

Boeken

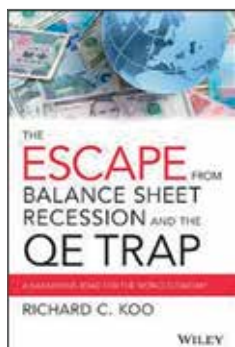
Over de oorzaken en aanpak van de Grote Recessie verschillen economen en beleidsmakers van mening. Richard Koo, hoofdeconoom van het Nomura Research Institute, beschouwt de Grote Recessie in zijn boek *The escape from balance sheet recession and the QE trap: a hazardous road for the world economy* als een *balance sheet recession*. Deze is het gevolg van het feit dat bedrijven en particulieren in de hoogconjunctuur kapitaal lenen om te investeren in – met name – vastgoed. Als de ontstane zeepbel knapt, keldert de waarde van het vastgoed, maar de nominale waarde van de leningen daalt niet. Als de centrale bank de rente verlaagt, sorteert dit geen effect omdat bedrijven en huishoudens slechts hun schulden aflossen. Het *balance sheet recession*-concept is een uitwerking van Irving Fishers *debt*

deflation-begrip: als het prijsniveau daalt, stijgt de nominale waarde van schulden. Dit gebeurde in Japan na het uiteenspaten van de zeepbel in het begin van de jaren negentig. Naast het verlagen van de rente zette de Japanse centrale bank zwaarder geschut in: kwantitatieve verruiming. Maar ook dit stimuleerde de Japanse banken niet om meer leningen te verstrekken; bedrijven en consumenten leden aan een *debt trauma*.

Het gevoerde begrotingsbeleid was wel succesvol. Het Japanse bbp daalde niet onder het niveau van vóór het knappen van de zeepbel, ondanks het feit dat de prijzen voor vastgoed met 87 procent daalden en bedrijven niet investeerden. Zou Japan geen ruim begrotingsbeleid hebben gevoerd dan zou dat, volgens Koo, tot een diepe recessie geleid hebben. Ook het Japanse stimulerende begrotingsbeleid uit 2012 (een onderdeel van *Abenomics*) heeft de economie versterkt, aldus Koo.

Koo waarschuwt voor een *QE trap*. In juni 2013 stegen de langetermijnrentes in de VS. De Fed vreesde, mocht kwantitatieve verruiming verminderd worden, dat de rentes verder zouden stijgen. Dit zou de aanjagers (zoals de bouw en de auto-industrie) van de groei afremmen. Om dit te voorkomen ging de Fed door met kwantitatieve verruiming. In september 2013 daalden de langetermijnrentes weer. Mochten de economische indicatoren verbeteren dan zou de Fed de aangekondigde vermindering van kwantitatieve verruiming opnieuw moeten opschorten.

Als het monetaire stimuleringsbeleid niet aanslaat, en de centrale bank een gevangene van zijn eigen verruimingsbeleid is, dan resteert het voeren van een ruim begrotingsbeleid. Na het uitbreken van de financiële crisis in 2008 hebben de VS en Europa dit beleid gevoerd. Het werd in 2009 gestaakt, gearlar-



Auteur **Richard C. Koo**

Titel **The escape from balance sheet recession and the QE trap: a hazardous road for the world economy**

Uitgever **New York: Wiley**

PETER DE HAAN

Ex-diplomaat en schrijver

meer als men was door toenemende schuldenlasten. Maar is een hoge schuldenlast zorgelijk? Koo meent van niet. Men heeft tijd genoeg om deze last te verlagen omdat *balance sheet recessions* zich slechts met grote tussenpozen voordoen.

Koo is kritisch over de aanpak van de crisis in de eurozone. Hij merkt op dat het Verdrag van Maastricht het bestaan van balance sheet recessions niet onderkent, en dus ook geen maatregelen ter bestrijding ervan voorschrijft. Koo's hoofdbezwaar is dat beleidsmakers niet inzagen dat de recessie een combinatie was van een bankencrisis en een balance sheet recession. Men nam maatregelen die de situatie eerder verslechterden dan verbeterden.

De eerste fout was de te snelle beëindiging van het gevoerde begrotingsbeleid. Wat betreft het monetaire beleid

meent Koo dat – na de *Long-Term Refinancing Operations* en de *Outright Monetary Transactions* van de ECB – additionele financiële injecties zoals kwantitatieve verruiming niet zullen helpen omdat er geen vraag is naar krediet, met andere woorden, de *money multiplier* is nul.

Komt Koo's denken overeen met dat van Keynes? Nee, zegt Koo, omdat Keynes zich niet had gerealiseerd dat de Grote Depressie was veroorzaakt door schuldaflossing door de particuliere sector, en niet door het wegvallen van de collectieve vraag. Deze oorzaak ontbreekt inderdaad in *The General Theory*.

Koo presenteert zijn concept overtuigend, gesteund door veel statistisch materiaal. De suggestie die Koo in zijn boek echter doet, is dat de meeste recessies balance sheet recessions zijn, en dat een ruim begrotingsbeleid de enig juiste aanpak is. Echter, het lukt Japan, ondanks *Abenomics*, niet om de economie weer te laten groeien. En in Duitsland waren de schulden van bedrijven en particulieren niet hoog toen de recessie uitbrak. Ook het feit dat de Nederlandse economie weer groeit, na vele bezuinigingen, past niet in Koo's analyse.

Niettemin, Koo's concept van de balance sheet recession en zijn pleidooi voor een ruim begrotingsbeleid verdienen de aandacht omdat hij een extra dimensie aan de mogelijkheden tot het ontstaan van recessies toevoegt. Bovendien wijst hij op de potentiële gevaren van kwantitatieve verruiming, uitgevoerd door technocraten. Dat geldt echter niet voor zijn pleidooi voor een ruim begrotingsbeleid, dat immers onder de controle van volksvertegenwoordigers valt.