

Essay: Duurzaam monetair beleid

Monetair beleid kan de reële economie niet blijven steunen met het naar voren halen van toekomstige vraag. Omdat de lange termijn Philipscurve verticaal is, zullen alle prijzen stijgen en de prijs-schaarste verhoudingen onaangetast blijven. Eenmaal ingezet is monetaire stimulering moeilijk stop te zetten.

PIETER KORTEWEG

Vice-voorzitter van Cerberus Global Investment Advisors LLC, oud-hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en oud-thesaurier-generaal bij het Ministerie van Financiën

De tweede helft van de jaren negentig en de eerste vijf jaren van deze eeuw waren heerlijke jaren. Met gemiddeld drie procent bbp-groei per jaar ging het ons prima, er was amper conjunctuur en er was amper inflatie, wel lage rentes. Lenen was goedkoop. En lenen deden we. Zoveel, dat het niet meer terugverdiend en betaald kon worden. Dat bleek in 2007, toen de kredietcrisis de kredietbel waaronder we al dit schoons beleefd hadden, uiteen deed spatten in een bankencrisis, een schulden crisis en een eurocrisis.

LENEN

Het spel was uit. De groei werd krimp, en niet voor even, maar heel lang. Er was te veel geleend. Lenen is een schuld aangaan – bij een bank of familie of wie dan ook – met de belofte dat je die met rente zult terugbetalen. Je moet lenen als je meer wilt uitgeven dan je verdient of aan besparingen hebt opgebouwd. Degene van wie je leent moet uiteindelijk precies het omgekeerde doen: minder uitgeven dan zijn inkomen groot is, ook wel sparen genoemd. Als je leent, leen je dus eigenlijk een ander zijn inkomen of besparingen. En omdat je wat je leent later met rente terug moet betalen, leen je van de toekomst. Door te lenen haal je wat je in de toekomst hoopt te gaan verdienen naar het heden om het nu al te besteden. Dat stelt eisen aan waaraan je de lening besteedt. Een lening waarmee je aan het consumeren slaat, verdient zichzelf nooit

terug; als je eenmaal in de toekomst bent aangeland, betekent aflossen en rente betalen alsnog minder besteden, dus sparen. Alleen leningen die gebruikt worden voor investeringen verdienen zichzelf terug, mits ze succesvol zijn. En dat geldt voor zowel consument, bedrijfsleven als overheid. Alleen in dat geval hoef je later niet eerst je bestedingen te beperken om je leningen met rente af te lossen.

Lenen is dus het naar voren halen van toekomstige verdiensten om die nu al uit te geven. Als er eenmaal serieus te veel geleend is wat niet meer terugverdiend en betaald kan worden, moet iedereen zijn bestedingen inkrimpen en zijn besparingen opvoeren, willen de schulden met rente terugbetaald kunnen worden. Wie dat niet kan, gaat failliet, maar dan raakt de schuldeiser zijn besparingen kwijt, die hij dan zal aanvullen door eigen bezuinigingen ofwel besparingen. Schuldaufbouw betekent krimp. De neiging om die te ontlopen is groot en listen zijn er genoeg.

DE BEGROTINGSMULTIPLIER

Eén zo'n list is de begrotingsmultiplier en volgens het CPB (CPB, 2013) en het IMF (IMF, 2012) is hij wel 1,5. Dat betekent dat 1 euro extra overheidsuitgaven of 1 euro belastingverlaging tot veel meer dan 1 euro verhoging van het bruto binnenlands product (bbp) leidt. Dat betekent altijd en steeds weer een pleidooi voor ofwel matiging bij de bezuinigingen – anders wordt de economie kapotbezuinigd – ofwel voor extra overheidsuitgaven of extra lastenverlagingen.

Als er zo'n multiplier van 1,5 zou zijn, dan zouden we toch geen problemen hoeven te hebben? Gewoon de overheidsbestedingen opschroeven en je verdient dat als economie binnen het jaar méér dan terug, elk jaar weer. Een begrotingsmultiplier groter dan 1 zou er bovendien voor zorgen dat het aandeel van de steeds stijgende overheidsuitgaven in het bbp steeds verder daalt. En bij een macro- progressiefactor van de belastingen van 1 of hoger zou je bovendien een steeds dalend overheidstekort als percentage van het bbp moeten zien. Dat je beide nergens ooit ziet gebeuren zou al tot gereede twijfels moeten leiden over de realiteit van de begrotingsmultiplier.

Stel eerst dat we de overheidsuitgaven laten stijgen zonder dat het begrotingstekort oploopt, dus door ze te financieren met hogere belastingen. Die moeten betaald worden door de consument en het bedrijfsleven, die daardoor grofweg net zoveel minder kunnen besteden en investeren als de overheid meer uitgeeft. Wil de multiplier positief zijn, dan moeten die extra overheidsuitgaven dus gefinancierd worden via oplopende begrotingstekorten. Die moeten op de kapitaalmarkt gedekt worden via verkoop van nieuwe staatsschuld. Wie koopt dat? Huishoudens en instellingen die minder uitgeven dan ze verdienen en dus sparen. Hoe meer overheidsuitgaven, hoe hoger het begrotingstekort en hoe meer de private sector moet sparen – daartoe geprikkeld door hogere rentes – om dat tekort te financieren. Om het beeld scherp te houden ga ik ervan uit dat ieder land zo'n zelfde beleid voert, zodat we het in feite hebben over een gesloten economie, en dat er dus geen buitenland is om van te lenen. Meer sparen is minder besteden, uiteindelijk op zijn minst – door de bijkomende rentelasten – evenveel minder als de overheid meer besteedt. Die effecten hoeven jaar op jaar niet precies samen te vallen – economische tijd is nu eenmaal geen kalendertijd – maar op middellange termijn wel. Vandaar dat je nergens ziet dat een land het beter doet naarmate zijn begrotingstekorten groter zijn, of zijn overheidsbestedingen een groter deel van zijn bbp uitmaken. Eerder het omgekeerde. Griekenland en Spanje zouden dan bloeiende economieën moeten zijn.

SCHULDENDYNAMIEK

Daar waar het overheidstekort en het aandeel van de overheidsuitgaven in het bbp te hoog worden, verliezen de kapitaalmarkten het vertrouwen dat ze hun uitgeleende geld ooit nog terug zullen krijgen met rente. De kapitaalmarkten zijn al diegenen die sparen door minder dan hun inkomen te consumeren, of dat nu via de bank, via beleggingen of via het betalen van premies voor pensioenen en levensverzekeringen is. Naarmate zij het risico op niet terugbetalen hoger inschatten, gaat de rente verder omhoog en dus ieders rentelast over zijn geleende geld. Het vertrouwen van de kapitaalmarkten in het schuldpapier van de overheid en de leningen en hypotheek van het publiek en het bedrijfsleven kantelt, en dus ook het vertrouwen in de balansen van de banken en pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen die in dat papier belegd hebben. Zijn die beleggingen nog wel waard wat erop staat? Zal het pensioen gekort worden of moet er meer pensioenpremie afgedragen worden? Omdat het antwoord op die laatste vraag ja is, wordt de vraag: hoe moet de spaarpot voor de toekomst worden aangevuld? Door meer te sparen, luidt het antwoord, maar in elk geval niet door meer te besteden of te lenen. En vaak is meer sparen geen vrije keuze, maar wordt afgedwongen via gedwongen huizenverkoop als de hypotheek niet meer betaald kan worden en omdat pensioenfondsen hun premies verhogen en uitkeringen verlagen. Deze dynamiek van meer schulden via vertrouwensverlies en minder consumeren en investeren naar meer sparen, komt in geen enkel economisch model adequaat voor, niet in dat van het IMF, de FED, het CPB, DNB of de ECB. In die modellen, gefocust als ze zijn op stroomgrootheden uit de nationale rekeningen, komen de voorraad-grootheden op de balansen van particulieren, bedrijven en de financiële sectoren niet voor. Maar juist hun dynamiek ontdekt in de neergang op termijn alle extra over-

heidsuitgaven ruimschoots van meer dan hun gedroomde positieve effecten op het bbp, net zoals het in de opgang een luchtbel in de bestedingen creëert.

STRUCTUUR EN CONJUNCTUUR

Het concept van de begrotingsmultiplier is indertijd ontwikkeld om te helpen bij het conjunctuurbeleid: het stimuleren of afremmen van de totale vraag naar goederen en diensten als die lager of hoger komt te liggen dan de totale productie waartoe een economie trendmatig in staat is, ofwel de verdien capaciteit van de economie. Maar wat als de groeivertraging niet zozeer is te wijten aan conjuncturele vraaguitval, maar, zoals in deze crisis, vooral een verzwakking van de verdien capaciteit – de trendmatige groei – van de economie betreft? De trendgroei van een economie is grofweg gelijk aan de som van de groei van de (beroeps)bevolking en de groei van de arbeidsproductiviteit. Die som bedroeg in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw gemiddeld rond drie procent per jaar. Maar sindsdien groeit de bevolking niet meer en krimpt zelfs in grote delen van de EU. De enige bron van groei is nu nog de groei van de arbeidsproductiviteit, en die is trendmatig hooguit 1,5 procent per jaar. En dat is alleen vol te houden als de concurrentiekracht van een land op peil blijft, de arbeidskosten onder controle, de arbeidsmarkt flexibel, het pensioenstelsel houdbaar, het opleidingsniveau hoog, en de infrastructuur voor logistiek en datavervoer *up-to-date*. Pas dan is de hele economie in staat om zonder bevolkingsgroei een trendgroei van 1,5 procent per jaar te halen. Die productiviteitsgroei wordt vooral voortgebracht in de marktsector. De collectieve sector heeft wel veel mensen in dienst, maar van productiviteitsstijging kan daar amper sprake zijn. Dus bij een beslag van de collectieve sector van circa vijftig procent moet de productiviteitsstijging in de marktsector gemiddeld zo'n drie procent per jaar zijn, wil de hele economie met 1,5 procent blijven groeien. Die marktsector zit echter in de klem. Hij wordt van de kapitaalmarkten weggedrukt als overheden via oplopende begrotingstekorten hun economie zouden stimuleren. En hij wordt van de afzetmarkten gedrukt als de overheid haar tekorten beperkt door belastingverhogingen of uitgavenbeperking. Bestrijden van de invallende trendgroei door meer overheidsuitgaven of vertraging van de ombuigingen werkt niet, reduceert de marktsector en daarmee trendgroei.

SOCIAAL CONTRACT

De vorige diepe crisis was die in de periode 1973–1983. Ook dat was ten principale geen conjuncturele maar een structurele crisis, gedreven door een verveelvoudiging van de olieprijs. De reële trendgroei van gemiddeld vijf à zes procent per jaar waaraan we in de jaren vijftig en zestig gewend waren geraakt, viel onder invloed van die oliecrisis terug naar gemiddeld drie procent per jaar. Die crisis dwong ons tot herijking van het bestaande sociale contract: hoe solidair willen we met elkaar zijn als we te maken krijgen met inkomensverlies door werkloosheid, ziekte, arbeidsongeschiktheid en ouderdom? Dat contract was gebaseerd op de trendgroei van 5,5 procent uit de jaren vijftig en zestig. Het moest door de oliecrisis van '73–'83 herijkt worden op een nagenoeg gehalveerde trendgroei van drie procent per jaar. De kabinetten-Lubbers en -Kok zijn er zo'n vijftien jaar mee bezig geweest om dat

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

tot stand te brengen via een grondige modernisering van de welvaartsstaat. Het sociaal contract van toen moet nu weer herijkt worden omdat wederom de trendgroei van onze economie is gehalveerd, nu van 3 naar 1,5 procent. Dat is de taak van het huidige kabinet-Rutte, en die komt neer op het hervormen van het verdienvermogen van onze economie en van de sociale welvaartsstaat, niet op begrotingsstimulering of uitstel van bezuinigingen.

MINISTERIE VAN FINANCIËN

De bankiers hebben de schuld van deze crisis gekregen, maar deze ligt voor een groot deel ook bij onze begrotingsautoriteiten en bij onze monetaire autoriteiten. De begrotingsautoriteiten, misschien met uitzondering van die van Duitsland en Finland, hebben in een periode dat het economisch voor de wind ging toch hun begrotingen niet op orde willen stellen, en hebben zich toenemend verlaten op schuldfinanciering. Het voorbeeld van Nederland, niet eens de slechtste leerling van de klas, spreekt boekdelen. Over 2007, het jaar van de start van de kredietcrisis, was het nominale bbp 570 miljard euro; over 2012 komt het uit op ongeveer 607 miljard, dus een toename van 37 miljard over vijf volle jaren. De totale overheidsschuld van Nederland groeide in die periode van 260 miljard euro in 2007 tot ongeveer 430 miljard in 2012, dus een toename van 170 miljard. Onze overheidsschuld nam dus 4,6 maal meer toe dan ons nationale inkomen. Zelfs als we de hele toename van het bbp zouden toeschrijven aan die extra schuldenlast – en dus aan het totale begrotingstekort over die hele periode – blijkt, dat we maar liefst 170 miljard euro extra van de toekomst moesten lenen om slechts 37 miljard aan extra inkomen uit de toekomst naar het heden over te hevelen. Of nog anders gezegd: voor elke 4,60 euro die we aan toekomstig inkomen opofferden, kregen we op zijn hoogst slechts 1 euro aan huidig inkomen terug. Waar waren we mee bezig?

CENTRALE BANK

Ook onze monetaire autoriteiten dreigen er een potje van te gaan maken. Dat zou gebeuren als de ECB, net als Japan onder premier Abe van plan is, de FED gaat volgen en in het groot schulden van de overheid en door die overheid gegarandeerde schulden van verzelfstandigde overheidsorganen zou gaan kopen om zo de geldomloop op peil en de rente laag te houden. De ECB doet dat nog amper, maar met haar inmiddels goedgekeurde *do-whatever-it-takes*-beleid van Outright Monetary Transactions (OMT) staat ze klaar om precies dat ook te gaan doen. De FED koopt al geruime tijd elke maand 85 miljard dollar van deze schulden, dat wil zeggen zo'n 1000 miljard dollar op jaarbasis, en ze heeft aangekondigd dat te blijven doen *as long as it takes*. De schuld die door de overheid is uitgegeven, komt te staan op de balans van de centrale bank, en daarmee is dat monetaire financiering.

Monetaire financiering is financiering door de overheid van haar uitgaven met geld dat nog door niemand is verdiend of gespaard. Het is geld, gecreëerd door de centrale bank, waar niemand iets voor hoefde te doen of te laten: onverdiend geld. Het blijft geleend geld, nu niet van de kapitaalmarkten, maar van de centrale bank, gericht op het naar het heden halen van inkomen dat we later nog moeten verdienen. Alleen, nu kost het niemand iets, zelfs geen rente, want de rente die de over-

heid op zijn schuld bij de centrale bank moet betalen, gaat daarna als winstuitkering weer terug naar de overheid.

FREE LUNCH

Is er dan toch een free lunch, en is die te krijgen via monetaire financiering? Ook hier geldt: wat te goed lijkt om waar te zijn, is meestal ook niet waar. Monetair beleid kan geen blijvende reële effecten veroorzaken, alleen tijdelijke en voorbijgaande. Het kan uiteindelijk alleen nominale effecten sorteren, op de prijzen van goederen en diensten en vermogenstitels.

Centrale banken hebben als taak om de geldhoeveelheid in omloop zo te reguleren dat de interne en externe waarde van de munt stabiel en sterk blijven. Een van de belangrijkste instrumenten die de centrale bank daartoe kan inzetten is het zetten van de geldmarkt-rente die ze bereid is banken te betalen als ze hun geld bij haar laten staan, ofwel te heffen als banken bij haar lenen. Een ander belangrijk instrument is het openmarktbeleid. Dat wil zeggen, het direct of via de kapitaalmarkten kopen of verkopen van nieuwe of bestaande schulden van de overheid of andere schuldenaren. Tegenwoordig wordt dit beleid QE genoemd: *quantitative easing*. Dat beleid beïnvloedt niet alleen de geldhoeveelheid in omloop rechtstreeks, het beïnvloedt ook de kapitaalmarktrente. Stel dat de centrale bank toch niet zo onafhankelijk is als ze zegt, politieke druk niet kan weerstaan en besluit de overheid mee te helpen bij het stimuleren van de bestedingen in de economie. Stel dat ze daartoe de korte rentes verlaagt door haar discontovoet te verlagen en de lange rente verlaagt door langlopende schulden van overheid en publiek op te kopen. Hoe zou dat stimulerend zijn? Stel, een particulier heeft wat geld gespaard om een auto te kopen, of een ondernemer heeft kapitaal vergaard om machines te kopen. Als de rente hoog is kunnen ze beiden hun besparingen beter nog even op de bank laten staan en er zo rente op verdienen en de auto of de machines pas een jaar of twee jaar later te kopen. Met die rente kunnen ze dan te zijner tijd weer wat extra's kopen. Anderzijds, als de rente laag is, heeft wachten en de aankoop uitstellen weinig zin. Zeker niet als je ook nog verwacht dat de auto of de machines over een of twee jaar meer in prijs zullen zijn gestegen dan het bedrag van de rente die je zou krijgen als je het geld tegen die lage rente bij de bank liet staan. Als de prijs van de auto of de machines meer zou stijgen dan de rente die je zou ontvangen, zou je beter nu tot aankoop kunnen overgaan, wil je geen dief zijn van je eigen beurs. Dat verschil tussen de rente en de inflatie die je verwacht, is de reële rente. Monetair beleid dat gericht is op het negatief maken en houden van de reële rente – ofwel op het verlagen van de nominale rente en het opkrikken van de verwachte inflatie – is beleid gericht op stimulering van de bestedingen, wat de koopkracht- of wisselkoersgevolgen ook mogen zijn. En naarmate de nominale rente dichter bij nul ligt en dus niet veel lager kan, lukt dat alleen door de verwachte inflatie verder op te krikken.

Zal zo'n beleid echt werken? Nee, het verschuift alleen de bestedingen van toekomst naar heden, maar over de hele periode gebeurt er niets. Want stel dat vanwege de negatieve reële rente de particulier reeds dit jaar zijn auto koopt en de ondernemer zijn machines. Wat gebeurt er volgend jaar? De auto en de machines zijn al gekocht, dus die worden volgend jaar niet meer gekocht. Volgend jaar is er dus net zoveel minder vraag als er dit jaar méér was. Het monetaire sti-

muleringsbeleid heeft de vraag verschoven van toekomst naar heden. Meer vraag nu gaat ten koste van net zoveel minder vraag later. Monetair beleid kan geen permanente vorm van stimuleringsbeleid zijn. Als je het toch doet, moet je het jaar erna weer hetzelfde doen, enzovoorts. Steeds weer moet je toekomstige vraag naar voren halen, alleen al om te zorgen dat de totale vraag op hetzelfde peil zal blijven. En omdat de inflatieverwachtingen die gecreëerd worden, zich een-op-een doorvertalen in hogere rentestanden, dienen de inflatieverwachtingen steeds verder te worden opgezweept door het monetaire beleid, wil de reële rente negatief blijven. Alleen al om steeds hetzelfde bedrag aan totale vraag naar voren te halen, zijn steeds grotere bedragen aan monetaire stimulering nodig. Monetair beleid kan niet permanent de totale vraag, en dus de productie, beïnvloeden omdat de gecreëerde inflatieverwachtingen zich in echte inflatie vertalen, zodat alle prijzen stijgen en dus de prijs- en schaarsteverhoudingen onaangetast laten. De lange termijn Philipscurve verloopt verticaal. Monetair beleid kan de reële economie niet blijvend stimuleren. Het is een list die niet werkt en het gaat uiteindelijk ten koste van oplopende inflatie.

IN DE KLEM

Waarom gebeurt het dan uiteindelijk toch? De FED doet "whatever it takes" om de werkloosheidsvoet in de Verenigde Staten naar 6,5 procent terug te dringen, de Bank of England doet hetzelfde om recessie in het Verenigd Koninkrijk te voorkomen, de Bank of Japan gaat dit doen om de deflatie in Japan te stoppen, ook de Zwitserse centrale bank doet dit om de waardeinstijging van de Zwitserse frank te voorkomen. En de ECB staat met haar OMT gereed om hetzelfde te gaan doen als de euro dreigt op te breken of te sterk te worden. Centrale banken blijken uiteindelijk niet aan de politieke correctheid te kunnen ontsnappen, en zijn dus ten diepste niet echt onafhankelijk. Net als het begrotingsbeleid door van de toekomst te lenen, alleen maar tijd koopt, doet het monetaire stimuleringsbeleid dat ook. Om ons nog even niet echt te hoeven aanpassen aan minder groei zijn we bereid te doen wat uiteindelijk niet werkt: bestedingen van de toekomst naar het heden verschuiven. Dat staat gelijk met het bestellen van de toekomst. Over duurzaamheid gesproken.

Centrale banken zullen zeggen dat ze helemaal niet van plan zijn monetair te financieren en zo toekomstige productie naar voren te halen naar het heden. Ze zullen beweren dat zodra het kan, zij de verdubbeling tot verdrievoudiging van hun balansen – ontstaan door hun enorme aankopen gedurende de crisis tot nu toe van schulden van overheid en activa van banken – weer zullen terugdraaien. Dat kan door op te houden met nieuwe aankopen, door de aflossingen op de overheidsschuld niet door te rollen en door die portefeuilles gecontroleerd te gaan verkopen. Als dat gebeurt, stroomt al het eerder gecreëerde geld weer uit de economie naar de centrale banken. Maar zal dat gebeuren? Kunnen centrale banken zomaar het begonnen beleid verlaten en terugdraaien? Neem als voorbeeld de FED. Stel dat deze besluit vanaf 2016 te stoppen met maandelijkse aankopen van overheidsschuld van 85 miljard dollar, en te beginnen met het laten aflossen en verkopen van de opgebouwde portefeuilles aan overheidsschulden. Dat zou de financiering door de overheid van haar begrotingstekorten en de herfinanciering van haar ver-

vallende schulden zeer bemoeilijken. De rentestanden zouden stevig stijgen en zo ook de rentelasten. Voor elke 1000 miljard dollar aflossing of verkopen zou naar schatting van de FED de rente in de Verenigde Staten met minstens een halve procentpunt stijgen. Het terug laten lopen in vier jaar tijd, vanaf 2016, van de omvang van de FED-balans van de 6000 miljard dollar die dan bereikt zal zijn, naar zijn normale pre-crisisniveau van 2000 miljard dollar zou dus naar schatting tot een uiteindelijke rentestijging leiden van ruim twee procentpunten. Daarmee zou de rentelast op de overheidsschuld van de Verenigde Staten met zo'n 470 miljard dollar stijgen. Die stijging staat ongeveer gelijk aan de stijging over die periode van de belastingontvangsten van de Amerikaanse overheid. De Verenigde

Centrale banken blijken uiteindelijk
niet aan de politieke correctheid te kunnen
ontsnappen, en zijn dus ten diepste
niet echt onafhankelijk

Staten staan dan voor de keuze: ofwel het begrotingstekort laten oplopen met de stijging van de rentelast, ofwel dat niet te doen en zich erbij neerleggen dat de gestegen rentelast geen enkele stijging meer toelaat op de overige begrotingsposten. Dat laatste zal politiek onmogelijk blijken. En dus kan de FED niet in vier jaar tijd haar balans normaliseren. En dus zal ze door moeten gaan met wat niet werkt: geld creëren door monetaire financiering van het Amerikaanse schatkisttekort. En als de ECB haar OMT-beleid in de praktijk zou gaan brengen, zal precies hetzelfde dreigen te gebeuren. En de kans dat het OMT-beleid in de praktijk gaat worden gebracht is aanzienlijk. Dat hangt niet alleen af van het weer oplopen in de rente van een euro-opbreekpremie, maar misschien nog wel meer van het oplopen van de euro-wisselkoersen. Want als de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan allemaal vol op het monetaire orgel trappen, verzwakken hun munten ten opzichte van de euro. Om te voorkomen dat de euro als enige munt sterker wordt, zal de ECB onder grote druk komen haar monetair beleid eveneens te verruimen. Zwitserland ging hierin al voor. Monetair stimuleringsbeleid, eenmaal gestart, kan zoals we zagen amper meer beëindigd worden en zal dus leiden tot oplopende inflatie en een goedkopere munt. En dat is misschien ook wel de onuitgesproken bedoeling: inflatie ontlast schuldenaren omdat het de reële waarde van hun schuld stiekem doet wegsmelten, en een goedkopere munt stimuleert de export. Voor allen die werken en sparen – zelf of via levensverzekeringen of pensioenfondsen – en vermogen bezitten, wordt het dan afzien want zij raken de klos en zullen verarmen.

LITERATUUR

CPB (2013) *Macro economische verkenningen 2013*. Den Haag: Centraal Planbureau.

IMF (2012) *World economic outlook: are we underestimating fiscal multipliers?* Washington, DC: Internationaal Monetair Fonds.