

Interview

Carmen Reinhart

‘Europa maakt één grote fout in de huidige schulden crisis. De noodzaak tot schuldsanering wordt ontkend. Maar de schuldenberg is veel te groot. En de vooruitzichten voor economische groei zijn slecht. Sanering van de schuld is de enige manier om investeerders aan te trekken en de Zuidoepese economie weer te laten groeien.’

**SANDRA
PHILIPPEN**
hoofddirecteur ESB

**MICHÈLE
DE WAARD**
Financieel-econo-
misch journalist en
publicist

De Amerikaanse topeconoom Carmen Reinhart klinkt beslist. Herstructurering van de schuld van diverse landen – niet alleen van Griekenland, ook van Spanje en Ierland - is geen panacee. ‘Het zal niet makkelijk en plezierig zijn’, zegt ze. ‘Maar het alternatief is zeker niet prettig: de economie stort in en je krijgt destabilisatie binnen de Eurozone’.

Reinhart (56) is 24 uur in Nederland om tijdens de Nederlandse Economedag in Amsterdam de Tinbergenlezing te houden, georganiseerd door de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde. Het thema is *A decade of debt* – Reinharts favoriete onderzoeksveld.

Al ze vandaag een nieuw onderwerp voor haar proefschrift zou mogen kiezen, zou ze precies dezelfde materie aanpakken, zegt ze in een vraaggesprek met ESB. We spreken haar in het gebouw van De Nederlandsche Bank waar president Klaas Knot haar opwacht.

‘Het verband tussen economische *booms and busts* vind ik fascinerend’, zegt Reinhart, hoogleraar aan Harvard University en de enige vrouw die in de top-50 staat van toonaangevende Amerikaanse economen. Samen met Harvard-econoom Kenneth Rogoff publiceerde ze drie jaar geleden *This time is different – Eight Centuries of Financial Folly*. Een hoogst actueel

boek waarin acht eeuwen worden beschreven van financiële crises inclusief wanbetaling door overheden, bankencrisis en perioden van oploeiende inflatie.

Rogoff en Reinhart hebben een indrukwekkende hoeveelheid cijfers en statistieken verzameld over onder andere de schuldpositie, het nationaal inkomen, wisselkoersen, rentestanden, inflatie en grondstoffenprijzen van 66 landen in de hele wereld over een periode van 800 jaar. Reinhart is zo gek op statistieken dat haar echtgenoot, de econoom Vincent Reinhart, zijn vrouw eens met Valentijnsdag het statistisch jaarboek van de Volkenbond uit 1920 schonk. *This time is different* ligt op het nachtkastje van mening centraal bankier en minister van Financiën. Rogoff en Reinhart analyseren liefst 224 financiële crises in de wereld zoals de jongste crisis die in 2007 in de VS uitbrak. Maar ook de Russische wanbetaling in 1918 na de revolutie, het Griekse *default* in 1826 toen het land 53 jaar lang geen geld meer op de internationale kapitaalmarkten kon lenen en de Mexicaanse crisis in 1982, die Reinhart ‘van nabij’ beleefde omdat ze als econoom bij de zakenbank Bear Stearns werkte – inmiddels na liquiditeitsproblemen overgenomen door JP Morgan.

Als er één overeenkomst is tussen de beschreven crises is het dat excessieve schulden – of ze nu door overheden, banken, bedrijven of consumenten zijn gemaakt – vaak grotere systeemrisico’s met zich meebrengen dan men tijdens een periode van hoogconjunctuur voor mogelijk hield. De belangrijkste les: dit hebben we eerder meegemaakt. Cycli van vertrouwen en paniek zijn onvermijdelijk in een wereld vol schulden. Eerst vloeit rijkelijk krediet, daarna droogt het op.

Is het deze keer anders?

‘De titel van het boek is natuurlijk ironisch. Toch zijn geen twee financiële crises identiek. Elke crisis heeft zijn eigen karakteristieken. De huidige crisis wordt getypeerd door een ongekend hoog volume aan schuld en door het grote aandeel van private schulden. Dat is nog niet eerder voorgekomen.

‘De schuldenlast trekt een enorme wissel op economische



Toeconoom Carmen Reinhart

We waren beter af geweest als we de banken na het uitbreken van de crisis meteen genationaliseerd hadden

groei van landen. Politici beweren wel dat hun land uit de schulden crisis zal 'groeien'. Maar economische groei alléén is zelden genoeg om dat te bereiken als de schulden zo hoog zijn. Dat patroon blijkt ook uit ons onderzoek.'

Wat heeft de huidige financiële crisis nog meer gemeen met crises in het verleden?

'De schuldenberg is niet in enkele maanden ontstaan. Het patroon dat je bij de meeste crises ziet is dat financiële innovatie en liberalisering van financiële markten altijd een rol speelt. Toen Griekenland, Spanje, Portugal en Ierland tot de Europese Unie toetraden hadden ze bijvoorbeeld allemaal toegang tot lagere rente en een grotere kapitaalmarkt. Dat was nieuw voor deze landen die flink gingen lenen en consumeren.

'Explosieve kredietverlening aan particuliere huishoudens gaat vaak hand in hand met een *booming* vast goedmarkt en een behoorlijke groei. Dat zag je in de VS, Spanje, Ierland, ook in Engeland. Als de kredietverlening maar doorgaat treedt meestal kwaliteitsverlies op en worden slechtere leningen afgesloten. Dat gebeurde in de VS op het extreme af.

'De subprime hypotheek hadden helemaal niet afgesloten mogen worden. Maar omdat iedereen dacht *This time is different*, ging men door op de ingeslagen weg. De huizenprijzen zouden toch wel blijven stijgen. Over de kwaliteit van de lening hoefde je je geen zorgen te maken want je had altijd een onderpand. Totdat het tij keert en prijzen gaan dalen. Dan zit je al snel middenin een financiële crisis.'

Als er sprake is van wetmatigheden in financiële crises, waarom bestaat er dan zoveel onenigheid onder politici over de te nemen maatregelen?

'Omdat we vergeten. In ons boek halen we een citaat aan 'Er is niets nieuws, behalve wat vergeten is.' Dat zei de couturier van Marie Antoinette, echtgenote van Lodewijk de XVI destijds en ze doelde daarmee destijds op de modeindustrie.

'Het *This time is different*-syndroom bestaat eruit dat je altijd argumenten kunt vinden waarom de regels geen betrekking

op jou hebben. Dus maak je je geen zorgen over de koerswinstverhouding of leningen met almaar hogere rentes.

Tijdens een periode van hoogconjunctuur, krijgt iedereen krediet. In zo'n periode hebben slechts weinigen oor naar regulering of macro-prudentieel toezicht.

'Als dan het tij keert en een financiële crisis uitbreekt, stapelen problemen zich op. Een bankencrisis of private schulden crisis loopt vaak uit op een schulden crisis van de overheid. Dat zag je al bij de VOC ten tijde van de Nederlandse republiek. Aanvankelijk werden er enorme winsten gemaakt en was de VOC een groot succes. Maar toen begon de onderneming schulden te maken en raakte zijn monopoliepositie kwijt omdat de Britten in Indonesië actief werden. Zodra de VOC in ernstige financiële problemen raakte, nam de regering de schuld over en werd de schuldenberg gesocialiseerd.'

Dat leidt tot financiële 'repressie', schrijft u.

Blijft de economie daarom zo lang in het slop zitten?

'Dat is een van de redenen. Elke financiële crisis gaat gepaard met lange en diepe recessies. Dat betekent een belangrijke vermindering van overheidsinkomsten waardoor tekorten oplopen. De overheid zit meestal met een torenhoge schuld omdat ze private schulden hebben overgenomen. Een zwak bankensysteem gecombineerd met een zwakke economie, een stijgende overheidsschuld en tekorten is het recept voor een crisis van de overheidsfinanciën.

'Naarmate een crisis verergert zie je een ommekeer van het politieke beleid. Markten die geliberaliseerd waren krijgen nieuwe regels opgelegd. Overheden gebruiken alle middelen om de situatie weer onder controle te krijgen, zeker als sprake is van grootscheepse kapitaalvlucht zoals in Griekenland en Spanje. Dan schroeft de overheid banken de duimschroeven aan.

Politici zouden eigenlijk tijdens een periode van economische groei de teugels al moeten aantrekken?

'Dat deden we met Bretton Woods in 1944. De jaren negentig waren niet de eerste periode van financiële globalisering. De

econoom Barry Eichengreen noemt de jaren tussen 1860 en 1914 de hoogtijdagen van financiële globalisering. Tijdens de Eerste Wereldoorlog werden al kapitaalcontroles ingevoerd, maar na de beurscrash in 1929 en de daarop volgende Depressie wordt zware financiële regulering ingevoerd.

‘Na de Tweede Wereldoorlog breekt de tijd aan waarin architecten zoals de Britse econoom Johan Maynard Keynes deden wat nodig was om zo’n enorme financiële crisis te voorkomen. Er werden allerlei maatregelen genomen die onder de paraplu van financiële repressie vallen: meer kapitaalcontroles zodat er minder volatiliteit op de internationale kapitaalmarkten ontstond, de overheid reguleerde de financiële markten en kredietverlening en rentestanden werden sterker gecontroleerd. ‘Al deze maatregelen hadden resultaat want tussen 1945 en 1980 waren er heel erg weinig bankencrisis in de wereld. Het was een exceptioneel stabiele periode, heel anders dan de decennia ervoor en erna. Aan de ontwikkeling van de globalisering zie je ook dat internationale financiële liberalisering hand in hand gaat met bankencrisis.

‘De enige grote fout die Europa voor mij heeft gemaakt, tot op de dag van vandaag, is dat de noodzaak tot herstructurering van de schulden ontkend wordt.’

‘In de jaren tachtig ging het mis omdat we dachten slim te zijn. De Glass Steagall-wet, die verbood dat commerciële banken zich inlieten met effectenhandel, werd afgeschaft en het netwerk aan regels werd ontmanteld. De liberalisering plaveidde de weg voor de crisis waar we nu middenin zitten.’

Hebben politici in de VS en Europa adequaat gereageerd?

‘Het monetaire antwoord was snel en in de goede richting. Aggressief en snel. Dat is wat je nodig hebt. Maar ten aanzien van de banken is in de VS een enorme fout gemaakt. We waren beter af geweest als we de banken na het uitbreken van de crisis meteen genationaliseerd hadden. Dat was een snellere manier geweest om de nodige schuldafschrijvingen uit te voeren.

‘Uiteindelijk zijn de twee grootste hypotheekbanken Fanny Mae en Freddy Mac feitelijk door de Amerikaanse staat overgenomen. Ze staan op de publieke balans, maar ze opereren nog steeds onafhankelijk.

‘Kijk je naar de manier waarop Scandinavische landen de bankencrisis in 1990 hebben aangepakt, dan is dat veel effectiever. De overheid gaf een algehele garantie af op verplichtingen van de banken. (Kosten 2 procent van het bbp, red.)

Uiteraard zijn dit aanzienlijk kleinere economieën. Desalniettemin heeft Zweden de *deleveraging*, de ontschuldiging, en de schoonmaak van bankbalansen in de financiële sector snel en efficiënt doorgevoerd.

‘Ook de Europese stimuleringsprogramma’s waren een stap in de goede richting, al vond ik de harde lijn om de rente te verhogen uit angst voor inflatie onbegrijpelijk. Ook het door de Europese Centrale Bank aangekondigde opkoopprogramma is belangrijk en de oprichting van een bankenunie.

‘De enige grote fout die Europa voor mij heeft gemaakt, tot op de dag van vandaag, is dat de noodzaak tot herstructurering van de schulden ontkend wordt.’

U doelt op een Griekse schuldsanering?

‘Niet alleen Griekenland. Ook de schulden van landen zoals Spanje, Portugal en Ierland zou geherstructureerd moeten worden. Maar het hele onderwerp is taboe. Er wordt niet over gesproken. Er is in deze landen door het uiteenklappen van de onroerend goedbubbel een enorme kloof tussen de boekwaarde van de leningen en de aflossingscapaciteit omdat het onderpand dramatisch in waarde is gedaald. Ik zie niet hoe landen zoals Spanje en Ierland uit de problemen kunnen komen zonder schuldsanering.

‘Feit is dat beide landen bij het uitbreken van de financiële crisis in 2008 geen hoge publieke schulden hadden. De Ierse schuld was nauwelijks 30 procent van het bbp. Ook die van Spanje was laag. Deze landen zitten nu in grote problemen omdat overheden zijn doorgedaan met het overnemen van private schulden en omdat de economie is ingestort.’

De politiek vreest bij schuldsanering en afschrijving een sneeuwbal effect. Is dat onterecht?

‘De sneeuwbal is onontkoombaar. Belangrijk is dat een herstructurering van schulden ordelijk verloopt want in Europa is het financiële systeem hoogst geïntegreerd. Het probleem is dat politici in een ontkenningsskramp zitten. Ze vinden dat herstructurering van schulden, waarbij delen worden afgeschreven, iets is voor ontwikkelingslanden, niet voor de westerse landen. Dat is natuurlijk niet waar, want voor de Tweede Wereldoorlog werden de meeste financiële crises op deze manier aangepakt.

‘Afschrijving van schulden betekent wel dat Duitse, Franse, mogelijk ook Nederlandse banken verdere hulp nodig zullen hebben om de schuldeisers terug te kunnen betalen. Dat is voor politici niet makkelijk te verkopen. Zolang je deze klap weet uit te stellen, is het probleem van een ander.’

Het IMF waarschuwde tijdens het recente jaarcongres voor ernstige risico’s die nog steeds in het financiële systeem zitten. Deelt u die zorg?

‘Jazeker, de risico’s zitten overal. Als je hoge schulden hebt kunnen schokken waar landen normaal tegen bestand zijn een land in een diepe recessie storten. En de westerse wereld heeft veel schulden – zelfs landen als Duitsland en Frankrijk. Ik heb met mijn echtgenoot een discussiepaper gemaakt voor de bijeenkomst van de Federal Reserve Board in Jackson Hole. We hebben na de Tweede Wereldoorlog vijftien financiële crises onderzocht en ontdekten dat in zeven gevallen sprake was van een dubbele recessie na zo’n crisis.

‘Amerika en Europa zijn nog steeds heel kwetsbaar. Dat is reden temeer om werk te maken van het schoonvegen van de balansen. De VS en Europa hebben nog geen immuunsysteem om nieuwe schokken op te vangen.’