

Is er teveel schuld?

In hun *House of Debt* laten Mian en Sufi zien hoeveel negatieve invloed schuld kan hebben op de uitkomsten van het economische proces. Het is een geweldig boek dat je om de zoveel tijd zou moeten herlezen om de inhoud en vooral de vele details niet te vergeten, al ben ik het met veel van de aanbevelingen uit het boek niet eens. Maar daar wil ik het nu niet over hebben.

Wel wil ik het hier hebben over een belangrijke gedachte die verband houdt met de strekking van het boek en die breed wordt gedragen: “Te veel schuld is gevaarlijk en eigenlijk is er momenteel nog steeds te veel schuld in de economie.” In het gunstigste geval zal die excessieve hoeveelheid schuld het economisch herstel beperkt houden; in een minder gunstige versie zal de schuldenlast tot een nieuwe implosie in het financiële systeem en de reële economie leiden.

Vertegenwoordigers van de ‘er is te veel schuld’-school tekenen vaak plaatjes van de totale hoeveelheid schuld in een economie, gerelateerd aan het nationaal inkomen. Zulke plaatjes laten een gestage stijging zien gedurende de laatste decennia, met af en toe een kleine correctie. Ik erger mij mateloos aan veel van de commentaren die dat soort plaatjes vergezellen. Volledig suggestief wordt erop gewezen dat een dergelijke trend onhoudbaar is en het dus wel mis moet gaan. Of liever nog: het is niet verrassend dat het al hevig misgegaan is. Steevast ontbreekt een analyse of een berekening van welk niveau van totale schuldratio er houdbaar of onhoudbaar is in een economie. Ik denk wel eens: ben ik dan de enige die zulke ‘er is te veel schuld’-beweringen om die reden volledig ongeloofwaardig vindt?

In mijn optiek wreekt zich hier het verschil tussen micro- en macro-economie. Eerst micro. Ik weet wat mijn inkomen is, wat het mij kost om mijn gezin draaiende te houden, wat de rentestand is en wat de waarde is van mijn vermogen. Die informatie is voldoende om uit te rekenen hoeveel schuld dragelijk is voor mij. Aldus de microanalyse. En nu macro, want voor een economie als geheel ligt het anders. De rente en aflossingen die ik doe, verlaten mijn huishouden. In de financiële huishouding van anderen vormen mijn betalingen juist weer binnenkomende stromen. Het geld blijft in het systeem. Mijn schuld is het vermogen van een ander.



HAN DE JONG

Chief economist bij ABN AMRO

Daarmee wil ik zeker niet zeggen dat schuld zonder gevaar is. Integendeel. In twee gevallen vormt schuld een regelrechte bedreiging voor de financiële stabiliteit van het systeem als geheel. Een eerste gevaar doemt op wanneer er te veel schuld drukt op te zwakke schouders. Als vervolgens te veel van de zwakke schouders bezwijken onder die last dan heeft dat invloed op de reële economie. Voorafgaand aan de crisis in de VS was dat zeker het geval. Een tweede gevaar doet zich voor als er te veel schuld op balansen staat die aan de actiefzijde overgewaardeerde activa hebben. Overgewaardeerde activa zullen een keer in prijs dalen. Als tegenover een dergelijke bubbel eigen vermogen staat, is dat pijnlijk voor de houders, maar kunnen de gevolgen voor de financiële stabiliteit beperkt blijven.

Maar als de zeepbel vooral op schuldfinanciering berust, dan dreigt een kettingreactie die een negatieve spiraal in de economie in gang zet. Ook dat was evident het geval in de VS. Sterker nog, te veel schuld drukte er op te zwakke schouders die bovendien in het bezit waren van overgewaardeerde activa – de zekerste weg naar een drama.

Wat ik hier betoog, is dat er zeker wel ‘te veel schuld’ in bepaalde delen van de economie kan zijn. Maar een schuldratio voor de economie als geheel geeft hiervoor geen goede indicatie. Ik denk dat de decennialange trend van een stijgende totale bruto-schuldratio vooral samenhangt met de ontwikkelingsgraad van het financiële systeem.

We moeten in deze discussie niet uit het oog verliezen dat financiële intermediatie een cruciale rol speelt in het proces van economische vooruitgang. Schuld heeft hierbij een belangrijke functie. Natuurlijk zijn er gevaren aan schuldposities verbonden, maar wie die gevaren overdrijft en schuldratio's zonder verdere analyse wil terugdringen, loopt het risico de economische vooruitgang te ondermijnen. Als we ervoor zorgen dat de kwaliteit van debiteuren op orde en de waardering van vermogenstitels niet excessief is, kan ons weinig gebeuren, ongeacht hoe hoog de totale schuldratio's zijn.