blijft groeien en de consumptie tred blijft houden met die groei, dan kan de consumptiedaling in de VS wel degelijk worden opgevangen. En dan heb je ook nog landen als India en Indonesië.

Overigens gaan de meest pessimistische scenario's over de schuldspositie van Amerikaanse huishoudens vaak voorbij aan een belangrijk feit: tegenover die schulden staan ook activa.

De schuldenratio van 100% van het bbp is schokkend, maar de netto vermogenspositie van de huishoudens bedraagt nog altijd 375%. Daarbij zijn de schuldfinancieringskosten weliswaar gestegen, maar ze zijn niet onhoudbaar. Momenteel bedragen die kosten zo'n 18,1% van het vrij besteedbaar inkomen, terwijl die in de jaren tachtig rond de 16% waren. Het zijn moeilijke tijden, maar ook weer niet zo vreselijk.'

Welke hervormingen zijn volgens u nodig?

'Ik denk dat we beleidsmatig grote veranderingen zullen zien. De Grote Depressie was het tijdperk van het begrotingsbeleid, en in de jaren '80 zag je de wedergeboorte van het monetair beleid. Nu is het zaak om te komen tot een beleid dat het systeemrisico in de financiële markten controleert.

En dat moet een dynamisch monitorproces worden; het volstaat niet meer om statische ratio's in te voeren. Er zal een beleidsorgaan moeten komen dat constant tred houdt met innovaties en bijbehorende systeemrisico's op de financiële markten.

Dat orgaan zal langs nationale lijnen worden georganiseerd, niet supranationaal. Het Internationaal Monetair Fonds zal die rol dus niet toebedeeld krijgen. Die instelling wordt in de opkomende landen te veel gezien als aanstichter van de crisis.'

Ilian Mihov is professor economie aan Insead in Singapore en doceert macro-economie en mondiale financiële markten aan het Amsterdam Institute of Finance. Hij behaalde zijn PhD aan de universiteit van Princeton, waar hij samenwerkte met de huidige Fed-voorzitter Ben Bernanke. Samen met Bernanke schreef Mihov vier wetenschappelijke artikelen over monetair beleid, waaronder een over de Depressie.