

Schuld en groei

Onlangs heeft de OESO haar groeiprognozes voor 1993 weer naar beneden bijgesteld, daarmee aangevend dat het einde van de in 1990 ingezette recessie nog steeds niet in zicht is. Min of meer tegelijkertijd waarschuwde Fed-voorzitter Greenspan vanuit Japan dat de huidige recessie wel eens langer dan gemiddeld kan duren gezien de scherpe prijsval van financiële activa en onroerend goed in de Angelsaksische landen, Scandinavië en Japan.

In deze landen zijn speculatieve zeepbellen doorgepikt. Omdat er op grote schaal was geleend om in de zeepbel te kunnen investeren, zijn omvangrijke particuliere schuldbelastingen ontstaan. Mede hierdoor kan de hervatting van de economische groei aanmerkelijk worden vertraagd. Wie zwaar moet aflossen, komt niet aan consumeren toe. Ook zullen banken, die grote verliezen lijden op hun uitstaande leningen, terughoudend zijn bij het verstrekken van nieuwe kredieten. Welk beleid wordt in Japan, de VS, het VK en Zweden gevoerd om de remmende werking van de schuldenlast weg te nemen?

Een mogelijke remedie is het gebrek aan particuliere bestedingen te compenseren met meer overheidsuitgaven. Het probleem is echter dat niet alleen de particuliere sector, maar ook de overheid vaak diep in de schulden zit. De meeste landen hebben dan ook geen keus dan hun financieringstekorten terug te dringen, ongeacht de deflationaire werking die hiervan uitgaat. Een uitzondering is Japan, dat zich nu dank zij een begrotingsoverschot een omvangrijk stimuleringsprogramma kan veroorloven.

Een andere weg is à la Greenspan de pijn van de schuldenlast te verlichten door de rente te verlagen. Bij een constant hoge rente in het buitenland en vrij kapitaalverkeer, zal een renteverlaging leiden tot depreciatie van de wisselkoers. Hierdoor zal de concurrentiepositie verbeteren en inflatie worden geïmporteerd. Het eerste is mooi meegenomen. Dit voordeel kan echter weer afkalven doordat de prijsstijgingen van de import doorwerken in het binnenlandse prijspeil. Relatief gesloten economieën als de VS en Japan hebben hier echter minder last van dan Zweden en het VK. Daarnaast kan in een recessie aan geïmporteerde inflatie tegenwicht worden geboden omdat van een lage bezettingsgraad, hoge voorraden, bezuinigingsoperaties en werkloosheid een deflationaire werking uitgaat. De kunst is om inflatoire spanningen, hopelijk uit hoofde van een weer aantrekkende groei, tijdig te onderkennen en met een monetaire verkrapping de kop in te drukken.

Als alternatief kan een hogere inflatie voor lief worden genomen. Dit lijkt de koers van het VK, dat onder veel minder gunstige omstandigheden eveneens tot renteverlaging is overgegaan. Het VK zal immers als kleinere en relatief open economie veel sterker met de inflatoire gevolgen van depreciatie worden geconfronteerd. Daarnaast kan er aan worden getwijfeld of, zoals in de VS en Japan, de inflatie voorafgaand aan de renteverlaging onder controle was gebracht. Natuurlijk kan een hogere inflatie, die doorwerkt in nominale lonen en winsten, goede diensten

bewijzen bij het weginfleren van de schuld en op die manier op korte termijn de weg vrijmaken voor economisch herstel. Het probleem is echter dat inflatieverwachtingen roet in het eten zullen gooien. Hogere inflatieverwachtingen leiden ofwel tot hogere rentevoeten, waarmee we weer terug zijn bij af, ofwel tot een inflatie-devaluatiespiraal. Daarmee zullen de nominale schulden nog sneller worden uitgehold, maar dit zal hooguit de korte-termijn groei ten goede komen. Een inflatieversnelling is immers één slechte basis voor duurzame groei. Vroeg of laat moet de inflatie weer een halt worden toegeeroepen, en dat legt een zware hypotheek op de toekomst.

En dan is er nog de Zweedse weg: midden in een recessie de voorrang blijven geven aan inflatiebestrijding door met extreme renteverhogingen en bezuinigingsmaatregelen de wisselkoers te verdedigen. Dit beleid gaat voorbij aan de mogelijkheid dat de particuliere schuldbelasting het economische herstel vertraagt. Ook gaat er van het monetaire beleid geen enkele compensatie uit voor de fiscale verkrapping. Ten slotte wordt te weinig gedaan aan het overgewaardeerd zijn van de kroon ten opzichte van de harde EMS-valuta's, en aan de verslechterde concurrentiepositie ten opzichte van belangrijke handelspartners als gevolg van de devaluaties van de dollar, het pond en de Finse mark. Ook de orthodoxe benadering roept dus vragen op. Aan het eind van de Zweedse tunnel gloort wellicht meer licht dan waarop het VK mag rekenen, maar misschien is hij wel onnodig lang en donker.

In hoeverre draagt het beleid in deze landen nu aan de sanering van de particuliere schuldbelastingen bij? De non-inflatoire renteverlagingen in de VS en Japan helpen de schuldbelasting te verlichten; van een echte balanssanering is echter geen sprake. De hervatting van de economische groei zal op korte termijn dus vooral van het Japanse stimuleringsprogramma moeten komen. Het VK en Zweden beschikken niet over de mogelijkheid van een non-inflatoire renteverlaging. Door de valutaire spanningen werden beide landen juist gedwongen te kiezen tussen de lange-termijn voordelen van prijs- en wisselkoersstabiliteit en korte-termijn recessiebestrijding. De Zweedse keus voor het eerste vereiste een renteverhoging die de schuldbelasting verzwaart en de recessie verdiept. Om dit te vermijden offerde het VK de prijs- en wisselkoersstabiliteit op. Renteverlaging cum inflatie is ideaal voor de gewenste balanssanering en zal de hervatting van de economische groei dichterbij kunnen brengen. De risico's op langere termijn illustreren echter dat ook aan deze oplossing levensgrote bezwaren kleven.

Het is wrang dat de Brits-Zweedse noodsprongen voorkomen hadden kunnen worden door een effectievere coördinatie van het macro-economische beleid. Hoeveel G-7's, Europese Raden, OESO-ministerials en IMF-jaarvergaderingen zal het nog duren voordat hier werkelijk ernst mee wordt gemaakt?

A.R.G.J. Zwiers