

Bruno Colmant  
Hans Bevers  
Thomas Van Rompuy  
Michiel Verstrepen

---

# Economisch denken

## Tijd nemen voor diepgang



Juni 2016

---

Bank Degroof Petercam nv, met zetel in de Nijverheidsstraat 44, 1040 Brussel, België, ("Bank Degroof Petercam") is verantwoordelijk voor de productie en de verdeling van dit document. Bank Degroof Petercam is erkend door en staat onder prudentieel toezicht van de Nationale Bank van België, Berlaimontlaan 14, 1000 Brussel, en onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA), Congressstraat 12-14, 1000 Brussel, voor de bescherming van beleggers en consumenten.

Verantwoordelijke uitgever: Bruno Colmant. Juni 2016.  
Wettelijk adres: Bank Degroof Petercam nv, Nijverheidsstraat 44, 1040 Brussel.  
BTW BE 0403 212 172 - RPM Brussel - FSMA 040460 A.

- 05**    **Inleiding**
- 07**    **Enkele bedenkingen bij de overheidsschuld**  
Bruno Colmant
- 15**    **Zijn er grenzen aan globalisering?**  
Michiel Verstrepen
- 29**    **Groeiende schuld of schuld door groei?**  
Thomas Van Rompuy
- 41**    **Voorlopige lessen uit de Grote Financiële Crisis**  
Hans Bevers



# Inleiding

Beste lezer,

De macro-economische afdeling van Bank Degroof Petercam stelt u met veel plezier en enige fierheid haar nieuwe publicatie *Economisch denken* voor. Dit boek vormt het eerste volume van wat hopelijk uitgroeit tot een lange boekenreeks en een mooie traditie.

De bedoeling is u inzicht te verschaffen in de economische kwesties waarmee onze maatschappij vandaag geconfronteerd wordt. U mag een brede waaier aan onderwerpen verwachten: politieke vraagstukken, opkomende markten, het huidige monetaire beleid, onze overheidsfinanciën en zoveel meer. We kennen geen taboes.

De gevolgde benadering vloeit voort uit het geloof dat economische ontwikkelingen niet geïsoleerd benaderd kunnen worden. Zij zijn altijd het gevolg van een complexe onderliggende dynamiek. De economische prestaties van een land kun je namelijk niet loskoppelen van zijn politieke stabiliteit, zijn fiscaliteit, zijn demografische ontwikkelingen of zijn afzetmarkten.

Ons economisch systeem wordt altijd maar ingewikkelder en internationaler. Met onze boeken creëren we de ruimte om even een stap achteruit te zetten. Zo kunnen we actuele kwesties in al hun complexiteit aan bod laten komen. We nemen de tijd om over prangende kwesties goed na te denken en er gepaste langetermijninzichten rond te formuleren. Zo gaan we voorbij aan de waan van de dag.

De wereld verandert in een almaar sneller tempo. Vandaar dat diepgaande studies meer dan ooit van belang zijn. Daarbij houden we de attitude in ere die erin bestaat goed over een onderwerp na te denken alvorens een standpunt in te nemen.

Dat is ook de benadering van Bank Degroof Petercam: vermogensbeheer en financiële begeleiding met een langetermijnperspectief. Door voldoende intern kritisch denkvermogen aan bod te laten komen, kunnen we voor onze cliënten de juiste beslissingen nemen.

In dit eerste volume formuleren onze economen Bruno Colmant, Michiel Verstrepen, Thomas Van Rompuy en Hans Bevers hun inzichten rond uiteenlopende onderwerpen, zoals de rol van overheidsschuld, de grenzen aan globalisering, de nood aan maatschappelijk draagvlak voor groei en de economische lessen uit de financiële crisis.

Wij wensen u alvast veel leesplezier toe.



# Enkele bedenkingen bij de overheidsschuld

Bruno Colmant

De economie is een humane wetenschap die niet de precisie kan claimen van exacte wetenschappen en die aanleunt bij heel wat andere disciplines. Terwijl ze onderhevig is aan wijzigingen van de politieke achtergrond, wordt ze toegepast met het oog op een optimale aanwending van de beschikbare middelen. Een optimale aanwending die een ondefinieerbaar gezamenlijk "optimum" moet garanderen. In dit hoofdstuk wil ik het over de overheidsschuld hebben. Uiteraard niet zomaar. De overheidsschuld vormt namelijk een groot probleem vandaag. Niet alleen door de relatieve en absolute omvang ervan, maar ook omdat veel politieke beslissingen in onze maatschappij ervan afhankelijk zijn. De overheidsschulden schetsen ook een beeld van hoe onze landen er momenteel voor staan. En van de mate waarin ze al dan niet in staat zijn om voor de ondefinieerbare en dus onvindbare economische rechtvaardigheid te zorgen.

In 2016 zal de overheidsschuld van de eurozone om en bij de 100% van het bbp bedragen. Daar komen nog eens de verborgen schulden bij. Daarmee bedoelen we vooral het niet-gefinancierde gedeelte van de kosten die vergrijzing van de bevolking met zich meebrengt. De criteria van Maastricht bepalen nochtans dat de overheidsschuld in de landen van de eurozone maximaal 60% van het bbp mag bedragen. Dat betekent, met andere woorden, dat de overheidsschulden in de eurozone momenteel 3.000 miljard euro hoger liggen dan ze eigenlijk zouden mogen. Dat bedrag komt overeen met het Duitse bbp.

## Wat betekent overheidsschuld eigenlijk?

Net zoals de term "geld", waarin de overheidsschuld wordt uitgedrukt, gaat het om een concept dat eigenlijk niet te vatten is.

Sommigen beweren dat de overheidsschuld niets te maken heeft met de individuele burger, en dus ook geen invloed heeft op de individuele vermogens. Zij voeren het argument aan dat een overheidsschuld nooit terugbetaald wordt en dat ze in de loop der jaren verwaterd door permanente herfinanciering.

Vanuit dat standpunt zouden we kunnen aanvoeren dat de overheidsschuld iets natuurlijk is en in feite neerkomt op een permanente sociale zekerheid. Als dat zo zou zijn, zou de overheidsschuld eigenlijk niet echt van belang zijn, want ze zou dan voor het privéspaargeld zijn wat de belastingen zijn voor de beroepsinkomens. De overheidsschuld zou in dat geval de solidariteit van de staat vertegenwoordigen, omdat de fiscale mechanismen en de herverdelingsmechanismen afhangen van de herfinanciering ervan.

Jammer genoeg zitten de zaken iets ingewikkelder in elkaar. Voor de schuldeisers vertegenwoordigt de overheidsschuld immers een bepaald kapitaal. Maar in tegenstelling tot kapitaal dat geleidelijk aan opgebouwd is dankzij arbeid die in het verleden uitgevoerd werd, houdt de overheidsschuld ook een inhouding in op toekomstige arbeid.

Meer bepaald is het zo dat de schuldeisers van een staat aan die staat geld lenen. Geld dat ze hebben kunnen sparen door werk dat zij in het verleden gepresteerd hebben. De staat (de debi-

teur) daarentegen betaalt zijn eigen schuld terug door heffingen op de toekomstige arbeid. Dat is logisch: de overheidsschuld wordt gewaarborgd door de mate waarin de overheid in staat is om belastingen te heffen op toekomstige beroepsinkomens. Door schulden aan te gaan, vraagt de staat dus aan zijn schuldeisers om hem krediet toe te kennen. Daarbij voert hij het argument aan dat hij in staat zal zijn om die terug te betalen door een belasting te heffen op de vermogensopbouw van zijn toekomstige belastingplichtigen. Een overdreven hoge overheidsschuld belemmert daarom een vlotte kapitaalstroom en een vermindering van de arbeidskost. Als de schuld wordt terugbetaald met de belastingen die de burgers betalen, dan heeft dat onvermijdelijk ook een invloed op de arbeid van de schuldeisers.

Bij het benaderen van de problematiek van de overheidsschuld wordt vaak ervan uitgegaan dat die collectieve schuld ten laste valt van de huidige en toekomstige werkende bevolking. Dat is deels juist, al is het zo dat de schuld wel degelijk in handen is van de huidige schuldeisers. Het is trouwens op basis van die werkelijkheid dat sommigen eisen dat de schuldenlast verdeeld zou worden over de schuldeisers (via een belasting op kapitaal) en over de debiteuren (voornamelijk de arbeiders).

Maar er is nog een andere invalshoek die vaak uit het oog verloren wordt: hoe is het mogelijk dat de bevolking aanvaard heeft om de financiering van de schuld van haar eigen overheid op zich te nemen en dan nog in dusdanige proporties dat de schuld vandaag eigenlijk ondraaglijk is? Heeft het niet iets schizofreens om een schuld te financieren waarvan je weet dat die ondraaglijk hoog is? Getuigt het niet van een zeer grote naïviteit om te geloven dat het nog altijd de werkende bevolking van morgen is die die schulden terugbetalen zal?

Hoe komen we trouwens aan al dat gespaarde geld om de schuld te financieren? Hebben we dat te danken aan de groei in het verleden? Aan het vertrouwen in onszelf, die allemaal tegelijk debiteuren en schuldeisers van de staat zijn? Aan de staat, die ons collectieve voorzieningen ter beschikking stelt tegen een zeer lage kostprijs (opvoeding, wegen, een spoorwegnet), waardoor we in staat waren om te sparen en de staat te financieren...?

### Van Wagner tot Marx

De Duitse econoom Adolph Wagner (1835-1917) is de man achter de wet die zijn naam draagt. Die zegt dat hoe beschaafder een maatschappij wordt, hoe meer geld de staat uitgeeft. Dat vertaalt zich in het feit dat het aandeel van de overheidsuitgaven in het bbp toeneemt naarmate het inkomen per inwoner hoger is. Wagner heeft dus een correlatie blootgelegd tussen het ontwikkelingsniveau en de uitgaven of, met andere woorden, tussen de mate waarin de staat een grotere grip krijgt op de economie en de omvang van de overheidsschuld. De verklaring die Wagner daarvoor geeft, is dat de toenemende ontwikkeling gepaard gaat met een nog sneller stijgende vraag naar collectieve voorzieningen.

Maar in dat geval is er eigenlijk niet langer sprake van schizofrenie, maar eerder van paranoia: hoe beter we het gezamenlijk hebben, hoe meer we het tekort dat door dat welzijn ontstaat, afwentelen op onze afstammelingen. We zouden dus onze toekomst opofferen voor ons heden, terwijl de groei nochtans het lot van onze afstammelingen zou moeten verbeteren.

### Heel wat vragen ...

Zo ging Karl Marx (1818-1883) ervan uit dat de overheidsschuld niet noodzakelijk verband houdt met het productieproces van kapitaal en geen bewijs is van eigendom van reëel kapitaal. Hij stelde de overheidsschuld gelijk met een fictief kapitaal, omdat hij ze zag uitdoven in de revolutie, een toestand die voorafgaat aan de overwinning van het proletariaat. Voor Marx bleef het daar niet bij: omdat de overheidsschuld eigenlijk een bedrag vertegenwoordigt dat ontstaan is door arbeid die



in het verleden gebeurd is, en de schuld verpand is door arbeid die in de toekomst zal gebeuren, zou die schuld eigenlijk kwijtgescholden moeten worden door de ontkenning van privé-eigendom. Voor Marx was privé-eigendom een obstakel voor sociale gelijkheid. De visie van Proudhon (1809-1865) week daar niet veel vanaf.

Als we de marxistische analyse nog wat doortrekken, moeten we een parallel trekken tussen de noties “overheidsschuld” en “geld”. Ze vormen immers twee kanten van dezelfde medaille, omdat ze allebei uitgegeven worden door dezelfde staten. Geld is een financiële schuld, terwijl overheidsschuld een sociale schuld is. Net als de overheidsschuld is geld soeverein. En, raar maar waar, we begaan dezelfde vergissing ten opzichte van geld als ten opzichte van de overheidsschuld: we hebben namelijk de perceptie dat geld privébezit is, terwijl de munten en biljetten eigenlijk de weerspiegeling zijn van collectieve voorzieningen. En hoewel we de individuele debiteuren zijn van de overheidsschuld, beschouwen we die als een collectieve verplichting waar we weinig uitstaans mee hebben, terwijl we nochtans voordeel halen uit de collectieve voorzieningen.

“Hoe beschaafder een maatschappij wordt, hoe meer geld de staat uitgeeft.”

Net zoals de overheidsschuld meet ook geld, vertegenwoordigd door munteenheden, de stabiliteit van het economische systeem. Een zwakke muntkoers geeft inderdaad aan dat een land minder concurrentieel is en omgekeerd. Vandaar dat de monetaire geloofwaardigheid maar zelden voortvloeit uit overheidsinitiatieven. De garantie van een munt is eerder een kwestie van vertrouwen. In die zin is het een illusie te denken dat de munt behoedt voor een systemische financiële schok. Bij een existentiële financiële deflagratie biedt de munt geen enkele garantie voor zijn eigen overleving.

In de ogen van Marx is de overheidsschuld een fictief kapitaal. Maar geldt dat niet des te meer voor de munt? Zouden we in die zin niet kunnen zeggen dat alles wat draait rond de overheidsschuld en de munt te vergelijken is met een groot spel dat eigenlijk maar berust op zeer broze overeenkomsten? Het antwoord op die vraag blijft uit, omdat overheidsschuld en munt eigenlijk concepten zijn die berusten op gedeelde overtuigingen.

Toch kunnen we niet om de werkelijkheid heen: als de overheidsschuld te hoog oploopt, zijn het niet langer de schuldeisers die de debiteuren kunnen verplichten om terug te betalen. Neen, het zijn de debiteuren die hun schuldeisers opleggen om de schulden kwijt te schelden! Daarom brengt een torenhoge overheidsschuld de munt onherroepelijk in gevaar. Om de schuld te verminderen, komt het erop aan ofwel de munt te ontwaarden (dus inflatie te verwekken) ofwel de schulden kwijt te schelden, zoals gebeurd is bij het niet-betalen van de Griekse schuld of de inbeslagname van de Cypriotische bankdeposito's. In geen van beide gevallen kan een ongebreidelde overheidsschuld terugbetaald worden zonder de munt in gevaar te brengen.

In een boeiende reeks teksten rond de munt en economie bood Keynes een heldere kijk op de verslechtering van de koopkracht van een munt. Voor de Britse econoom is dat geen historisch toeval, want, zo gaf hij aan, er zijn twee krachten die ervoor zorgen dat een munt aan waarde verliest: het feit dat de regeringen er geen hebben en de politieke invloed van de debiteuren. Met andere woorden: de combinatie van een torenhoge overheidsschuld en de moeilijkheid om de lasten daarvan op de schouders van de burgers te leggen, dwingt staten ertoe ervoor te zorgen dat hun munt minder waard wordt om zo de terugbetalingslast van de schuld te verminderen. Keynes ging ervan uit dat inflatie onrechtvaardig was en dat deflatie niet opportuun was, maar hij gaf wel duidelijk aan dat deflatie van die twee kwalen de ergste was.

Had Marx dan toch een beetje gelijk met zijn visie dat de overheidsschuld berust op fictief kapitaal? Ik denk het niet. Hij zou het enkel bij het rechte einde gehad hebben als de overheidsschuld weg-

gewerkt zou worden door de inbeslagname van de privé-eigendom, wat dus tegenstrijdig is met de markteconomie en uiteraard is dat ook niet de oplossing die in de markteconomie gewenst is.

## Houdbaarheid van de overheidsschuld

Een parallelle vraag daarbij is hoe een overheidsschuld houdbaar is.

Wat de overheidsschuld betreft, bestaat de reflex er gewoonlijk in om ze te vergelijken met het bbp en met de begrotingscapaciteit van de betrokken staat. Dat is ontegensprekelijk een nuttige graadmeter, net als de groeivoorzichten. Maar ook met een andere dimensie moet er rekening gehouden worden als de overheidsschuld te groot wordt ten opzichte van het bbp: namelijk met de mate waarin de overheid in staat is het spaargeld van de gezinnen te gebruiken om de schuld te financieren. Want al bij al is het zo dat een overheidsschuld eerder geherfinancierd dan terugbetaald wordt. Dat fenomeen moet geplaatst worden in wat tegenwoordig financiële repressie heet. Als we de redenering wat doortrekken, stellen we vast dat er een correlatie bestaat tussen de omvang van de overheidsschuld en van de spaartegoeden van de gezinnen: de spaartegoeden waarborgen de overheidsschuld, die eigenlijk toegestaan wordt door het bestaan van die spaargelden. Als de gezinnen geen spaargeld hebben, vindt de staat ook geen ... kredietverstrekkers!

De overheidsschuld is houdbaar als, in het slechtste geval, het spaargeld van de gezinnen volstaat om in beslag genomen te worden, of, in het beste geval, het gebruikt kan worden om buitenlandse kredietverstrekkers aan te trekken. Dat verklaart waarom België meer schulden heeft kunnen aangaan dan het bbp en toch een gunstige kredietrating is blijven behouden, en, in de context van lage intrestvoeten, toegang is blijven krijgen tot buitenlandse kredietverstrekkers. Die situatie is uiteindelijk enkel tolereerbaar, omdat de gezinnen over enorme spaartegoeden beschikken. Die spaartegoeden vormen de waarborg voor de overheidsschuld.

Maar daarmee is natuurlijk niet alles gezegd. Om het gewicht van een schuld te verminderen, moet die gestabiliseerd worden en moet tegelijk de groei gestimuleerd worden. En dat zorgt voor economische wrijvingen. Daarom is het klimaat van deflatie zo zorgwekkend. Het draagt bij tot een verhoging van de reële rente en dus tot een stijging van de kostprijs van de schuld. Dat is de reden waarom ik altijd geloofd heb in het heilzame effect van een gematigde inflatie.

## Van schuld naar fiscaliteit

Voor het overige berusten de bedenkingen bij de overheidsschuld ook op het feit dat ze verband houden met de fiscaliteit, die eveneens verondersteld wordt een zekere rechtvaardigheid uit te stralen.

In de economische geschiedenis van ons land hebben belastingen meerdere betekenissen gehad. In de vroegste tijden waren belastingen een teken van onderwerping en van slavernij. Daarna kregen ze een soort wederkerig karakter in die zin dat ze slechts gewettigd waren als er voldoende tegenprestaties tegenover stonden. Het is pas in de 20ste eeuw dat belastingen een instrument geworden zijn om de nationale rijkdommen te herverdelen.

Belastingen zijn een individuele verplichting. Het zijn eigenlijk ook tegoeden van de overheid, omdat ze de gemeenschappelijke waarden van een gemeenschap weerspiegelen. Ze zijn eigenlijk de bezegeling van een vertrouwenscontract tussen een bevolking en haar regeerders. Belastingen moeten de rijkdommen onder de burgers herverdelen, maar ook rekening houden met de verschillen in de economische situatie van elke belastingplichtige.

Fiscale billijkheid is in de eerste plaats een kwestie van het synchroon op elkaar afstemmen van generaties. Die generatiegelijkheid kan enkel verzekerd worden als de generaties die gebruikmaken van de collectieve voorzieningen dezelfde zijn als zij die bijgedragen hebben tot de financiering ervan. Die problematiek is cruciaal, want een staat is geen speler die autonoom het economische speelveld betreden kan. De staat heft de belastingen om die te herverdelen en om de overheidsschuld terug te betalen. Het systematisch overdragen van de belastingen op de volgende generaties is erg gevaarlijk.

Welnu, bij de gekende schulden van de Belgische staat (die al overgedragen zijn op de volgende generaties) zal nog een andere schuld komen, die nog niet precies berekend is: deze die voortvloeit uit de kosten van de vergrijzing (pensioenen, gezondheidszorg enzovoort). In de meeste Europese economieën verscherpt de vergrijzing de problematiek van de budgettaire leefbaarheid. Dat komt omdat een terugval van de demografie de last van de overheidsschuld verder verzwaart en tegelijk ook zorgt voor een daling van de groei doordat er een kleinere actieve bevolking aan het productieproces deelneemt.

Het model van de uitgestelde inkomsten (onder andere de pensioenen) werd uitgewerkt in een periode van hoogconjunctuur en met een toenemende bevolking, maar nu staat het door de vergrijzing enorm onder druk. Niemand had toen kunnen voorspellen dat we met zijn allen veel langer zouden leven. En die lange levensduur is niet meer verzoenbaar met een ongewijzigd sociaal herverdelingsstelsel.

In die zin zit in het belastingstelsel van ons koninkrijk een structurele zwakte, die evenwel typerend is voor alle Europese landen. Nederland heeft ze weten te vermijden door een individueel systeem op te zetten, waarbij iedereen de verantwoordelijkheid draagt om individueel zijn of haar toekomst te plannen. In ons eerder collectieve systeem, dat weliswaar een grotere gelijkheid inhoudt, heeft de staat het op zich genomen om de parameters te bepalen die verantwoordelijk zullen zijn voor de toekomstige verdeling van de rijkdom.

Zelfs de grondbeginselen van het belastingsysteem dat van toepassing is op fysieke personen, dragen de stempel van de welvaartstaat. Het zou nochtans logisch zijn om de inkomsten uit arbeid, omdat ze schaarser zijn en omdat er biologisch gezien meer risico's aan verbonden zijn, aan een lagere belastingdruk te onderwerpen dan de inkomsten uit spaargeld, die stabielere zijn en een langere levensduur hebben. Dat was ook de denkpiste die bij de hervorming van 1962 oorspronkelijk gevolgd werd, maar de toenmalige regering besliste uiteindelijk om de inkomsten uit arbeid en uit kapitaal aan dezelfde fiscale druk te onderwerpen.

Die beslissing was gebaseerd op de vaststelling dat de beperkte inkomsten uit arbeid verzacht werden door de ontwikkeling van de sociale wetgeving en door de vaststelling dat de inkomsten uit kapitaal, na de oorlog, hun permanente karakter verloren hadden. De keuze voor een globalisering van de inkomsten weerspiegelde dus ook een collectievere organisatie van de maatschappij. Het gaat om de christelijk-sociale visie van die tijd, die gebaseerd was op sociale homogeniteit en op herverdeling.

De belastinghervorming van 1962 lag aan de basis van het idee van de belastingsolidariteit en vooral van de herverdelingsfunctie van de belastingen. Die hervorming was gebaseerd op twee axioma's: de globalisering (of het samentellen) van de inkomsten en hun belasting tegen een progressief schijventarief. Naarmate de belastingplichtige in een hogere inkomstenschijf terechtkomt, moet hij meer belasting betalen. Of anders gezegd: de belastingplichtige moet meer belastingen betalen naarmate hij in staat is van zijn inkomsten meer opzij te leggen. De belastinghervorming ging ervan uit dat elk gezin een bepaalde bijdrage, gebaseerd op zijn inkomsten, leveren kon aan het financieren van de lasten van de staat.

Hoe het progressieve karakter van de belastingen te rechtvaardigen? De inkomsten van een fysieke persoon worden uitgegeven of gespaard. Maar het gedeelte dat uitgegeven wordt, is niet proportioneel aan het inkomen: de consumptie verdubbelt niet als het inkomen verdubbelt. Het spaargeld neemt daardoor marginaal toe met het inkomen. Die logica leidt tot progressieve belastingen.

### Belasten van de vorming van spaargeld

De personenbelasting belast dus de vorming van spaargeld, omdat een hoog inkomen, waarmee gemakkelijker gespaard kan worden dan met een laag, marginaal meer belast wordt. Het is om die reden dat kapitaal op zich niet belast wordt, omdat de opbouw ervan al progressief belast is. Het progressieve karakter van de belastingen verzekert overigens ook de verticale billijkheid van de fiscaliteit, met andere woorden de billijkheid van de belastingen op hoge en op lage inkomens. Het systeem levert een relatieve billijkheid op ten aanzien van het fiscale offer dat de burgers brengen moeten, evenals een herverdeling van de winst die voortvloeit uit de economische activiteit.

Die logica valt natuurlijk te begrijpen als het kapitaal afkomstig is uit arbeid en als het om "geaccumuleerde arbeid" gaat. En dat was het geval in de industriële jaren na de oorlog. Maar vandaag is die logica een stuk minder evident, zoals we ook hebben kunnen lezen in de publicaties van de Franse econoom Thomas Piketty. Het probleem bij het belasten van de vorming van kapitaal roept daarom ook vragen op over de overdracht ervan, en dus over schenkings- en successierechten. Het progressieve karakter van de belastingen bestraft ook vandaag nog de opbouw van kapitaal dat voortvloeit uit arbeid, terwijl de opeenvolgende vrijstellingen van schenkings- en successierechten het overgedragen kapitaal verlichten. Is dat vanuit fiscaal oogpunt wel billijk? Iedereen heeft daar ongetwijfeld een achtenswaardige mening over.

Bij de belastingheffingen is er echter sprake van generatieverschillen. Eén gegeven roept inderdaad vragen op. Al dertig jaar lang, en naarmate de middenklasse van de naoorlogse generatie met pensioen begon te gaan, zijn de belastinginkomsten uit de vermogensbelasting gedaald. Dat fenomeen – dat misschien slechts op toeval berust – is waar te nemen in verschillende domeinen: de "deglobalisering" van de inkomsten en een verschillende belasting met voorkeurtarief voor interesten, het uitblijven van de gelijkstelling die ertoe geleid heeft dat de aanpassing van de kadastrale inkomens aan de inflatie beperkt bleef, de mogelijkheid tot belastingvermindering voor pensioensparen, een aanzienlijke daling van de schenkings- en successierechten enzovoort. Een halve eeuw na de laatste belastinghervorming zijn de inkomsten uit arbeid dan ook zowat de enige die onderworpen zijn en blijven aan een progressieve belasting. De inkomsten die afkomstig zijn uit andere activiteiten (inkomsten uit spaargeld en uit vastgoed) worden hoofdzakelijk proportioneel belast, met andere woorden niet volgens oplopende barema.

Dat perspectief, waarvan we toegeven dat het voor discussie vatbaar is, zou dus diepgaandere sociaal-economische studies vereisen, zoals die van de econoom George J. Stigler, die in 1982 de Nobelprijs gewonnen heeft. George J. Stigler ontwikkelde de economische theorie van de regulatie, die inhoudt dat geïnteresseerde partijen de macht van de overheid gebruiken om wetten en regels zo op te stellen dat ze er zelf voordeel bij hebben.

Moeten we dan een progressieve belasting op de inkomsten uit arbeid in stand houden om de fiscale rechtvaardigheid te respecteren? Het antwoord op die vraag is wellicht "ja", omdat het progressieve karakter beantwoordt aan een bepaald sociaal contract. Maar moeten we dan ook het kapitaal belasten, en eventueel op een progressieve manier? Volgens sommigen valt dat niet uit te sluiten en het is zelfs de stelling die Piketty te vuur en te zwaard verdedigt. Hoe dan ook, die vragen onderstrepen hoe relatief het concept van fiscale rechtvaardigheid is en dus ook van de rechtvaardigheid van de schuld die via de belastingen terugbetaald moet worden.

Een andere pertinente vraag is of overheidsschuld en de notie van democratie wel kunnen samen gaan. De vraag kan misschien bijzonder lijken als de overheidsschuld een politieke vertegenwoordiging is, maar ze verdient het toch om gesteld te worden.

## Schuld en politiek systeem

Of een overheidsschuld al dan niet gerechtvaardigd – of rechtvaardig – is, doet ook de vraag rijzen of ze wel spoort met het politieke systeem waarin ze ontstaan is en waardoor ze gefinancierd wordt.

Zoals ik hierboven uiteengezet heb, wordt een overheidsschuld maar verdragen omdat kredietgevers dat toestaan. Vandaar dat er een verre correlatie bestaan moet tussen het niveau van de overheidsschuld en het niveau van de spaartegoeden van de gezinnen. Als er immers uitsluitend buitenlandse kredietgevers zouden zijn voor de overheidsschuld, dan zouden zij een natuurlijk plafond bepalen voor de mate waarin een land geld kan lenen.

Maar tot welk politiek systeem leidt een torenhoge overheidsschuld? Waartoe leidt die vluchtbeweging die de staat neemt door almaar meer schulden aan te gaan? Naar een verraderlijke nationalisering van de economie in haar geheel en/of naar het verlies van koopkracht als gevolg van de inflatie? Een inflatie die voortvloeit uit het hanteren van monetaire wapens om de overheidsschuld te lijf te gaan? Het antwoord op die vraag vinden we ongetwijfeld in een ingewikkelde cocktail van die twee, die we in de logica van Hayek zouden kunnen omschrijven als een nationalisering van de inflatie.

De liberale econoom Friedrich Hayek suggereerde inderdaad dat de overheidsschuld leidt tot het inperken van de individuele vrijheden en dus tot een soort sluwe nationalisering van de economie. Die laatste moet de fiscale druk orkestreren om de sociale orde te verzekeren die voortvloeit uit overdreven hoge overheidsuitgaven.

Sommige auteurs zouden het nochtans liever over een plutocratie hebben: een politiek systeem binnen welke de rijksten het voor het zeggen hebben ..., omdat zij nu eenmaal de grootste kredietverstrekkers aan de staat zijn. Volgens dat gedachtegoed zou het kwijtschelden van de schulden trouwens een alternatief zijn voor de belastingdruk die nodig is voor de terugbetaling ervan. Nog andere economen stellen dat de demografische morfologie van onze gemeenschap eerder zou leiden tot een gerontocratie, aangezien enkel het oudere gedeelte van de bevolking over voldoende middelen beschikt om geld te lenen aan de overheid. En ook de jongere generatie zou zich kunnen manifesteren en nieuwe fundamenteën willen voor een sociaal contract met de overheid, zodat het niet verstikt door de toekomstige schulden. In dat geval zouden we getuige zijn van een revolutie.

Overigens vinden sommigen ook dat de overheidsschuld een instrument is om voor sociale solidariteit te zorgen. Zij argumenteren dat de overheidsschuld nooit terugbetaald zal worden en in de loop der jaren verwatert in een permanente herfinanciering. Vanuit dat standpunt zou je kunnen argumenteren dat de overheidsschuld een natuurlijke toestand is die een ononderbroken transfer van het geld van de kredietverstrekkers van de overheid naar diverse overheidssectoren weerspiegelt. Met andere woorden: in dit geval is de overheidsschuld eigenlijk de sociale zekerheid. En is ze van weinig belang. Ze is dan voor het privéspaargeld wat de belastingen zijn voor de beroepsinkomsten.

De overheidsschuld zou zelfs "dé weergave zijn van de solidariteit van de staat" omdat de herfinanciering ervan de fiscale herverdelingsmechanismen bepaalt. Ironisch genoeg zou de overheidsschuld dus eigenlijk het eigen kapitaal zijn van een natie. Door die redenering tot in het extreme door te trekken, zou je kunnen zeggen dat de overheidsschuld de ultieme uiting is van de democratie, of toch op zijn minst van een egalitair collectivisme. En dat omdat bij een te hoge over-

heidsschuld het niet langer de schuldeisers zijn die de debiteuren verplichten om terug te betalen, maar de debiteuren die de schuldeisers verplichten om de schulden kwijt te schelden!

De oefening van de democratie is hoe dan ook moeilijk als ze gefinancierd wordt door een staat die gebukt gaat onder een hoge schuldenlast. Het gevaar van het gewicht van de overheidsschuld is dat dat gewicht uiteindelijk het debat tussen de burgers in gevaar brengt.

## Hypotheek?

De overheidsschuld legt inderdaad een hypotheek op het welzijn van de toekomstige generaties en dat houdt onmiskenbaar een ontkenning van de democratie in. De overheidsschuld wordt gewaarborgd door de mate waarin de staat in de toekomst ertoe in staat zal zijn om belastingen te heffen op onder meer de toekomstige beroepsinkomsten.

Door schulden aan te gaan, vraagt de staat dus aan zijn schuldeisers om hem een krediet toe te staan vanuit de gedachte dat hij in staat zal zijn een inhouding te heffen op de rijkdom die zijn toekomstige belastingplichtigen zullen creëren. Vandaar dat een overdreven hoge staatsschuld de belangrijkste hinderpaal is voor een vlotte kapitaalstroom en voor het verminderen van de arbeidskost. Als de overheidsschuld namelijk geherfinancierd wordt door de belastingen, dan wordt daardoor onvermijdelijk de arbeid getroffen. Dat is trouwens de boodschap die de Duitse overheid uitdraagt als ze, volkomen terecht, het antagonisme onderstreept tussen een kolossaal hoge staatsschuld en de stabiliteit van het vehikel waarmee die terugbetaald moet worden, namelijk de munt. Een onhoudbare hoge overheidsschuld ondermijnt dan ook het vertrouwen in een staat en in zijn munt.

In de middeleeuwse scholastiek waren interesten verboden, omdat ze eigenlijk een diefstal inhielden van de gratis door God ter beschikking gestelde tijd. Er is namelijk tijd nodig om de interesten te berekenen. Nochtans zijn interesten noodzakelijk, al is het maar om de ontlener te beschermen tegen de monetaire erosies en tegen het wegnemen van zijn kapitaal. In geval van overheidsschulden zijn interesten noodzakelijk om kredietgevers aan te trekken, maar ze worden voornamelijk vooraf afgehouden via belastingen op de beroepsinkomsten van de toekomstige arbeiders. Kunnen we de financiering van de overheidsschuld dan niet beschouwen als "diefstal" van hun tijd? Het antwoord op die vraag is negatief als de overheidsschuld aangegaan wordt om projecten of consumptieve bestedingen te financieren waarvan het rendement – uitgedrukt in termen van economische groei – hoger ligt dan de rentevoet van de schuld. In het andere geval vormen de interesten op de schuld een gedeeltelijke afname van de toekomstige welvaart.

Op de laatste pagina's van zijn tekst over de "Rijkdom der naties" had Adam Smith (1723-1790) er al voor gewaarschuwd: "*De toename van de enorme schulden waaronder alle grote Europese naties gebukt gaan, zal hen op termijn ruïneren.*" en "*Liepen de nationale schulden tot een bepaald niveau op, dan is er, bij mijn weten, geen enkel geval waarin ze op een billijke manier volledig terugbetaald werden.*"

# Zijn er grenzen aan globalisering?

Michiel Verstrepen

“Further progress in global economic integration should not be taken for granted. Geopolitical concerns, including international tensions and the risks of terrorism, already constrain the pace of worldwide economic integration and may do so even more in the future. And, as in the past, the social and political opposition to openness can be strong. Although this opposition has many sources, I have suggested that much of it arises because changes in the patterns of production are likely to threaten the livelihoods of some workers and the profits of some firms, even when these changes lead to greater productivity and output overall.”

(Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Thirtieth Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming – August 25, 2006)

Economische historici stellen zich al geruime tijd de vraag wanneer het proces van globalisering eigenlijk begon. Over die vraag circuleren verschillende visies, maar over het belang van de golf van globalisering in de tweede helft van de 19de eeuw zijn velen het eens. Die periode staat namelijk bekend als de eerste moderne periode van globalisering. Ze kwam abrupt tot een einde in 1913. Toch wordt de huidige naoorlogse golf van globalisering gezien als een uniek proces, eigen aan het einde van de 20ste en het begin van de 21ste eeuw.

De vorige golf van globalisering lijkt nochtans verrassend veel op de huidige. Het onderstaande citaat van de befaamde Britse econoom John Maynard Keynes getuigt daarvan. In zijn werk *The Economic Consequences of the Peace* schreef hij vol optimisme over zijn tijd:

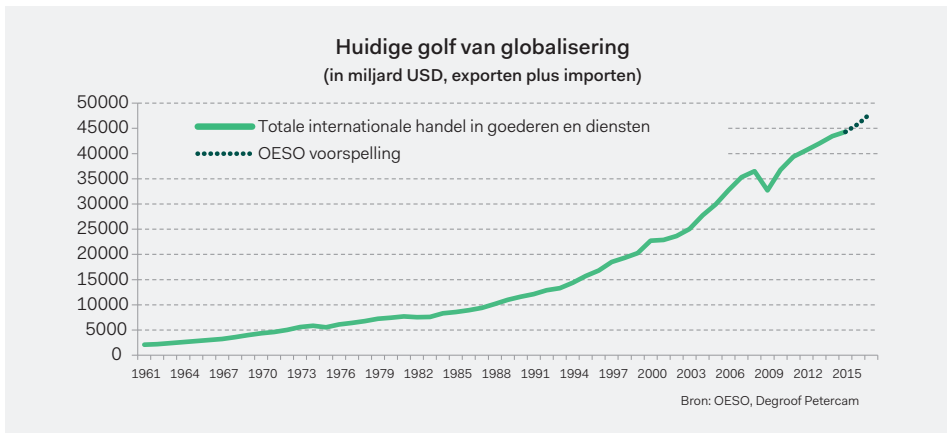
“Een inwoner van Londen kon per telefoon, terwijl hij op bed aan zijn thee nipte, verschillende producten uit de hele wereld bestellen, in de hoeveelheden die hij wenste, en mocht verwachten dat ze snel geleverd zouden worden. Hij kon tegelijkertijd zijn rijkdom spenderen aan natuurlijke bronnen en ondernemingen overal in de wereld. (...) Hij kon zich verplaatsen met goedkoop en comfortabel transport naar elk land zonder paspoort of andere formaliteit. (...) Maar wat het allerbelangrijkste was: hij beschouwde die gang van zaken als normaal, zeker en permanent, behalve in de richting van nog een verdere verbetering, en elke afwijking ervan als abnormaal, schandalig en vermijdbaar.”

De parallellen met onze tijd zijn treffend: de referentie aan moderne, hoogtechnologische communicatiemiddelen, het belang van een vrije keuze aan een wijde waaier van consumptiegoederen afkomstig uit de hele wereld, een vrij verkeer van kapitaalstromen, betaalbaar en vrij transport naar andere landen met een gering belang van grenzen en het gebruik van betalingsmiddelen die erkend werden in verschillende hoeken van de wereld.

# Zijn er grenzen aan globalisering?

De wereldoorlogen en de interbellumperiode maakten een drastisch einde aan die situatie. In een fatale poging om hun binnenlandse productie te ondersteunen en werkgelegenheid te bevorderen, installeerden verschillende landen handelsbarrières. Goederen die voordien uit het buitenland geïmporteerd werden, moesten nu in eigen land geproduceerd worden. Dit "beggar thy neighbour"-beleid werd systematisch door alle geïndustrialiseerde landen geadopteerd. In juni 1930, zes maanden na de beurscrash van 1929, werd in de VS de Smoot-Hawley-wet aangenomen die ervoor zorgde dat Amerikaanse importtarieven in de hoogte gejaagd werden tot bijna 50% op het einde van 1931.

De globaliseringsgolf na de Tweede Wereldoorlog was gevoed door de idee dat het vooroorlogse protectionisme aan de bron lag van de grote depressie van de jaren dertig. Grenzen werden weer opengesteld en internationale instellingen werden opgericht om dat ook zo te houden. Globale integratie werd als het middel bij uitstek beschouwd om welvaart en internationale stabiliteit te creëren. De internationale handel in goederen en diensten herstelde zich opnieuw tot het niveau van voor 1914 en overtrof het ook snel. Bovendien zorgden technologische innovaties voor versnellingen in dat proces.



We hoeven niet meer dan honderd jaar terug in de tijd te kijken om te concluderen dat het proces van globalisering niet noodzakelijk onomkeerbaar is. In de nasleep van de financiële crisis van 2008 die nog goed in ons geheugen gegrift staat, was de vrees voor een eigentijdse Smoot-Hawley erg groot. De contractie in de internationale handel was ongezien sinds de grote depressie van de jaren dertig. Maar lessen uit het verleden zorgden ervoor dat een terugkeer van het protectionisme vermeden werd.

## Vrij verkeer van goederen en diensten

Wat is de grote drijfveer achter de toenemende globalisering van goederen- en dienstenmarkten? Waarom is er eigenlijk internationale handel? Dat zijn vragen waar economen zich al eeuwen mee bezighouden. Een cruciaal antwoord werd gegeven door David Ricardo, een van de invloedrijkste klassieke economen, met het principe van het comparatief voordeel.

Een comparatief voordeel van een land is essentieel om internationale handel en globalisering te begrijpen, en kan het best begrepen worden in vergelijking met het principe van een absoluut voordeel. Een absoluut voordeel wil simpelweg zeggen dat een bepaald land een efficiëntere producent



is van een goed. Internationale handel zal er dan voor zorgen dat het land dat goed zal exporteren aan de comparatiefste prijs. Iedereen haalt hier voordeel uit: de importerende landen verkrijgen nu immers hetzelfde goed op een goedkopere manier in vergelijking met de kosten die ze zouden maken, als ze het goed zelf zouden produceren. Het exporterende land haalt hier uiteraard ook voordeel uit omdat het door het internationale vrije verkeer meer kan verkopen dan enkel op zijn binnenlandse markt. De wereldeconomie als geheel zou hier voordeel uit halen, omdat de productie afkomstig is van de efficiëntste producent en de mondiale output zo gemaximaliseerd wordt. Dat is het intuïtieve principe van het absolute voordeel en dat denken domineerde bij de economen die voor Ricardo kwamen.

Volgens Ricardo was het bestaan van absolute voordelen noch de belangrijkste drijfveer noch een noodzakelijke voorwaarde voor internationale handel. Het principe van comparatieve voordelen stelt dat niet de "absolute kosten", maar de "relatieve opportuniteitskosten" van productie belangrijk zijn. Door vrijhandel en de daarbij horende competitie zou de productie van elk goed automatisch migreren naar het land dat het goed kan voorzien tegen de laagste opportuniteitskost.

De ideeën van Ricardo waren tegelijk simpel en revolutionair. Bij wijze van hedendaags voorbeeld hoeven we maar te denken aan de productie van kinderspeelgoed in Bangladesh en de IT-dienstverlening van Europa. Europeanen zouden zich kunnen toeleggen op het maken van kinderspeelgoed, en door een grotere mate van automatisering zouden ze hier waarschijnlijk ook productiever in zijn dan producenten uit Bangladesh. Alhoewel, we moeten rekening houden met de opportuniteitskosten die hier aan vasthangen: de Europese informatici zouden zich evengoed kunnen bezighouden met productievare IT-jobs.

In de nasleep van Ricardo begon de theorie van internationale handel zich pas echt te ontwikkelen. Een belangrijke mijlpaal was het Heckscher-Ohlin-model van de Zweedse economen Eli Heckscher en Bertil Ohlin (met uitbreidingen van de latere Nobelprijswinnaar Paul Samuelson). Volgens hun model van comparatieve voordelen ontstaat specialisering en internationale handel door de relatieve beschikbaarheid van de productiefactoren arbeid en kapitaal. Uit het model volgt, gegeven een resem assumpties, dat landen die over een hoge arbeid-kapitaalverhouding beschikken, ook exporten zullen leveren die relatief intensief zijn in arbeid en vice versa. Een andere belangrijke mijlpaal in de ontwikkeling van het denken over internationale handel was de zogenaamde *new trade theory*, onder invloed van hedendaagse economen zoals Paul Krugman, Marc Melitz, Elhanan Helpman en Avinash Dixit. Onder die term wordt doorgaans een wijde waaier van economische modellen verstaan die zich richten op schaalvoordelen, netwerkeffecten en het bestaan van imperfecte competitie.

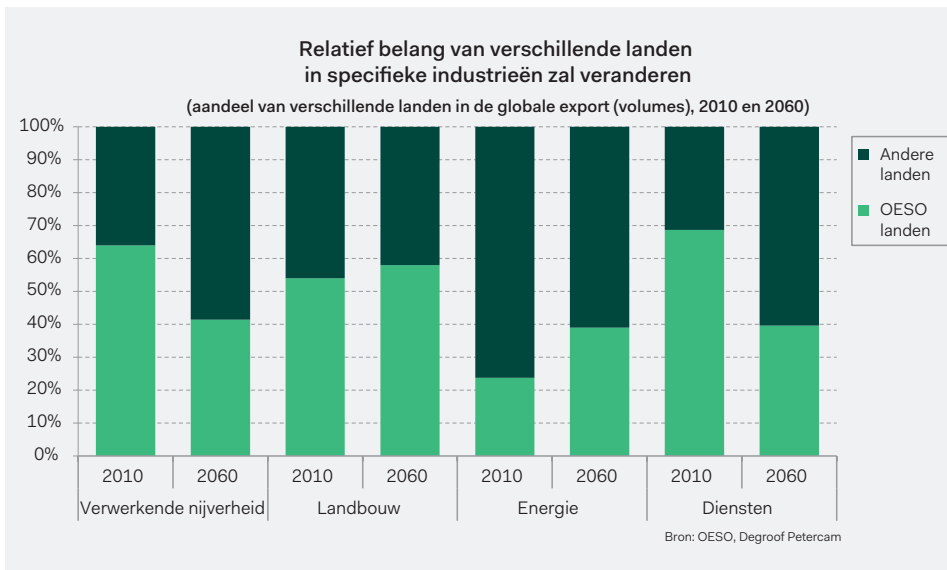
Het debat tussen economen over de verschillende theorieën en modellen voor internationale handel loopt verder tot vandaag. Zoals in de economische wetenschappen nog wel vaker het geval is, zijn de verschillende modellen sterk afhankelijk van de onderliggende assumpties.

Hoewel economen argumenteren dat vrijhandel in goederen en diensten in theorie geen *zero sum game* is, blijft er veel publieke weerstand bestaan tegen globalisering. In dit kamp zitten uiteraard individuen van wie de inkomens bedreigd worden door concurrentie uit het buitenland. Hoewel zulke economische motieven hun rol spelen, zijn er ook andere factoren van belang in de kritieken op vrijhandel. Globalisering is een asymmetrisch proces, wat kan zorgen voor spanningen en conflicten. De impact is afhankelijk van sector tot sector en van land tot land. Bovendien is globalisering geen lineair proces, versnellingen en vertragingen zijn mogelijk. Externe schokken zoals technologische ontwikkeling spelen hier een belangrijke rol.

Bovendien zijn de voordelen van vrijhandel diffuus en de kosten geconcentreerd: er is een grote groep van consumenten die profiteert van lagere prijzen van consumptiegoederen, tegenover een kleine groep van producenten die hun winsten en inkomens bedreigd zien worden door intense

globale concurrentie. Die laatste groep heeft dus ook een sterke motivatie bij een politieke mobilisering om haar belangen te vertegenwoordigen. De asymmetrische herverdelende effecten van internationale handel vormen een ideale voedingsbodem voor politieke weerstand tegen globalisering; zelfs al is het totale plaatje geen *zero* maar een *positive sum game*.

Een recente studie van de OESO ondernam een poging om het langetermijnsce­nario voor de globale handel te projecteren tot het jaar 2060. Eén van de belangrijkste conclusies van hun modellen was dat het geografische centrum van de globale handel zal blijven verschuiven van OESO-landen naar niet-OESO-landen, een reflectie van de snellere groei in niet-OESO-landen. Een andere voorspelling van de auteurs was dat sommige landen een grondige wijziging zullen ondergaan in hun exportspecialisering en de daarbij horende onderliggende industriële structuur. De meest significante wijzigingen zouden gebeuren bij ontwikkelingslanden, waardoor die landen zich in de komende decennia anders zullen moeten oriënteren op de wereldeconomie. De toekomstige industriële structuur zou volgens de auteurs bovendien meer gaan lijken op die van de OESO-landen.



Naarmate de industriële structuur van verschillende landen zal convergeren, zou het aandeel van intersectorale handel kunnen afnemen in het voordeel van intra-sectorale handel. Die evolutie is niet nieuw. Denk aan de export van apps ontwikkeld in Silicon Valley naar Zuidoost-Azië en de import van specifieke mobiele IT-systemen ontwikkeld in Indonesië naar de VS. Dit type handel wordt benadrukt binnen de *new trade theory*. Als die nieuwe intra-sectorale handel minder belangrijk zal zijn dan voormalige intersectorale handel, zou het totale volume van de internationale handel in goederen en diensten kunnen afnemen. In dat geval zouden we kunnen spreken van deglobalisering.

Het internationale goederenverkeer lijkt de laatste jaren te vertragen. Sommige analisten zagen hierin het begin van een deglobaliseringsproces; anderen verklaren de afname van de nominale waarde van het internationale goederenverkeer door te wijzen op de daling van primaire grondstofprijzen. Nog een andere mogelijkheid bestaat erin dat het verkeer in internationale diensten

belangrijker wordt dan het internationale verkeer van goederen. De internationale handel in diensten is effectief toegenomen, onder andere door technologische ontwikkelingen. We spreken hier over onder meer callcenters, het verlenen van juridisch advies, het programmeren van software en zelfs sommige medische diensten.



Hoe de toekomstige globalisering er ook zal uitzien, de versnelling die we de laatste decennia meegemaakt hebben, heeft de wereldeconomie ongetwijfeld gestimuleerd en competitiever gemaakt. Zoals vaak in de economie het geval is, was de groei op zich belangrijker dan het absolute niveau van economische integratie dat we bereikt hebben. Aangezien we al een heel eind vooruit gekomen zijn en het pad voor toekomstige globalisering onduidelijk is, is het ook moeilijk te voorspellen of globalisering een belangrijke stimulerende rol zal hebben voor de wereldeconomie in de toekomst. Technologische schokken zouden echter mogelijkheden kunnen bieden voor nieuwe productiviteitswinsten, een snellere groei mogelijk maken en een bron kunnen zijn voor een nieuwe golf van globalisering.

Indien globalisering een tijdelijk fenomeen geweest zou zijn, of een cyclisch fenomeen, hoe zou een fase van deglobalisering er dan uit zien? Een van de interessantere implicaties zou de ont koppeling kunnen zijn tussen de verschillende groei- en recessieperiodes in verschillende regio's van de wereld. Recessies en economische expansiefases zouden dan in verschillende landen op hetzelfde moment kunnen voorkomen, waarbij de vrees voor contaminatie beperkt zou zijn. Economische beleidsmakers zouden kunnen reageren op die verschillende cycli, waarbij monetair en fiscaal beleid nog meer kunnen divergeren dan vandaag al het geval al is. Een cruciaal element dat hier zou meespelen en dat tot dusver buiten beschouwing gelaten werd, is de rol van internationale kapitaalstromen en de financiële globalisering.

### Vrij verkeer van kapitaalstromen

Het zijn niet enkel goederen en diensten die landsgrenzen overschrijden, maar ook kapitaalstromen. Financiële globalisering is een recenter fenomeen dan de globalisering in goederen- en dienstenmarkten. Kapitaalcontroles maakten immers integraal deel uit van de internationale economie na de Tweede Wereldoorlog en het zogenaamde Bretton Woods-systeem. Dat systeem, dat begon na de Tweede Wereldoorlog en eindigde in het begin van de jaren zeventig, belemmerde het vrije

verkeer van kapitaalstromen en de volledige ontwikkeling van de financiële globalisering. Het was pas op het einde van dat systeem in de jaren zeventig dat de financiële globalisering echt op gang kwam.

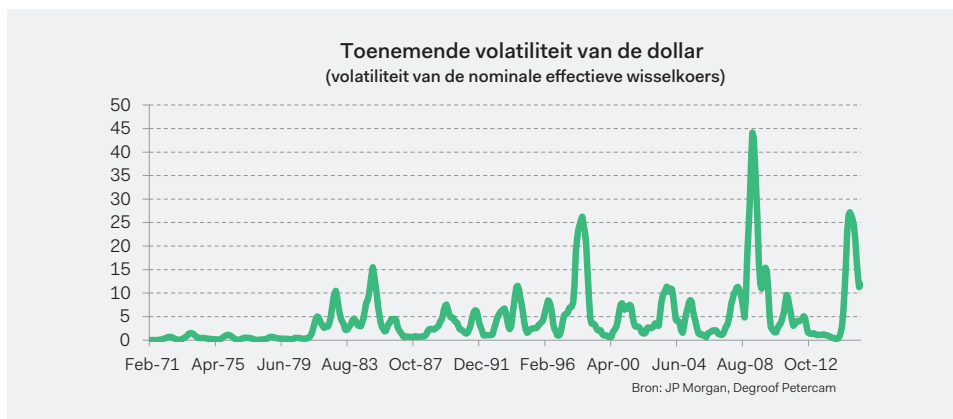
Een essentieel principe om financiële globalisering te begrijpen, is het trilemma van de internationale economie. Het trilemma stelt dat beleidsmakers onmogelijk de volgende drie doelen tegelijk kunnen nastreven: het toelaten van vrije kapitaalstromen, het voeren van een onafhankelijk monetair beleid en het hanteren van een vaste wisselkoers. De drie doelen kunnen wenselijk zijn vanuit macro-economisch standpunt, maar er kunnen slechts twee van de drie tegelijk gekozen worden.



Als een land kiest om haar wisselkoers te fixeren en een onafhankelijk monetair beleid te voeren, dan dient het ook kapitaalcontroles in te voeren. Een vertraging in de binnenlandse economie kan opgevangen worden door het verlagen van de nominale beleidsrente, maar die lagere rentevoeten zullen ook binnenlandse financiële activa minder aantrekkelijk maken. Kapitaalvlucht kan het gevolg zijn. Kapitaalcontroles zijn dan noodzakelijk om de verkoopdruk tegen te gaan. Voor die combinatie werd gekozen in het Bretton Woods-systeem. Beperkingen in het vrije verkeer van kapitaalstromen werden gezien als een kleine prijs die betaald moest worden om te genieten van zowel een onafhankelijk monetair beleid als van vaste wisselkoersen. De voornaamste internationale munten waren toen gekoppeld aan de Amerikaanse dollar en die was op zijn beurt omwisselbaar tegenover een vaste hoeveelheid goud.

Verskillende factoren zorgden ervoor dat het systeem ten einde liep in de jaren zeventig en geleidelijk aan werden kapitaalcontroles verwijderd ten koste van vaste wisselkoersen. De consensus bij beleidsmakers was dat de afwezigheid van kapitaalcontroles internationale kapitaalstromen zou toelaten om te vloeien naar de meest belovende investeringen, ook al bevinden die zich buiten de landsgrenzen. Opkomende landen zouden die middelen kunnen gebruiken om hun groei te financieren. Bovendien zouden investeerders zo de beste rendementen vinden en zouden ze zich beter geografisch kunnen diversifiëren. Dat was in toenemende mate de dominante visie bij beleidsmakers van de jaren tachtig tot de financiële crisis van 2009. Die periode en bijhorende visie wordt ook wel de "Washington consensus" genoemd. Zelfs de meest kritische economen over globalisering, waaronder Nobelprijswinnaar Joseph Stiglitz, erkennen de voordelen van financiële globalisering. Het succes van Oost-Azië is voor grote delen gebaseerd op globalisering, voornamelijk op het gebied van handel, de rol van financiële globalisering voor investeringen en de toegang tot markten en technologie.

De grote keerzijde van de medaille was dat vaste wisselkoersen niet meer houdbaar waren. De volatiliteit van de wisselmarkten groeide en dat was vooral zichtbaar in de wisselkoers van de Amerikaanse dollar, de munt die vandaag nog altijd het meest verhandeld wordt op de wisselmarkten. Niet alleen zien we een algemeen stijgende tendens na een periode van stabiliteit in de jaren zeventig, maar de pieken in de volatiliteit lijken bovendien steeds hoger te gaan.<sup>1</sup>



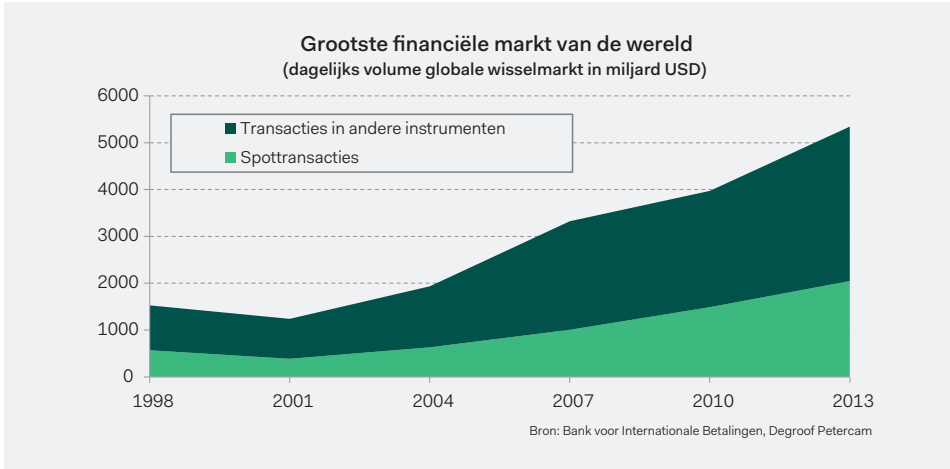
Die stijgende volatiliteit is mogelijk ook een bedreiging voor globalisering omdat die resulteert in een toegenomen wisselrisico. Dat wisselrisico verhoogt de transactiekosten voor internationale transacties en kan zo zorgen voor een afname van het volume van die transacties. De oprichters van het Bretton Woods-systeem zaten al met die bezorgdheid en dat was ook een van de motieven voor de oprichting van de eenheidsmunt in de eurozone.

Naast de volatiliteit is de omvang van de wisselmarkt een ander opmerkelijk aspect. De internationale deviezenmarkt is de grootste financiële markt van de wereld.

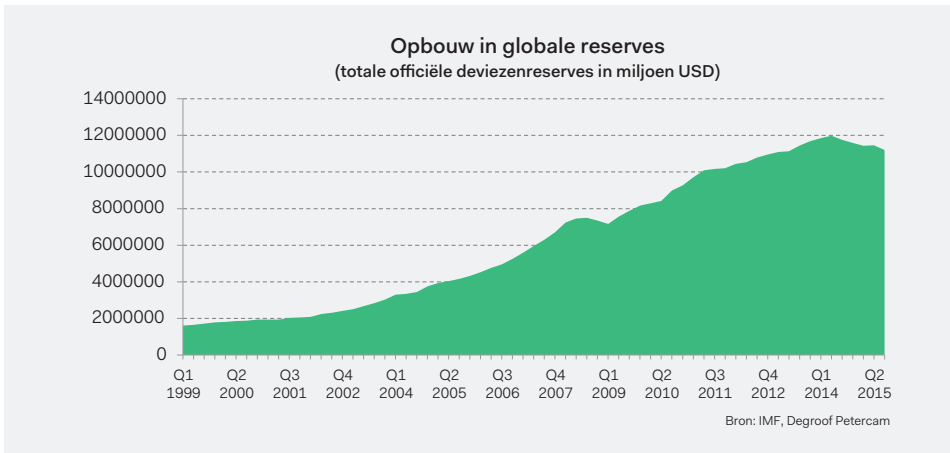
Om de drie jaar doet de Bank voor Internationale Betalingen (BIB), de bank voor de centrale banken, een *survey* over de staat van de internationale wisselmarkten. In haar laatste *survey* toont ze aan dat het dagelijks volume op de globale wisselmarkten gegroeid is tot meer dan 5.000 miljard dollar in 2013, terwijl het jaarlijks volume voor internationale handel in goederen en diensten 4.500 miljard dollar betrof. Het internationale handelsverkeer is dus verre van de enige verantwoordelijke voor de grote volumes van munten die verhandeld worden. Het betreft zowel de spotmarkt voor deviezen (de contante markt) voor onmiddellijke aan- of verkopen van een bepaalde munt voor een andere munt, als de markt voor andere wisselmarkt-instrumenten.<sup>2</sup> Een grote bestaansreden van die markt is het indekken van het wisselrisico: bedrijven, financiële instellingen, investeringsfondsen, centrale banken, overheden en individuele beleggers maken gebruik van zulke instrumenten om zo hun wisselrisico in te dekken, tegen een zekere kostprijs.

<sup>1</sup> De nominale *effectieve* wisselkoers van de dollar is een gewogen gemiddelde van de verschillende wisselkoersen tegenover de dollar, waarbij de gewichten proportioneel zijn aan het belang van de handel met de VS.

<sup>2</sup> Deze laatste markt omvat *forwards*, *swaps* en andere financiële instrumenten die afgeleid zijn van de deviezenmarkten.

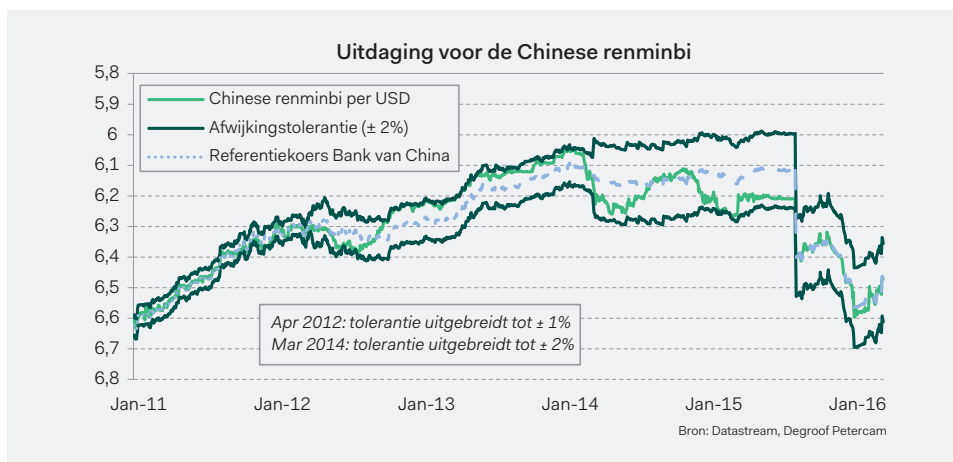


Om toch wat controle te krijgen op de wisselkoersen van hun munten, hebben vele centrale banken en overheden buitenlandse reserves aangelegd die ze kunnen verkopen om hun eigen munt te ondersteunen, als ze dat nodig achten. Die officiële reserves zijn een andere indicator voor het wisselkoersrisico dat het globale financiële systeem kenmerkt. Volgens het IMF bereikte het totale volume van internationale reserves de kaap van 12 biljoen dollar (een 12 met 12 nullen) in het begin van 2014.



De instabiliteit van wisselkoersen, enkele crisissen in opkomende markten en de teleurstellende economische groeicijfers in sommige landen waar kapitaalcontroles verwijderd werden, hebben verschillende kritieken gevoed op financiële globalisering bij sommige economen, onder wie Dani Rodrik, Jagdish Bhagwati en Joseph Stiglitz. Andere economen argumenteren dat financiële globalisering, naast de directe voordelen ook een bron is van "collaterale voordelen" die zich niet rechtstreeks op korte termijn in economische groei vertalen. Zo stelt de Amerikaanse econoom Kenneth Rogoff dat financiële globalisering kan zorgen voor gezondere binnenlandse financiële sectoren, discipline oplegt aan het macro-economische beleid en de publieke en private *governance* in een land versterkt.

Econoom Dani Rodrik staat sceptisch tegenover financiële globalisering en ijvert voor een globalisering die meer op het Bretton Woods-systeem lijkt. Om het succes van dat soort model te staven, verwijst hij naar het voorbeeld van China. China beschouwde vrije kapitaalstromen en een vlottende wisselkoers niet geschikt voor haar ontwikkeling, en realiseerde haar economische succes zonder die elementen. De laatste jaren onderneemt het echter toch pogingen om zich open te stellen voor de rest van de wereld en haar kapitaalcontroles af te bouwen. Zoals we eerder gezien hebben, stelt het trilemma van de internationale economie dat dit, indien de Chinese autoriteiten het onafhankelijk monetair beleid willen behouden, enkel gepaard kan gaan met een flexibelere wisselkoers. Recent waren we nog getuige van die moeilijke oefening en zagen we enkele schokken in de koers van de Chinese renminbi tegenover de Amerikaanse dollar.

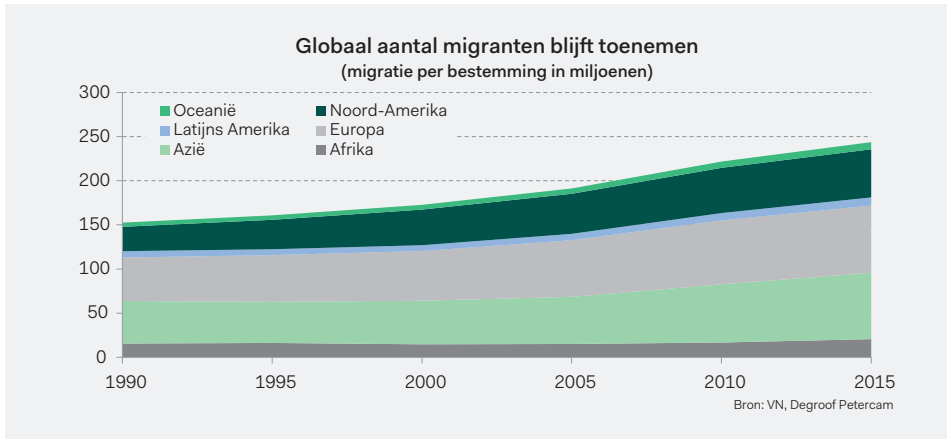


De toekomst van de financiële globalisering heeft, in tegenstelling tot de globalisering in handel in goederen en diensten, geen historische precedenten. Echter, de instabiliteit van wisselkoersen, enkele crisissen in opkomende markten en teleurstellende resultaten in sommige landen tonen aan dat de toekomst van financiële globalisering niet volledig duidelijk is. De laatste jaren zagen we zelfs soms kapitaalcontroles opduiken als een macroprudentieel instrument om financiële instabiliteit tegen te gaan. Het IMF bevestigt dat ook en heeft haar positie ten aanzien van kapitaalcontroles minstens gedeeltelijk gewijzigd. Net zoals de globalisering van goederen en diensten lijkt financiële globalisering dan ook niet noodzakelijk een onomkeerbaar en permanent fenomeen.

### Vrij verkeer van arbeid

Naast goederen, diensten en kapitaal omvat economische globalisering ook de internationale mobiliteit van arbeid. De globale migratie neemt relatief traag toe. Volgens de VN is het globale aantal migranten als een percentage van de wereldbevolking gestegen van 2,6% in 1960 tot 3,3% in 2015. Het aantal migranten per capita groeit niet overal evenredig. Zo blijkt uit de cijfers van de VN dat Oceanië, Noord-Amerika en Europa de grootste aantallen migranten hebben tegenover hun respectievelijke bevolkingsaantallen.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> In 2015 was het aantal migranten als een % van de totale populatie 20,6% voor Oceanië, 15,2% voor Noord-Amerika en 10,3% voor Europa. Het mondiale gemiddelde ligt op 3,3%.



Hoewel de absolute aantallen van migranten aanzienlijk toegenomen zijn, zijn de groeicijfers substantieel lager dan de groeicijfers van het internationale verkeer in goederen, diensten en kapitaal. De relatief lage internationale arbeidsmobiliteit, zelfs binnen landen of binnen eengemaakte markten (zoals de EU), zorgt ervoor dat er nog een grote mismatch bestaat tussen het aanbod en de huidige en toekomstige vraag naar arbeid.

Internationale migratie zal waarschijnlijk toenemen in de komende jaren wegens demografische evoluties in opkomende landen en een stijgende vraag naar arbeid in geïndustrialiseerde landen door de vergrijzing van de bevolking. De OESO voorspelt namelijk dat geïndustrialiseerde landen te maken zullen krijgen met een veroudering van de bevolking, kleinere jeugdcohorten en een grote babyboomgeneratie die langzaam aan de arbeidsmarkt verlaat.

Bovendien zal de divergentie tussen de groei van opkomende landen en geïndustrialiseerde landen een groot deel van de toekomstige economische migratie kunnen verklaren. Traditionele migratiepatronen kunnen wijzigen, waarbij de vraag naar werk in bepaalde opkomende landen zal toenemen doordat we ook in sommige van die opkomende landen een vergrijzing van de bevolking zullen zien. Bovendien stijgen sommige landen in de globale waardeketen en zijn ze in toenemende mate betrokken bij onderzoek en ontwikkeling. Opkomende markten zullen daarom in toenemende mate concurreren in de globale "jacht naar talent".

De focus van globale migratiepatronen dient ook niet altijd bij hoogopgeleiden te liggen. In vele OESO-landen stijgt de vraag naar laaggeschoolde werkkrachten in sectoren zoals de landbouw-, de bouw- en de zorgsector.

Naast economische factoren zijn migratiepatronen uiteraard ook beïnvloed door politieke en omgevingsfactoren zoals klimaatverandering. Die factoren kunnen de doorslaggevende factor zijn in de beslissing om in het buitenland te gaan werken en eventueel er permanent te blijven. De huidige migratie-influx die Europa kent, gemotiveerd door toegenomen politieke spanningen en oorlog in het Midden-Oosten, kan een potentiële bron zijn om de mismatch tussen vraag en aanbod in Europese arbeidsmarkten beter in balans te brengen. Een betere integratie in de Europese arbeidsmarkten is hiervoor noodzakelijk.

Een verhoging van de arbeidsmobiliteit lijkt één van de grote uitdagingen van toekomstige globalisering, die mogelijk ook de meeste economische voordelen kan opleveren in de vorm van hogere groei, minder werkloosheid en competitievere economieën. Bovendien kunnen nieuwe technologieën, die migranten toelaten om beter geconnecteerd te blijven met hun thuisland, de barrières verlagen om de stap naar het buitenland te zetten.



## Instituties

Een belangrijke stroming in het onderzoek naar globalisering benadrukt het belang van instituties. Globalisering heeft regels nodig en die regels kunnen geleverd worden door instituties. Het gaat hier niet zozeer over internationale instellingen en gerechtshoven, hoewel het belang van uitgebreide, duidelijke en afdwingbare regels ook toeneemt naarmate economieën groeien en geografische mobiliteit toeneemt.

Amerikaans econoom Barry Eichengreen verwijst naar de goudstandaard als een “sociaal geconstrueerde institutie” die de transactiekosten voor internationale handel tijdens de eerste golf van globalisering aanzienlijk verlaagde. Een andere Amerikaanse econoom, Frederic Mishkin, benadrukt dat globalisering in opkomende landen alleen kan functioneren door “goede instituties”, die eigendomsrechten promoten zoals een goede werking van de rechtsorde, bescherming tegen ontelingen door de overheid en de afwezigheid van corruptie.

Instituties zouden een reden kunnen zijn waarom de economische crisis van 2009, ondanks de scherpe daling in internationale handel, niet zorgde voor dezelfde protectionistische reactie zoals in de jaren dertig. Niet alleen zijn er internationale instituties die tariefverhogingen verbieden; er zijn ook vele nationale instituties die door hun sociale voorzieningen de vraag naar drastischere maatregelen, zoals tariefverhogingen, hebben doen verminderen.

De voornaamste internationale instituties die de naoorlogse globaliseringsgolf geschapen hebben, zijn het Internationaal Monetair Fonds (IMF), de Wereldbank en de Wereldhandelsorganisatie (World Trade Organisation of WTO). Het IMF en de Wereldbank werden opgericht na de Tweede Wereldoorlog tijdens de Bretton Woods-conferentie. Het IMF heeft als doelstelling internationale monetaire samenwerking te bewerkstelligen, internationale handel te faciliteren, duurzame economische groei te bevorderen en steunprogramma's te voorzien voor landen die kampen met problemen met hun betalingsbalans. De Wereldbank heeft de bestrijding van armoede als doelstelling. De WTO is gegroeid uit de organisatie rond het *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT) na de onderhandelingsronde van Uruguay in de jaren negentig, en heeft als doelstelling om internationale handelsakkoorden te bewerkstelligen en de globale internationale handel in goederen en diensten te stimuleren.

De huidige onderhandelingsronde van de WTO, de Doha-ronde, heeft sinds haar start in 2001 niet veel successen geboekt. De wereldeconomie is zo volatiel geworden dat landen minder gemotiveerd zijn om hun binnenlandse economie open te stellen aan mogelijke adverse schokken die gepaard gaan met een nieuw diepgaand globaal handelsakkoord. Het resultaat hiervan is dat tegenwoordig de *de facto* belangrijkste institutionele drijfveren de preferentiële en regionale handelsakkoorden zijn. Het zijn die selectieve akkoorden, die buiten het raamwerk van de WTO vallen, die de evolutie van de globalisering van de wereldeconomie sterk beïnvloed hebben in de laatste jaren. De VS zijn betrokken in twee recente en veelbesproken akkoorden: het Trans-Pacifisch Partnerschap (TPP) met de landen van het Pacific-rim gebied en het Trans-Atlantisch- en Investeringsverdrag (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*, TTIP) met de EU.

Zulke verdragen gaan over meer dan enkel internationale handel in goederen: diensten, investeringen, telecommunicatie en digitale economie zijn typische onderwerpen die ook besproken worden. Het internationaal verkeer van goederen is relatief vrij, zeker tussen de EU en de VS, maar er zijn nog vele grenzen voor bijvoorbeeld het internationale dataverkeer. De inhoudelijke wijzigingen van die internationale akkoorden reflecteren de grenzen en uitdagingen voor toekomstige globalisering, die niet alleen van praktische aard maar ook van politieke aard kunnen zijn. Globalisering is een politiek gevoelig onderwerp en misschien zijn die politieke grenzen wel de belangrijkste grenzen voor globalisering. De instituties die globalisering toekomen, zijn dan ook onvermijdelijk poli-



Het is moeilijk te voorspellen of globalisering een belangrijke stimulerende rol zal hebben voor de wereldeconomie in de toekomst. Technologische schokken zouden echter mogelijkheden kunnen bieden voor nieuwe productiviteitswinsten, een snellere groei mogelijk maken en een bron kunnen zijn voor een nieuwe golf van globalisering.

De toekomst van de financiële globalisering heeft, in tegenstelling tot de globalisering van handel in goederen en diensten, geen historische precedënten. Echter, de immense instabiliteit van wisselkoersen, enkele crisissen in opkomende markten en teleurstellende resultaten in sommige landen tonen aan dat de toekomst van financiële globalisering ook niet volledig duidelijk is.

Een verhoging van de arbeidsmobiliteit lijkt een van de grote uitdagingen van toekomstige globalisering, die mogelijk ook de meeste economische voordelen kan opleveren in de vorm van grotere groei, minder werkloosheid en competitievere economieën.

Ten slotte heeft globalisering regels nodig en die regels kunnen geleverd worden door instituties. Het is een politiek gevoelig onderwerp en misschien zijn de politieke grenzen wel de belangrijkste grenzen voor toekomstige globalisering. De instituties die globalisering toekomen, zullen hoe dan ook onvermijdelijk politiek beïnvloed zijn en een democratische besluitvorming dient hierbij op een of andere manier een centrale rol te spelen.

### Referenties

BANK VOOR INTERNATIONALE BETALINGEN, *Triennial Central Survey of foreign exchange*, 2013.

CHATEAU, J., FONTAGNÉ, L., FOURÉ, J., JOHANSSON, Å. en OLABERRÍA, E., "Trade Pattern in the 2060 World Economy" in *OECD Journal: Economic Studies*, 2015.

EICHENGREEN, B., *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press, 2008.

FRIEDMAN, T.L., *The Lexus and the Olive Tree*, New York, Anchor Books, 2000.

GROS, D., *The End of Globalization?*, Centre for European Policy Studies, 2016.

HECKSCHER, E.F., OHLIN, B., FLAM, H. en FLANDERS, M.J., *Heckscher-Ohlin Trade Theory*, Cambridge, MIT press, 1991.

KEYNES, J.M., *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt, Brace, and Howe, Inc., 1920.

MISHKIN, F.S., "Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization" in *IMF Staff Working Papers*, 56, 2009.

OESO, *Connecting with Emigrants: A Global Profile of Diasporas*, OECD Publishing, 2012.

PRASAD, E., ROGOFF, K., KOSE, M.A. en WEI, S., "Financial Globalization and Economic Policies", in *Brookings Global Economy and Development Working Paper*, 34, 2009.

RICARDO, D., *The principles of political economy and taxation*, Londen, J.M Dent & Sons, 1911.

RODRIG, D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, New York, W.W. Norton & Company Inc., 2012.

UN, *International Migration Report*, 2015.



# Groeiende schuld of schuld door groei?

Thomas Van Rompuy

“Leve æs alienum debitorem facit, grave inimicum.”

“Een kleine schuld maakt van iemand een schuldenaar,  
een grote schuld een vijand.”

(Seneca)

Schuld is sinds mensenheugenis een centraal begrip in onze samenleving. Of het nu gaat over schuld & boete binnen de ethica of over schuld in de vorm van een financiële verplichting tussen twee partijen. Het ethische is daarbij niet altijd te onderscheiden van het economische. Zo is geld uitlenen aan een andere persoon een motie van vertrouwen in de terugbetalingscapaciteit van de andere.

De ethiek komt in het spel zodra we nadenken over schuldopbouw vanuit het solidariteitsprincipe. Wil onze samenleving, die een hoog niveau van welstand geniet, de schuld financieren van een andere samenleving die een onhoudbaar schuldniveau opgebouwd heeft? Wanneer moet een schuldenaar boetedoening ondergaan en kan hij niet langer rekenen op de solidariteit of het vertrouwen van de schuldstrekker, zelfs als die laatste op lange termijn gebaat is bij een solvabele tegenpartij? Al deze elementen zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden.

In dit artikel willen we inzoomen op:

- Hoeveel schuldopbouw is gezond voor een economie om te groeien en welvarend te zijn, en hoe evolueert deze?
- Vanaf wanneer moet economische groei voorgaan op schuldafbouw/consolidatie? De hamvraag die we dan opwerpen is, hoeveel maatschappelijk draagvlak een overheid moet bezitten om aan schuldafbouw te kunnen doen.
- Hoe is het gesteld met de schuldopbouw en overheidsfinanciën in België?
- Welke lessen kunnen we hieruit trekken?

## (Eigen) schuld?

Vanuit economisch perspectief bekeken, is schuldopbouw een positief gegeven, weliswaar binnen bepaalde limieten. Het aangaan van schulden wil zeggen dat een onderneming, een huishouden of een overheid vertrouwen heeft in de toekomst en erop vertrouwt die schuld binnen een acceptabele termijn te kunnen afbetalen. Schuldopbouw doet de economie draaien. Overheden geven geld uit, huishoudens consumeren en kopen vastgoed aan, terwijl ondernemingen investeren en risico's nemen. Al die ingrediënten ondersteunen de economie en wakkeren inflatie aan.

Natuurlijk zijn er grenzen aan het heilige manna van de schuldopbouw. Schuldopbouw is enkel houdbaar zolang er solvabele schuldenaren zijn. Zodra insolvabele tegenpartijen schulden beginnen op te stappelen, ontstaan er onevenwichten.

Dat is gedeeltelijk een verklaring voor de financieel economische crisis die de westerse samenleving heeft ervaren in 2008. Te veel krediet werd verstrekt aan tegenpartijen die deze niet konden terugbetalen. Een dergelijk systeem kan blijven draaien zolang men schulden verder kan verplaatsen in de ketting. Op een gegeven ogenblik is er echter niemand meer om de schuld aan door te verkopen.

Het is dan ook niet toevallig dat de financieel-economische crisis uitmondde in de schuldencrisis van de eurozone. De schuld van een samenleving moet immers gecumuleerd bekeken worden. Het is de optelsom van schulden bij de huishoudens, ondernemingen en de overheid.

Wat we al te vaak zien, is dat de privéondernemingen en huishoudens schuld opbouwen die zich kanaliseert via het bankwezen. Als het schuldniveau niet langer houdbaar blijkt omdat te veel schuldenaren niet langer in staat zijn die schulden af te lossen, dreigt het bankwezen en, in haar kielzog, de gehele economie daaraan ten onder te gaan. Op dat ogenblik zal bij hoogontwikkelde economieën de overheid een groot stuk van die schuld op zich nemen door kapitaal te verschaffen aan de banken zodat die overeind blijven. De schuld schuift dus op in de ketting.

Aan het einde van de ketting staat de overheid. Als de overheid die schuld niet op zich neemt, dreigt de economie in recessie te verzeilen. In een dergelijk scenario zouden banken failliet gaan en samen met hen zouden de spaargelden verdwijnen die ze aanhouden voor huishoudens en ondernemingen. Het financieel vermogen van heel wat burgers verdwijnt wat een enorme schok in het economisch weefsel met zich meebrengt. Het resterende kapitaal trekt dan, als reactie, massaal weg uit die economie om niet hetzelfde lot te ondergaan.

Een overheid die daartegenover excessieve schuldopbouw wel voor een stuk overneemt, en parallel een geloofwaardig budgettair beleid blijft voeren, kan sneller het vertrouwen in de markten herstellen. De overheid stelt zich hier op als *lender of last resort* en moet voldoende vertrouwen genieten bij de kapitaalmarkten om haar schulden te kunnen afbetalen of te hernieuwen op termijn.

In zo'n situatie moet de overheid een traject van budgettaire orthodoxie nastreven om de staatschuld terug binnen de perken te krijgen. Een overheid die dan weer te streng is, door bijvoorbeeld de belastingen op te drijven en de investeringen te verminderen, kan de economische groei in haar land ondermijnen. Dan zal de schuld proportioneel blijven toenemen omdat de economie krimpt voor eenzelfde, of zelfs nog stijgende, schuldgraad.

Maar waar liggen de grenzen nu? Als we terugkijken naar de opstartfase van de eurozone, zijn de toenmalige Maastrichtnormen opgesteld en daarna ingevoerd via het stabiliteits- en groeipact. De normen om te kunnen toetreden tot de eurozone waren enerzijds een begrotingsdeficit dat hoger dan 3% van het bbp mocht uitkomen en anderzijds een overheidsschuld die boven de 60% van het bbp mocht uitstijgen.

Zoals bekend, werden die normen door veel van de toegetreden lidstaten van de eurozone, waaronder België, niet gehaald. De belofte van die lidstaten lag erin dat zij een traject navolgden van budgettaire sanering en publieke schuldafbouw. Eenmaal de eurozone een feit was en de rentestanden harmoniseerden tussen de deelnemende landen, werd er in bepaalde lidstaten massaal schuld aangegaan door overheid en privé.

“Op een gegeven ogenblik is er echter niemand meer om de schuld aan door te verkopen.”

## “Catch-22” van de schuld?

Maar hoe staat onze mondiale economie er vandaag voor op vlak van schuldopbouw? Hebben we allen intussen de juiste lessen getrokken?

We zien dat de schuldgraad van de huishoudens in de VS en in de eurozone sinds kort aan het dalen is. Zo evolueerde de totale private schuld in de VS van rond de 100% van het bbp in 2009 naar circa 85% midden 2015. De private schuld evolueerde in dezelfde periode in de eurozone van circa 65% naar 60%. Dit saneringseffect is een gevolg van de financieel-economische crisis. Een patiënt die net een hartaanval door toedoen van slechte voeding overleefd heeft, probeert ook zijn levensstijl stap per stap aan te passen.

Onhoudbare schuld niveaus werden afgebouwd wat een remmend effect heeft op de economie. De ontwikkelde economieën tuimelden na 2008 hierdoor in een recessie en de overheden namen een stuk van de ongezonde schuldopbouw op zich, bijvoorbeeld via verscheidene bankenreddingen.

Om die exponentieel toegenomen overheidsschuld onder controle te houden en te vermijden dat natiestaten failliet zouden gaan, werden verscheidene mechanismen opgezet op niveau van de eurozone. Zo werden *backstops* geïnstalleerd, zoals het *European Stability Mechanism* of in de toekomst het *European Resolution Fund*, om noodlijdende lidstaten en banken van liquiditeiten te voorzien. Ook werden banken gevraagd, de schulden van noodlijdende lidstaten gedeeltelijk kwijt te schelden (de zogenaamde *haircut*). Daarna begon ook de ECB geleidelijk aan met de opzet van inkoopprogramma's om zo de rentevoeten op de uitstaande schuld niveaus te doen dalen, en het vertrouwen in de markt te herstellen.

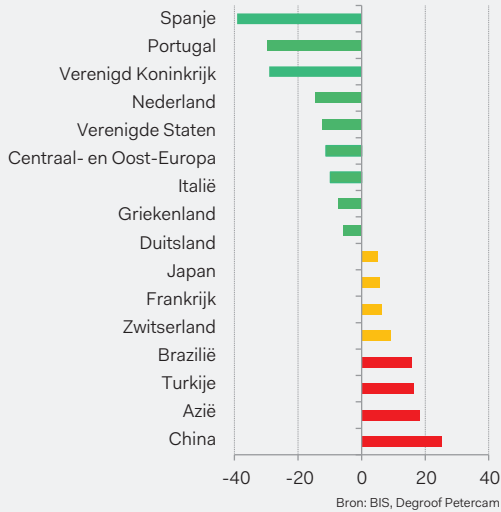
De eurozone probeert sinds 2008 wanhopig te geraken uit de wurggreep van schuldopbouw. Als de overheid de schuld van de privésector overneemt, staat haar *credit rating* op het spel en dreigt haar kost om de publieke schuld te financieren, onhoudbaar te worden. Daarom moet de overheid een orthodox begrotingsbeleid voeren die dan op zichzelf weer dreigt de groei onderuit te halen. Groei die noodzakelijk is om de schuld af te bouwen.

Terwijl de eurozone stilaan probeert uit dit moeras te geraken, werd er lange tijd met veel bewondering gekeken naar groeilanden (onder andere China, India, Brazilië en Rusland) die wel competitiviteit en dynamisme vertoonden in tegenstelling tot “het oude continent”. Recente evoluties tonen aan dat zelfs die groeilanden maar een zekere graad van schuldopbouw aankunnen. Ook hier bestaat dus het risico op overdreven kredietexpansie.

Zo geeft de indicator *credit-to-GDP gap* de trendmatige opbouw van het schuld niveau in een land weer ten aanzien van zijn economie. De indicator kijkt naar de deviatie van de private schulden ten aanzien van de lange-termijntrend en leert ons vooral iets over het ritme van de schuldopbouw eerder dan over het schuld niveau zelf. Hoe hoger de indicator, hoe hoger het risico op onhoudbare schuld niveaus, wat kan leiden tot een implosie van het lokaal financieel systeem dat hieraan verbonden is. China en Azië noteren donkerrode cijfers voor die indicator, wat geldt als een ernstig flikkerlicht. Ook andere landen die sterke groeicijfers lieten noteren, zoals Brazilië, Turkije en Canada, komen kort bij alarmerende niveaus van schuldtoename. Het zijn landen die recentelijk een sterke afkoeling van hun groeicijfers waarnamen.

China lijkt de kroon te spannen met een *credit-to-GDP gap* ratio van boven de 20%. Andere landen die niet in de volgende tabel opgenomen zijn – zoals Indonesië, Singapore en Thailand – scoorden ook boven de 10%. De studie van de BIS (Bank for International Settlement) toont aan dat in het verleden twee derde van de onderzochte landen die boven de drempel van 10% uitstegen, al na enkele jaren grote bankenspanningen ondervonden.

**Enorm snelle schuldtoename binnen groeielanden**  
(*credit-to-GDP gap* (in %), 2015)



Wanneer we meer specifiek kijken naar de situatie in China dan stellen we een sterke kredietexpansie vast gedreven door zijn banksector die een alsmaar verder verhitte vastgoedmarkt financiert, en lage rentevoeten. Onderstaande grafiek illustreert dit verder.

**Kredietexplosie in China**



Niet toevallig zien we dat China recentelijk worstelt met de draagbaarheid van zijn private schuld-niveau en afnemende investeringen. Niet zozeer het absolute niveau aan schuld in China baart zorgen. De publieke schuldgraad is immers onder controle en kan een stuk hiervan absorberen, maar de snelheid waarmee die schuldgraad toeneemt, is zorgwekkend.



Daartegenover zien we dat eurozonelanden zoals Griekenland, Spanje, Portugal, Nederland, Italië en de VS negatieve cijfers laten noteren op de *credit-to-GDP gap* indicator wat wijst op een trendmatige ommekeer van de schuldopbouw. Sommige lidstaten doen enorme inspanningen om structureel hun niveau aan publieke schuld onder controle te krijgen.

## Besparen vereist maatschappelijk draagvlak

Hoge schuldopbouw is meestal een gevolg van verschillende ingrediënten zoals:

- een heel soepel kredietverleningsbeleid vanuit de banksector;
- een vastgoedmarkt die stijgende prijzen laat noteren en aldus de schuldgraad in de economie doet toenemen;
- zeer lage marktrentevoeten die krediet goedkoop maken.

Op een gegeven moment kan de economie die schuldgraad niet meer aan en zal de marktdynamiek hier een correctie in doorvoeren. Eenmaal de financiële schok onder controle is en de economie weer bescheiden groeicijfers begint te noteren, moet de doelstelling erin bestaan het schuldniveau af te bouwen of minstens niet verder te laten stijgen.

Waarom lukt dat dan zo moeilijk? De globale schuldgraad neemt bijvoorbeeld nog toe in de eurozone maar dan vooral gedreven door de publieke schuldopbouw die niet langer onder controle is.

Die laatste stap van het saneringsproces is de moeilijkste, omdat dit maatschappelijke, en dus politieke, keuzes inhoudt. Hoeveel willen we van ons huidige welvaartsniveau opgeven om een gezonder economisch weefsel te kunnen nastreven dat op lange termijn competitief is en groei kan produceren? We moeten schuld afbouwen om de toekomstige generaties geen loden erfenis op te zadelen, maar tegelijk is ons economisch "Rijnland"-model gebouwd op de noodzaak tot groei. We moeten saneren in de begroting, maar tegelijk zijn we verplicht te groeien om de vergrijzingskosten en andere sociale verworvenheden te kunnen betalen in een moeilijke demografische context.

Wat een natiestaat echter fundamenteel verschillend maakt van een onderneming of een huishouden, is dat hij niet zomaar de besparingen kan doorvoeren die hij wenst omdat de kiezer hierin het laatste woord heeft. Als de politiek ingrijpende maatregelen moet nemen om het schuldniveau onder controle te houden, moet ze hier voldoende draagvlak en steun voor vinden bij de bevolking. Zo niet stemt de bevolking zijn politieke leiders weg.

Het sleutelwoord in bovenstaande redenering is maatschappelijk draagvlak. De finale dominosteen van een schuldgedreven economie is de overheid en zij kan maar beslissingen nemen binnen het mandaat dat ze van de kiezer ontvangen heeft.

Het bovenstaande kan ook als volgt schematisch voorgesteld worden:



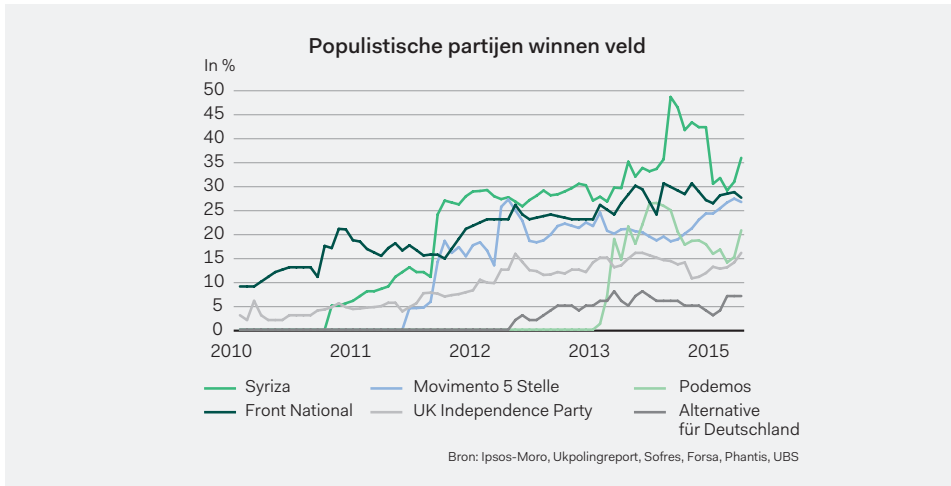
Als het schuldniveau dreigt te ontsporen en daardoor een recessie ontstaat, is voldoende steun bij de bevolking nodig om de overheid toe te staan het schuldniveau terug onder controle te brengen. Alles valt of staat hiermee.

Zo moesten de regeringen in Spanje, Ierland, Italië, Portugal en Griekenland flink snoeien in de overheidsuitgaven om de schuldniveaus onder controle te krijgen en geloofwaardig te blijven bij hun schuldeisers. Niet toevallig werden die landen geconfronteerd met heel wat politieke onrust. Het vereist namelijk sterk politiek leiderschap om een bevolking te overtuigen van de nood aan opofferingen zonder dat er resultaten (zoals economische groei) op korte termijn te verwachten zullen zijn.

Wanneer we even kijken naar de politieke constellatie in Griekenland, komen we tot de vaststelling dat er in zes jaar vier verschillende coalities en eerste ministers geweest zijn. Gaande van Papandreou naar Papedimos naar Samaras tot de huidige Tsipras. Dat komt omdat het hervormingstraject zodanig veel inspanningen vereiste van Griekenland, en het land naar een diepe economische recessie leidde, dat de bevolking altijd maar voor andere leiders koos.

In tijden van besparingen en ontberingen neigt een deel van de samenleving er snel toe om externe "vijanden" te zoeken als verklaring voor de eigen moeilijke situatie. Al gauw zullen dan politieke populistische partijen zich opwerpen met verklaringen dat de huidige problemen veroorzaakt zijn door anderen en dat eenvoudige oplossingen voorhanden zijn. Zodra een samenleving te veel steun vindt voor zulke motieven, hapert het hervormingsproces en blijft de gapende wonde van de onhoudbare schuldniveaus te lang onverzorgd liggen.

Niet toevallig hebben we in de landen die werden opgesomd "opvallende" politieke bewegingen steun zien krijgen, zoals "Gouden Dageraad" in Griekenland, de Vijfsterrenbeweging van Beppe Grillo in Italië of de Podemos partij in Spanje gedreven door de Indignados. De grafiek hierna duidt de evolutie aan van het electorale gewicht van enkele "populistische" politieke partijen doorheen de eurozone over de laatste jaren.



## Vijf minuten politieke moed?

Al te snel wordt het publieke debat rond overheidsfinanciën vandaag herleid tot:

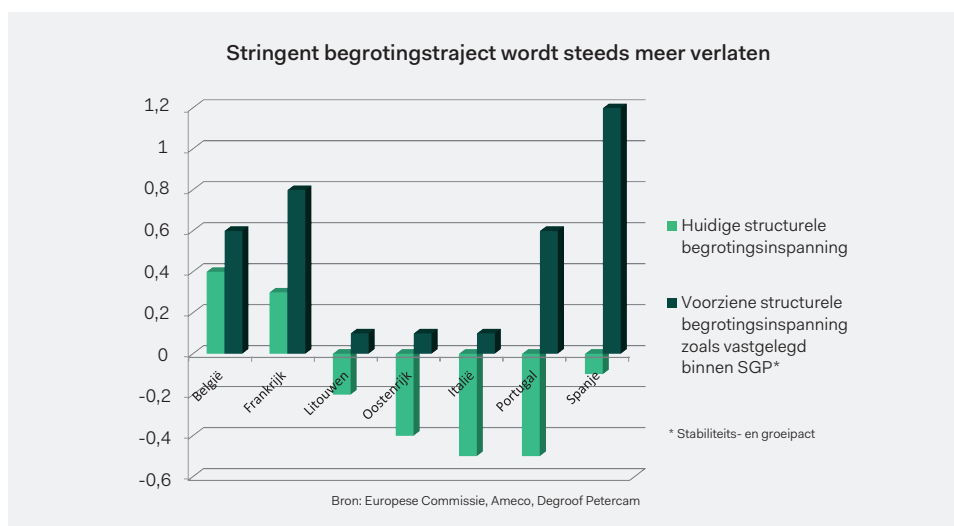
- het patronaat dat louter “moedige beslissingen” wil zien van de beleidsmakers los van of hier draagvlak voor is;
- vakbonden of andere sociaal-economische linkse groeperingen die aangeven dat het steeds de burger is die de eindrekening betaalt, en dat besparingen in lopende overheidsuitgaven dus taboe zijn.

Democratie is de kunst van moeilijke keuzes maken en tegelijk politieke stabiliteit bewaren. Kortom, de kunst van het moedige maar haalbare. Niets is eenvoudiger dan te spreken over de noodzaak aan moeilijke politieke beslissingen om nadien als land in politieke chaos te verzeilen. Dat wist het verkregen resultaat immers uit.

Net daarom is de beste weg altijd deze van de geleidelijkheid. We zijn dit artikel gestart met de melding van de zogenaamde Maastrichtnormen (max. 3% overheidsdeficit en 60% overheidsschuld). Dit zijn doelstellingen die in het huidige economische klimaat binnen de eurozone geheel onrealistisch zijn sinds het uitbreken van de schulden crisis.

Zo noteerden Griekenland, Spanje en Ierland deficits van meer dan 10%. Zelfs Frankrijk heeft begrotingen opgesteld die meer dan 5% in het rood doken. Net door deze realiteit verwaterden de Maastrichtnormen en werden er opvolgingsprogramma's opgezet met de Europese Commissie, waarin trajecten vastgelegd werden om de overheidsfinanciën op termijn onder controle te krijgen. Het doel was – beter laat dan nooit – een zekere begrotingscoherentie te vinden binnen de eurozone.

De doelstelling is om overheden voldoende onder druk te zetten om de noodzakelijke hervormingen door te voeren. Het tempo van die besparingen bepaalt vaak op hoeveel draagvlak ze nog kunnen rekenen bij hun bevolking. Zo zien we dat de Europese Commissie almaar minder stringent staat ten aanzien van mogelijke overschrijdingen van de budgettaire trajecten zoals die worden opgevolgd binnen de *European Semester*. In volgende grafiek geven we de eurozonelidstaten weer die slechts gedeeltelijk of niet voldoen aan het begrotingstraject zoals opgenomen binnen het stabiliteits- en groeipact (SGP) voor 2016.



Zo lijken Oostenrijk, Italië, Litouwen, Spanje en Portugal vandaag een negatieve structurele begrotingsinspanning te leveren in tegenstelling tot wat voorzien en vereist is binnen het traject van het stabiliteits- en groeipact. Waarom lopen deze saneringstrajecten vertraging op, maar nog belangrijker, waarom gaat de Europese Commissie hierin mee? De reden hiervoor is dat de Europese Commissie beseft dat lidstaten op voldoende steun moeten kunnen rekenen bij de bevolking, zoniet kan het besparingstraject nooit gefinaliseerd worden.

De eurozone moet waakzaam zijn dat het spagaat tussen schuldeisende en schuldverlenende lidstaten er niet toe leidt dat het draagvlak voor haar eigen bestaan en instellingen verdwijnt aan beide zijden. Zo won onder meer de Griekse premier Tsipras een referendum in eigen land om het opgelegde saneringstraject te verlaten; zo houdt het VK in juni een referendum over het EU-lidmaatschap; zo stemde Nederland in een referendum tegen een versterkte samenwerking met Oekraïne ... Als het draagvlak wegebt, kan een keuze snel herleid worden tot een toegeving aan de "externe vijand". De problematiek wordt herleid tot de ene of de andere, Vlaming of Waal, Moslim of Christen, Schot of Engelsman ...

We zijn in de eurozone in een *tipping point situation* beland waarbij heel wat lidstaten al enorme besparingsinspanningen leverden. De politieke krachten hebben er echter toe geleid dat in heel wat van die lidstaten de nationale politici met de beschuldigende vinger wezen naar "Europa" voor de opofferingen die gemaakt moesten worden, eerder dan de hand in eigen boezem te steken.

De Europese instellingen worden zich hier altijd maar meer van bewust en versoepelen de saneringstrajecten via allerhande flexibiliteitsclausules. Dat is bedoeld om het maatschappelijk draagvlak meer zuurstof te geven, zodat de saneringstrein niet ontspoorde.

De eurozone ziet voor het eerst sinds lang quasi overall economische groeicijfers. De bedoeling is die groei nu alle mogelijke zuurstof te geven opdat de bevolking en de politieke leiders zouden kunnen aantonen dat er licht is aan het einde van de tunnel en de opofferingen resultaten opleveren. Als we naar ons schematisch overzicht kijken, zien we dat een precair evenwicht noodzakelijk is tussen economische groei, schuldafbouw en maatschappelijk draagvlak om resultaten te bereiken.

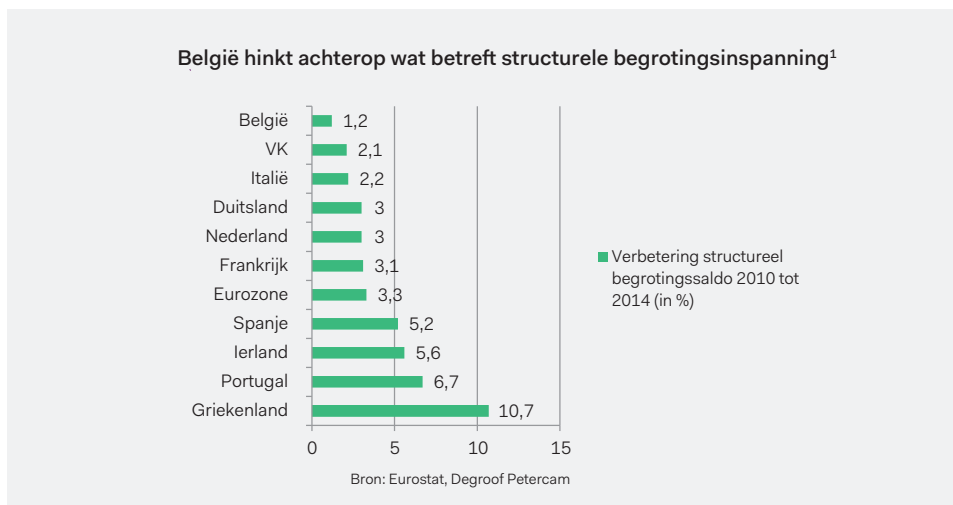
De eurozone staat daarbij de komende jaren voor een existentiële uitdaging. Een uitdaging waarin ze moet zoeken naar een hogere potentiële groeicapaciteit en competitiviteit, een uitdaging om de huidige schuld niveaus onder controle te krijgen binnen moeilijke demografische ontwikkelingen en de uitdaging van een potentiële loskoppeling van het maatschappelijk draagvlak om de juiste moeilijke keuzes te blijven maken. Het traject is zwaar, maar we evolueren gestadig in de juiste richting. De begrotingscijfers geraken stilaan onder controle (onder andere door de lage rentestanden weliswaar), de eurozone noteert groeicijfers, de banksector lijkt stabiel en de private schuldopbouw neemt stilaan af. De vraag is of dat zal volstaan als de economische rugwind van het lage rentebeleid, de mondiale groei en de goedkope energieprijzen zouden wegvallen.

## België besparingsmoe?

We hebben besproken hoe de hoogontwikkelde landen te veel gedreven werden door schuldopbouw en de markten hier een forse halt aan toegeroepen hebben. De overheden namen, als een soort van "*lender of last resort*", heel wat schuld op zich om de economie draaiende te houden en een grote depressie te vermijden.

Vele landen leverden grote inspanningen om hun structureel begrotingssaldo te verbeteren en probeerden tegelijk de private schuldopbouw onder controle te houden. Maar hoe deed België het in dit kader? We stellen vast dat in de periode 2010-14 België een veel minder grote structurele verbetering van het begrotingssaldo doorvoerde dan het eurozonegemiddelde.

België zag ook zijn primair saldo (begrotingscijfer uitgezuiverd van de financieringskost van de overheidsschuld), van rond de +7% bij de eeuwwisseling, jaar op jaar verminderen tot licht negatieve cijfers (-0,1%) voor 2016 (bron: Nationale Bank van België).



## Evolutie schuldgraad privésector?

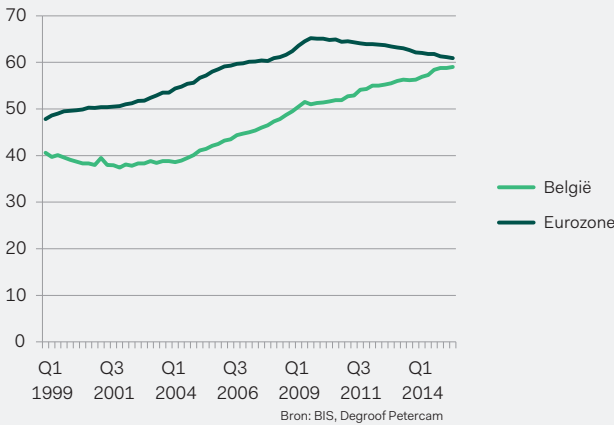
Hoe is de private schuldpositie in België geëvolueerd doorheen het laatste decennium? Het grote verschil ligt er hier in dat België niet zozeer te kampen had met een correctie op de vastgoedmarkt en evenmin met een exploderende private schuldopbouw in het verleden. In België werden we eerder geconfronteerd met enkele grote banken die heel wat slechte (buitenlandse) leningen op de balans hadden staan of met acute liquiditeitsnood kampfden in volle financiële crisis. Het gevolg was dat de overheidssector de banksector te hulp moest schieten.

In België is de private schuldopbouw toegenomen tot op het niveau van de eurozone. Dat is vooral gedreven door de Belgische vastgoedmarkt die niet afgekoeld raakt ondanks de (beperkte) afbouw van fiscale stimuli zoals de woonbonus en de beperkingen die banken invoeren op vlak van hypothecaire kredietverlening. Het lage renteklimaat, de demografische groei (sterk gedreven door immigratie) en de zoektocht naar rendementen (in een lage-renteklimaat) blijft de vastgoedmarkt extra dynamiek geven en de vraag ondersteunen.

We zien aan de verhouding "kredietverlening ten aanzien van het bbp" dat het schuldniveau geleidelijk blijft toenemen. De steeds toenemende schuldgraad – zowel privé als publiek – in combinatie met de zwakke economische groei en stijgende vastgoedprijzen noopt tot waakzaamheid.

<sup>1</sup> Structureel saldo is het gewone begrotingssaldo gecorrigeerd voor conjuncturele factoren.

Schuldopbouw huishoudens  
in België neemt almaar verder toe in tegenstelling tot eurozone



België kent een oplopende private schuldopbouw en moet daarnaast nog een structurele begrotingsinspanning leveren van 3% van het bbp in de periode 2014-18. Dat in een klimaat van een fors oplopende vergrijzingskost en een zwakke potentiële economische groei. Dit zal een nog grotere impact hebben dan wat we tot nu toe gekend hebben, tenzij er geopteerd wordt om het voorziene begrotingstraject te versoepelen of te vertragen. Een optie zou kunnen zijn om het begrotingstekort uit te stellen en gerichte publieke investeringen te doen, die de infrastructuur verbeteren en meer potentiële groei mogelijk maken. In een dergelijke situatie mogen de lopende uitgaven de lopende inkomsten niet overstijgen om de schuldopbouw onder controle te kunnen houden.

Het lijkt er dus op dat België nog heel wat saneringswerk voor de boeg heeft binnen de overheidsfinanciën. Toch zijn er ook positieve elementen te signaleren. Zo stellen we vast dat België opnieuw positieve cijfers op zijn handelsbalans laat noteren. Ook de toekomstige vergrijzingskosten worden aangepakt door hervormingen binnen het Belgisch pensioenstelsel en de loonkosthandicap wordt stelselmatig verkleind. Het aanscherpen van de fundamenten van de Belgische competitiviteit moet zo leiden tot meer economische groei.

## Conclusie

De hoogontwikkelde economieën zitten in een periode waarin ze de schuld niveaus moeten zien af te bouwen of te stabiliseren. De opgebouwde privéschuld is voor een stuk overgeheveld naar de overheidsschuld. De overheden moeten nu door een saneringsoefening en moeten tegelijk hun competitiviteit opkrikken om voldoende groei mogelijk te maken die het welvaartsmodel overeind moet houden.

Dat kan enkel door de weg van de geleidelijkheid te bewandelen en onderweg het maatschappelijk draagvlak niet te verbranden dat hiervoor noodzakelijk is. De Europese Commissie stelt zich niet toevallig altijd maar flexibeler op ten aanzien van de na te streven saneringstrajecten van bepaalde lidstaten. Als ze dat niet doet, dreigt politieke chaos in heel wat lidstaten en zijn de gevolgen veel groter dan het tempo van een besparingstraject. Als het maatschappelijk draagvlak erodeert,

dreigt het electoraat "simpele" oplossingen te verkiezen door de schuld voor de aanwezige problemen te verbinden aan externe elementen. De opkomst van vele populistische partijen in de eurozone maken dat tot een reëel risico.

De hoogontwikkelde economieën lijken zeer gestadig hun schuldniveau onder controle te brengen en versterken opnieuw geleidelijk de economische fundamenteën.

Daartegenover moet België nog een groot stuk van het structurele begrotingstraject afleggen. Dat in combinatie met de hoge overheidsschuld en de toenemende vergrijzingskost leidt ertoe dat België slechts een beperkt investeringsbeleid kan voeren om de groei aan te wakkeren. In België bestaat de kans dat we zullen moeten gewoon worden aan jaren van weliswaar bescheiden economische groei.

Op mondiaal vlak stellen we vast dat heel wat van de groeielanden niet zo robuust zijn als initieel gedacht en zelf ook nog drijven op forse schuldopbouw en kredietexpansie. De vraag is hoe ze met die schuldopbouw zullen omgaan en wanneer zij de overstap naar een mature kennisgedreven markteconomie zullen kunnen maken.

In deze context van lage groei, demografische tegenwind, eroderend maatschappelijk draagvlak en hoge schuld niveaus is de rol van het monetaire beleid meer dan ooit centraal komen te staan. De ECB kan de financieringskost van de overheidsschuld voor eurozonelidstaten verlagen en tegelijk de export aanwakkeren door een lage eurokoers. Zo koopt ze de broodnodige tijd en ruimte voor overheden om moeilijke beslissingen te nemen en de economische fundamenteën te verstevigen. Wie het ECB-beleid louter verbindt aan de inflatiedoelstellingen, onderschat de verantwoordelijkheid die ze moet nemen.

De eindconclusie luidt dat we ons niet mogen laten verleiden tot "eenvoudige" oplossingen of stellingnames ten aanzien van zowel het monetaire beleid, de doortastendheid van politici of onze onderliggende competitiviteit. Altijd moet een evenwicht gevonden worden tussen schuldopbouw, competitiviteit en voldoende maatschappelijk draagvlak. Beslissingen en standpunten moeten gedreven worden door meer dan alleen economische parameters. Wanneer men zich hier niet van bewust is, dreigt de kiezer de vooropgestelde beleidsplannen een halt toe te roepen.

De kunst van het haalbare combineren met een duidelijke visie. Het blijft dansen op een slappe koord.

## Referenties

- BANK VOOR INTERNATIONALE BETALINGEN, *Long series on total credit to the non-financial sectors*, 2016.
- BANK VOOR INTERNATIONALE BETALINGEN, *Quarterly Review International Banking and Financial Market developments*, 2015.
- EUROPESE CENTRALE BANK, *European Financial Stability Review*, 2016.
- EUROPESE COMMISSIE, *Structural balance of general government excluding interest*, 2016.
- EUROPESE COMMISSIE, *Review of draft budgetary plans for 2016*, 2015.
- NATIONALE BANK VAN BELGIË, *Verslag 2015, economische en financiële ontwikkelingen*, 2015.
- UBS, *The Future of Europa*, 2016.





# Voorlopige lessen uit de Grote Financiële Crisis

Hans Bevers

“Theoretical macroeconomic models of one brand or another are very influential. They guide the architects of econometric forecasting models. They shape the thinking of policymakers and their advisers about ‘the way the world works’. They color the views of journalists, managers, teachers, housewives, politicians, and voters. Almost everyone thinks about the economy, tries to understand it, and has opinions on how to improve its performance. Anyone who does so uses a model, even if it is vague and informal.”

(J. Tobin)

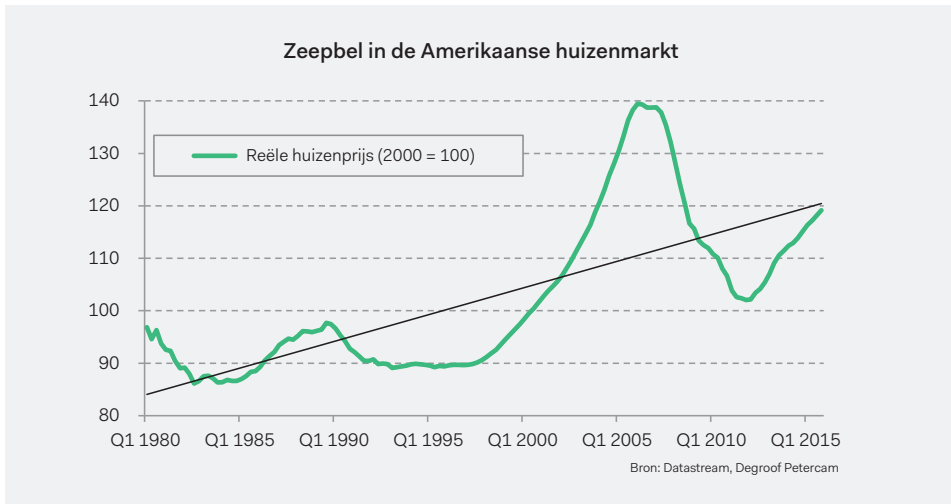
In november 2008, nog geen twee maanden na het faillissement van de Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers, bezocht de Britse koningin Elizabeth de prestigieuze London School of Economics voor de opening van een nieuw gebouw. Verbouwereerd door het tafereel dat zich afspeelde op de internationale financiële markten, vroeg ze aan een van de aanwezige professoren waarom niemand die malaise had zien aankomen.

Er is intussen veel geschreven over de oorzaken van de Grote Financiële Crisis. Algemeen wordt aangenomen dat er meerdere elementen daarvoor verantwoordelijk waren en dat die elkaar bovendien op verschillende manieren beïnvloeden hebben.

Hiertoe behoren onder andere de overdreven private schuldopbouw, onvoldoende kapitaalbuffers bij commerciële banken en de dubieuze rol van kredietratingagentschappen. Maar ook de houding van *moral hazard* bij grote financiële instellingen die zich *too big to fail* waanden, de rol van een te laks monetair beleid in de jaren na het uiteenspatten van de technologiezeepbel en de aanslagen van 9/11 worden veelvuldig geciteerd als belangrijke oorzaken. Hetzelfde geldt voor het fenomeen van globale betalingsbalansonevenwichten met enerzijds grote overschotten in vele opkomende landen en anderzijds tekorten in de VS, het VK en de Europese periferie. Het laatste zou de rente in de deficitlanden verder drukken en zo de waarderingen op de huizenmarkt nog doen oplopen. En wat met de beweringen dat Monica Lewinsky mee aan de basis lag, omdat het seksschandaal ervoor zorgde dat Bill Clinton minder sterk in zijn schoenen stond? Een en ander zou aldus de terugdraaiing van de zogenaamde *Glass Steagall Act*, sinds 1933 in voege om de scheiding tussen commerciële banken en zakenbanken te regelen, in de hand gewerkt hebben. In elk geval, de rol van deregulering in de financiële sector kan maar moeilijk overschat worden.

Anderen plaatsen de voornaamste oorzaak dan weer in een breder maatschappelijk kader en komen uit bij toenemende sociale ongelijkheid tegen de achtergrond van technologische veranderingen, een compleet gespleten politieke realiteit en moeilijker toegang tot onderwijs. De politieke respons op de mogelijke dreiging van sociale instabiliteit was om particuliere kredietverlening op verschillende manieren te faciliteren, of *let them eat credit* zoals voormalig hoofdeconoom van het IMF en huidig gouverneur van de Indiase centrale bank Raghuram Rajan het in 2010 enigszins cynisch verwoordde. Het herverpakken van consumentenkredieten en hypotheeklen door overheidsinstellingen als Fannie May en Freddie Mac om het eigen woningbezit te faciliteren, zijn hier een mooi voorbeeld van.

Hoe is het mogelijk dat slechts weinigen de Grote Financiële Crisis zagen aankomen? Hoe kon het leeglopen van de Amerikaanse huizenmarktzeepbel het wereldwijde financiële systeem besmetten en het kapitalisme op de rand van de afgrond brengen? Hoe kan het dat het globale economische herstel bijna acht jaar na de val van Lehman Brothers nog altijd bijzonder mager oogt en de beleidsrentes van de belangrijkste centrale banken kort bij of zelfs onder 0% noteren? Welke voorlopige economische lessen kunnen uit het voorbijge decennium getrokken worden? Om toekomstige crisismomenten het hoofd te bieden, is het uiteraard belangrijk om die vragen juist te beantwoorden. De bedoeling van dit hoofdstuk is niet om de crisis in al zijn details te analyseren. Wel zal getracht worden om het ruimere beeld te schetsen. De nadruk op het voorlopige karakter is niet onbelangrijk omdat de Grote Recessie nog vele decennia het onderwerp zal vormen van uitgebreid academisch onderzoek. Een definitieve eindbalans zit er om die reden niet in.



## Millennium-voetgangersbrug

Op 10 juni 2000 werd in Londen de Millenniumbrug officieel ingehuldigd. Deze voetgangersbrug verbindt St Paul's Cathedral met het Tate Modern museum aan de overkant van de Theems. Het was de eerste nieuwe brug over de Theems sinds de befaamde Tower Bridge, die op het einde van de 19de eeuw gebouwd werd. Vrijwel onmiddellijk nadat het publiek de nieuwe stalen hangbrug in gebruik nam, begon die zo hevig te trillen dat ze al snel gesloten moest worden. Hoe kon zoiets gebeuren wetende dat er bij het wandelen voornamelijk verticale krachten op de brug uitgeoef-

pend worden en dat ingenieurs dus perfect konden berekenen hoe sterk ze de constructie moesten maken, eens ze de capaciteit van de brug kenden?

Verder studiewerk bracht aan het licht dat bewegingen bij 1 hertz (dus één beweging per seconde) de brug in beweging brachten. Dat lijkt enigszins verrassend, omdat een normaal wandeltempo tegen twee hertz gebeurt (twee bewegingen per seconde waarvan een keer met de linkervoet en een keer met de rechtervoet). Bovendien ging het om horizontale en geen verticale bewegingen. Dat op zich is al een veel langer gekend fenomeen en meteen de reden waarom een groep soldaten stopt met marcheren als ze dit type van brug oversteken. Bij het wandelen wordt namelijk buiten een verticale kracht ook een kleine horizontale kracht op de brug uitgeoefend, simpelweg omdat onze benen licht uit elkaar staan. De gelijke tred van soldaten versterkt die horizontale krachten zodanig dat dit soort brug in beweging gebracht kan worden, tot instortingsgevaar toe.

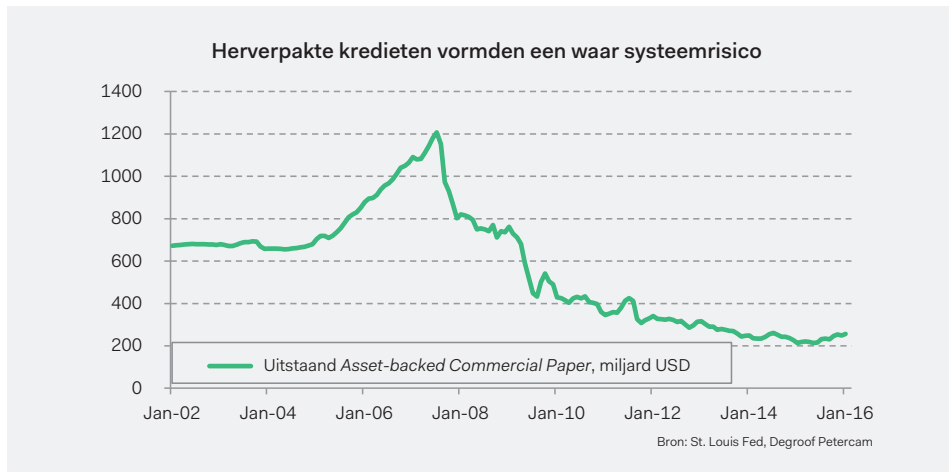
De kans dat een grote groep mensen op een gelijkaardige manier over de brug stapt, kan als zeer laag geschat worden, omdat elke oversteek als een onafhankelijke individuele gebeurtenis beschouwd kan worden. En toch gebeurde het. De aanvankelijk uiterst kleine trillingen werden geleidelijk aan versterkt omdat de massa onbewust in gelijke tred tegen de trillingen in "wilde" stappen, waardoor de trillingen nog heviger werden en de brug uiteindelijk beweging vertoonde. Vervolgens probeerde iedereen net op hetzelfde moment zijn evenwicht te behouden wat het fenomeen nog versterkte en de brug hevig aan het schudden bracht. Het gegeven dat iedereen vanuit individueel standpunt rationeel reageerde, in een poging om het evenwicht te bewaren, maakte de hele situatie dus alleen maar erger en erger. Dat is een interessante vaststelling omdat het een voorbeeld is van een interne schok of een systeemcrisis. Het is duidelijk anders dan als de brug door een externe schok, bijvoorbeeld een aardbeving, in beweging gebracht zou zijn.

Het brengt ons terug bij de vraag van de Britse koningin in november 2008: *why didn't anybody notice?* In juni 2009 kwam een groep vooraanstaande Britse academici, economische journalisten en politici samen op de British Academy om hierover van gedachten te wisselen, wat op zijn beurt leidde tot een brief aan Buckingham Palace.<sup>1</sup> Deze passage willen we u, als lezer, alvast niet onthouden en doet ons sterk terugdenken aan het voorbeeld van de Millenniumbrug.

*[..So where was the problem? Everyone seemed to be doing their own job properly on its own merit. And according to standard measures of success, they were often doing it well. The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast. So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole...]*

Inderdaad, de kern van wat fout ging in 2008, vond zijn oorsprong in de opkomst van het schaduwbankieren. Dat zorgde voor een gigantisch systeemrisico, zodat de crisis uiteindelijk wereldwijde proporties kon aannemen. De vorm was natuurlijk anders, maar toen de muziek uiteindelijk stopte, ging het om weinig meer dan een klassieke *bank run* waarbij financiële instellingen plots weigerden elkaar nog langer krediet te verlenen, omdat ze door al die buitenbalansactiviteiten niet langer wisten aan welke risico's hun traditionele tegenpartijen blootstonden. Het voorgaande laat zien

<sup>1</sup> De brief kunt u lezen op de website van de British Academy: [britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm](http://britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm).



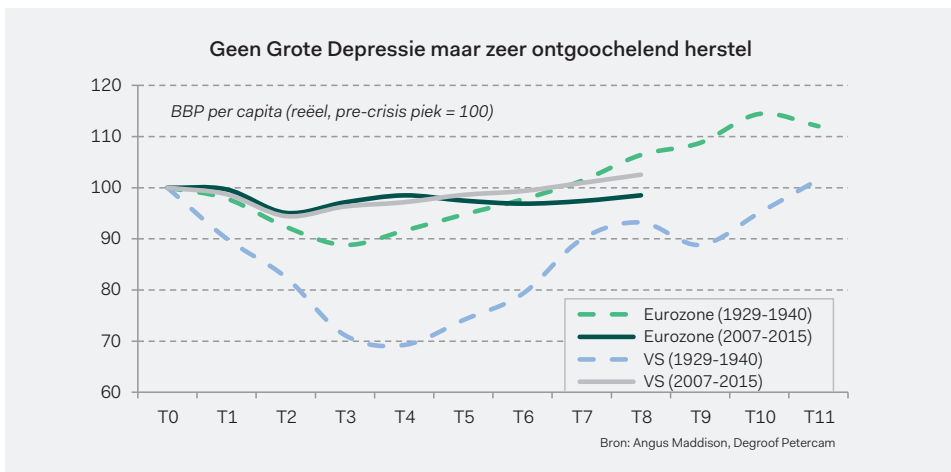
waarom de meeste economen de crisis van 2008 niet zagen aankomen.<sup>2</sup> Eens de omvang van het schaduwbankieren duidelijker werd en de financiële paniek wild om zich heen sloeg na het faillissement van Lehman Brothers, was het natuurlijk niet moeilijk om te begrijpen dat de overgewaardeerde huizenmarkten aan beide kanten van de oceaan in combinatie met de jarenlange opbouw van privéschuld een zware crisis zou nalaten.

Dat deed op zijn beurt de Europese monetaire unie op zijn grondvesten daveren. De eerste grote test voor de muntunie bracht al snel aan het licht dat de fundamenten bijzonder broos waren. Al te veel verbazing hoefde dat overigens niet te wekken. Vele economen hadden hiervoor immers gevreesd en gewaarschuwd nog lang voor de muntunie in 1999 feitelijk van start ging. Hun argumentatie bleek correct. De afwezigheid van een hechte economische en politieke unie zou de euro vroeg of laat in moeilijke papieren brengen. En de *doom-loop* tussen overheden en financiële instellingen toonde bovendien de noodzaak van een bancaire unie.

## Aanpak van de crisis

Wellicht minstens zo belangrijk als de vraag of de Grote Financiële Crisis vermeden kon worden, is de manier waarop economen en beleidsmakers handelden om enerzijds de negatieve gevolgen zo beperkt mogelijk te houden en anderzijds zo snel mogelijk een duurzaam herstel op de been te brengen. Dankzij de lessen uit de jaren dertig van de vorige eeuw kwam het niet tot een herhaling van de Grote Depressie. Karl Marx die in de 19de eeuw de ondergang van het kapitalisme aangekondigd had, kreeg dus opnieuw geen gelijk. De oorzaak lag allicht bij het feit dat de overheid haar stabilisatieopdracht via een expansieve budgettaire en monetaire politiek initieel naar behoren uitvoerde. Fed-gouverneur Ben Bernanke had goed bestudeerd dat het loslaten van de gouden standaard (de koppeling van de geldhoeveelheid aan de hoeveelheid goudreserves) een zeer belangrijke bijdrage geleverd had om de deflatoire situatie in 1933 een halt toe te roepen.

<sup>2</sup> Het klopt natuurlijk niet dat niemand de problemen had zien aankomen, maar dat is hier niet het punt. Vele economen zezen al op de torenhoge waarderingen in de huizenmarkt. Enkelingen vergeleken de nieuwe financiële spijttechnologie met massavernietigingswapens.



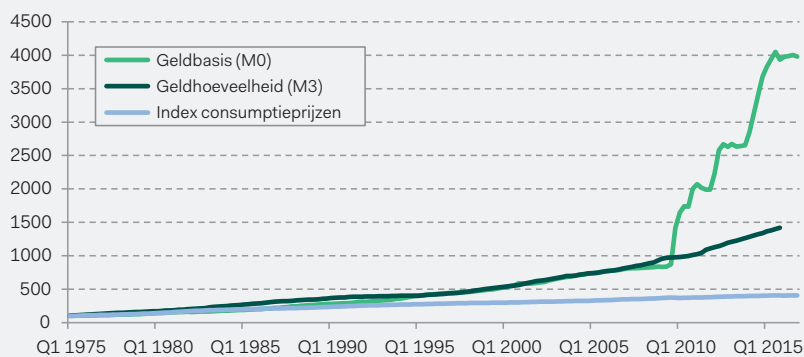
John Maynard Keynes had de tekorten van het kapitalisme goed begrepen, toen hij zijn ideeën in 1936 neerpende in zijn algemene theorie van werkgelegenheid, interest en geld. Wat hem onderscheidde van de klassieke *laissez-faire* economen, zoals Adam Smith, was het inzicht dat de overheid een belangrijke sturende functie had en dat als de economie aan zichzelf overgelaten zou worden, niet noodzakelijk een volledige bezetting van de beschikbare productiefactoren bereikt zou worden. Die visie staat natuurlijk haaks op de gedachten van de klassieke economen die elke stabilisatiefunctie van de overheid afwezen. Overheidsinterventie is voor de klassieke economen dan ook overbodig en zelfs schadelijk, omdat het de vlotte werking van het marktmechanisme belemmert. Flexibele lonen, prijzen en rentevoeten, zo argumenteren zij, zullen ervoor zorgen dat de feitelijke vraag het aanbod ook altijd helemaal opneemt. Werkloosheid is op die manier een voorbijgaand verschijnsel dat zichzelf oplost. Keynes ging hier radicaal tegen in en argumenteerde dat overheidsingrijpen wel degelijk tot een betere uitkomst kon leiden en dat prijzen en lonen onvoldoende flexibel zijn om snel tot een nieuw optimaal evenwicht te komen. Met deregulering als een van de belangrijkste oorzaken van de Grote Recessie en de absolute noodzaak van overheidsinterventie om het kapitalisme te redden, kwam Keynes weer tot leven.

De overheden mogen dan wel een herhaling van de Grote Depressie vermeden hebben, toch bleef de erkenning hiervoor al bij al bescheiden. Denken we bijvoorbeeld aan de open brief aan Fed-voorzitter Ben Bernanke in 2010. Daarin waarschuwden een aantal vooraanstaande denkers voor het risico dat het al te expansieve monetaire beleid snel zou leiden tot een ontwaarding van de Amerikaanse dollar en fors oplopende inflatie. In normale economische tijden is het inderdaad zo dat geldcreatie leidt tot hogere inflatie, omdat de geldbasis en de geldhoeveelheid dan min of meer gelijkmatig toenemen. Maar toch kon ditmaal verwacht worden dat de spectaculaire uitbreiding van de geldbasis de geldhoeveelheid niet zomaar fors zou doen toenemen met hoog oplopende inflatie tot gevolg. De reden lag voor de hand. Kwantitatieve versoepeling zorgde niet voor een snelle stijging van de geldhoeveelheid, omdat het kredietverleningsmechanisme stokte door de balansverkleining bij de financiële kredietverstrekkers maar vooral ook door de zeer lage vraag van bedrijven en consumenten.

Het feit dat de ECB pas in de zomer van 2012 daadkrachtiger begon op te treden, had wellicht ook in belangrijke mate te maken met de eerder aanwezige maar ongegronde vrees dat de inflatie snel uit de hand zou lopen. Daardoor verloor de eurozone veel tijd. De twijfel over de rol van de ECB als

*lender of last resort* werd daarmee enkel groter en zorgde ervoor dat het economische herstel tot dan geen enkele kans kreeg en de crisis acuut bleef.

## Forse verruiming van het Amerikaanse geldaanbod maar amper inflatie



Bron: Datastream, Degroof Petercam

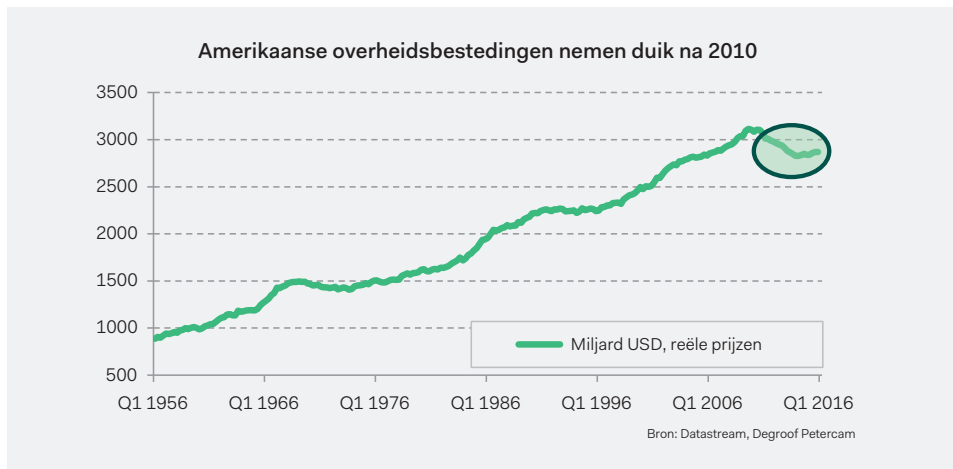
Wellicht kan dat mee verklaren, waarom het herstel in de afgelopen jaren zo matig gebleken is. Meer algemeen kan gesteld worden dat in de afgelopen jaren belangrijke inzichten uit het verleden verloren gegaan zijn.

Een van de belangrijkste lessen uit de post-2008 periode is dat budgettaire besparingen een significante negatieve invloed uitoefenen op de economische activiteit als dat niet simultaan verzacht kan worden door verdere verlaging van de rente. Ook dat was al een langer bekend inzicht. Keynes wist namelijk dat *the boom, not the slump, is the right time for austerity*.

Toch kwamen de Harvard economen Alberto Alesina en Silvia Ardagna in 2009 met de doctrine van "expansieve austeriteit" op de proppen. Hun bevinding dat budgettaire besparingen nauwelijks negatieve en vaak zelfs positieve effecten hebben op de economische activiteit, kreeg veel politieke weerklank. Weinig verrassend greep menig beleidsmaker dit onderzoek gretig aan om budgettaire orthodoxie te rechtvaardigen en door te drukken. Toenmalig voorzitter van de ECB, Jean-Claude Trichet, stelde in juni 2010 dat de idee dat besparingsmaatregelen de groei volledig kunnen fnuiken, fout is en suggereerde dat die het economische herstel alleen maar zouden bespoedigen. Het adagio luidde dat de economische groei vanzelf zou komen door het toegenomen vertrouwen van de private sector in de overheid. Pas laat in 2010 kwam het IMF met tegengestelde bevindingen voor de dag en toonde het aan dat Alesina en Ardagna methodologisch te kort door de bocht gingen. Het IMF vond toen dat een besparingsoefening van 1% van het bbb gemiddeld tot 0,5% minder groei na twee jaar zou leiden en een stijging van de werkloosheidsgraad met drie procentpunt. Het teken van de budgettaire multiplier<sup>3</sup> (0,5) was dus duidelijk positief en niet negatief zoals beide Harvard-economen stelden. Bovendien behoevde de gelijktijdige daling van de rente, via een depreciërende wisselkoers, de economische activiteit veelal voor een verdere daling. Maar omdat er nog amper ruimte is om de rente te verlagen, als die bij nul aanleunt, kan die verzachtende factor zijn rol niet meer spelen, waardoor de budgettaire multiplier nog groter

<sup>3</sup> De budgettaire multiplier geeft weer, hoe groot het effect is van overheidsbestedingen op de economische activiteit. Stel dat de overheid 100 uitgeeft en de economische activiteit stijgt met 50, dan bedraagt de budgettaire multiplier 0,5.

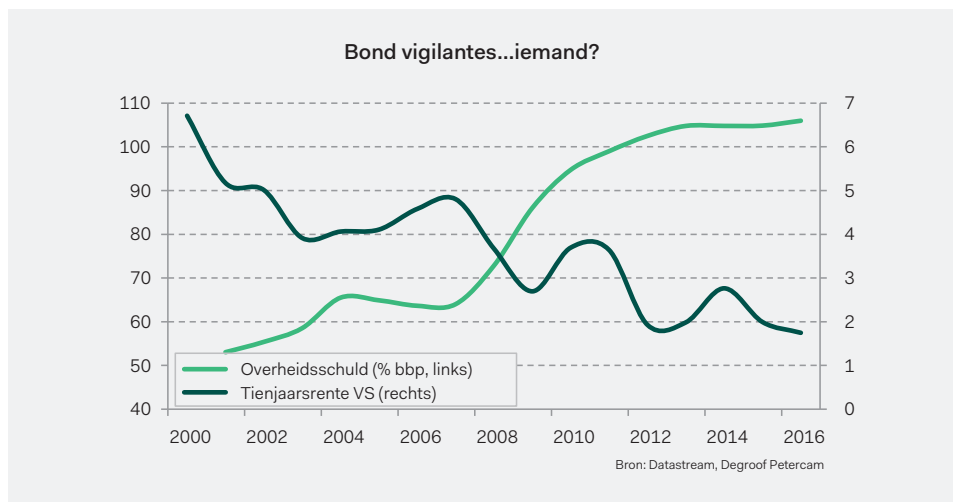
wordt. En als iedereen tegelijk probeert te besparen, mag verwacht worden dat de groei nog meer onder druk komt te staan. Inderdaad, verder IMF-onderzoek in 2012 zou vinden dat de budgettaire multiplier in die periode aanzienlijk groter was.



Wellicht nog invloedrijker dan Alesina en Ardagna waren Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff, de auteurs van de bestseller met de mooie sarcastische titel *This time is different* uit 2009. In dit mees-terwerk geven zij een glashelder overzicht van verschillende types financiële crisissen uit de voor-bije acht eeuwen en tonen ze aan dat een periode van forse schuldoopbouw steevast aan de basis ligt. Beide economen leverden ook overtuigend bewijs dat financiële crisissen, zoals die van 2008, gevolgd worden door een diepe recessie en uitgesponnen periode van lage groei. Verder surfend op hun golf van succes gingen ze vervolgens allicht iets te voortvarend te werk, toen ze stelden dat de economische groei van een land duidelijk negatief beïnvloed wordt, als de overheidsschuld een bepaalde grens overschrijft. Reinhart en Rogoff stelden dat die grens zich bevindt op 90% van het bbp. Die stelling vond andermaal gemakkelijk zijn weg naar de kantoren van beleidsmakers die van mening waren dat er maar best snel werk gemaakt kon worden van het terugdringen van de overheidsschuld. Europese en Amerikaanse politici als Olli Rehn of Paul Ryan sprongen op die kar en lieten niet na die studie herhaaldelijk te citeren om hun haast ideologische besparingsvisie kracht bij te zetten. Bovenstaande grafiek laat zien dat ook de VS een duidelijk restrictief budgettair beleid voerde na 2010. In Europa werd eveneens het belang van een relatief snelle terugkeer naar een budgettair evenwicht keer op keer in de verf gezet. Deels uit noodzaak uiteraard door de afwezigheid van een budgettaire unie, maar evenzeer door het te laat in actie schieten van de ECB. In omstandigheden waarin de economische activiteit nog verder onder het potentieel vertoeft, kun je dat echter bezwaarlijk als goed economisch beleid beschouwen.

Maar het probleem was dat het onderzoekswerk weinig gefundeerd was en dat er een paar belang-rijke fouten in hun rekenbladen gevonden werden die hun resultaat minder robuust maakten. Het is weliswaar zo dat er een negatieve correlatie tussen de hoogte van de publieke schuld en de eco-nomische groei vastgesteld kan worden, maar dat impliceert uiteraard nog geen causaal verband. Inderdaad, het lijkt minstens zo aannemelijk te stellen dat tragere groei tot een hoger schuldniveau leidt. Italië en Japan lijken die visie te bevestigen. In ieder geval bestaat er niet zoiets als een harde schuldbovengrens waarboven de economische groei plotsklaps stopt.

Dat de drie bovenstaande voorbeelden zoveel weerklank vonden bij beleidsmakers en het brede publiek, getuigt van een wijdverspreid deficit aan economisch inzicht en had veel, zoniet alles, te maken met de schrik voor de zogenaamde *bond vigilantes*. Die obligatiebewakers, zo luidt het, zijn zeer kritisch voor de expansieve monetaire en budgettaire politiek van overheden, omdat de inflatie fors zal doen toenemen en de houdbaarheid van de overheidsschuld op die manier op de helling komt te staan. In die redenering schiet de rente dus hoger, omdat de obligatiemarkt een hogere vergoeding wenst voor de toegenomen risico's rond inflatie en publieke schuld.



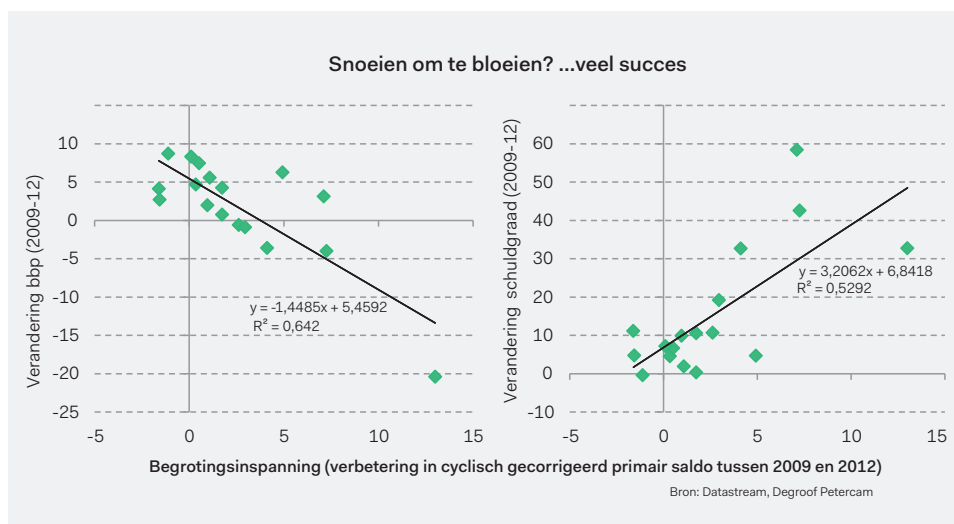
Zelfs vooraanstaande ondernemers en bankiers schreven in 2012 in een open brief aan Obama en de leden van het congres dat de publieke schuldratio maar best snel op een neerwaarts spoor gezet kon worden. Zo niet zou een volgende kredietverlaging volgen en zouden investeerders fors hogere risicopremies vragen. Kortom, een Grieks scenario zou onvermijdelijk zijn. Bovenstaande grafiek laat zien dat die vrees volledig onterecht was, zoals ook redelijker wijs kon verwacht worden. De occasionele periodes van oplopende rentes reflecteerden eerder een ietwat beter economisch momentum en zeker geen vrees voor een faillissement van de Amerikaanse overheid. Ook in eigen land zagen we een eigenaardige reactie bij een aantal economen toen S&P in 2011 de kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid verlaagde, nadat maandenlang geen overeenkomst gevonden kon worden tussen Republikeinen en Democraten met betrekking tot het schuldenplafond en de toekomstige schuldafbouw. In plaats van een "financiële aardbeving van negen op de schaal van Richter" of een "aardverschuiving" waarover sommige waarnemers toen spraken, haalden financiële markten collectief de schouders op.

Het is nog maar de vraag hoe zo iets dan precies in zijn werk zou gaan. Met andere woorden, kunnen de VS of het VK of Japan of elk ander ontwikkeld land dat beschikt over een eigen centrale bank, überhaupt in een Griekenlandscenario terecht komen? Het korte antwoord op die vraag is nee. Omdat die landen over een eigen vlottende munt beschikken, zullen eventuele twijfels over de soevereine kredietwaardigheid zich niet manifesteren via een stijging van de rente. Wat echter wel zal gebeuren, is dat investeerders hun geld naar het buitenland zullen willen transfereren wat uiteraard aanzet geeft tot een depreciatie van de munt. Die depreciatie zal op zijn beurt een positief effect op de economische activiteit hebben, waardoor een negatieve schuldenpiraal voorkomen



kan worden. Dat is inderdaad niet wat we in Griekenland en andere getroffen landen in de periferie zagen. Door de afwezigheid van een eigen centrale bank werden die landen in een slecht evenwicht geduwd, waar ze zonder hulp van buitenaf niet uit konden ontsnappen.

Een van de belangrijkste lessen uit de eurocrisis is dat flexibele wisselkoersen van onschatbare waarde zijn. Als een land nood heeft aan een sterke daling van zijn prijzen en lonen om terug competitief te worden, dan kan dat veel sneller en gemakkelijker bereikt worden door een fikse depreciatie van de munt, dan via een volgehouden pijnlijke interne devaluatie. Want dat laatste weegt natuurlijk zwaar op de groei, zoals we hierboven al eerder beschreven. Het negatieve verband tussen budgettaire sanering en economische groei wordt opnieuw duidelijk uit de hiernavolgende grafiek links. Merk op dat de coëfficiënt van de vergelijking hier -1,4 bedraagt. Voor elke 1% bezuinigingen daalde de economische activiteit dus met 1,4%. Dat stemt overeen met de bevindingen van het IMF dat in oktober 2012 een budgettaire multiplier vond tussen 0,9 en 1,7.



In de nasleep van de Grote Financiële Crisis, een periode die gekenmerkt wordt door de onmogelijkheid om het monetaire beleid nog verder te versoepelen, door een hoge mate van onderbezetting van arbeid en kapitaal en door synchrone besparingsoperaties in vele landen, is het verband dus niet alleen negatief, maar het effect van bezuinigingen op de groei is ook duidelijk groter in vergelijking met normale omstandigheden. Dat staat dus haaks op het concept van "expansieve austeriteit" dat hierboven aangehaald werd. Het hoeft dus evenmin te verbazen dat de schuldratio niet daalde omdat de noemer, de economische activiteit dus, zware klappen kreeg. Het positieve verband geeft aan dat de schuldgraad verder opliep naarmate de begrotingsinspanning doorgevoerd werd.

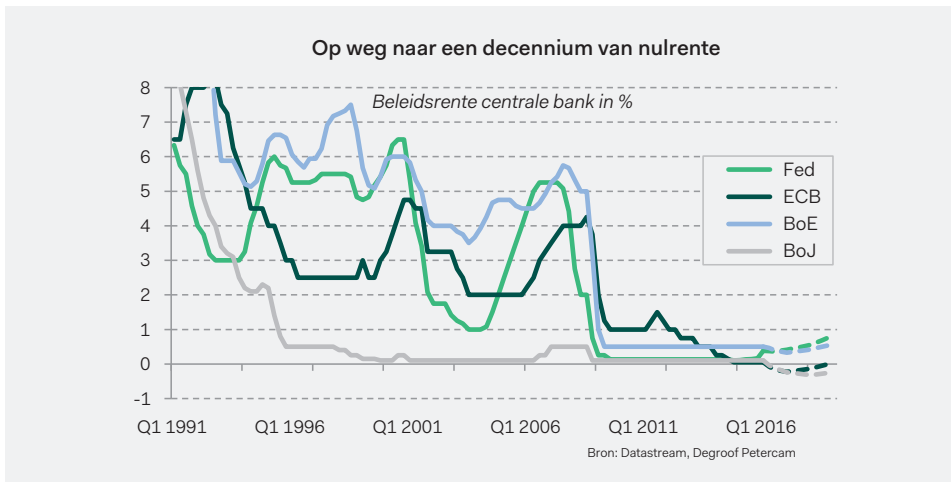
## Economen doen het met modellen

Een belangrijke vraag is of de bevindingen uit voorgaande paragrafen ons moesten verbazen. Economie is uiteraard geen exacte wetenschap, maar toch is het verwonderlijk vast te stellen dat een aantal belangrijke inzichten uit het verleden zo gemakkelijk vergeten of zelfs overboord

gegooid werden. Sommigen hebben de voorbije jaren gepleit voor een radicale ommekeer van het vakgebied. Dat is nochtans een boude en tevens foute redenering. Toegegeven, de slinger is te ver doorgeslagen naar micro-economische concepten en modellen die uitgaan van perfecte rationele gedragingen gebaseerd op volledig beschikbare informatie. Bovendien stroken die modellen zelden met hoe beslissingen in de echte wereld gebeuren. Ook het verwijt dat slechts een minderheid de crisis zag aankomen, is terecht. De toekomst is nu eenmaal onzeker en periodes van *boom en bust* zijn eigen aan het kapitalistische systeem waarin we leven. Dat zal naar de toekomst toe niet anders zijn, en de kans is groot dat de kiemen voor een volgende crisis al gezaaid zijn.

Maar het grote probleem was dus niet dat de modellen om de crisis van de afgelopen jaren beter te begrijpen, niet voorhanden waren. Het probleem was veeleer dat ze vergeten waren of bewust ter zijde geschoven werden. Een beter begrip had ervoor kunnen zorgen dat bepaalde beweringen in een vroeg stadium door de mand zouden vallen; dat grote budgettaire tekorten en onconventionele monetaire stimulusmaatregelen niet zomaar tot fors oplopende interestvoeten en inflatie zouden leiden; dat budgettaire besparingen in die omstandigheden wel degelijk zwaar zouden wegen op de economische groei en dat schulden aangaan om duurzame overheidsinvesteringen te financieren, geen hypotheek leggen op de welvaart van toekomstige generaties. Integendeel.

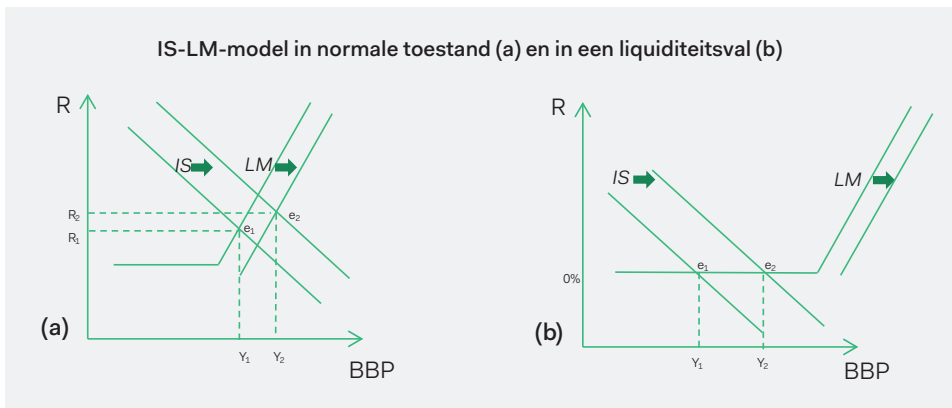
Sinds 2009 hanteren de belangrijkste centrale banken in de westerse wereld beleidsrentes die dicht bij nul aanleunen. Ondanks het feit dat centrale banken met kwantitatieve versoepelingsmaatregelen hun balansen met ettelijke triljoenen dollar vergrootten, blijft de inflatie bijna overal onder de doelstelling van kort bij 2%. Zelfs met die nulrente kan het dan nog altijd zo zijn dat de reële rente te hoog is om de gewenste besparingen te laten dalen en de gewenste investeringen te doen stijgen. Op die manier blijft de economie dus in een toestand van onderbesteding met te hoge werkloosheid als gevolg. Die toestand werd door Keynes en Hicks de liquiditeitsval genoemd. Extra monetaire stimulus verliest dan fors aan effectiviteit omdat bedrijven en gezinnen onverschillig worden voor extra liquiditeit. Als de economie in een liquiditeitsval belandt, gelden er namelijk andere economische wetmatigheden. Je kunt dan ook stellen dat beleidsmakers en economen die deze theorie beheersten, een flink voordeel hadden om de grote financiële crisis en vooral de naweën ervan te begrijpen.



## IS-LM-model in een liquiditeitsval

Een en ander kan grafisch voorgesteld worden. Hierna wordt zeer kort een aanzet gegeven. Het IS-LM-model<sup>4</sup> is een macro-economisch theoretisch werkmiddel om beleidsbeslissingen in een complexe economische wereld beter te begrijpen. Het is zeker geen perfect allesomvattend model, maar het biedt niettemin een aantal zeer nuttige inzichten, met name in situaties van balansproblemen en als de beleidsrentes van centrale banken dicht bij 0% aanleunen, zoals vandaag het geval is. Het IS-LM-model stelt enerzijds het evenwicht op de goederen- en dienstenmarkt voor door de IS-curve en anderzijds het evenwicht op de geldmarkt door de LM-curve. Daar waar beide curven elkaar snijden, is er sprake van een globaal macro-economisch evenwicht. Op die manier kan meer inzicht verkregen worden in de wisselwerking tussen de goederenmarkt en de geldmarkt.

De IS-curve geeft alle combinaties van de rente en het inkomen weer waarvoor de goederen- en dienstenmarkt in evenwicht is, dus waar de vraag naar goederen en diensten gelijk is aan de productie ervan. De curve helt af omdat een lagere rente (de onafhankelijke of exogene variabele) een hogere economische activiteit (afhankelijke of endogene variabele) impliceert. De LM-curve daarentegen geeft alle combinaties van de rente en het inkomen weer waarvoor de geldmarkt in evenwicht is. De LM-lijn heeft onder normale omstandigheden een positieve helling, omdat een hogere economische activiteit (hier de onafhankelijke variabele) gepaard gaat met een hogere rentevoet (hier de afhankelijke variabele). Dat is zo omdat een hoger bbp gepaard gaat met meer economische transacties en dus een hogere transactionele vraag naar geld. Om de vraag en het aanbod van geld terug in evenwicht te brengen, zal een hogere rentevoet nodig zijn. Daarom kent de LM-curve een positief verloop. Het laatste is echter niet het geval, als de economie zich in een liquiditeitsval bevindt. De economie bevindt zich dan op het horizontale deel van de LM-curve. De LM-curve kent een vlak verloop bij de nulondergrens omdat, als de rente al te flink onder 0% zou dalen, gewoon cash aangehouden wordt in plaats van negatief rentende obligaties. Gewoon cash geld brengt op dat moment dus meer op.



<sup>4</sup> IS-LM staat voor *Investment/Savings-Liquidity/Money*. Het model kreeg vorm in 1936 tijdens een economische conferentie in Oxford. Het trachtte de ideeën van Keynes grafisch voor te stellen.

In normale economische omstandigheden zullen monetaire stimulusmaatregelen (bijvoorbeeld een verruiming van de geldbasis) in een verschuiving van de LM-curve naar rechts resulteren. De rente zal dan in eerste instantie dalen en de economische activiteit zal toenemen. Zo ook zullen budgettaire stimulusmaatregelen (bijvoorbeeld een stijging van de overheidsinvesteringen) leiden tot een verschuiving van de IS-curve naar rechts. In dat geval zal de economische activiteit gestimuleerd worden. Tegelijkertijd treedt hier gedeeltelijk een *crowding-out* verschijnsel op: als gevolg van het toegenomen inkomen zal de transactionele vraag naar geld stijgen, waardoor de geldvraag groter wordt dan het geldaanbod<sup>5</sup> en opwaartse druk op de rentevoeten ontstaat. Dat zet op zijn beurt een omgekeerd multiplicatormechanisme in werking waardoor de initiële budgettaire impuls aan kracht verliest. Bovenstaande grafiek (a) toont het uiteindelijke gezamenlijke effect van een expansieve monetaire en budgettaire beleidsmaatregel. Een nieuw algemeen macro-economisch evenwicht ontstaat vervolgens in  $e_2$ .

Zoals gezegd is de toestand in een liquiditeitsval net iets anders. In een dergelijke situatie zal de monetaire politiek nog nauwelijks of niet werken. Een verruiming van het geldaanbod zal dan nog amper leiden tot een daling van de rente, omdat bedrijven en gezinnen in dat geval eenvoudigweg contant geld zullen aanhouden als de rente al te veel onder nul zou zakken. De economie bevindt zich in een toestand van onderbesteding en de IS-curve snijdt de LM-curve op het horizontale gedeelte. Er zijn dus limieten aan wat monetaire beleidsmakers in dit geval kunnen doen. Grafiek (b) laat zien dat het budgettaire beleid nog wel degelijk een verschil kan maken. De impact zal wellicht nog groter zijn, omdat het *crowding-out* effect, waarvan hoger sprake, hier niet zal optreden. Een budgettaire expansieve politiek zal niet onmiddellijk leiden tot een hogere rente, omdat de liquiditeitsreserves in zeer ruime mate beschikbaar zijn. De budgettaire multiplier is met andere woorden groter dan in normale situaties. Dat is consistent met eerdere studies van het IMF, zoals hiervoor al besproken.

### Conclusie

De kern van wat fout ging in 2008 vond zijn oorsprong in deregulering en schaduwbankieren. De ondoorzichtigheid ervan verklaart waarom slechts weinigen de crisis zagen aankomen. Eenmaal de contouren van die systeemcrisis duidelijk werden, kon met de beschikbare economische kennis redelijk snel vooruitgang gemaakt worden om de wereldeconomie in rustiger vaarwater te brengen. Een expansieve budgettaire en monetaire politiek zorgden er aldus voor dat een nieuwe Grote Depressie vermeden werd. Maar ondanks dat initiële succesverhaal geraakten lang verworven economische inzichten in een later stadium in verval. Ideeën zoals “expansieve austeriteit” of de zogenaamde “90%-schuldgrens” konden op buitensporig veel aandacht rekenen, maar stoelden op weinig theoretische onderbouw. De vrees dat onconventionele monetaire beleidsmaatregelen, zoals *quantitative easing*, snel zouden leiden tot buitensporige inflatie, heeft de ECB wellicht te laat tot actie aangezet, waardoor al te fors ingezet werd op budgettaire besparingen. De afwezigheid van een eigen munt en de onmogelijkheid om de nulrente nog veel verder te laten dalen, maakten dat besparingen zwaar op de groei wogen, zodat de budgettaire situatie amper verbeterde.

In een situatie van liquiditeitsval heeft het juist zin om meer in te zetten op publieke investeringen. De reden is dat het monetaire beleid in dat geval zwaar aan effectiviteit inboet en dat budgettaire multiplicatoren groter zijn dan in normale omstandigheden, omdat er geen *crowding-out* effect optreedt. Een expansiever budgettair beleid kan de economie dus mee uit het slop helpen. De belangrijkste vraag is bijgevolg niet waarom er zo weinigen de crisis zagen aankomen, maar eerder

<sup>5</sup> In de veronderstelling dat het geldaanbod en de speculatieve vraag naar geld ongewijzigd blijven.

waarom de inzichten uit het verleden al te gemakkelijk overboord gegooid werden. Het probleem is niet dat de juiste economische modellen niet voor handen waren, maar wel dat ze in onvoldoende mate gebruikt werden. Een eenvoudig IS-LM-model biedt een goed vertrekpunt om de wereld na 2008 beter te begrijpen, ook al dateren de inzichten uit de jaren dertig van de vorige eeuw. Hoewel het zeker geen onfeilbaar of alles verklarend model is, laat het niettemin toe een aantal belangrijke maar voorlopige economische lessen te trekken uit de voorbije jaren. Het verklaart bovendien mee waarom, bijna acht jaar na de val van Lehman Brothers, het economische herstel nog altijd zeer mager oogt, waarom het risico van deflatie overeind blijft en waarom de rente historisch laag is.

## Referenties

- ALESINA, A. en ARDAGNA, S., "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending", *NBER Working Paper*, nr. 15438, januari 2010.
- BLANCHARD, O. en LEIGH, D., "Are we underestimating short-term fiscal multipliers?", *IMF World Economic Outlook*, oktober 2012.
- CECCHETTI, S. en SCHOENHOLTZ, K., "Negative nominal interest rates: back to the future?", februari 2015, [moneyandbanking.com/commentary/2015/2/9/negative-nominal-interest-rates-back-to-the-future](http://moneyandbanking.com/commentary/2015/2/9/negative-nominal-interest-rates-back-to-the-future).
- DALLARD, P., "The London Millennium Footbridge", *The Structural Engineer*, Volume 79/nr. 22, 2001.
- DECLERCK, G., "Belgische economen: 9 op de schaal van Richter", *De Tijd*, augustus 2011, [tijd.be/markten\\_live/nieuws\\_aandelen/Belgische\\_economen\\_9\\_op\\_de\\_schaal\\_van\\_Richter.9089235-3455.art](http://tijd.be/markten_live/nieuws_aandelen/Belgische_economen_9_op_de_schaal_van_Richter.9089235-3455.art).
- LEIGH, D. et al., "Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation", *IMF World Economic Outlook*, oktober 2010.
- MEEUSEN, W. en WILLEMÉ, P., *Macro-economische theorie, ingeleid en voortgezet*.
- RAJAN, R.G., *Fault lines. How hidden fractures still threaten the world economy*, Princeton University Press, 2010.
- RAJAN, R.G., "Has financial development made the world riskier?", *Jackson Hole Speech*, augustus 2005.
- REINHART, C. en ROGOFF, K., "Growth in a time of debt", *NBER Working Paper*, nr. 15639, januari 2010.



## Bruno Colmant

Bruno Colmant, CFA, FRM, heeft een diploma handelsingenieur (Solvay, ULB) en een MBA Quantitative Methods (Purdue University, USA). Hij is ook master in de Fiscale Wetenschappen (ICHEC) en Doctor in de Toegepaste Economische Wetenschappen (Solvay, ULB).

Bruno Colmant begon zijn loopbaan bij Arthur Andersen, Dewaay en Sofina. Hij was gedelegeerd bestuurder bij ING (1996-2006), kabinetschef van de minister van Financiën (2006-07), voorzitter van de Beurs van Brussel, lid van het *Management Committee* van NYSE Euronext en voorzitter en gedelegeerd bestuurder van Euronext Brussel (2007-09) alsook Deputy CEO bij Ageas (2009-11). Van 2011 tot september 2015 was hij academisch adviseur van Ageas en partner van het adviesbureau Roland Berger. Sinds oktober 2015 is hij afgevaardigd bestuurder en Head of Macro Research bij Bank Degroof Petercam.

Daarnaast is hij lid van de Centrale Raad voor het Bedrijfsleven (sinds 2004). Hij is gastdocent bij de Vlerick Management School, de UCL, de ICHEC, de Solvay Business School en de Facultés Saint-Louis. Hij is de auteur van een zestigtal boeken over financiën, boekhouding en fiscaliteit en heeft zeker 4.500 financiële artikels voor de pers geschreven. Verder is hij lid van de Koninklijke Academie van België.

## Hans Bevers

Hans Bevers is houder van een master in Economische Wetenschappen aan de Universiteit van Antwerpen, specialisatie Statistiek.

In 2011 trad Hans Bevers in dienst bij Petercam, waar hij vooral verantwoordelijk was voor de economische analyse van de groeiemarkten. Hij werkte mee aan het opstellen van het macro-economische scenario en de studie van economische thema's. Daarvoor werkte hij als econoom bij het Vlaams Economisch Verbond en bij KBC. Zijn expertise betreft vooral de groeiemarkten, de Belgische en de Europese economie en de wisselmarkten.

Sinds januari 2016 is hij Chief Economist bij Bank Degroof Petercam. In die functie is hij verantwoordelijk voor de uitwerking van het algemeen macro-economische scenario alsook voor de analyse van de economische thema's.

### Thomas Van Rompuy

Thomas Van Rompuy is houder van een master in Politieke Wetenschappen en een master in Beleidseconomie, beide behaald aan de KU Leuven.

Hij is sinds maart 2016 werkzaam bij Bank Degroof Petercam waar hij instaat voor de externe communicatie en *stakeholders relations* en daarbij ook bijdraagt aan het macro-economisch onderzoek binnen de Bank.

Hiervoor was Thomas Van Rompuy werkzaam als directeur Strategie en Communicatie bij Febelfin, de Belgische federatie van de financiële sector. Hij heeft ook nog ervaring opgedaan bij het consultancy-bedrijf akkanto en de FOD Economie. Zijn expertise bevindt zich vooral op het gebied van politieke economie, openbare financiën, het bankwezen en financiële fiscaliteit.

### Michiel Verstrepen

Michiel Verstrepen is houder van een Master of Economics (specialisatie *Financial Economics*), een master in Beleidseconomie (kwantitatief traject) en een master in Vergelijkende en Internationale Politiek (specialisatie Europese politiek), alle aan de KU Leuven. Verder is hij kandidaat in het CFA (Chartered Financial Analyst) programma.

In 2014 trad hij in dienst bij Petercam private banking. Sinds 2016 is hij econoom bij Bank Degroof Petercam waar hij zich voornamelijk bezighoudt met groeilanden en wisselmarkten.







**Bruno Colmant**  
Head of Macro Research



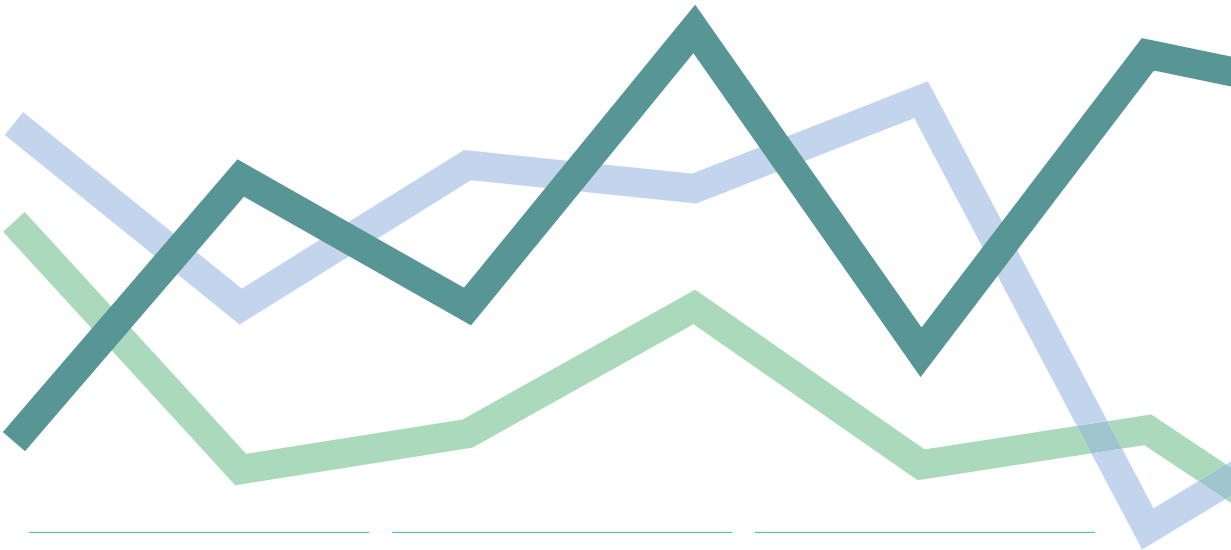
**Hans Bevers**  
Chief Economist Macro Research



**Thomas Van Rompuy**  
Senior Executive Advisor  
Macro Research



**Michiel Verstrepren**  
Economist Macro Research



---

**BLOG**  
[blog.degroofpetercam.com](http://blog.degroofpetercam.com)

---

**TWITTER NL**  
[@BDP\\_NL](https://twitter.com/BDP_NL)



---

**LINKEDIN**  
[linkedin.com/company/degroofpetercam](https://linkedin.com/company/degroofpetercam)

