**INFLATIE, MONETAIR- EN BEGROTINGSBELEID**

*Memo voor de Commissie Financiën van de Tweede Kamer*

Lex Hoogduin- Rijksuniversiteit Groningen-16 januari 2022

**Inleiding**

Inflatie is langere tijd geen zelfstandige overweging geweest bij het nemen van economische beslissingen. Zij was als het ware uit het “economische straatbeeld verdwenen”. Zo’n situatie noemde Alan Greenspan (voormalig voorzitter van de Federal Reserve System) ooit als indicatie dat prijsstabiliteit heerst.

Nu is dat ineens anders. Dit memo beoogt een beknopt overzicht te geven van inflatie, monetair- en begrotingsbeleid.

Het gaat in op de volgende onderwerpen:

1. Waarom is prijsstabiliteit een doel van economisch beleid?
2. De onafhankelijke ECB als hoeder van prijsstabiliteit
3. De rol van begrotingsbeleid en overheidsschuldpolitiek in de ondersteuning van het monetaire beleid van de ECB
4. Inflatie: een veranderde definitie
5. Definitie van inflatie door de ECB en doel voor inflatie van de ECB
6. De huidige inflatie: al dan niet tijdelijkheid ervan, vooruitzichten en oorzaken
7. Begrotingsbeleid in het kader van inflatie: Coalitieakkoord en het Stabiliteits- en Groeipact

**Waarom is prijsstabiliteit een doel van het economisch beleid?**

Prijsstabiliteit is een doel van economisch beleid, omdat inflatie:

* Een ongerichte belasting is die niet democratisch is gelegitimeerd
* Leidt tot willekeurige veranderingen in de inkomens- en vermogensverdeling, veelal ten nadele van de middenklasse en daaronder, het midden- en kleinbedrijf, spaarders en gepensioneerden. Ter illustratie: een inflatie van 3,5% per jaar, halveert de waarde van het geld en de koopkracht iedere 20 jaar.
* Planning steeds moeilijker maakt. In de praktijk is de inflatie instabieler naarmate ze hoger is. Inflatie leidt tot een verkorting van de economische horizon en een focus op de korte termijn. Dit gaat ten koste van de investeringen en economische groei. Investeringen in de energietransitie zullen bijvoorbeeld bij hogere inflatie minder gemakkelijk tot stand komen
* De sociale cohesie ondermijnt, omdat sommigen rijk worden van inflatie, maar anderen arm
* De werking van markten ondergraaft. Prijzen kunnen niet langer hun rol als indicatoren van relatieve schaarste (goed) vervullen. Dit leidt tot een onhoudbare en verkeerde aanwending van arbeid en kapitaal (verkwisting en ondoelmatigheid), met economische en financiële instabiliteit als gevolg (“boom/bust- cycli”). Inflatie is verraderlijk. Aanvankelijk gaat zij samen met hogere groei, maar deze is onhoudbaar en de crisis volgt onvermijdelijk.

**De onafhankelijke ECB als hoeder van prijsstabiliteit**

Het handhaven van prijsstabiliteit is de primaire taak van de ECB. Die is om dit goed te kunnen doen onafhankelijk gemaakt van inmenging vanuit de politiek. Onafhankelijkheid van een centrale bank is van groot belang voor het kunnen handhaven van prijsstabiliteit. Om dit doel te bereiken zijn soms renteverhogingen nodig. Deze zullen doorgaans aanvankelijk de groei afremmen en de werkloosheid doen toenemen.

Politici hebben zich sinds de jaren ’80 van de vorige eeuw gerealiseerd dat zij onvoldoende prikkels hebben om de soms nodige impopulaire maatregelen te nemen. Die conclusie werd ook ingegeven door de hoge inflatie in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw. Daarom zijn steeds meer centrale banken sinds die tijd onafhankelijk van politieke beïnvloeding gemaakt met het mandaat voor prijsstabiliteit te zorgen. Dit geldt ook voor de ECB.

**De rol van begrotingsbeleid en schuldpolitiek in de ondersteuning van het monetaire beleid**

In het EU-Verdrag is bouwend op de Duitse en Nederlandse monetaire beleidstraditie vastgelegd dat het begrotingsbeleid en de schuldfinanciering aan bepaalde voorwaarden moeten voldoen. Dit om zeker te stellen dat de centrale bank daadwerkelijk in staat is te zorgen voor prijsstabiliteit en dit zo efficiënt mogelijk kan doen, dat wil zeggen tegen zo laag mogelijke kosten in termen van werkloosheid en inkomensverlies.

De regels beogen te borgen dat de ECB opereert in een zogenoemd regiem van “monetaire dominantie”. In niet technische termen: te zorgen voor een situatie waarin de overheid het monetaire beleid van de ECB niet in de wielen rijdt. In dat licht moet bijvoorbeeld het verbod op het opkopen van overheidsschuld in de primaire markt worden gezien. Dit is het zogenoemde verbod op monetaire financiering.

Om ervoor te zorgen dat het monetaire beleid niet alleen effectief is, maar ook met zo min mogelijk kosten gepaard gaat, zijn begrotingsregels geformuleerd in het Stabiliteits-en Groeipact (SGP). Die sluiten goed aan op de Nederlandse beleidsfilosofie van “gematigd monetarisme”. Die houdt in dat de centrale bank de hoofdrol heeft te spelen in het handhaven van prijsstabiliteit, maar dat dit met zo min mogelijk kosten gepaard gaat als ook het begrotingsbeleid een stabiele ontwikkeling van de prijzen ondersteunt.

Belangrijk element daarin is dat de overheid niet meer gaat uitgeven en/of lasten verlichten als er opwaartse risico’s voor prijsstabiliteit bestaan en niet gaat bezuinigen of lasten verzwaren als er neerwaartse risico’s voor prijsstabiliteit zijn. Het begrotingsbeleid hindert dan het monetaire beleid niet. In Nederland worden de regels uit het SGP voor het maximale overheidstekort en overheidsschuld aangevuld met een norm voor de groei van de overheidsuitgaven gedurende een kabinetsperiode, de zogenoemde Zalm norm. De Zalm norm is de laatste jaren door het kabinet overigens niet toegepast vanwege de bestrijding van de coronacrisis. Dit heeft een zeer forse stijging van de overheidsuitgaven mogelijk gemaakt.

**Inflatie: een veranderde definitie**

Inflatie werd oorspronkelijk gedefinieerd als een situatie waarin de toename van (de groei van) de geldhoeveelheid groter is dan de (reële) groei van de transacties in de economie. Deze definitie zet de centrale bank in de schijnwerpers. De centrale bank heeft immers (het meeste) grip op de geldhoeveelheid. Inflatie is een monetair fenomeen en kan worden gezien als beleid om de geldhoeveelheid sneller dan de productie van goederen en diensten te laten groeien.

Vervolgens is de definitie veranderd. Inflatie wordt tegenwoordig gedefinieerd als een voortdurende stijging van het algemene prijspeil. Daarmee verschoof de definitie naar een van de gevolgen van een te snelle groei van de geldhoeveelheid, namelijk dat geleidelijk alle prijzen beginnen te stijgen.

Die verandering van definitie leidde ook tot een verandering van perspectief, analyse en monetair beleid. De aandacht verschoof naar de vraag welke factoren bedrijven doen besluiten prijzen te verhogen, bijvoorbeeld stijgende kosten, verhoging van de winstopslag of toegenomen vraag.

Bij het zoeken naar de oorzaken van de stijging van het algemene prijspeil kijkt men dan niet meer in de eerste plaats naar het beleid van de centrale bank, maar naar het gedrag van ondernemers, vakbonden, consumenten en andere deelnemers aan het economisch proces. Dat heeft de aandacht afgeleid van het feit dat een voortdurende stijging van het algemene prijspeil op den duur onmogelijk is zonder dat de geldhoeveelheid sneller groeit dan de reële groei van goederen en diensten. In die zin is en blijft inflatie een monetair verschijnsel.

Tegenwoordig sturen centrale banken op de verwachte inflatie op de middellange termijn. De ECB volgt een strategie van “inflation targeting”. In dat kader worden voorspellingen gemaakt van de inflatie op de middellange termijn. Die worden gebaseerd op macro-economische analyses van vraag en aanbod. De aandacht voor de geldhoeveelheid is steeds verder naar de achtergrond geschoven, ook bij de ECB. Dat komt de effectiviteit van de ECB niet ten goede.

**Definitie van inflatie door de ECB en doel voor inflatie voor de ECB**

De ECB definieert prijsstabiliteit als een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde prijsindex van consumentenprijzen (HICP) voor het eurogebied als geheel van 2%. De ECB stelt dit als doel op de middellange termijn. Hiervoor te zorgen is de primaire taak van de ECB, waaraan al zijn andere taken ondergeschikt zijn.

De ECB heeft het vermogen om te hoge inflatie terug te brengen tot 2% of daaronder door de rente voldoende te verhogen.

**De huidige inflatie: al dan niet tijdelijkheid ervan, vooruitzichten en oorzaken**

*Al dan niet tijdelijke inflatie en vooruitzichten*

De inflatie in het eurogebied is opgelopen tot 5,0%. De vraag of deze inflatie tijdelijk is, vraagt vooral naar een inschatting van de effectiviteit van het ECB-beleid. De ECB heeft immers de taak en het vermogen om de inflatie terug te dringen. De ECB stelt zich erg terughoudend op om zijn rente-instrument in te zetten. De stellige verwachting is dat het probleem in de loop van 2022 vanzelf zal verdwijnen. Renteverhogingen zijn daarom vóór 2023 niet aan de orde wat de ECB betreft.

De ECB kan gelijk krijgen, maar dat is allerminst zeker. De ECB neemt een fors risico met deze stellige opstelling, ook gelet op het feit dat de rente al zo lang zo laag is en ver verwijderd is van de niveaus waarvan je normalerwijze zou mogen aannemen dat er een remmende werking op de inflatie zal uitgaan.

Maar de situatie is niet normaal. De ECB heeft te opereren in een situatie met veel te hoge overheidsschulden in een hele rij landen in het eurogebied. In ieder geval betreft dat Griekenland, Italië, Portugal, Spanje, Frankrijk en België. Toetsing aan de regels van het SGP is opgeschort, maar feitelijk wordt er al jaren niet aan voldaan en de mate waarin niet is tijdens de coronacrisis verder toegenomen.

Daardoor is de ECB in een hachelijke situatie terecht gekomen, tussen “a rock and a hard place”. Relatief beperkte renteverhogingen met het doel om de inflatie in te dammen, zouden een financiële en economische crisis tot gevolg kunnen hebben, met ook hernieuwde twijfel aan de houdbaarheid van de euro. De inflatie van nu slaat dan snel om in te lage inflatie, mogelijk met de dreiging van voortdurend dalende prijzen (deflatie).

*Oorzaken van de huidige inflatie*

In veel analyses van de oorzaken van de huidige inflatie wordt verwezen naar de maatregelen om de pandemie te bestrijden, “lockdowns” in het bijzonder, en het vervolgens weer opengaan van economieën. Dit heeft geleid tot verstoringen in aanbodketens, met “bottlenecks” en prijsstijgingen tot gevolg.

Deze analyses zijn onvolledig. Ook moet in ogenschouw worden genomen dat tijdens de coronacrisis wereldwijd, ook in de EU en in Nederland, het begrotingsbeleid zeer expansief is geweest. Dit geldt ook voor het monetaire beleid. Dat was al zeer expansief voor de coronacrisis, maar tijdens de crisis is er een forse schep bovenop gedaan. De ECB lanceerde het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), dat extra aankopen van staatsobligaties van ruim € 1800 mrd en zo nodig meer mogelijk maakte.

Door de combinatie van de bestaande opkoopprogramma’s van staatsobligaties, het PEPP en expansief begrotingsbeleid is de hoeveelheid geld in handen van burgers en bedrijven tijdens de coronacrisis sterk gegroeid. Nog steeds groeit deze met 7-8% op jaarbasis, terwijl een groei van 3-4% normaal moet worden geacht. Dit extra geld is tijdens “lockdownperiodes” voor een belangrijk deel opgepot.

Met het weer opengaan van economieën begonnen huishoudens en bedrijven te ontpotten en te besteden. De vraag nam snel toe en het herstel is daardoor sterk. Dit heeft prijzen over een breed front doen stijgen en ook genoemde “bottlenecks” mede gecreëerd.

De Nederlandse economie draaide voor de uitbraak van de pandemie op volle toeren, met krapte op vele delen van de arbeidsmarkt. Tijdens de coronacrisis is de werkloosheid aanvankelijk enigszins opgelopen, maar inmiddels zijn we wat de arbeidsmarkt betreft weer terug in de situatie van voor de coronacrisis: krapte op vele fronten.

**Begrotingsbeleid in het kader van inflatie: Regeerakkoord en Stabiliteits- en Groeipact**

De Nederlandse overheid en de Tweede Kamer hebben geen zeggenschap over het monetaire beleid van de ECB. Die voert dit onafhankelijk van de politiek uit. Maar de Nederlandse overheid en de Tweede Kamer gaan wel over het begrotingsbeleid en hoe te zorgen dat dat het beleid van de ECB niet hindert. Wat dat betreft zijn er twee actuele beleidszaken: het net gesloten Coalitieakkoord en de mogelijke herziening van het Stabiliteits- en Groeipact.

*Het Coalitieakkoord*

In het Coalitieakkoord wordt minimaal structureel € 13 mrd per jaar aan de ruimte voor de overheidsuitgaven toegevoegd. Verder worden twee fondsen opgetuigd van in totaal € 60 mrd voor “eenmalige” uitgaven in het kader van de energietransitie en het stikstofbeleid. Bij het berekenen van de effecten van het Coalitieakkoord op het begrotingssaldo is uitgegaan van inverdieneffecten. Van iedere euro die extra wordt uitgegeven, wordt aangenomen dat er 42 eurocent terugvloeit naar de overheid, omdat de uitgaven de economische groei verhogen en daarmee de belasting- en premieopbrengsten.

Het rekenen met inverdieneffecten is dubieus. In de jaren zeventig werd dit ook gedaan, maar achteraf bleken die inverdieneffecten zich niet te hebben voorgedaan. Het rekenen met inverdieneffecten is daarom sindsdien in onbruik geraakt. In de huidige omstandigheden, met een krappe arbeidsmarkt, is het onrealistisch en niet prudent te rekenen met inverdieneffecten. Als daarvan wordt afgezien komt het geraamde EMU- saldo de gehele kabinetsperiode vermoedelijk boven 3% uit. De staatsschuld komt waarschijnlijk al in de kabinetsperiode boven 60% bbp.

Het voorgenomen begrotingsbeleid van het nieuwe kabinet ondersteunt het monetaire beleid gericht op prijsstabiliteit niet. Het stimuleert de economie op het moment dat er opwaartse risico’s voor prijsstabiliteit bestaan en de feitelijke inflatie ver boven de doelwaarde ligt.

*Het Stabiliteits- en groeipact (SGP)*

Zoals eerder vermeld, is het SGP opgeschort en zal er worden gesproken over een herziening. Voor een wat uitgebreidere analyse verwijs ik naar mijn bijdrage aan het rondetafelgesprek met de commissie Financiën van de Tweede Kamer van 24 november vorig jaar en mijn toen ingediende position paper.

Hier herhaal ik slechts dat iedere herziening van het SGP erop gericht zou moeten zijn en in het kader zou moeten worden gezien van het verminderen van de zeer hoge overheidsschuld in een aantal landen. De focus in de op gang gekomen discussie over herziening van het SGP is echter veel meer op versoepeling gericht en op het mogelijk maken van grotere overheidstekorten in het kader van het financieren van de energietransitie.

De verwachting (hoop?) is dat dit de economische groei aanjaagt en daarmee de overheidsschuldquotes doet dalen. Er wordt dus gevraagd om een stimulerend begrotingsbeleid. Daarmee zou men de ECB in de wielen rijden. Het is bovendien onwaarschijnlijk dat met dit beleid de groei permanent en op een houdbare manier zou worden verhoogd en dus voldoende zou worden gedaan om de ECB in een minder fragiele positie geplaatst te krijgen.

Een artikel van Macron en Draghi in de Financial Times van 24 december jongstleden (“The EU’s fiscal rules must be reformed”) zit helemaal op deze lijn. Als Nederland hierin mee zou gaan, zou het een herziening van het SGP ondersteunen met onvoldoende oog voor een goed functionerende ECB en dus van prijsstabiliteit.