

werd goedkoper. Italië heeft zoveel rente op de overheidsschuld bespaard dat ze hun BTW-belasting hadden kunnen afschaffen en dan was er nog steeds een klein overschot geweest.”

Wat deden ze met dat enorme voordeel?
“De gespaarde rente hadden ze kunnen gebruiken om de schulden af te lossen. Als Italië dat had gedaan, zou de schuld-bbp-ratio nu ver onder de 60 procent zijn. Maar ze gebruikten het voor uitgaven. Het was voor de zuidelijke landen een Keynesiaans programma. Het was feitelijk een overdracht die meer overheidsuitgaven in het zuiden mogelijk maakte. Daarnaast waren er de stimulerende effecten van lagere rentetarieven, waardoor al deze landen én de private sector meer begonnen te lenen.”

Met een vastgoedzeepbel tot gevolg.
“In Spanje en Ierland maakten mensen van de gelegenheid gebruik om te lenen om onroerend goed te kopen. Daar veroorzaakte de euro een huizenhousse met veel bouwactiviteit en veel banen voor alles wat met de woningsector te maken heeft. In Griekenland en Portugal kwam de hausse vooral voort uit extra overheidsuitgaven. De ambtenarenlonen en de pensioenen stegen. Gepensioneerden hadden geld om naar het restaurant te gaan en de eigenaar van het restaurant kon naar de kapper en ga zo maar door. De euro deed de lonen in die landen veel sneller stijgen dan de productiviteit. Zo werden de landen van hun concurrentievermogen beroofd omdat ze steeds duurder werden.”

En toen kwam de financiële crisis op Wall Street.
“De val van Lehman Brothers betekende dat deze landen werden afgesneden van de kapitaalmarkt. Kredietverstrekking weigerden herfinanciering en vroegen om terugbetaling van hun krediet op het einde van de looptijd. Dat heeft de onevenwichtigheden

sterk vergroot binnen Europa en ten nadele van de noordelijke landen in de Eurozone.

Wat was het nieuwe omslagpunt?
“De *whatever it takes*-belofte van Mario Draghi in 2012. In feite werden er euro-obligaties gemaakt van staatsobligaties. Dat heeft de spreads verminderd die tot 2012 opnieuw waren toegenomen. Deze tweede spreadreductie kwam van Draghi. Het was een gratis verzekering.”

Veel landen doen het inmiddels goed met een vrij sterke bbp-groei. Het werkt dus toch?
“Maar het concurrentievermogen in de meeste landen is niet hersteld. Neem de GDP-deflator ten opzichte van de rest van de eurozone: noch Portugal noch Italië deed iets in de afgelopen tien jaar, nul.”

Kwantitatieve geldverruiming heeft de reële economieën dus niet ondersteund?
“De binnenlandse economie wel, omdat de overheden weer goedkoop konden lenen. Door de grotere rol van de overheidssector zijn er banen gecreëerd en lopen de lonen op. Je hebt de hogere levensstandaard, je hebt de middelen, maar het zal de maakindustrie niet helpen. Je geeft de landen de Hollandse ziekte. Toen Nederland in de jaren zestig de gasvoorraden vond, stegen de inkomsten uit de gasuitvoer en de lonen in de publieke sector en de energiesector. De binnenlandse sector werd gestimuleerd en de invoer nam toe, maar ook het concurrentievermogen van de Nederlandse exportindustrie werd ondermijnd door de hogere lonen. De *Dutch Disease* is vandaag ook in Zuid-Europa zichtbaar.”

Helpt een geldboom niet om een land productiever te maken?
“Integendeel. Dat zie je heel duidelijk in Ierland. De zeepbel van Ierland knapte twee jaar voor Lehman. Er was geen reddingsplan, geen ECB-geld, niets voor

Ierland. Ze moesten zichzelf dus helpen, ze moesten hun lonen en prijzen verlagen om weer concurrerend te worden. Dat werkte. Toen kwam het geld. Ierland werd in 2010 opgenomen in het nieuwe reddingsprogramma EFSF. De Ierse reële devaluatie stopte abrupt.”

Ook Donald Trump strooit met geld. Gelooft u dat de belastinguitgaven zichzelf terugverdienen door een impuls voor de economie?

“Nee, het lijkt erg op de hervormingen van Ronald Reagan en er was toen ook nog geen Laffer-effect. Econoom Arthur Laffer had voorspeld dat het allemaal zelf-financierend zou zijn. Maar er ontstond een tekort van zeshonderd miljard dollar in de eerste termijn van Reagan. Hij moest zijn beleid van belastingverlagingen weer deels terugdraaien.”

Wanneer zullen deze problemen zich bij Trump manifesteren?
“Na Reagan duurde het drie jaar. Reagan werd in het najaar van november 1980 gekozen en introduceerde zijn belastinghervorming in 1981. In 1982 begon de Latijns-Amerikaanse schulden-crisis. In 1983 zagen we de piek in de rentetarieven. De dollar schoot omhoog. Dus het duurde twee jaar, drie jaar voordat het volledige effect duidelijk werd.”

Genoeg tijd voor Trump om herkozen te worden.
“Inderdaad. Er wordt voorspeld dat de Trump-hervormingen de komende jaren een tekort van meer dan een biljoen dollar zullen opleveren. Trump introduceerde behalve belastingverlagingen ook investeringsstimulansen en de mogelijkheid om kapitaalsinvesteringen meteen af te schrijven. Dit zal allemaal de rentetarieven stimuleren. Dat leidt tot een herschikking van internationale portefeuilles ten gunste van de dollar. Wat het met de aandelenmarkten gaat doen? Ik zou het niet durven te zeggen.”

‘DE TRUMP-HERVORMINGEN GAAN EEN TEKORT VAN MEER DAN EEN BILJOEN DOLLAR OPLEVEREN. DIT ZAL DE RENTETARIEVEN STIMULEREN EN DAT LEIDT TOT EEN HERSCHIKKING VAN INTERNATIONALE PORTEFEUILLES TEN GUNSTE VAN DE DOLLAR’