

**De redactie nodigt lezers uit boeken te recenseren voor deze rubriek**

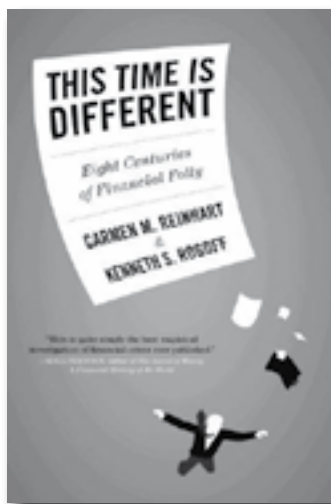
Weinigen zagen de *subprime* crisis aankomen. Maar iedereen zal moeten toegeven dat de huidige crisis in de Europese staatsfinanciën, en wat daarvan nog zal komen, vooraf is benoemd. Het boek *This time is different: eight centuries of financial folly* bevat de uitgesproken waarschuwing.

De auteurs Reinhart en Rogoff geven inzicht in het ontstaan van schuldencrisis en de gevolgen ervan door de eeuwen heen. Zij hebben van vele tientallen soevereine staten schuldquotes en faillissementen naast elkaar gezet.

Met een evaluatie van langjarige datareeksen slagen zij erin patronen in economische groei en inflatie te vinden die samenhangen met schuldencrisis. Daarbij nemen de auteurs ook andere

typen financiële crisis in beschouwing. Gewoonlijk stijgt de publieke schuld met 86 procent reëel in de drie jaar na een bankencrisis. Bancaire crisis gaan dientengevolge vaak gepaard met crisis in staatsfinanciën. Een schuldencrisis wordt meestal gevolgd door een periode van hoge inflatie, dalende waarde van onroerend goed en zakelijke waarden, dalende productie en stijgende werkloosheid.

De historische context waarin de subprime crisis wordt beschreven confronteert de lezer met de vraag waarom nauwelijks is gereageerd op de waarschuwingsignalen. Het antwoord is deels verscholen in de wensen die de auteurs zelf formuleren voor vervolgonderzoek: ze onderkennen maar beperkte toegang te hebben tot historische informatie over private schulden. Het kleine aantal voorspellers van de subprime crisis zag het probleem omdat zij schuldenopbouw in hun macromodellen incorporeerden (Bezemer, 2009). Gebrek aan historische gegevens over private schulden zal wellicht afbreuk hebben gedaan aan de geloofwaardigheid van hun bewijsvoering en daarmee aan de aandacht die zij kregen. Niettemin leveren Reinhart en Rogoff met de data in de hand kritiek op de Fed voor het te laag houden van de rente en het negeren van de schuldengroei, waar ook het bankwezen gedurende het vorige decennium aan mee heeft gedaan. Publiekelijk hebben ze inmiddels een vergelijkbaar verwijt gemaakt bij de schuldexplosie in Zuid-Europa. Dankzij toetreding tot de EMU daalde de rente en konden de zuidelijke lidstaten een enorme schuldenlast opbouwen. De ondubbelzinnige conclusie is dat eenzijdige focus op inflatie door centrale banken alleen kan worden gerechtvaardigd wanneer andere autoriteiten in staat zijn te verzekeren dat *leverage* niet excessief wordt (Reinhart, 2010). Ze vegen ook overtuigend het idee van tafel dat alleen de subprime crisis niet voldoende was voor een banken-



Reinhart, C.M. en D.C. Rogoff (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.

crisis met bijbehorende krimp. Het is een indirecte weerlegging van de opvatting dat de laatste bankencrisis is veroorzaakt door het niet overeind houden van Lehman Brothers door de Fed en de Amerikaanse overheid.

Dankzij de bijzonder uitgebreide database van schulden en crisis is dit boek als empirisch werk uniek in zijn soort. De toetsing aan de theorie is echter beperkt en voornamelijk kwalitatief.

Reinhart en Rogoff onderschrijven bijvoorbeeld de suggestie van Barro (1979) dat een grotere schuldenlast via fiscale verkrapping leidt tot lagere economische groei. Maar de data tonen een onverwacht binair verband tussen schulden en groei; boven de negentig procent schuldquote

is de groei een tot twee procent trager, daaronder maakt de hoogte van de schuldquote niet uit voor de groei. Ook om andere redenen is het te verwachten dat het boek aanleiding geeft voor vervolgonderzoek en verfijning van data. Zo kan de toegepaste definiëring van staatsfaillissementen worden bekritiseerd. De schrijvers classificeren een couponverlaging door de Britse overheid in de jaren dertig als herstructurering, hoewel die contractueel toegestaan was. Er zijn lessen te trekken voor de huidige schuldencrisis in Europa. Het boek bevat een prachtig overzicht van de tijdsduur die landen in de afgelopen twee eeuwen doormaakten in enige vorm van faillissement. Een heel actueel gegeven daarin is dat Griekenland, sinds de onafhankelijkheid van de Turken in de jaren twintig van de negentiende eeuw, vaker wel dan niet in staat van faillissement verkeerde: 50,6 procent. Alleen Angola, Ecuador en Honduras doen hiervoor onder. Onder de EMU-lidstaten is Spanje een goede tweede met 23,7 procent en valt Italië juist op in positieve zin met 3,4 procent. Het is te hopen dat Europese regeringsleiders dit boek lezen, de ernst van een bankencrisis die zou volgen op een herstructurering van staatsschulden inzien en zich daarop focussen. Dit zou, zoals Reinhart (2010) zegt, kunnen bijdragen aan het voorkomen van een catastrofale systeemcrisis.

#### LITERATUUR

Barro, R.J. (1979) On the determination of public debt. *The Journal of Political Economy*, 85(5), 940-971.

Bezemer, D.J. (2010) 'No one saw this coming': understanding financial crises through accounting models. *Munich Personal RePEc Archive*, 16 juni.

Reinhart, C.M. (2010) 800 years of financial crises. Video op [video.ft.com](http://video.ft.com), 3 mei.

**JAC KRAGT**

Chief Risk Officer bij PGGM Investments