

SCHULDENBERG STIJGT TOT IMMENSE PROPORTIES

Door Harry Geels

Overall ter wereld gaan overheden en bedrijven meer schulden aan om de coronacrisis te bestrijden. Maar er was al zoveel schuld. Een schuldencrisis is straks niet te vermijden. Vijf mogelijke scenario's.

Eind vorig jaar, nog voor de coronacrisis, schreef de Financial Times dat de wereldwijde schuldenberg een naorlogs record had bereikt. Zie Figuur 1. De opmerking ging over de twaalf belangrijkste ontwikkelde markten. In de grafiek is te zien dat het debt-to-GDP-percentage van deze economieën eind vorig jaar op 72% stond. Het betreft hier overigens alleen overheidsschulden.

In opkomende markten is de situatie niet veel beter. De verhouding tussen de schuld en het BBP van China lag volgens het IMF eind 2019 op 55%. Deze verhouding loopt al tien jaar gestaag op en zal volgens het IMF eind 2024 tot boven de 70% reiken. Als we ook de schulden van Chinese consumenten, private bedrijven en SOE's (State Owned Enterprises) meetellen, dan ligt de schuldquote van China zelfs rond de 310% van het BBP. In het verleden kwamen opkomende markten met dergelijke schuldquotes altijd in de problemen. Denk bijvoorbeeld aan de Thaise baht-crisis in 1997.

RECORDSTANDEN EN 'COUNTING'

Volgens het Institute of International Finance heeft de totale schuld-BBP ratio voor de hele wereld eind 2019 een record van 322% bereikt. Nog nooit stonden er zoveel schulden uit, namelijk een bedrag van rond de \$ 252 biljoen.

Er komt voorlopig geen einde aan. De schulden die gemaakt gaan worden om de coronacrisis te bestrijden, zijn immers nog niet in deze cijfers verwerkt.

Hetzelfde geldt voor alle investeringen die nog gedaan moeten worden voor de energietransitie. Volgens de VN moet er \$ 42 biljoen in infrastructuur worden geïnvesteerd om de SDGs in 2030 te kunnen behalen.

IMF

Meer dan negentig landen hebben in de afgelopen maand aangeklopt bij het IMF voor financiële ondersteuning. In een interview dat de topvrouw van het IMF, Kristalina Georgieva, op 20 april 2020 gaf aan de Financial Times, zegt Georgieva dat de schaal waarop hulp aangevraagd werd, geen precedent kent in de geschiedenis van het IMF.

Gezond verstand zegt dat dit niet goed gaat. Een schuldencrisis is niet te vermijden. Schulden moeten worden afbetaald of afgestempeld. Meer opties zijn er niet. Deze kwestie legde de Financial Times ook voor aan Georgieva. Ze zei te verwachten dat tussen de 10 en 15 opkomende markten (van de 90) een herstructurering van de schuld zullen doormaken. Maar ze hield een slag om de arm omdat veel onzeker is.

De theorieboekjes leren eenvoudige lessen over het hebben van (te) veel schulden. Het valt op dat er zo weinig lering uit wordt getrokken, misschien omdat mensen de 'brutal facts' niet onder ogen willen zien. De eerste is: hoe

Figuur 1: Median debt to GDP percentage of a 12-country sample



meer schulden, hoe lager de toekomstige economische groei. Schulden moeten namelijk worden afbetaald en dat legt een rem op de groei. Hoe meer schuld, hoe groter tevens de kans op schuldsanering, zoals ook Georgieva aangaf.

DELEVERAGING

Schulden kunnen niet eeuwig oplopen. Op een gegeven moment ontstaat er een kritiek punt in de kredietcyclus, namelijk dat er zoveel schuld uitstaat, dat de kosten daarvan eigenlijk niet meer kunnen worden betaald uit de winsten van bedrijven en de inkomens van consumenten. Dan ontstaat er een lange periode van 'deleveraging' (schuldfafbouw). Volgens Ray Dalio, hedgefundmanager, miljardair en filantroop, zijn er vier manieren om uit de schuldenberg te komen.

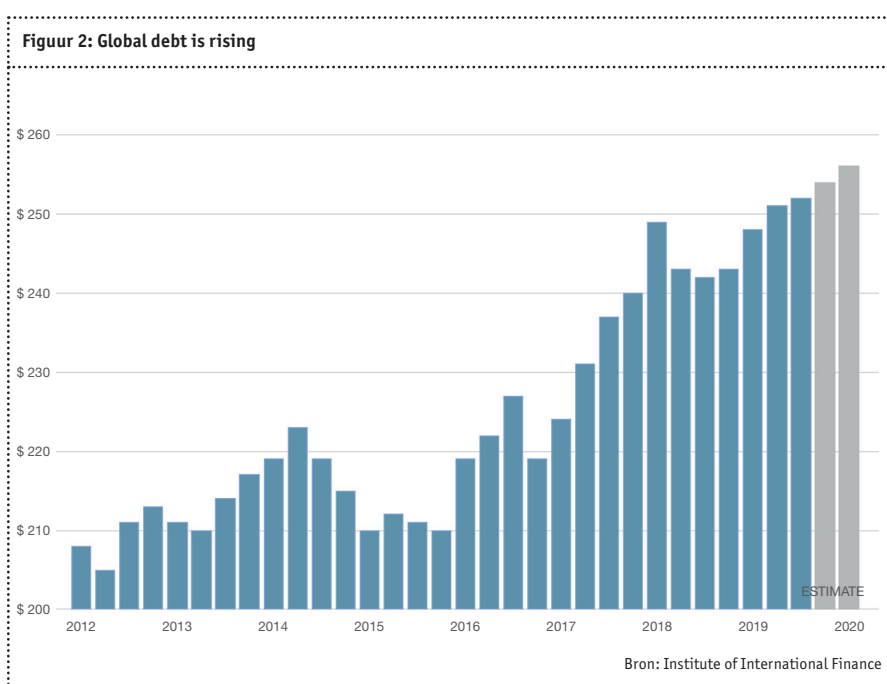
1. Schuldsanering;
2. Bezuinigingen om afbetalingen te kunnen doen;
3. Belastingen (op de vermogens van de rijken);
4. Geld bijdrukken.

Er is nog een vijfde methode, die Dalio niet noemt, namelijk 'verschmerten' via de belastingen die iedere burger betaalt. Deze lijkt op de vierde oplossing. Ook in deze vijfde oplossing wordt er geld gedrukt om obligaties en mogelijk andere beleggingen op te kopen, alleen is de achterliggende motivatie anders, namelijk zorgen dat de rente niet oploopt. Geld bijdrukken volgens de vierde optie van Dalio heeft als primair doel het aanwakken van inflatie.

Ogenschijnlijk zijn we nog niet in de deleveragingfase aangekomen. Het beleid lijkt nog altijd te zijn om nog meer schulden te maken. Een overdosis dreigt.

BALANCEERACT

Het is een balanceeract van de autoriteiten om deleveraging zo te laten verlopen, dat er geen sociale onrust ontstaat. Het zal een combinatie van alle vijf de methodes moeten zijn. Te veel bezuinigen geeft namelijk sociale onrust en resulteert in een zich versterkende neerwaartse spiraal. Te veel geld



bijdrukken kan leiden tot (grote) inflatie. Inflatie is nu nog een onderschat scenario, maar als er eenmaal genoeg geld wordt bijgedrukt, ontstaat inflatie vanzelf.

In de jaren zeventig verdampte een groot deel van de tijdens de oorlog en wederopbouw ontstane en nog resterende schulden door hyperinflatie. Duitsland werd na de Eerste Wereldoorlog ook met een enorme schuldenlast opgepadeld, te betalen aan de geallieerden als herstelbetalingen. In eerste instantie was het beleid geld bijdrukken om je uit de schuldenproblematiek te manoeuvreren. Maar dit beleid bleek, zoals we weten, desastreus te zijn.

'VERSCHMERTZEN'

Iedereen begrijpt dat als er zoveel schulden zijn, en er nog meer bij komen, een hogere rente pas echt voor problemen gaat zorgen. De centrale banken gaan steeds verder. Zo heeft de FED recent zelfs high yield-ETFs opgekocht.

De ECB is ook de regels aan het oprekken om staatschulden van bijvoorbeeld Griekenland en Italië te kunnen kopen. Eerst was het beleid om alleen staatschulden te kopen van landen met een goede rating. Later mochten ook

staatsleningen van Griekenland en Italië worden gekocht. Eerst was het beleid om naar rato van de grootte van de economie te kopen. Recent werd ook deze regel losgelaten, hoewel de ECB niet transparant is over wat er hier gebeurt. De Bank of Japan doet al jaren, zelfs op nog grotere schaal, mee met het 'central banks gone wild'-experiment.

De grote vraag voor Europa is of het beleid van de centrale banken wel legitiem is. Het lijkt geen taak van de ECB te zijn om de euro te redden of landen te behoeden voor een schuldsanering. Daarover loopt momenteel een rechtszaak bij het Bundesverfassungsgericht. Maar dit terzijde.

Bij het verschmerten wordt bewust rekening gehouden met het feit dat de schuldenaars, zoals Griekenland en Italië, uiteindelijk een deel van hun schulden niet terugbetalen. De afstempelingen worden als het ware 'verschmerzt' via de belastingen die iedereen betaalt.

Laten we afsluiten met een mooi citaat van Charles Dickens: 'Credit is a system whereby a person who can't pay, gets another person who can't pay, to guarantee that he can pay.' «