

Normaal gesproken krijgen werkdocumenten van het Internationaal Monetair Fonds niet veel aandacht. Het gaat hier tenslotte slechts om voorbereidend onderzoek, waarvan vooral de uitkomst – een advies – aandacht krijgt. Maar als de auteurs Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff heten, ligt dat even anders. De twee invloedrijke economen maakten naam met het boek *This time is different* waarin ze 800 jaar schuldencrises in kaart brachten.

In het werkdocument dat net voor kerst verscheen, waarschuwen ze voor hoge schulden van westerse landen. Schuld niveaus in verschillende volwassen economieën zijn zo ver opgedreven dat deze volgens de economen sneller economisch herstel in de weg staan.

SCHULDEN MOETEN OMLAAG

Terugbrengen van schuld is nu nodig omdat het Westen ook nog te kampen krijgt met de gevolgen van vergrijzing. Het huidige recept van bezuinigen, versoepeling van schuldvoorwaarden en economische groei, is volgens Reinhart en Rogoff bij lange na niet voldoende.

Het economenduo pleit voor onorthodoxe maatregelen, zoals hogere inflatie en kapitaalrestricties. Inflatie kan helpen aangezien schulden door geldontwaarding minder 'waard' worden en dus gemakkelijker te betalen zijn.

Kapitaalrestricties zijn na de Tweede Wereldoorlog gebruikt om schulden omlaag te brengen. Het was onderdeel van wat financiële repressie is gaan heten. Het gaat dan om een reeks aan overheidsmaatregelen, zoals pensioenfondsen en verzekeraars verplichten om staatsleningen af te nemen, een plafond zetten op de rente, het reguleren van kapitaalstromen en de banden versterken met de banksector.

Nieuw zijn de maatregelen die het economenduo voorstelt dus niet. En verouderd zijn ze evenmin.

In opkomende markten worden inflatie en inperking van de economie wel vaker gebruikt om de economie de goede kant op te sturen.

Dat het onder volwassen economieën niet tot de standaard behoort, komt volgens Reinhart en Rogoff uit angst voor het verlies van geloofwaardigheid. Fijntjes wijzen zij erop dat geloofwaardigheid net zo eenvoudig is te verliezen wanneer autoriteiten beleid baseren op te optimistische middellangetermijnsscenario's.

VERGETEN LESSEN

Deze ingrepen zijn volgens Reinhart en Rogoff nog maar het begin en lang niet voldoende om het schuldenvraagstuk op te lossen. Het zal nodig zijn om schulden (deels) kwijt te schelden, te saneren dus zoals eerder gebeurde in Griekenland.

Wanneer eurolanden voor elkaars schulden opdraaien, zet dat een stroom van belastinggeld in werking van noordelijke landen naar de periferie. Maar het probleem



**DE TWEE INVLOEDRIJKE ECONOMEN
MAAKTEN NAAM
MET HET BOEK
THIS TIME IS
DIFFERENT**

SCHULDENDREMPEL OF NIET, HET DRAAIT UITEINDELIJK OM DE VRAAG OF DE HOGE SCHULD NIVEAUS LAGERE ECONOMISCHE GROEI VEROORZAKEN OF DAT HET JUIST DE LAGE ECONOMISCHE GROEI IS DIE DE SCHULDEN VERDER DOET OPLOPEN

is zo groot dat de twee onderzoekers vrezen dat de economische groei in de kernlanden daardoor onder druk komt te staan. Ook deze landen kampen immers met houdbaarheidsproblemen van schulden en ouderenzorgprogramma's.

De inzichten van Reinhart en Rogoff hebben de discussie over schulden opnieuw op gang gebracht. Maar toch is het effect minder dan na verschijning van hun vorige studie over dit onderwerp, *Growth in a time of debt*. Conclusie van dat onderzoek uit 2010, lang een van de meest geciteerde op economisch gebied, was dat landen met een schuldgraad van meer dan 90 procent in het verleden geen groei wisten te bereiken.

MAGISCHE DREMPEL

De magische drempel van 90 procent onderstreepte het belang van bezuinigingen, vooral in landen die daarboven zaten. Eurocommissaris Olli Rehn, die toeziet op de begrotingsdiscipline van de eurolanden, sprak zelfs van "een serieus onderzoek" dat het belang van bezuinigingen aantoonde.

Het was dan ook even schrikken toen een jaar geleden drie onderzoekers van de universiteit van Massachusetts fouten ontdekten in het befaamde onderzoek en andere conclusies trokken. Zij concludeerden dat ook landen met een schuld die hoger is dan 90 procent van de eigen economie historisch gezien wel degelijk wisten te groeien.

Ook het IMF, voormalige werkgever van Rogoff, vond onlangs geen bijzondere schuldendrempel waarboven middellange groeivoorzichten ernstig worden ondermijnd.

SCHULD IS OOK BEZIT

Schuldendrempel of niet, het draait uiteindelijk om de vraag of de hoge schuld niveaus lagere economische groei veroorzaken of dat het juist de lage economische groei is die de schulden verder doet oplopen.

Hoewel economen zich nog altijd het hoofd breken over dit vraagstuk, is zonneklaar dat hoge schulden een bedreiging zijn voor de economie. Schulden maken, is een voorschot nemen op de toekomst. Gebeurt dat om te investeren, zodat de toekomstige verdien capaciteit toeneemt, is dat te billijken. Maar wanneer schulden problemen in de overheidshuishouding verdoezelen, kan dat argwaan opwekken. Nog afgezien van aflossing daarvan, zijn alleen al de uitgaven aan rentelasten niet beschikbaar voor andere doeleinden. En deze kunnen een stevige hap nemen uit de overheidsinkomsten.

De oplossingen die Reinhart en Rogoff voorstellen, kunnen er hooguit voor zorgen dat een land kan afrekenen met het verleden, zodat economische groei vanaf een gesaanderde bodem kan plaatsvinden.

Daarmee gaat de aandacht vooral uit naar hulp voor schuldenaren. Aan de andere kant van de balans staan immers de crediteuren, degenen die de leningen verstrekt hebben, en zij zullen minder blij zijn met maatregelen als inflatie en herstructureren. Het zijn deze crediteuren die koopkracht moeten inleveren. In de basis is een schuldenprobleem eenvoudig op te lossen. Maar de kwestie van geven en nemen ligt in de praktijk een stuk lastiger.