

Voorwoord: *waarom ik dit boek geschreven heb*

Kan 'het' – een Grote Depressie – opnieuw gebeuren? En als 'het' kan, waarom is het dan in de jaren sinds de Tweede Wereldoorlog niet gebeurd? Dit zijn vragen die als vanzelf voortkomen uit de geschiedenis en de relatief succesvolle afgelopen 35 jaar. Om een antwoord op deze vragen te geven, hebben we een economische theorie nodig waarin grote depressies een van de mogelijke toestanden zijn waarin ons type kapitalistische economie zich kan bevinden.

Hyman Minsky, 1982¹

Dit boek gaat over hoe onze wereld is veranderd door de financiële en economische crises die de rijke landen na augustus 2007 getroffen hebben. Maar de analyse stoelt op de manier waarop de *shocks* (de schokken) zijn voortgekomen uit eerdere *shifts* (verschuivingen) in de interacties tussen veranderingen in de mondiale economie en het financiële stelsel. Hoe zullen – en moeten – deze verstoringen de manier waarop we over economie denken veranderen? En ook, hoe zullen – en moeten – ze het door de getroffen landen en de rest van de wereld gevoerde beleid veranderen?

Dit boek is een verkenning van een veranderd landschap. Laat ik beginnen met eerlijk tegen mezelf en tegen de lezer te zijn: hoewel ik mijn professionele leven heb besteed aan het analyseren van de wereldeconomie en ik veel financiële crises heb gezien, heb ik een crisis van deze omvang in de rijke landen niet zien aankomen. Ik was me er wel bewust van dat bepaalde ontwikkelingen in de periode voor de

crisis niet konden doorgaan. Het thema van mijn eerdere boek *Fixing Global Finance*, gepubliceerd in 2008 maar gebaseerd op lezingen die ik in 2006 had gegeven, is de fragiliteit van het financiële stelsel en de vele financiële crises die sinds het begin van de jaren tachtig hebben plaatsgevonden. Het ging ook in op de zorgwekkende groei van hoge overschotten en tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans – de zogeheten ‘mondiale onevenwichtigheden’ – na de crisis in de opkomende markten van 1997-1999. Het spitste zich vooral toe op de implicaties van de onderling verweven verschijnselen van het gapende tekort op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans, de opeenhoping van valuta-reserves door opkomende economieën en de onevenwichtigheden binnen de eurozone.² Die discussie kwam als vanzelf voort uit de financiële beschouwingen in mijn eerdere boek, *Why Globalization Works*, gepubliceerd in 2004.³ In dat boek, waarin ik me duidelijk uitsprak ten gunste van globalisering, benadrukte ik de hoge kosten van financiële crises. Niettemin verwachtte ik niet dat deze trends zouden uitlopen in een zo enorme financiële crisis, een zo brede reddingsoperatie of zoveel beroering binnen de eurozone.

Dat kwam niet doordat ik me er onvoldoende van bewust was dat wat economen ‘de grote matiging’ noemden – een periode van geringere volatiliteit in vooral de Amerikaanse productie, tussen het einde van de jaren tachtig en 2007 – gepaard was gegaan met een omvangrijke en potentieel destabiliserende stijging van activaprijzen en van schulden.⁴ Het kwam veeleer doordat ik me niet kon voorstellen dat het westerse financiële stelsel zou imploderen. Ik maakte de fout uit te gaan van een mentaal model van de economie dat geen ruimte liet voor de mogelijkheid van een nieuwe Grote Depressie of zelfs een ‘Grote Recessie’ in ’s werelds meest ontwikkelde economieën. Ik meende dat zoiets alleen mogelijk was als resultaat van onvoorstelbaar ernstige fouten van bankiers en toezichhouders. Mijn persoonlijke kijk op de economische wetenschap had de test van de bijna universeel genegeerde Hyman Minsky niet doorstaan.

Dit boek wil lering trekken uit die vergissing. Het wil onder meer de vraag aan de orde stellen of Minsky’s eis dat een theorie in de mo-

gelijkheid van grote depressies voorziet, redelijk is, en zo ja: wat het antwoord van economen daarop moet zijn. Ik denk dat het een heel redelijke eis is. De reactie van veel aanhangers van de economische hoofdstroom is dat crises onmogelijk te voorspellen zijn, en dat als dat niet zo zou zijn, ze ofwel al hadden plaatsgevonden of door rationele actoren zouden zijn voorkomen. Dat is natuurlijk een geruststellende doctrine, want weinig mainstream economen hebben de crisis, of zelfs maar de mogelijkheid ervan, zien aankomen. Voor de heersende school van de neoklassieke economie zijn depressies het resultaat van een of andere externe (of zoals economen zeggen, ‘exogene’) schok, niet van krachten die het systeem zelf voortbrengt.

De mogelijkheid die daar tegenover staat en die volgens mij veel en veel aannemelijker is, is dat de crisis ten dele plaatsvond *omdat* de mainstream economische modellen zo’n uitkomst in theorie nadrukkelijk zo onwaarschijnlijk maakten, dat ze deze in de praktijk juist waarschijnlijker maakten. De door de hypothesen van de rationale verwachtingen en de efficiënte markten aangemoedigde zorgeloosheid maakte zowel toezichhouders als beleggers slordig. Zoals Minsky betoogde: stabiliteit werkt destabiliserend. Dit is een aspect van wat George Soros, de succesvolle speculant en innovatieve economische denker, ‘reflexiviteit’ noemt: hoe mensen denken bepaalt de werkelijkheid waarin ze leven.⁵ Naïeve economie leidt tot instabiele economieën. Intussen zouden minder conventionele waarnemers betogen dat crises in ons huidige economische stelsel onvermijdelijk zijn. Ondanks hun enorme verschillen zouden de ‘post-keynesiaanse’ school, die vrije markten wantrouwt, en de ‘Oostenrijkse’ school, die er juist heilig in gelooft, het over dat laatste eens zijn, al verschillen ze van mening over wat crises veroorzaakt en wat eraan gedaan moet worden als ze plaatsvinden.⁶

De opvatting van Minsky dat de economie in de mogelijkheid zou moeten voorzien van ernstige crises, niet als gevolg van externe schokken maar van ontwikkelingen die uit het systeem zelf voortkomen, is methodologisch verantwoord. Crises zijn tenslotte economische verschijnselen. Bovendien blijken ze een duurzaam kenmerk van kapitalistische economieën te zijn. Nouriel Roubini en Stephen Mihm hebben in hun recente boek *Crisis Economics* (vertaling: *Crisiseconomie*,

uitgeverij Nieuwezijds) betoogd dat crises en de daaropvolgende depressies, in de intussen veelgeprezen terminologie van Nassim Nicholas Taleb, geen ‘zwarte zwanen’ zijn – zeldzame en onvoorspelbare gebeurtenissen – maar ‘witte zwanen’ – normale, zij het niet zo vaak voorkomende, gebeurtenissen die een voorspelbaar patroon volgen.⁷ Depressies vormen inderdaad een van de situaties waarin een kapitalistische economie terecht kan komen. Een economische theorie die met deze mogelijkheid geen rekening houdt, is even relevant als een theorie van het lichaam die de mogelijkheid van een hartaanval uitsluit, of een theorie van bruggenbouw die geen rekening houdt met het risico van instorting.

Ik vind ook met Minsky dat overheden moeten optreden als er een depressie plaatsvindt, het punt waarop de opvattingen van de post-keynesiaanse en de Oostenrijkse scholen van mening verschillen. Eerstgenoemde is geworteld in de theorieën van John Maynard Keynes over werkloosheid in een evenwichtssituatie, de laatste in het vrijemarktdenken van Ludwig von Mises en Friedrich Hayek. Minsky zelf vertrouwt op een sterke overheid – een overheid die in staat is de private sector te financieren door haar tekort te laten oplopen – en een sterke bank – een centrale bank die in staat is de kredietverlening te ondersteunen wanneer het financiële stelsel daar niet meer toe in staat is.⁸ De aanpak van dergelijke dreigende gebeurtenissen vormt zelfs een belangrijk deel van de taken van moderne overheden en centrale banken. Naast het bestrijden van crises wanneer deze zich voordoen, moeten overheden ook nadenken over hoe de kwetsbaarheid ervoor beperkt kan worden. Het behoeft geen betoog dat elk onderdeel van deze opvattingen over de kwetsbaarheid van de markteconomie en de verantwoordelijkheid van overheden omstre-den is.

Deze ontwikkelingen zijn niet de eerste geweest die voor mij aanleiding waren mijn opvattingen over economie aan te passen, sinds ik in 1967 aan Oxford University aan de studie van het vak begon.⁹ In de daaropvolgende 45 jaar heb ik veel geleerd en het hoeft niemand te verbazen dat ik af en toe mijn mening herzien heb. In de late jaren zes-tig en beginjaren zeventig bijvoorbeeld raakte ik ervan overtuigd dat een grotere rol voor markten en een macro-economisch beleid gericht

op monetaire stabiliteit essentieel waren, zowel in rijke landen als in ontwikkelingslanden. Ik ging dus mee in de verschuiving in de richting van meer marktgeoriënteerde economische perspectieven die toen plaatvond. Ik was vooral onder de indruk van de Oostenrijkse visie op de markteconomie als systeem dat het zoeken naar profijtelijke kansen aanmoedigde, in tegenstelling tot de neoklassieke fixatie op evenwicht: de geschriften van Joseph Schumpeter en Hayek waren (en blijven) sterke invloeden. De huidige crisis heeft mijn twijfels over evenwicht versterkt, maar leidde ook tot een opleving van mijn grote belangstelling en bewondering voor het werk van Keynes, die dateerden uit mijn tijd in Oxford.

Na tachtig jaar zijn de zorgen van Keynes uit de jaren dertig weer de onze geworden. We zijn eraan herinnerd dat wie geen lessen uit de geschiedenis trekt, gedoemd is die te herhalen. Zo heeft de crisis mijn denken over financiën, macro-economie en het verband tussen beide veranderd, en dus onvermijdelijk ook over financiële en monetaire stelsels. Ik denk dat de inzichten die ten grondslag liggen aan dit boek, me weer dicht bij mijn opstelling van 45 jaar geleden brengen.

Het is van belang om onderscheid te maken tussen mijn opvattingen over hoe de wereld werkt, opvattingen die veranderen, en mijn waarden die dezelfde gebleven zijn. Ik heb die waarden meegekregen van mijn ouders, vooral van mijn overleden vader, Edmund Wolf, een joodse vluchteling uit het Oostenrijk van de jaren dertig. Hij was een gepassioneerd voorvechter van de liberale democratie. Hij verzette zich tegen utopisten en fanatici van links en rechts. Hij geloofde in de waarden van de Verlichting, getemperd door besef van de menselijke zwakten. Het laatste was geworteld in zijn talent (en carrière) als toneelschrijver en journalist. Hij accepteerde mensen zoals ze waren. Hij verzette zich tegen degenen die ze wilden veranderen in wat ze niet konden zijn. Die waarden maakten hem, en later mij, tijdens de Koude Oorlog tot overtuigend anticommunist.

Ik ben mijn leven lang aan die waarden blijven hechten. Maar mijn visie op de economie is af en toe veranderd. Toen de westerse wereld in de jaren zeventig getroffen werd door economische turbulentie, maakte ik me zorgen dat dit zowel de welvaart als de politieke stabiliteit zou ondermijnen. Toen de prijsinflatie in het Verenigd Ko-

ninkrijk in augustus 1975 opliep tot 27 procent, vroeg ik me zelfs af of mijn land de kant op zou gaan van Argentinië. Ik was blij te zien dat Margaret Thatcher de inflatie probeerde te bedwingen, de onnodige uitbreiding van staatsinterventie in de economie te beperken, de ongebreidelde macht van de vakbonden in te snoeren en de markten te liberaliseren. Ik zag dat als noodzakelijke hervormingen. Op dezelfde manier kwam het me voor dat de Verenigde Staten behoefte hadden aan in ieder geval een deel van wat Ronald Reagan te bieden had. In de context van de voortgaande Koude Oorlog leek het noodzakelijk en goed dat het Westen zich herstelde en nieuw leven ingeblazen kreeg. Ik meende dat de ontwikkelingen weg van een staat die indertijd uit zijn krachten gegroeid was en aan niemand verantwoording aflegde naar een kleinere en verantwoordelijker staat, in de goede richting gingen om de juiste balans tussen samenleving en staat te hervinden. Mijn conclusie was dat de staat in de jaren zeventig verzwakt was doordat deze te veel uitgedijd was, met name in het VK: driedaagse werkweken, gierende inflatie, afkalvende winsten en arbeidsonrust wezen er allemaal op dat de overheid steeds minder in staat was haar elementaire functies te vervullen. De VS en het VK hadden kleinere en effectievere overheden nodig, in combinatie met een meer op eigen kracht opererend en energiekeer maatschappelijk middenveld.

Wat al even noodzakelijk was, zo concludeerde ik uit mijn ervaringen tijdens mijn postdoctorale opleiding aan Nuffield College in Oxford en vervolgens tijdens mijn tien jaar bij de Wereldbank, waren hervormingen en liberalisering van de economie in ontwikkelingslanden. De resultaten daarvan over de afgelopen drie decennia zijn vooral positief geweest, hoewel ook daar de dreiging van financiële instabiliteit nooit ver weg was. Dat werd zichtbaar vanaf augustus 1982, de maand waarin de Latijns-Amerikaanse schulden crisis van de jaren tachtig de wereld verraste. Het tijdperk van de marktliberalisering is ook het tijdperk van de financiële crises geweest, culminerend in de grootste en belangrijkste, die begon in 2007.¹⁰

Tussen 1989 en 1991 kwam er een abrupt einde aan de Koude Oorlog. Ik verheugde me op de ineenstorting van het Sovjet-communisme en de triomf van de liberale democratie. Ik dacht dat er een pe-

riode van vrede en stabiele welvaart zou aanbreken. De periode daarna is inderdaad in een groot deel van de ontwikkelingslanden een tijd van buitengewone economische vooruitgang geweest, vooral in China en India, landen die samen bijna 40 procent van de wereldbevolking voor hun rekening nemen. Al even bemoedigend was de verbreiding van de democratie in grote delen van de wereld, vooral in Latijns-Amerika, Afrika bezuiden de Sahara en, natuurlijk, de voormalige communistische landen in Europa. Momenteel kan in elk geval de verbreiding van democratische idealen, en zelfs democratische praktijken, worden waargenomen in delen van de Arabische en bredere islamitische wereld. Natuurlijk, wat je ziet is vaak onvolmaakt en corrupt en ook aangetast door geweld en onderdrukking. Maar het is onmogelijk om terug te blikken op de ontwikkelingen van de afgelopen drie decennia zonder te concluderen dat ondanks de mislukkingen en teleurstellingen, de globale ontwikkeling in de richting is gegaan van meer verantwoordelijke overheden, meer marktgeoriënteerde economieën en meer samenwerking en wederzijds voordelige betrekkingen tussen staten.¹¹ De oprichting van de Wereldhandelsorganisatie (WTO) in 1996 is maar één, maar buitengewoon belangrijk, symbool van deze fundamenteel hoopvolle ontwikkelingen.

Maar er ging ook veel mis. Tijdens de jaren negentig, en vooral tijdens de Aziatische financiële crisis van 1997-1998, begon ik me zorgen te maken dat de liberalisering van de jaren tachtig en negentig een monster had gebarst: een financiële sector die economieën van binnenuit kon verslinden. Ik uitte deze zorgen in columns voor de *Financial Times* die ik naar aanleiding daarvan schreef. Dit vermoeden is sinds 2007 uitgekristalliseerd tot iets wat bijna zekerheid is. Daaraan verwant is zorg over de implicaties van almaar stijgende schuld niveaus, in het bijzonder in de private sector, en in het verlengde daarvan over wat steeds meer begint te lijken op een chronisch laag niveau van de bestedingen, op mondiaal niveau.

Maar het geloof in onbelemmerde financiële markten en in de zegeningen van almaar toenemende private schulden was niet de enige gevaarlijke vorm van economische hoogmoed. Een andere was de scheping van de euro. In een column uit 1991, na de afronding van de

onderhandelingen in Maastricht, had ik dit riskante avontuur al beschreven in de woorden waarmee de oude Grieken het verloop van een tragedie aanduiden: *hubris* (hoogmoed); *ate* (dwaasheid); *nemesis* (verging).¹² Daar komt nog bij dat in veel van 's werelds economieën de ongelijkheid sterk is toegenomen, in het bijzonder in de meer marktgeoriënteerde rijke landen. Toenemende ongelijkheid heeft vele schadelijke gevolgen – bijvoorbeeld, afnemende sociale mobiliteit. Er is een verband tussen deze nadelige effecten en financiële instabiliteit, omdat mensen zich gedwongen voelen te lenen om stagnerende of zelfs dalende reële inkomens te compenseren.¹³

De oplossingen van drie decennia geleden zijn getransformeerd tot de problemen van vandaag. Dat is nauwelijks een nieuwe ervaring in de menselijke geschiedenis. Maar de kans is het grootst wanneer een filosofie tot zijn extremen wordt doorgetrokken. Naar mijn mening wordt de liberale democratie nu evenzeer bedreigd door financiële instabiliteit en toenemende ongelijkheid als in de jaren zeventig, door hoge inflatie en afkalvende winsten. De lessen van die tijd hebben, misschien onvermijdelijk, tot de fouten van deze tijd geleid.

‘Liberale democratie’: twee woorden die met twee gerelateerde maar onderscheiden concepten van liberalisme corresponderen. Beide hebben diepe wortels. Het ene concept is vrijheid van het individu voor de wet. Deze vorm van vrijheid – persoonlijke autonomie – staat voor wat wijlen Isaiah Berlin, in zijn klassieke essay *Two Concepts of Liberty*, ‘negatieve vrijheid’ noemde.¹⁴ Het andere concept is niet helemaal dat van ‘positieve vrijheid’, zoals Berlin die definieerde, maar het is wel aan dat concept verwant. Het gaat eerder over het individu als burger.

Wijlen Albert Hirschmann betoogde dat *voice* (stem) – iemands vermogen om iets te zeggen te hebben over collectieve besluiten waarvan hij of zij de invloed ondervindt – even belangrijk is als *exit* – het vermogen van het individu om alternatieven te kiezen, niet alleen als consument en producent, maar als burger.¹⁵ Terwijl het eerste concept van vrijheid typisch Engels is, gaat het tweede terug tot de oudheid.¹⁶ Voor Atheners was het afgezonderde individu die geen deel naam aan het publieke leven een *idiotēs* – het woord waar ons woord ‘idiot’ van afstamt. Zo’n persoon was een onvolwaardig

mens omdat hij (voor de Grieken was het altijd ‘hij’) zich alleen met zijn eigen besognes bezig hield in plaats van met die van de *polis*, of stadstaat, de collectiviteit waarop hij steunde en waaraan hij niet alleen zijn loyaliteit, maar ook zijn energie moest geven.

Het ideaal van een liberale democratie komt voort uit de combinatie van deze twee ideeën – vrijheid en burgerschap. Het stoelt op de overtuiging dat we niet alleen individuen zijn die het recht hebben hun eigen keuzes te maken binnen de wet, maar ook, zoals Aristoteles het uitdrukte, ‘politieke dieren’ zijn. Als zodanig hebben we zowel de behoefte als het recht om deel te nemen aan de samenleving. Burgerschap vertaalt het idee van individuele zelfwaarde naar het politieke niveau. Als burgers kunnen en moeten we dingen samen doen. Veel van die dingen zijn, op hun beurt, de hoekstenen van Berlins ‘positieve vrijheid’, ofwel individueel rentmeesterschap.

Evidente voorbeelden van door de samenleving verschaft publieke en semipublieke goederen, naast de klassieke publieke goederen defensie en justitie, zijn milieubescherming, de financiering van fundamenteel wetenschappelijk onderzoek, steun aan technische innovatie, financiering van medische zorg, onderwijs en een sociaal vangnet. Samen keuzen maken over de voorziening in dergelijke goederen betekent geen inbreuk op de vrijheid, maar is juist iets wat die fundamentele waarde tot uitdrukking brengt en mogelijk maakt.

De huidige bedreiging van de liberale democratie zoals ik die definieer, is niet communisme, socialisme, militante vakbonden, gierend inflatie of erosie van bedrijfswinsten, zoals in de jaren zeventig, maar financiële en economische instabiliteit, hoge werkloosheid en sterk oplopende ongelijkheid. Er moet een nieuw evenwicht worden gevonden. Erkenning van die noodzaak verandert niets aan mijn opvatting dat markten en concurrentie de krachtigste aanjagers van economische dynamiek zijn. Evenmin als mijn opvatting dat de markteconomie zowel een uitdrukking van persoonlijke vrijheid is als een voorwaarde voor het voortbestaan daarvan.¹⁷ Alleen als mensen vrij over hun middelen kunnen beschikken, kunnen ze vrij zijn in hun doelen.¹⁸ Ook democratie kan op den duur niet functioneren zonder burgers die in belangrijke mate economisch afhankelijk zijn van de staat. Maar het financieel gedreven kapitalisme dat is

opgekomen na de contrarevolutie van het marktdenken is te veel van het goede gebleken. Dat is de les die ik uit de crisis trek. Dit boek getuigt van dit perspectief en probeert helderheid te brengen in hoe het de manier waarop ik over onze wereld denk, heeft veranderd.

Inleiding: ‘We zijn niet meer in Kansas’¹

Groot-Brittannië is geen boom-bust economie meer, met de laagste rentevoet in veertig jaar.

En het is ook geen stop-go economie meer, met de langste periode van aanhoudende economische groei in tweehonderd jaar.

George Brown, 2004²

Mijn opvatting is dat de vooruitgang in het monetaire beleid, al is dat zeker niet de enige factor, waarschijnlijk een belangrijke oorzaak was van de grote matiging. Ik ben er met name niet van overtuigd dat de afname van de macro-economische volatiliteit in de afgelopen twee decennia vooral een kwestie van gelukkig toeval was, zoals wel is beweerd; hoewel ik ervan overtuigd ben dat geluk ook een rol heeft gespeeld.

Ben Bernanke, voorzitter van
de Federal Reserve Board, 2004³

Het verleden is onbekend gebied. Zelfs het heel recente verleden is onbekend gebied. Dat geldt zeker voor de opvattingen van vooraanstaande beleidsmakers. Door de crisis die de wereld in augustus 2007 trof, die vervolgens ontaardde in een steeds bredere economische malaise in de rijke landen en grote beroering in de eurozone, zijn niet alleen deze landen maar de hele wereld in een positie terechtgekomen die zelfs intelligente en goed geïnformeer-

de beleidsmakers zich tevoren niet hadden kunnen voorstellen.

Gordon Brown was ten slotte een politicus, geen econoom. In zijn geval was overmoed niet zo verbazingwekkend. Maar Ben Bernanke is een uitzonderlijk bekwaam econoom. Helaas was zijn misvatting representatief voor de beroepsgroep. In februari 2004 hield Bernanke een spraakmakende rede over wat economen de ‘grote matiging’ noemden. Hij sprak over wat nu een heel andere planeet lijkt – een wereld niet van financiële crises en langdurige economische malaise, maar van uitzonderlijke stabiliteit en een superieur monetair beleid.⁴ Bovendien beweerde Bernanke: ‘Beter monetair beleid heeft waarschijnlijk op een belangrijke manier bijgedragen aan niet alleen de afgenomen volatiliteit van de inflatie (waarover maar weinig verschil van mening bestaat), maar ook aan de afgenomen volatiliteit van de productie.’⁵

Dit klinkt tegenwoordig bizar. Het economische establishment heeft gefaald. Zij faalde in haar begrip van hoe de economie werkte, op macro-economisch niveau, doordat zij de rol van financiële risico’s niet zag; en zij faalde in haar begrip van de financiële risico’s, deels doordat zij niet begreep hoe de economie op macro-economisch niveau werkt. Het werk van economen die deze kwetsbaarheid wel zagen, werd genegeerd omdat het niet paste in de fantasiewereld van rationele actoren, efficiënte markten en algemeen evenwicht dat deze professors Pangloss hadden opgeroepen.⁶

De economische beroering heeft meer gevolgen gehad dan dat de economie van maar een paar jaar terug nu zo dood is als de dodo. De wereld is erdoor veranderd (of had erdoor veranderd moeten zijn), en daarover gaat dit boek. Dit boek biedt geen gedetailleerde geschiedenis van de crisis. Het is wel een poging tot analyse van wat de crisis ons te zeggen heeft over de economie en de economische wetenschap. Alleen door deze gebeurtenis enigszins gedetailleerd te analyseren kan een discussie worden gevoerd over wat er moet gebeuren en kan dat worden afgezet tegen wat er gedaan is – en wordt gedaan. Zitten we momenteel op een weg waarop we kunnen voortgaan? Ik zal betogen dat het antwoord ‘nee’ is.

OPZET VAN DE ANALYSE

Deel I – 'De schokken' – gaat in op hoe de financiële crises die de wereld sinds 2007 getroffen hebben, de wereld in 2014 bepaald heeft. Het proces van globalisering gaat inderdaad door. Maar de laatste en gevaarlijkste financiële crisis van de naoorlogse periode heeft de wereldeconomie kwetsbaar gemaakt en de economieën van de rijke landen verzwakt.

Hoofdstuk 1, het eerst hoofdstuk van Deel I, behandelt de mondiale financiële crisis en de nasleep ervan, en spitst zich toe op de huidige situatie in de rijke landen. Volgens de economische orthodoxie waren dergelijke enorme financiële crises min of meer onvoorstelbaar. Toch vonden ze plaats. De golf van financiële crises en de beleidsmaatregelen waarmee deze bestreden werden – de reddingsoperaties van de banken, de ongekende monetaire expansie en de enorme begrotingstekorten – waren ongekend. Hoewel die heroïsche maatregelen een nieuwe Grote Depressie voorkwamen, slaagden ze er niet in om de rijke landen weer gezond te maken. Overheden bleven kampen met een nasleep van hoge werkloosheid, lage productiviteitsgroei, schuldsanering en zorgen over de solvabiliteit van overheden. De dreiging van een Japanse malaise hangt in de lucht.

Hoofdstuk 2 gaat vervolgens in op de crisis in de eurozone. Toen in 2008 de kredietverlening stagneerde, werd de structurele zwakte van de eurozone zichtbaar. Door een hele reeks ontoereikende maatregelen werd een financiële ineenstorting ternauwernood voorkomen. Ondanks enige vooruitgang in de aanpak van de crisis blijft het naoorlogse Europese project in de gevarenzone, omdat het onmogelijk is verder te gaan naar een sterkere unie of terug te gaan naar monetaire onafhankelijkheid.

Hoofdstuk 3, het laatste van Deel I, behandelt de gevolgen van de crisis voor de opkomende economieën. In het algemeen bleef de groei in de opkomende economieën hoog, ondanks de zwakte in de rijke landen. Maar ook daar, inclusief China en India, neemt de bezorgdheid toe over excessieve private of publieke schulden en bubbels op activamarkten. Daar komt bij dat het buitengewone monetaire beleid van de rijke landen en de enorme uitstroom uit die landen

van privaat kapitaal dat hogere rendementen zoekt, voor de beleidsmakers in de opkomende landen grote dilemma's heeft gecreëerd: moeten ze hogere wisselkoersen en een verzwakte concurrentiepositie accepteren of die proberen af te wenden, misschien door op valutamarkten te interveniëren, met het risico van verlies van monetaire controle, excessieve kredietgroei, inflatie en financiële onrust? Uiteindelijk bleek ook daar de onderliggende groei af te zwakken. Er zijn meer structurele hervormingen nodig.

Deel II – 'De verschuivingen' – onderzoekt hoe de wereldeconomie in deze situatie terecht is gekomen. Wat veroorzaakte de kwetsbaarheid die culmineerde in deze enorme financiële en economische schokken? Als we het in de toekomst beter willen doen, moeten we begrijpen waardoor het mis ging.

Hoofdstuk 4, het eerste hoofdstuk van Deel II, spitst zich toe op financiële fragiliteit. Waarom begaven essentiële delen van het financiële stelsel het? Was het vanwege inherente zwaktes van het stelsel? Was het vanwege specifieke beleidsfouten, voor en tijdens de crisis? Waren, zoals sommigen beweren, de fouten in de aanpak van de crisis nog belangrijker dan die van voor de crisis? Al deze inzichten blijken ten dele juist te zijn.

Dit hoofdstuk behandelt de vraag wat financiële stelsels inherent fragiel maakt. Vervolgens wordt dieper ingegaan op wat het financiële stelsel vóór 2007 vooral kwetsbaar maakte. Er wordt gekeken naar de groei van 'schaduwbanken', de toename van financiële complexiteit en onderlinge verwevenheid, de rol van *moral hazard* (moreel risico) en de verantwoordelijkheid van overheden in de aanpak van de crises. Ik zal betogen dat er belangrijke fouten zijn gemaakt doordat er te weinig begrip was voor de beperkingen van het sturen op inflatiedoelstellingen (*inflation targeting*) als instrument van economisch beleid.

Hoofdstuk 5 voegt daaraan toe dat de kwetsbaarheid voor crises niet alleen te wijten is aan wat binnen het financiële stelsel gebeurde. Er lagen mondiale economische ontwikkelingen aan ten grondslag, in het bijzonder het ontstaan van een mondiaal besparingsoverschot en in het verlengde daarvan een kredietbubbel, deels als gevolg van een aantal onderling verweven economische verschuivingen. Een cruciaal aspect daarvan was het ontstaan van mondiale onevenwichtigheden,

waarbij opkomende economieën besloten kapitaal te exporteren naar hoogontwikkelde landen dat deze laatste niet effectief bleken te kunnen inzetten. Na de Aziatische crisis daalden de mondiale rentevoeten tot uitzonderlijk lage niveaus. Dit ontketende een hausse in activaprijzen die vervolgens een bubbel werd. Een andere belangrijke factor in het groeiende spaaroverschot was echter de verschuivende inkomensverdeling tussen kapitaal en arbeid, en tussen werknemers onderling. In dit hoofdstuk wordt betoogd dat populaire alternatieve verklaringen voor de macro-economische oorzaken van de crisis – in het bijzonder te soepel monetair beleid – gevolg en oorzaak verwarren. Aan de groeiende onevenwichtigheden en het daarmee samenhangende spaaroverschot lagen fundamentele verschuivingen in de wereldeconomie ten grondslag, gedreven door liberalisatie, technologie en vergrijzing, die tot uitdrukking kwamen in globalisering, groeiende ongelijkheid en zwakke investeringen in de rijke landen.

In hoofdstuk 5 wordt ook behandeld hoe de kredietbubbel en het spaaroverschot, in combinatie met de onderliggende ontwerpfouten, de eurozone in zo'n diepe crisis stortten. Ik zal betogen dat het om de interactie van vijf elementen gaat: ontwerpfouten; beleidsfouten bij crediteur- en debiteurlanden vóór de crisis; de fragiliteit van het financiële stelsel, in het bijzonder van het bankwezen in de landen van de eurozone; fouten in het monetair beleid; het onvermogen effectieve manieren te vinden om de crisis aan te pakken toen deze was uitgebroken. Als gevolg daarvan blijft het risico dat de eurozone uiteen valt aanzienlijk, met potentieel verwoestende gevolgen voor de economische stabiliteit in dit werelddeel.

Deel III – 'De oplossingen' – behandelt vervolgens waar we heen *zouden* moeten. Het saillante kenmerk van het antwoord op de crisis was dat er nauwelijks het minimaal noodzakelijke werd gedaan om 'de zaak weer op de rails te zetten'. Dat geldt voor het macro-economisch beleid. Het geldt ook voor de hervorming van de financiële sector. En het geldt voor de hervorming van de eurozone. Dat is allemaal begrijpelijk. Maar het is niet genoeg. Het maakt het bijna zeker dat het herstel te zwak en te onevenwichtig zal zijn en dat er in de toekomst nog grotere crises zullen uitbreken.

Hoofdstuk 6, het eerste hoofdstuk van deel III, zet de zoektocht in

naar betere economische ideeën. De crisis heeft diepgaande misverstanden aan het licht gebracht over de manier waarop de moderne economie werkt. Die resulteerden in enorme beleidsfouten, zowel vóór als, wat betreft begrotingspolitiek, na de crisis. De vraag moet gesteld worden hoeveel van de orthodoxe economie van de afgelopen paar decennia gezien de gebeurtenissen overeind blijft. Waren de Oostenrijkse economen of de postkeynesianen dichter bij de waarheid dan de orthodoxe economen die de centrale banken bestuurden en de ministeries van Financiën adviseerden? Het antwoord zal zijn dat de heterodoxe economen inderdaad meer gelijk hadden dan de orthodoxe. De economie staat voor grote uitdagingen en er is grote behoefte aan experimenten. Sommigen beweren dat we terug moeten naar de Gouden Standaard. Dit hoofdstuk zal laten zien dat dit een waandenkbeeld is. Maar de kwestie van het verband tussen geld en financiën staat centraal en vraagt om een antwoord.

Hoofdstuk 7 gaat in op hoe we tot een beter financieel stelsel kunnen komen. Het begint met de hervormingen die nu ondernomen worden en stelt de vraag of die afdoende zijn om een veilige toekomst te verzekeren. Vervolgens komt de discussie op mogelijke verdere hervormingen, waaronder veel hogere kapitaaleisen en voorstellen om *fractional reserve banking* (fractioneel bankieren), waarbij maar een klein deel van de tegoeden als reserve wordt gehouden, helemaal af te schaffen. De discussie wordt afgesloten met het betoog dat verdere, radicale hervormingen noodzakelijk zijn, omdat het huidige financiële stelsel inherent afhankelijk is van de staat. Dat schept gevaarlijke prikkels, die uiteindelijk waarschijnlijk de solvabiliteit van de staat zullen vernietigen. Een buitengewoon belangrijk aspect van de kwetsbaarheid van het financiële stelsel is de rol die het speelde bij het creëren van bubbels in onroerendgoedprijzen. De *leveraging up* (hefboomwerking door kredietverlening) op basis van grond is steeds weer een destabiliserende factor.

In hoofdstuk 8 gaan we vervolgens op zoek naar een betere economie, zowel de binnenlandse als de internationale. Daarbij gaat het er in de eerste plaats om een krachtiger en evenwichtiger herstel te bewerkstelligen. Het herstel had ondersteund moeten worden door een veel actiever monetair beleid, en in het bijzonder door begrotingsbeleid.

Het nalaten daarvan zal de economische vooruitzichten voor lange tijd schaden. In 2010 maakten de beleidsmakers een grote fout door al te snel over te gaan op begrotingsdiscipline. Maar op langere termijn zijn er aanzienlijke belemmeringen voor terugkeer naar de eerdere groeicijfers en evenwicht tussen vraag en aanbod zonder dat er opnieuw een ontwrichtende bubbel van kredietverlening en activaprijzen ontstaat. De voor de hand liggende oplossingen zijn een forse opvoering van de investeringen en de netto uitvoer. Maar aan beide zitten haken en ogen. De wereldeconomie moet op duurzame wijze in evenwicht worden gebracht, waarbij kapitaal in grote hoeveelheden van de ontwikkelde naar de opkomende landen stroomt. In dit hoofdstuk wordt uiteengezet hoe dit kan worden gerealiseerd en waarom dat zo moeilijk is. Het vereist hervorming van het internationale monetaire stelsel. Zo zijn er sterke argumenten voor het creëren van een nieuw reservemiddel, dat het mercantilistische beleid van opkomende economieën veel minder noodzakelijk zou maken. Maar als dat onmogelijk blijkt, wat waarschijnlijk is, en de rijke landen niet in staat zijn hun investeringen fors op te voeren, zullen die landen mogelijk radicaal andere monetaire maatregelen moeten overwegen, zoals directe monetaire financiering van begrotingstekorten.

Hoofdstuk 9, het laatste van deel III, behandelt de zoektocht naar hervorming van de eurozone. Momenteel wordt de eurozone met een existentiële uitdaging geconfronteerd. Ze moet ofwel besluiten geheel of gedeeltelijk uiteen te vallen, ofwel een minimaal pakket aan instellingen en beleidsmaatregelen creëren om de zone veel beter te laten werken. Ontmanteling van de eurozone is denkbaar, maar zou een enorme financiële, economische en politieke chaos teweegbrengen, in elk geval op de korte tot middellange termijn. De chaos zou nog veel langer aanhouden als door de ontmanteling van de eurozone het hele project van Europese integratie zou gaan afbrokkelen. De alternatieve hervormingen zouden de volgende elementen moeten omvatten: meer effectieve steun aan landen in tijdelijke problemen; een zekere mate van fiscaal federalisme; een hogere mate van financiële integratie; een meer ondersteunende centrale bank; mechanismen die kunnen zorgen voor interne aanpassingen van de onderlinge concurrentiepositie. Zonder dergelijke aanpassingen zal de eurozone

nooit goed werken, en zelfs met deze aanpassingen is het onzeker of de eurozone op termijn overleeft.

In de conclusie keren we ten slotte terug naar de vraag wat deze crisis voor de wereld betekent. Ik zal betogen dat dit een keerpunt is. Er zijn fundamentele hervormingen nodig om de stabiliteit te bevorderen. We hebben zowel meer als minder globalisering nodig – meer mondiale regulering en samenwerking, en meer vrijheid voor individuele landen om hun eigen antwoorden te bepalen op de druk die van de globalisering uitgaat. Er liggen enorme taken voor de lange termijn om in een integrerende en zich ontwikkelende wereld het aanbod van mondiale publieke voorzieningen op peil te houden – een stabiele wereldeconomie, vrede en vooral de aanpak van de grote milieuproblemen. Bovendien moet dit alles zijn beslag krijgen op een moment van verschuivende mondiale macht en verantwoordelijkheid, van een wereld die gedomineerd wordt door westerse mogendheden naar een wereld waarin nieuwe grootmachten zijn opgekomen.

WAAROM DE SCHOKKEN VAN BELANG ZIJN

Wat maakt deze analyse belangrijk? Het antwoord op deze vraag is dat de financiële en economische crises van het Westen de wereld veranderd hebben. Ze veranderen wat er gebeurt, hoe we daarover moeten denken en wat we eraan moeten doen.

Om te beginnen met wat voor zich spreekt: de wereldeconomie bleek heel sterk te verschillen van hoe de meeste mensen die in 2007 zagen. Economieën die vitaal werden geacht bleken ziekelijk te zijn. In alle rijke landen van betekenis bleef de productie ver achter bij eerdere trends en ligt de groei doorgaans ver onder wat voorheen als het potentieel werd gezien. In een aantal belangrijke landen lag het niveau van economische activiteit in 2013 nog steeds onder de piek van voor de crisis, met name in Frankrijk, Italië, Japan en het VK. Bovendien bleef de werkloosheid hardnekkig op een hoog niveau liggen. De zorg dat een aantal rijke landen getroffen zou worden door iets als de langdurige Japanse malaise is helaas steeds geloofwaardiger geworden. Misschien zou het nog slechter kunnen wor-

den dan in Japan: tot dusverre is dat per saldo het geval geweest.

Intussen herstelden de meeste opkomende landen zich krachtig. Ten dele deden zij dit door de weggevallen externe vraag te compenseren door middel van binnenlandse stimulansen. Op de korte termijn werkte dat, met als meest opmerkelijke voorbeeld China. Maar dergelijk beleid zou een moeilijke nasleep kunnen hebben in de vorm van laagwaardige investeringen, bubbels in activaprijzen en slechte schulden, en zou daarom onhoudbaar kunnen zijn. Tegelijk konden de opkomende landen niet terug naar de strategie van groei door export in combinatie met accumulatie van reserves, de strategie die de meest succesvolle onder hen voor de crisis volgden. Dat werd verhinderd door de zwakke binnenlandse vraag in de rijke landen, vooral als gevolg van het verlies aan kredietwaardigheid van veel huishoudens. Alles bij elkaar brengt de nasleep van de crisis grote praktische uitdagingen mee voor beleidsmakers, vrijwel overal ter wereld.

Het gevolg van deze onverwachte economische ontwikkelingen is dat de door de crisis getroffen landen te kampen hadden met grotere begrotingstekorten dan ze zich ooit hadden voorgesteld. Zoals blijkt uit het werk van Carmen Reinhart en Kenneth Rogoff, nu beiden verbonden aan Harvard University, zijn begrotingscrises een natuurlijk bijverschijnsel van financiële crises, vooral vanwege de effecten op de overheidsinkomsten en -uitgaven van dalende winsten en lagere productie in combinatie met oplopende werkloosheid. Dat kwam boven op de directe kosten van de reddingsoperaties van banken.⁷ Zoals te voorspellen was, deden de grootste negatieve effecten van deze crisis op de begroting zich voor in de landen die direct getroffen werden door de financiële crisis, zoals de VS, het VK, Ierland en Spanje, en niet in landen die indirect getroffen werden, via de buitenlandse handel. Wat het erger maakte, was dat de toekomstige begrotingspositie van de getroffen landen toch al moeilijk was, vanwege de vergrijzing. De nasleep van de crisis heeft hun speelruimte een stuk kleiner gemaakt.

De gevolgen voor de begrotingen gingen gepaard met grote monetaire onrust. Onder het bestaande, op krediet gebaseerde stelsel is geldschepping een bijproduct van private kredietverlening. De centrale bank reguleert de prijs van geld terwijl de centrale bank en de