



# DE OPINIE VAN CASPER DE VRIES

## 'Gerede kans dat dit niet goed afloopt'

**Eerst de hamvraag: waar gaat het heen met de inflatie de komende vijf jaar? Casper de Vries brandt er zijn vingers niet aan. "Als je de macro-economie wilt voorspellen, moet je eerst de politieke besluiten in alle landen weten. Dat is onmogelijk." Voor de langere termijn ziet de emeritus-hoogleraar monetaire economie tóch een somber scenario door onhoudbare staatsschulden in vooral mediterrane landen. "De kans dat het fout loopt door aanhoudend hoge inflatie, is absoluut aanwezig."**

Eigenlijk gun je elke hoogleraar zijn of haar emeritaat. Zoals Casper de Vries, die 1 juni met pensioen is gegaan. Geen tentamens meer nakijken, geen administratie, geen commissies voorzitten, bye bye. "En voor je onderzoek krijg je meer tijd", vertelt hij in zijn kantoor op de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Een ruimte die hij parttime gebruikt en deelt met twee postdocs. Ontspannen, uitgezoomd kijkend naar de wereld, met regelmatig een relativerende lach: "De lol zit hem toch in onderzoek en nieuwe dingen uitvinden. (lacht) Ja dat klopt, mijn baan is leuker geworden."

Daarnaast blijf ik raadslid bij de WRR (Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, red.). Daarvoor is een band met de universiteit ook handig. Het klinkt wat hoogdravend, maar de WRR levert een bijdrage aan de totstandkoming van het Nederlandse regeringsbeleid. Dat vind ik leuk en belangrijk."

Van grote actuele invloed op dat beleid zijn de donkere inflatiewolken die sinds de herfst van 2021 boven Europa hangen. Inflatie die tot historische hoogte is gestegen. Reden voor de Tweede Kamer om de fine fleur van de monetaire economen uit te nodigen voor een rondetafelgesprek begin april. Onder wie Casper de Vries. Doel: een analyse van de gestegen inflatie en handreiking voor beleidsopties. "Bij een lage inflatie weet iedereen – particulieren en bedrijven in het bijzonder – ongeveer wat de koopkracht is van zijn of haar geld", doceert De Vries. "Bij een hoge inflatie gaan prijzen sterker variëren, weet je niet meer wat je aan je inkomen hebt en slaat de onzekerheid toe. Bedrijven gaan dan minder investeren en de mensen willen hogere lonen om de prijsstijgingen te compenseren. Dan krijg je een haasje-over effect en bijt de inflatie zich vast."

### ARMER

Voor nu maakt De Vries een duidelijk onderscheid tussen de oorzaken van inflatie in de VS enerzijds en in Europa anderzijds. "Alle volwassen Amerikanen hebben cheques ter waarde van meer dan drieduizend dollar ontvangen, of men dit geld nu nodig had of niet. Deze ongerichte steun leidt tot veel extra bestedingen. Met inflatie als gevolg."

In Europa was de steun meer gericht op de mensen en bedrijven die het echt nodig hadden. Maar hier is sprake van geïmporteerde inflatie. Europa voert immers op grote schaal energie in, die veel duurder is



CASPER DE VRIES: "ALS DE OVERHEIDSBEGROTINGEN GROTENDEELS GEFINANCIERD WORDEN DOOR DE ECB, KRIJG JE OP DEN DUUR BEDUIDEND HOGERE INFLATIE."





geworden. Daardoor zijn we als Europese economie armer geworden. In reële termen is onze productie minder waard geworden. Dat vinden mensen moeilijk om te erkennen, ook de Tweede Kamer.”

#### **Gezien de onderliggende problematiek: zijn de VS eerder uit de inflatieproblemen dan wij?**

“Ik denk het wel. De FED trapt heel hard op de rem, met de kans op een lichte recessie. In Europa kan monetair beleid niet veel doen aan hoge energieprijzen. Het kost bovendien jaren voordat je voldoende alternatieve energie hebt. Geluk bij een ongeluk is dat we die energietransitie willen vanwege het milieu. De ECB is echter wel heel afwachtend. Ze remt geleidelijk, gegeven de grote economische verschillen tussen Noord- en Zuid-Europa.

De vraag is hoe snel de inflatie zich vastzet in een loon-prijsspiraal. Tot nu toe valt dit mee. Later in het jaar zal de inflatie wat dalen omdat de sprongtjes van vorig jaar dan in het prijsniveau zitten. Als de oorlog in Oekraïne uit de hand loopt en de toevoer van energie en voedsel naar Europa stagneert, krijg je een recessie. Het gekke kan dan gebeuren dat de inflatie inzakt omdat de bedrijvigheid afneemt. Dat is wel in het zwartste scenario. Anders denk ik dat de inflatie nog wel even aanhoudt.”

#### **CHINA**

Energie bepaalt ongeveer de helft van de inflatie in EU. Daarnaast zijn er andere factoren, zoals: de mondiale bottlenecks in het (container)-vervoer (met hogere kosten en tekorten aan onder meer chips), gebrek aan werknemers, de-globalisering, steunprogramma's van overheden en het langdurig ruime monetaire beleid van centrale banken. Deze omvangrijke cocktail zorgt voor inflatieniveaus die aan de roemruchte jaren zeventig doen denken.

De Vries: “De centrale banken zijn toen gaan sturen op lage inflatie en hebben de rente verhoogd tot boven de 10%, met een recessie als gevolg. De inflatie is toen heel geleidelijk omlaaggegaan. De centrale banken claimen dat zij dit helemaal zelf hebben bewerkstelligd. Ik

denk niet dat dit waar is. Want vanaf de jaren negentig kwam China op. Toen het land in 2001 lid werd van de Wereldhandelsorganisatie WTO, explodeerde de wereldhandel. China maakte vooral goedkope producten met goedkope arbeidskrachten. Deze concurrentie leidde ertoe dat de prijzen laag bleven, en er geen ruimte was voor loonsverhogingen. Dát heeft lang voor lage inflatie gezorgd. Daarin komt nu een kentering omdat de lonen in China langzaam stijgen.”

#### **Het feest is voorbij.**

“Ik denk het wel. Afrika is nog het enige continent waar het aantal goedkope arbeidskrachten groeit. Maar vanwege de grote politieke instabiliteit en beperkte rechtszekerheid is het moeilijk om van dit arbeidspotentieel gebruik te maken.”

#### **GROTE SPANNINGSVELD**

Een nieuw project bij de WRR waarvoor De Vries verantwoordelijk is, gaat over de toekomst van vergrijzende samenlevingen in Europa. Hij zal het niet met zoveel woorden zeggen, maar in die vergrijzing schuilt het spook van hoge inflatie.

“Binnen het eurogebied is Nederland het enige land dat substantieel pensioen heeft gespaard. In Duitsland bijvoorbeeld moet het grootste deel van het pensioen uit het overheidsbudget komen. Dat wordt een probleem bij de omgekeerde bevolkingspiramide die nu aan het ontstaan is. Dan moet een steeds kleiner deel van de bevolking in het onderhoud voorzien van een steeds groter deel aan niet werkenden. In Duitsland zie je nu al veel arme ouderen rondlopen. Een van de oplossingen is om de pensioenleeftijd te verhogen, waar die lager is dan 65, net zoals wij hebben gedaan. Landen als Italië en Frankrijk vinden dat heel moeilijk. De politieke durf is afwezig. Mijn verwachting is dat de ons omringende landen hun overheidstekort verder op zullen laten lopen.

Dát is het grote spanningsveld voor de middellange termijn in het eurogebied. Over vijf jaar begint dat echt door te werken. De vraag is vervolgens wat de ECB gaat doen. Nog meer staatsobligaties kopen? Nu al bezit ze 40% tot 50% van de Europese staatsschuld. Dat noemen ze vervolgens geen monetaire financiering van die schuld. Voor een monetair econoom is dat een gotspe. Echt onbegrijpelijk.”

### **GEK GENOEG HOOR JE DAAR BIJNA NIKS OVER**

#### **STABILITEITS- EN GROEIPACT**

“Er bestaat geen limiet voor het opkopen van staatsschuld. Dat mag de ECB zelf beslissen. Garanties zijn er dus niet. We dachten dat die er lagen in het Stabiliteits- en Groeipact, dat de begrotingsoverschrijding en staatsschuld limiteert. De Europese Commissie als toezichthouder is echter te zwak en heeft bijvoorbeeld Frankrijk nog nooit terecht-gewezen, terwijl dat land zich nimmer aan het pact heeft gehouden. Toen Duitsland in 2004 in de problemen kwam, hebben ze gewoon de regels veranderd. Nee, het Stabiliteits- en Groeipact is een papieren tijger.

Daarnaast is het wettelijk vastgelegd dat alle disputen rondom de ECB voorgelegd moeten worden aan het Hof van Justitie van de Europese Unie in Luxemburg. Maar het Hof heeft gesteld dat monetaire economie te ingewikkeld is om daar uitspraken over te doen. Dus moet de ECB, die totaal verpolitiekt is en gedomineerd wordt door de monetaire duiven, daar zelf over beslissen. De slager keurt dus zijn eigen vlees. Met als gevolg dat alle sluizen openstaan. Echt ongelooflijk. Want als de overheidsbegrotingen grotendeels gefinancierd worden door de ECB, krijg je op den duur beduidend hogere inflatie.”

#### **Rollen we langzaam de afgrond in?**

“Dat hoeft niet, als andere landen zoals Duitsland en Nederland op de rem trappen. Of als de markten dat doen. Dan moet er gedraaid worden. Dat kan aardig veel pijn veroorzaken.

Ik verwacht dat de wal op een gegeven moment het schip zal keren. Dat kan wel vrij lang duren. Kijk naar Argentinië en Turkije met hun hele hoge inflatie. Tussentijds kan de ECB nog langdurig pleisters op de etterende wond plakken. Zo lang de markten denken dat landen uiteindelijk terugbetalen, zijn ze bereid te lenen. Maar als de overheidsbegrotingen steeds meer uit het lood lopen en de staatsschulden toenemen, wordt die terugbetaling steeds onzekerder en gaat de markt hogere rentes vragen. Dan krijg je een vicieuze cirkel.”

### **DAN KRIJG JE EEN HAASJE-OVER EFFECT EN BIJT DE INFLATIE ZICH VAST**

#### **De ECB koopt voornamelijk mediterrane staatsobligaties op om de rentes op staatsschulden niet te ver uit elkaar te laten lopen.**

“Die angst begrijp ik niet. Het transmissiemechanisme zou dan onvoldoende functioneren. Maar waarom lopen die rentestanden op? Omdat bepaalde landen aan de fiscale en budgettaire kant onvoldoende netjes handelen. Waarom zou de ECB dit moeten repareren door extra geld toe te stoppen? De kans dat het fout loopt is absoluut aanwezig. (lachend) Ik schets niet het vrolijkste plaatje.”

#### **Wat zou de ECB moeten doen?**

“In elk geval het overmatige opkoopbeleid stoppen. En niet reageren op oplopende rentestanden. Dat is tijdelijk pijnlijk, zeker in een land als Italië, dat dan in een recessie terechtkomt. Maar uiteindelijk zorgt het ervoor dat de tering naar de nering wordt gezet. In antwoord op Kamervragen legde Rutte verband tussen het vroegpensioen en de staatsschuld, wat in Italië niet werd gewaardeerd.”

#### **De ECB heeft 21 juli een nieuw instrument geïntroduceerd: het Transmissie Protectie Instrument, TPI.**

“Heel vreemd, want er zijn voldoende instrumenten om landen bij te sturen, het EMS-hulpfonds voorop. Italië voelt zich echter te goed om daar een aanvraag te doen. Natuurlijk, na een hulpvraag kijkt ook het IMF mee, dat is vervelend. Maar Groot-Brittannië heeft ook twee keer steun van het IMF gekregen en Italië eveneens.

Daarnaast is het mogelijk om vroegtijdig en voor de zekerheid een kredietlijn aan te vragen, met lichtere voorwaarden. Dat zou nu het geëigende instrument zijn. Ook begrijp ik niet waarom Italië er daar nu geen gebruik van maakt.

Ik denk dat de ECB een tussenweg heeft gezocht tussen het EMS en de kredietlijn. Maar het TPI geeft de ECB wel heel veel ruimte en is niet toepasbaar als een land bijvoorbeeld in een tekortprocedure zit. Dat is dan wel weer ter beoordeling van de Commissie, die het dan weer moeilijk vindt om een hard oordeel te vellen.”

#### **ALLE REMMEN LOS**

Kortom, om een langdurig hoge inflatie te voorkomen, moeten de zuidelijke landen in het gareel gaan lopen van evenwichtige begrotingen.

De Vries: “Dat was in de jaren negentig het idee achter het Stabiliteits- en Groeipact bij de totstandkoming van de eurozone. Want iedereen realiseerde zich dat een uniform monetair beleid niet werkt als fiscale en budgettaire zaken totaal uit elkaar lopen. Op papier leek Italië zich te kwalificeren voor de eurozone. Maar zodra het land tot de eurozone was toegelaten, ging het budgettaire weer de verkeerde kant op. Vervolgens is er geen hoogste autoriteit op fiscaal budgettaire terrein. Brussel zegt dat wel, maar heeft niet de politieke macht. Dan kunnen alleen nog de markten corrigeren.”

#### **Dus loopt dit niet goed af.**

“Er bestaat een gereede kans dat dit niet goed afloopt. Italië en Frankrijk proberen wel dingen te verbeteren. Maar als mensen ruim voor hun 65ste met pensioen kunnen gaan, wordt de zaak onbetaal-

baar. Dan moet de centrale bank bijspringen en gaat de inflatie oplopen. Daar zit een vertraging in, het kan nog een behoorlijke tijd duren. Dat was in de jaren zeventig ook zo.”

#### **INTERNE REVALUATIE**

Dat was vóór de eurozone. Toen konden landen zich nog uit de misère devalueren, hetgeen regelmatig gebeurde. Nu de wisselkoersen in de muntunie vastliggen kan dat via een omweg nog steeds, legt De Vries uit. “In 1982 heeft het Akkoord van Wassenaar tussen overheid, werkgevers en werknemers voor loonsverlaging gezorgd. Dat is eigenlijk een interne devaluatie omdat je bereid bent aan het buitenland goederen te leveren tegen lagere kostprijen.

Italië zou nu eveneens een loonsverlaging kunnen doorvoeren. Maar dat is daar politiek misschien moeilijk haalbaar. Daarentegen kunnen Nederland en Duitsland wél een loonsverhoging doorvoeren, ook al vanwege hun arbeidstekort. Dat levert hetzelfde effect op. Dan krijg je een interne revaluatie in het eurogebied. Loonsverhoging helpt de andere Europese landen, die relatief goedkoper worden. Gek genoeg hoor je daar bijna niks over.” ■



**Prof. dr. Casper G. de Vries (1955) is emeritus hoogleraar en bekleedt de Witteveenleerstoel Monetaire Economie aan de Erasmus School of Economics in Rotterdam. Hij is fellow van het Tinbergen Instituut en raadslid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR). Na zijn promotie aan Purdue University (VS), heeft De Vries functies bekleed aan onder meer de Texas A&M University en de Katholieke Universiteit Leuven. Voorheen gaf hij leiding aan het risicomanagementprogramma van de Duisenberg School of Finance en was hij kroonlid van de Sociaal-Economische Raad (SER).**