



Podcast – Belfius Insights

Uitgeschreven versie van de podcast (12-04-2021)

Covid-overheidsschuld: wie betaalt de rekening?

Wereldwijd hebben regeringen duizenden miljarden in hun economie gepompt om de economische gevolgen van de pandemie te verzachten. Velen onder ons vrezen dat we die schuld nooit zullen kunnen terugbetalen of dat de toekomstige generaties de factuur op hun bord zullen krijgen. Zal dat effectief het geval zijn? En zo ja, bestaan er oplossingen om die schuld te verlichten? Of is het helemaal niet erg dat er nu veel schulden worden gemaakt? Zullen ze als het ware vanzelf verdwijnen?

1 ding is zeker: het is bijzonder verstandig en fair van de overheden om hun economie te stutten tijdens de pandemie.

De Covid-schok kwam van buitenaf – er was dus geen intrinsiek economisch probleem – en het zou dom zijn om volledige sectoren failliet te laten gaan. Want in de meeste gevallen gaat het om gezonde bedrijven die de deuren moeten of moesten sluiten. Als we dat allemaal weer moeten opbouwen, zou het veel kostelijker zijn. Ook de steun aan gezinnen via tijdelijke werkloosheid is een zegen. Stel dat ondernemingen hun mensen met veel bedrijfskennis uit pure noodzaak hadden moeten ontslaan en na de crisis opnieuw op zoek hadden moeten gaan naar personeel, dan zou er veel waardevol talent verloren zijn gegaan. Nee, over dit deel van de vraag moeten we niet discussiëren. De Covid-schuld is goed, want het alternatief zou de overheden veel meer geld hebben gekost.

Maar dan komt de 2e vraag: is die schuld houdbaar?

Het klinkt wat bizar en zelfs ongepast, maar financieel-economisch gezien kwam deze pandemie op een goed moment. De rente op de schuld is immers nog nooit zo goedkoop geweest, en in vele gevallen zelfs negatief. Dat betekent dat schuldeisers uiteindelijk hun broek scheuren aan de leningen die ze aan overheden verstrekken. Of anders gezegd: de overheden winnen op die leningen. En inderdaad, de centrale bankiers hebben die rente zo laag gebracht en gehouden, maar wat hun beleidsrente betreft, konden ze niet anders. Want eigenlijk is het centrale bankbeleid een gevolg van de natuurlijke lage reële rente die macro-economisch ontstaan is.

En die is op haar beurt het gevolg van een diepgaande trend, die al decennialang sluipend aan de gang is. Zo wordt er meer gespaard in verhouding tot onze economische activiteit, wat voor een deel te maken heeft met de babyboomers die een grote spaarpot hebben opgebouwd. Ook de ongelijkheid in de wereld drijft de spaaringspanningen op, omdat de rijkste burgers hun geld niet op krijgen. En na de financiële crisis werd er nog méér gespaard, omdat overheden en gezinnen hun schulden begonnen af te bouwen.

Tegelijkertijd blijft de vraag naar investeringen ondermaats in verhouding tot de economische groei. Ook de overheden investeerden minder. Een andere verklaring voor de relatieve daling van investeringen is dat je nu minder kapitaal nodig hebt. Zo zijn computers goedkoper geworden in verhouding tot groenten.

Relatief minder investeringen dus en veel meer spaargeld. En dat overschot aan spaargeld geraakt niet weg. Dit fenomeen moeten we uiteraard macro-economisch bekijken, op wereldschaal dus. Het spaaroverschot duwt de natuurlijke reële rente automatisch naar beneden, en zelfs in het negatieve territorium. Dit inzicht heeft verre gaande gevolgen.

Maar eerst dit: een hoge overheids-schuld is toch slecht voor de economie?

In een klassieke economische visie is teveel overheidsschuld inderdaad slecht voor de economie. Want meer overheidsuitgaven zorgen voor minder private investeringen. Daardoor zal de economie uiteindelijk onder haar potentieel blijven. Maar die visie geldt alleen als de rente hoger is dan de economische groei. En die realiteit kennen we al jaren niet meer! Dus moeten we anders kijken naar de situatie.

Normaal gezien moeten overheden een surplus op hun begroting boeken, opdat ze de rente op hun leningen kunnen betalen. België heeft veel leningen uitstaan uit het verleden en betaalt jaarlijks miljarden aan rentelasten. Maar die factuur daalt jaar na jaar. Uiteraard is er nu nieuwe schuld bijgekomen, maar die is quasi gratis. Hoe geraakt die schuld ooit weg? Wel, die smelt vanzelf weg als de economische groei hoog genoeg is en de rente laag blijft. Je hoeft in principe dus geen belastingen te verhogen om deze nieuwe schuld af te lossen. Besparen is ook uit den boze. Jaren na de Europese schuldencrisis bleek dat de zware besparingsoperaties in de Europese Unie de economie veel schade hebben berokkend. Besparen in een uitermate lage rente-omgeving zoals we die nu al jaren kennen, is dus een slechte combinatie.

Er staat veel overheidsschuld op de balans van de Europese Centrale Bank (ECB). Kan ze die niet gewoon met een pennentrek laten verdwijnen?

Het antwoord is nee. Maar eerst dit. Waarom staan al die overheidsobligaties op haar balans? De ECB heeft met haar klassiek instrumentarium vat op de kortetermijnrente. Maar haar beleidsrente staat al jaren onder 0 en de ondergrens is bereikt. Ze koopt al die overheidsobligaties op om de langetermijnrente laag te houden, opdat leningen bij de bank niet te duur zouden worden. Voor bedrijven, voor gezinnen, maar dus ook voor overheden. Leningen moeten goedkoop blijven, opdat er voldoende geïnvesteerd kan worden en de economie kan blijven draaien. De ECB wil ook de inflatie aanwakkeren, maar dat lijkt de afgelopen 10 jaar niet meer te lukken en de markten verwachten ook niet dat dit de komende jaren zal

gebeuren. Aangezien inflatie en rente een Siame-
se tweeling zijn, verwachten we dus ook niet dat
de rente substantieel zal stijgen.

Wél zitten de landen van de eurozone in een
strak keurslijf met hun overheidsfinanciën. Een
begrotingstekort mag niet meer bedragen dan
3% van het bruto binnenlands product (bbp) en
de schuld niet meer dan 60% van het bbp. Door
de pandemie ontsnappen de lidstaten aan die
regels, maar eind dit jaar worden de discussies
aangevat over hoe het nu verder moet. Hier en
daar hoor je politici zeggen dat al die nieuwe
schuld moet worden kwijgescholden.

Om verschillende redenen is dat een slecht idee.
Want wat doe je met private investeerders die in
dat overheidspapier zitten? Tegen hen zeggen:
die lening die je mij gaf, die bestaat vanaf nu niet
meer? Die private investeerder zal dan nooit nog
een lening willen geven aan een overheid. En wat
met de winst die de ECB boekt op deze over-
heidsschulden op haar balans? Die winst wordt
uitgekeerd aan de lidstaten. Als een deel van de
schuld wordt weggeschreven, schrapte de ECB
een deel van het dividend en zullen de lidstaten
achterblijven met een flink gat in hun begroting.

En hoe zit het met de nieuwe Moderne Monetaire Theorie, waarbij niét de cen- trale bank de orkest-dirigent van de economie is, maar wél de overheid?

In de Moderne Monetaire Theorie geven overhe-
den zoveel geld uit als ze zelf nodig achten om de
economie in topvorm te krijgen. Het zijn dus de
staten zelf die beslissen om geld bij te drukken en
niet meer de centrale bankiers. Centrale banken
zijn er dan louter nog om de rente op 0 te hou-
den, zodat de extra staatsschuld niets kost.

Die theorie krijgt opnieuw aandacht nu beleids-
makers naar manieren zoeken om de economie
weer aan de praat te krijgen. Ook de enorme
investeringen die nodig zijn om de klimaatopwar-
ming tegen te gaan, zouden met die aanpak
gebaat zijn. De idee is dat alleen verkozen over-
heden de economie stimuleren door steeds meer
schuld te maken en pas hogere belastingen te
heffen als de inflatie uit de hand loopt. Maar... hoe
realistisch is het om ervan uit te gaan dat een
regering de belastingen zal verhogen in een
context waarin er al hoge inflatie is en je dus de
waarde van je geld ziet verdampen? Die combina-
tie van hoge inflatie en hogere belastingen zal
dodelijk blijken als je ooit nog verkozen wil gera-
ken.

De geschiedenis leert ons ook dat het zeer ge-
vaarlijk wordt als overheden zelf geld mogen
drukken om hun wensen in vervulling te laten
gaan. Doorgaans leidt dit tot hyperinflatie, wat
een complete verarming betekent van de bevol-
king.

Trouwens, in de Europese Unie zouden we dit
nooit geregeld krijgen. Noord- en Zuid-Europa zijn
erg verschillend in hun economische gezondheid
en hun financieel-economische opvattingen.
Landen als Duitsland en Nederland zouden deze
handelwijze nooit aanvaarden. Bovendien zou
het Europese Verdrag van Maastricht herschre-
ven moeten worden. Een schier onmogelijke
opdracht.

De komende jaren schulden blijven maken, is dat erg?

In de huidige omgeving zijn extra schulden niet
erg. Op de wat langere termijn moeten we vooral
kijken naar het sóórt extra schulden dat we
maken. We hebben overheden nodig die investe-
ren in infrastructuur, onderwijs en onderzoek en
ontwikkeling. Dat zijn de investeringen die onze
economie sterker maken en onze welvaart op
termijn vergroten. In onze strakke Europese
begrotingsagenda is dat niet evident. Daarom
zouden de Europese regels voor overheidsinves-
teringen best verzacht worden. Nu moeten inves-
teringeren meteen in 1 begrotingsjaar geboekt
worden, wat het voor een land als België moeilijk
maakt om te investeren. Een versoepeling is dus
nodig en bijkomende schulden in dit domein zijn
oké, als het goed en efficiënt gebeurt. De toe-
komstige generaties zullen dan niet het gelag
betalen, maar integendeel kunnen profiteren van
een hogere potentiële groei in onze economie.
Want hoe hoger onze groei, hoe meer geld er te
herverdelen valt.