

We bestrijden weer de vorige crisis

Gert Peersman (column verschenen in De Standaard op 18 oktober 2022)

Tijdens de Grote Depressie van de jaren 30 hielden gezinnen en bedrijven de vinger op de knip om hun schulden en vermogensverlies van de beurscrash weg te werken, waardoor de macro-econo-mische vraag fors daalde. De economie stortte in elkaar en de beleidsmakers stonden erbij en keken ernaar.

Die fout wilde men niet opnieuw maken bij de oliecrisis in de jaren 70. Massaal werden de geldbeugels open-getrokken om de koopkracht en de vraag te ondersteunen, maar dat werkte niet omdat de oliecrisis een aanbodschock was. Uit onderzoek blijkt dat maar een fractie van de inflatie een direct gevolg was van duurdere olie. De belangrijkste bronnen waren het gulle beleid en loonindexatiesystemen.

De bankencrisis in 2008 was vergelijkbaar met de jaren 30: een daling van de vraag. Maar uit vrees voor een scenario zoals in de jaren 70 reageerde de ECB aanvankelijk afwachtend en onder druk van obligatiemarkten en Europese begrotingsregels moesten regeringen de -tering naar de nering zetten. Daardoor belandden we in een tweede recessie en een decennium van geflirt met deflatie.

Vandaag zijn we opnieuw de vorige crisis aan het bestrijden. Aanvankelijk werd de coronacrisis in Europa zeer goed aangepakt: de aanbodschock werd opgevangen met tijdelijke werkloosheid en steun aan bedrijven om faillissementen en een permanente vernietiging van de aanbodcapaciteit te vermijden. Wie geen inkomensverlies had, kreeg geen steun. De overheidsinvesteringen werden opgetrokken, wat een gunstige impact op het aanbod heeft.

Met succes, maar in de Verenigde Staten werd ook de vraag te veel gestimuleerd met cheques voor gezinnen die geen inkomensverlies hadden en al massaal aan het sparen waren omdat ze thuis moesten blijven. Het resultaat: een oververhitte Amerikaanse economie die de inflatie aanwakkerde en de grondstofprijzen wereldwijd de hoogte in stuwde toen de lockdowns werden opgeheven.

De oorlog in Oekraïne gooide olie op het gasvuur. Europese regeringen maakten de kapitale fout ook de vraag massaal te ondersteunen, dan nog wel doelgericht op het segment waar het aanbod het schaars is: energie. Een energiestorm is daardoor een orkaan geworden.

Sommigen vinden dat de overheid altijd de tering naar de nering moet zetten, anderen dat er naar ieder probleem geld moet worden gesmeten, maar de geschiedenis leert ons dat de aard van de schok cruciaal is. Een goede beleidsreactie zou vandaag de schade beperken voor gezinnen die het zwaarst getroffen worden, de vraag naar energie intomen en het energieaanbod proberen te verhogen. De jaren 70 hebben ons geleerd dat het nu zinloos is om de vraag ongebreideld te stimuleren met oplopende begrotingstekorten.

We moeten opletten dat we niet terechtkomen in een regime van *fiscal dominance*. De inflatie wordt dan niet langer bepaald door het monetaire beleid (*monetary dominance*), maar door het begrotingsbeleid. Dat regime ontstaat als het geloof verdwijnt dat de overheid ooit in staat zal zijn om de staatsschuld terug te betalen met overschotten op de begroting, wat een *conditio sine qua non* is voor *monetary dominance*. Bij *fiscal dominance* heerst het geloof dat de overheidsschuld deels zal moeten worden terugbetaald door geldcreatie of door ze te laten verwateren met inflatie. Zodra dat idee overheerst, wordt de inflatie zelfvoedend: bedrijven verhogen hun prijzen en werknemers vragen hogere lonen omdat ze meer inflatie verwachten. Monetair beleid wordt impotent. Als de centrale bank dan de rente verhoogt om de inflatie te

bestrijden, neemt het begrotingstekort toe, waardoor het nog moeilijker wordt om de schuld ooit terug te betalen met overschotten. Resultaat: meer in plaats van minder inflatie.

De Britten waren de voorbije weken al met dat regime aan het flirten. Door de Brexit hebben het langetermijngroei-potentieel en de terugbetaalcapaciteit van de overheid een flinke tik gekregen. Als je dan een begroting aankondigt met miljarden energiesteun voor gezinnen en belastingverlagingen die weinig groei zullen creëren, zie je *fiscal dominance* aan het werk: een waardedaling van het pond, en meer inflatie.

Ook België moet zich goed bezinnen. De impact van de vergrijzingskosten op de toekomstige overheidsfinanciën zijn bekend. Tegelijk komen er nauwelijks maatregelen die het groeipotentieel van ons land opkrikken, terwijl de competitiviteit van bedrijven door de inflatie wegsmelt als sneeuw voor de zon.

Het gros van de begrotingsmaatregelen bestaat uit consumptie-uitgaven. Door het hoge gewicht van elektriciteit en verwarming in de gezondheidsindex zullen lonen en uitkeringen in januari meer zijn gestegen dan de energiefactuur. Aan iedereen energiecheques blijven uitdelen, is om problemen vragen. De euro houdt stand door de sterke begrotingsschouders van landen zoals Duitsland. De Belgische frank was vandaag anders samen met het pond aan het kelderen.