



Kredietwaardigheid van een land blijft cruciaal

2013/17

06 | 05 | 2013

 MENSEN

 WELVAART

 BESCHERMING



Ivan Van de Cloot
Hoofdeconoom
Itinera Institute

Boem paukeslag! In economenland is er heel wat te doen over de openbaring dat het meest aangehaalde onderzoek over het gevaar van een te hoge schuld gebaseerd is op een "excelfoutje". Het gaat over een analyse van de economen Reinhart en Rogoff uit 2010 die ze publiceerden in het mei-nummer van het Amerikaans economisch tijdschrift (American Economic Review). Van meet af aan was er veel controverse over die publicatie omdat ze suggereerde dat landen met een overheidsschuld van meer dan 90% van het nationaal inkomen in het verleden veel minder economische groei kenden. Het artikel werd al snel gebruikt in het debat voor en tegen besparingen in moeilijke economische tijden. Vandaag verschijnen er wereldwijd artikels die de toon zetten door af te vragen hoeveel extra werklozen door een 'rekenfoutje' veroorzaakt werden.

Elkeen die probeert het gezond verstand in deze discussie te bewaren, krijgt al snel het gevoel dat het hopeloos is. Aan de twee zijden van het spectrum raast men maar voort en niemand heeft oog voor de zoektocht naar een gebalanceerd oordeel. Uiteraard is het goed dat er over dergelijke cruciale punten veel debat bestaat. Dat werpt overigens op zich ook al een relativerende blik op de discussie. Het is echt niet zo dat regeringen over de hele wereld hun beleidskeuzes uitsluitend laten afhangen van een dergelijk artikel in welk prestigieus tijdschrift dan ook. De realiteit is misschien zelfs even ontzuiverend: meestal hebben politici hun voorkeursbeleid allang uitgestippeld en komt het hen alleen even goed uit als ze daar ook enig wetenschappelijk aura aan kunnen geven door te verwijzen naar een dergelijk artikel.



Waar lees je bij hen dat zelfs na correctie de groei gemiddeld een stuk lager was bij hoge schuld



Dat het economendebat eigenlijk een stuk entertainment is geworden, valt nog het meeste op in de Verenigde Staten. Meestal wordt het “debat” vervolgens ook nog eens dunnetjes overgedaan in Europa waarbij het vaak ergerlijk is dat er geen correctie wordt gemaakt voor de verschillende context. Ook in de reacties op het “slip-pertje” van Rogoff zie je dat velen in hun reacties de pedalen volledig kwijt spelen. Waar lees je bij hen dat zelfs na correctie de groei gemiddeld een stuk lager was bij hoge schuld (ongeacht wat we daar dan uit moeten besluiten)?

Mijn visie is dat het altijd erg simplistisch is geweest om te zoeken naar een zogenaamde “kritische” schuld-niveau waarna de economische gevolgen dramatisch zijn. Gewoon al de illusie dat dit voor elk land dan ook nog hetzelfde niveau zou zijn. Ter verdediging van Reinhart en Rogoff mogen we wel opmerken dat ze heel wat meer hebben bijgedragen aan het debat dan die ene paper. Hun boek “This time is different” beslaat meer dan 460 bladzijden economische geschiedenis van schuldepisodes. Ook zijn het vooral anderen die ondoordachte conclusies trokken over de causaliteit, niet Reinhart en Rogoff zelf. Het

is zelfs evident dat vaak de schuld uit de hand liep als gevolg van een crisis en niet andersom. Dit betekent echter niet dat een hoge schuld probleemloos is. Terwijl het oplijsten van alle schuldencrisissen een mooi vertrekpunt is, iedereen met gezond verstand beseft dat ook dat maar een klein stukje van de puzzel is. Laten we als voorbeeld ons eigen land nemen. België verschijnt in dit werkstuk feitelijk als een anoniem datapuntje. Persoonlijk zadelt dit soort analyses mij altijd met een onbevredigend gevoel op. Alsof dit volstaat om werkelijk te kunnen oordelen over de voorwaarden waaronder België erin slaagde om toch te groeien ondanks die schuld. Dat alleen al vergt al duizenden bladzijden analyse over de historische context. Wat lezen we bijvoorbeeld over Griekenland in dat boek van 460 bladzijden? Dat er een crisis was in 1931: “The country defaulted on external debt and left the gold standard in place” en één in 1991–95: “Localized problems required significant injections of public funds” (366). Dat is het. Als je al die stukjes “informatie” leest over die crisisperiodes dan heb je niet echt het gevoel iets inzichtelijks tegengekomen te zijn. Enkel weet je dan “ok, er zijn een hele hoop crises geweest in het verleden”.

Bovendien lijkt het sowieso ondoordacht om enkel naar de publieke schuldposities te kijken. De eurocric

sis alleen al toont dat in heel wat landen de economie slagzij maakt omwille van excessen op het vlak van private schuld. Een goede analyse van de vastgoedcrisis in Spanje, de bankencrisis in Ierland, het witwasgeld in Cyprus en ga zo maar door... Dat levert veel meer inzichten op dan een anonieme dataset die gehanteerd wordt om een uniek kantelpunt te vinden dat gelijk zou moeten zijn voor alle landen. Er zijn studies die niet alleen naar publieke schulden kijken maar ook naar de schulden in andere sectoren in de economie. Bijvoorbeeld een studie van de Bank voor Internationale Betalingen (BIS working paper no. 352). Daaruit komt naar voren dat voor hun set van landen de schuld een negatieve impact heeft gehad op de welvaart vanaf: een overheidsschuld van 80 tot 100 procent van het bruto binnenlands product, een bedrijfsschuld van 90 procent, en een gezinsschuld van 85 procent. De auteurs geven echter mee dat sommige van die schattingen helemaal niet zo robuust zijn en bovendien niet per se veel zeggen voor de toekomstige ervaringen van landen in een andere context. In elk geval kennen veel Europese landen vandaag schuldposities in de verschillende sectoren die dicht bij de voornoemde niveaus liggen.

Een aspect dat ook vaak ontbreekt in dergelijke studies is eerder de invalshoek van risicobeheer. Er is

in de economie heel vaak geen deterministische wet vast te stellen. Wel leidt de geschiedenis voor voorzichtige beleidsmakers tot de conclusie dat men er best aan doet om in goede jaren de schulden af te bouwen tot controleerbare niveaus. Zodat men alvast de marge heeft om een schok te absorberen. Want als inderdaad de causaliteit even goed nogal eens loopt van economische crisis naar meer schuld dan verzwakt dit geenszins het argument om te zorgen dat men schuldposities op veilige niveaus houdt.

Betekent dit dat het helemaal zonder reëel gevolg is dat Reinhart en Rogoff van hun voetstuk gevallen zijn? Voor de personen in kwestie zal het uiteraard een smet op hun blazen blijven.

Hopelijk zal er bij wetenschappelijke tijdschriften wat minder op de naam en faam van de auteurs afgegaan worden bij de selectie van artikelen. Het publiekelijk ter beschikking stellen van de data lijkt ook voor dergelijke peperdure tijdschriften ook het minste wat ze kunnen doen.

Zelfs de protagonisten tegen het Europese besparingsbeleid erkennen dat niet elk land evenveel marge kent om de economie te stimuleren door de begrotingsteugels te laten vieren. Deze uitschuiver zal het argument van een gevaarlijk schuld-niveau iets verleggen. Dit betekent

echter helemaal niet dat alle bedenkingen over hoge schuldposities ondergraven worden. Centraal bankiers weten bijvoorbeeld heel goed het verschil te maken tussen landen met schuldfinanciering in de eigen munt en andere landen. De kredietwaardigheid van een land blijft een cruciale beperkende factor in haar beleid. Een land met hoge schuld blijft extra kwetsbaar voor het risico van rentestijgingen. Als rentebetalingen nu of later nuttige bestedingen verdringen dan is dat niet onschuldig. Denk aan de vergrijzing.

Controverse over complexe maatschappelijke onderwerpen is onvermijdelijk en zelfs wenselijk. Elke goede analist beseft de complexiteit van de economische realiteit en stelt

zich best bescheiden op in zijn individuele bijdrage. Zoals Keynes ooit stelde: ondanks het besef van grote onzekerheid dwingt de realiteit ons uiteindelijk om te handelen. Dit in eer en geweten en na het beoordelen van alle plausible argumenten. Het is fijn om te weten dat in het verleden sommige landen hun schuld konden reduceren door economische groei. De echte discussie begint bij de vraag in welke landen de voorwaarden voor dergelijke gunstige ontwikkeling ook aanwezig zijn.

Ivan Van de Cloot

Hoofdeconoom Itinera Institute, een onafhankelijke denktank voor duurzame economische groei en sociale bescherming

Voor duurzame economische groei en sociale bescherming.