



Centrale banken spelen met vuur

De internationale economische crisis, die begon in de zomer van 2000, heeft in de belangrijkste westerse industrielanden plaatsgemaakt voor een conjuncturele opleving. Het monetair beleid heeft de kortetermijnrente echter op crisisniveau gehouden. Ondanks dat de Amerikaanse centrale bank de rente zesmaal op rij heeft verhoogd, blijft het beleid van de bank zeer expansief. Dat blijkt uit het feit dat de reële kortetermijnrente nog steeds negatief is. Daarom is het geen wonder dat de kredietgroei in de VS behoorlijk onstuimig is gebleven.

Tegelijkertijd is de door de Europese Centrale Bank vastgestelde kortetermijnrente, zowel in nominale als in reële zin, op het laagste peil van de afgelopen twintig jaar gebleven. Een aanzienlijke hoeveelheid overtollig geld is hiervan het gevolg. De sterke groei van de geldhoeveelheid en de kredietverstrekking — waarvoor de centrale banken van Europa en de VS verantwoordelijk kunnen worden gesteld — zorgen ervoor dat de koopkracht gevaar loopt. Het is een van de best bewezen hypothesen dat inflatie onvermijdelijk is als te veel geld op jacht is naar te weinig goederen.

Hoewel op mondiaal niveau de inflatie van de consumentenprijzen gematigd lijkt, zijn er aanwijzingen dat de waardevermindering van het geld zich langs een andere weg voltrekt. Namelijk via de 'asset price inflation': het overtollige geld stroomt naar de financiële markten en drijft de waarde op van bijvoorbeeld vastgoed en obligaties. Ook al wordt de inflatie gemeten aan de hand van wijzigingen in de consumentenprijzen, zo'n asset price inflation kan de waarde van geld op dezelfde wijze ondermijnen als de inflatie van de consumentenprijzen.

Maar er bestaat ook een ander, misschien minder voor de hand liggend risico dat wordt veroorzaakt door een langdurig beleid van lage rentestanden: de schuldenval. Het is geen verrassing dat goedkoop geld de financiering van aankopen en beleggingen voor debiteuren steeds aantrekkelijker maakt. Onder een monetair regime van goedkoop geld

De Europese en Amerikaanse centrale banken moeten de rente sneller verhogen. Anders manoeuvreren ze zich in een schuldenval met pijnlijke gevolgen

» Ansgar Belke en Thorsten Polleit

heeft de schuldenlast van huishoudens, bedrijven en overheden de neiging om te stijgen. Zo'n ontwikkeling hoeft op zichzelf niet problematisch te zijn. Maar als de rendementen op beleggingen lager uitvallen dan de kosten van het lenen, is het duidelijk dat een groeiend deel van de inkomsten van een economie moeten worden besteed aan rentebetalingen en aflossingen van schulden. Zo'n ontwikkeling lijkt reëel en die zou beslist onwelkom zijn.

Toegegeven, de meeste economen geloven dat een beleid van lage rentestanden helpt bij het bevorderen van productie en werkgelegenheid. Lagere kredietkosten vertalen zich volgens velen in hogere investeringen, scheppen van banen en uiteindelijk ook in meer groei. Maar dat is niet helemaal zeker.

Dikwijls wordt over het hoofd gezien dat lage rendementen de economische prikkel verminderen om de schaarse middelen af te stemmen op de nieuwe omstandigheden. Een kunstmatig lage rente zal dus afbreuk doen aan de

behoefte aan product- en procesinnovaties, die van cruciaal belang is om duurzame groei te verwezenlijken.

Lage leenkosten weerhouden ondoelmatig opererende kredietverstrekkers ervan de markt te verlaten, terwijl het voor degenen die beter presteren moeilijker wordt om marktaandeel te winnen, zodat inefficiëntie overeind blijft.

De stijgende schulden, in samenhang met de teleurstellende economische groei, kunnen leiden tot publieke druk op het lagerentebeleid van de centrale banken. Als de centrale bankiers niet preventief ingrijpen door de rente naar een neutraler peil op te trekken vóórdat er een crisis uitbreekt, zal het beleid van goedkoop geld overeind blijven. In de hoop dat een economische opleving of een stijging van de inflatie voldoende argumenten oplevert om over te stappen op een restrictief monetair beleid. Maar als de centrale banken te lang wachten, bestaat het risico dat de stijging van de schuldenlasten de consensus voor een stabiel monetair beleid ernstig onder-

mijnt. Een groeiend aantal debiteuren hoopt dan op verlichting als de hogere inflatie de reële waarde van hun schulden doet afnemen.

Een ongewenste schuldenval is in feite een gevolg van een monetair beleid dat niet is gebaseerd op vaste regels. Beleidsmakers hebben hun maatregelen in de afgelopen tien jaar steeds meer afgestemd op conjuncturele bewegingen, en niet zozeer op het behoud van de prijsstabiliteit op de langere termijn. Onder een dergelijk regime zal een centrale bank vroeger of later slachtoffer worden van zijn eerdere fouten.

De bank zou zich gedwongen zien de rente op te trekken om de reeds veroorzaakte schade te verzachten. Eén onwelkom gevolg van zo'n gedwongen stap zou onvermijdelijk een schuldenval zijn. Deze toestand kan grotendeels worden toegeschreven aan de neiging van beleidsmakers om de factoren te negeren, die een negatieve invloed hebben op de expansie van de geldvoorraad en de kredietverstrekking, en als gevolg daarvan ook op de prijzen op de middellange tot lange termijn.

De stijging van de schuldenlasten in de westerse geïndustrialiseerde landen, met name door het goedkoopgeldbeleid van de belangrijkste centrale banken, had de beleidsmakers er al van moeten overtuigen van koers te veranderen.

Het is zorgwekkend dat de centrale banken niet van plan lijken terug te keren naar een beleid van normale rentestanden. De zeer lage langetermijnrente van dit moment is een signaal dat de obligatiemarkt ervan uit gaat dat de centrale banken de rente laag moeten houden om een schuldenval af te wenden.

Tegen deze achtergrond kunnen we slechts hopen, om economische én sociale redenen, dat de voornaamste centrale banken worden aangespoord de rente terug te brengen naar een neutraler peil.

Ansgar Belke is hoogleraar internationale economie Universiteit Hohenheim. Thorsten Polleit is hoogleraar bedrijfseconomie Business School of Finance and Management Frankfurt. Vertaling: Menno Grootveld.

Schuldenval nader belicht

- ▶ Bij goedkoop geld lenen debiteuren graag voor aankopen en beleggingen
- ▶ De schuldenlast van huishoudens, bedrijven en overheden zal dus stijgen
- ▶ Niets aan de hand, mits de rendementen op beleggingen hoger uitvallen dan de kosten van het lenen, en de rente laag blijft
- ▶ Anders gaat een groeiend deel van de inkomsten van een economie op aan rentebetalingen en aflossingen van schulden

