

## “Debt trap”

Teruggaan naar een situatie waarin fouten werden begaan betekent niet dat daarmee de gevolgen van die fouten ongedaan kunnen worden gemaakt. Achter de steun die overheden aan banken geven lijkt een dergelijke gedachtegang wel te zitten. Als banken weer kredieten kunnen geven dan zullen de gevolgen van de te ruim verstrekte kredieten uit het verleden vanzelf verdwijnen zo veronderstelt men kennelijk.

De fundamentele onevenwichtigheden in de wereldeconomie zijn decennia lang gecamoufleerd door financiële instellingen die met “innovatieve” schuldproducten zorgden voor een verevening van te hoge uitgaven in consumentenstaten en te lage uitgaven in landen met een exportoverschot. Zeer lang heeft men buiten het gezichtsveld weten te houden dat het eindresultaat hiervan zou zijn: belemmerende schulden en vergiftigde vorderingen.

De opbouw van een problematische schuldenlast kan verschillende achtergronden hebben. Er kan sprake zijn van een budgettaire anomalie in de private sector en men kan slachtoffer worden van ongedisciplineerdheid in de collectieve sector. In een “outsourcing” economie moet in beide scenario’s rekening worden gehouden met gevolgen voor de lopende rekening van de betalingsbalans.

### Tekorten in de private sector.

Langdurige tekorten in de huishoudboekjes van particulieren ontstaan niet zelden door ontwikkelingen op markten voor vermogenscomponenten (assets). Stijging van de prijzen van aandelen en / of onroerend goed leidt tot aangaan van extra schulden, die vervolgens worden omgezet in uitgaven aan extra assets of aan al dan niet geïmporteerde, goederen en diensten. Dit mechanisme houdt zichzelf in stand zolang de prijzen van activa doorgaan met stijgen. Als daaraan een einde komt en dat gebeurt altijd, dan vermindert de tegenwaarde van de schulden. Een deel van de schuldenaren wordt dan insolvent. Uit die situatie kunnen zij proberen te ontsnappen door te sparen. Als dat niet voldoende is dan volgt in het ergste geval een faillissement. Vraaguitval is niet vermijdbaar. Macro-economisch leidt dat verschijnsel, als het op enige schaal voorkomt, tot deflatie. Een neerwaartse spiraal van dalende prijzen, lonen, uitgaven en werkgelegenheid is het gevolg van uit de hand gelopen particuliere schulden.

De assetinflatie zelf kan een gevolg zijn van een te soepel monetair beleid en/of systeemfouten zoals te weinig toezicht of gecorrumpeerde ratings. Resultaat is hoe dan ook dat kredieten te goedkoop en te ruim beschikbaar komen. De liquiditeitsmassa groeit daardoor sneller dan de fysieke productie. Het overtollige geld migreert naar de markten voor assets waar het een prijsopdrijvende werking heeft.

Tegenover de in prijs gestegen vermogenscomponenten staat een groeiende en potentieel instabiele berg schulden van particulieren. De bijdrage van de monetaire autoriteiten aan de geschetste gang van zaken is, tijdens de Azië crisis en de Dotcom crisis, in de VS en ver daarbuiten onmiskenbaar geweest. Het is niet uitgesloten dat ook de huidige bearmarkt rallye wordt gevoed door “quantitative easing”.

### Tekorten in de publieke sector

Ontbrekende begrotingsdiscipline leidt tot tekorten bij de overheid en oplopende staatsschuld. Als die schuld ondraaglijk en door wegvallend vertrouwen onfinancierbaar wordt dan zijn er doorgaans twee mogelijkheden om een nieuwe start af te dwingen: (hyper)inflatie, dus de “Weimar-route”, of in gebreke blijven. In het eerste geval lost de staatsschuld op in het niets omdat de munt waarin hij is genoteerd waardeloos is geworden. In geval van faillissement wordt de schuld geheel of gedeeltelijk geschrapt of omgezet in een lening van het IMF tegen wurgende voorwaarden. Beide “oplossingen” vergen in sociaal- en economisch opzicht enorme offers.

De huidige crisis is, in de VS en het VK, veroorzaakt door met schuld gefinancierde consumptie en import. De aanpak die is gekozen om dit probleem te lijf te gaan kan, gezien de oorzaken van de zich manifesterende verschijnselen, niet werken.

Eenzijds vragen overheden van banken stressbestendig te zijn en hun balansen te verkorten (minder hefboom). Aan de andere kant eist men dat er meer wordt uitgeleend. Van consumenten en investeerders wordt gevraagd dat ze de tering naar de nering zetten maar ook dat ze meer gaan besteden en lenen terwijl de kans op werkloosheid en faillissement groeit. Een paralyserende factor is dat, met name in de VS en het VK waar veel productie door “outsourcing” is verdwenen, extra consumptie noodzakelijkwerijs het externe handelstekort vergroot.

Keynesiaanse stimuleringsmaatregelen kunnen niet werken zolang consumenten en bedrijven extra ontvangen geld moeten gebruiken om schulden, die bedreigend zijn voor het economisch voortbestaan, weg te werken. Monetaire vrijgevigheid zal, gegeven de omstandigheid dat alle liquiditeit in een fiat-systeem schuld is, resulteren in nieuwe schulden. Dit kan er toe leiden dat schulden worden herverdeeld of verschoven in de tijd dus naar toekomstige generaties. Omdat de schulden niet verdwijnen of verminderen wordt de werking van een Keynesiaans stimuleringspakket gefrustreerd. Aanjagen van de effectieve vraag met een monetair gefinancierd gat in de begroting breidt de verlamming van een economie die in de schuldval is gelopen vooral uit. Een te ruim monetair beleid zal, mits voldoende volhardend uitgevoerd, de schuldproblemen zelfs structureel maken. Extra geld in omloop brengen is niet moeilijk, zorgen dat het geld daar komt waar het nodig is, helaas wel. Alleen het bankwezen vaart mogelijkwerijs wel bij monetaire losbandigheid. Een passend monetair beleid en adequaat toezicht kunnen de bestaande problemen naar het zich laat aanzien niet opheffen. Een verkeerd beleid kan de situatie wel verergeren. Voorkomen zou, in een eerder stadium, een optie zijn geweest.

Grosso modo zijn er voor de benadering van de huidige crisis op nationaal niveau twee invalshoeken denkbaar.

1. Doorgaan met stimuleren van de vraag, met monetaire verruiming en met bestrijden van de symptomen van de crisis, zonder een sanering van het systeem af te dwingen. Dit lijkt op wat in Japan werd gedaan na de onroerend goed crisis. Hoewel de uitgangssituatie in Japan in 1990 veel beter was dan die in de VS nu, is het resultaat tot nu toe niet bemoedigend; bijna twee decennia stagnatie.
2. Handhaving van de monetaire en budgettaire discipline. De grote depressie, kort maar hevig met o.a. >30% werkloosheid, vele faillissementen en een verwoestende deflatie, worden evenals een langdurig en traag herstel als gevolgen van die benadering gezien. Aangetekend hierbij zij dat duur en ernst van de problemen destijds in belangrijke mate toe te schrijven waren aan protectionisme dat in de dertiger jaren de wereldhandel teisterde.

De Amerikaanse en Engelse overheden lijken gekozen te hebben voor de eerste variant. Een herhaling van de ellende van de dertiger jaren is politiek onverkoopt. Het is de vraag wat men over zich afroept met de gekozen oplossing. Bij een nationale schuld die dit jaar in de VS oploopt tot minimaal 400% van het BNP mag men, gegeven het grote deel (driekwart) dat direct op de particuliere sector betrekking heeft, niet verwachten dat zich een snel herstel van de vraag zal voltrekken. De kans op een langdurige deflatoire ontwikkeling, dus op een verzwarende van de last van de schulden, is reëel. Pas als de schulden tot een acceptabel niveau zijn vernietigd of afgebouwd kan de economie weer reageren op stimulerende maatregelen. Afbouw van de schulden kan, bij afnemende of negatieve groei, lang duren.

Angst voor inflatoire schuldvernietiging door de overheid leidt nu al tot stijgende rente en hogere prijzen van grondstoffen. Als dit signalen zijn van afnemend vertrouwen in de financiële degelijkheid van de (Amerikaanse) overheid dan zou een volledig onfinancierbaar worden van de overheidsuitgaven om de volgende hoek kunnen liggen.

De mogelijkheden tot inflatoire schuldvernietiging zijn overigens niet onbeperkt, met name in de (buiten de overheidsbegroting gehouden) gezondheidszorg is zeer veel gefinancierd met geïndexeerde leningen. De hoofdsom van dat soort leningen stijgt mee met de inflatie. Ook de Amerikaanse overheden zitten dus, voor een niet onbelangrijk deel van de schulden, in een val.

De enigen die tot nu toe aan de schuldval lijken te ontkomen zijn enkele grote banken; zij zijn in staat gesteld hun vergiftigde posities door te schuiven naar de belastingbetaler.

