

# Wie is verantwoordelijk voor de financiële crisis?

*B. Unger\**

Economen en beleidsmakers zijn het er in meerderheid over eens dat het instorten van de Amerikaanse woningmarkt de financiële crisis van 2008 heeft veroorzaakt.

Maar wie is er verantwoordelijk voor de crisis? Daarvoor hebben we in de afgelopen maanden een veelheid aan verklaringen gekregen, waarvan er, denk ik, niet één is die de crisis afdoende verklaart.

Ik zal in het navolgende eerst de meest genoemde oorzaken van de financiële crisis weergeven, en daarna ingaan op de rol van de economen en de gangbare economische theorie. Deze zijn er mede voor verantwoordelijk dat de financiële markten zich hebben kunnen verzelfstandigen en dat een andere belangrijke verklaring voor de crisis, namelijk de ongelijke verdeling van inkomen, tot op heden in Nederland weinig aandacht heeft gekregen. Dit houdt ook in dat saneringsmaatregelen die de inkomensverdeling niet zichtbaar verbeteren, op den duur geen resultaat zullen boeken.

## **De meest genoemde oorzaken van de financiële crisis**

Een verkeerd monetair beleid van de Verenigde Staten wordt het meest genoemd als oorzaak van de crisis. Alan Greenspan, president van de Amerikaanse Centrale Bank, zou verantwoordelijk zijn voor een tragedie van vergissingen (Buiten, 2008). Zo verlaagde hij de Amerikaanse discontovoet, een maatregel die niet tot meer investeringen leidde, maar tot overmatige liquiditeit van banken, die zich dan gedwongen zagen riskantere leningen te verstrekken. Ook interpreteerde hij de Amerikaanse inflatiecijfers onjuist. Van een dalend prijsniveau, dat Greenspan met zijn beleid van lage rente en stimuleren van investeringen wilde afremmen, was, als gevolg van grondstoffenspeculatie en duurdere grondstoffen, helemaal

\* Prof. dr. Brigitte Unger is hoogleraar economie van de publieke sector bij de Utrecht School of Economics.

geen sprake. Volgens Willem Bouter ging hij uit van een onjuist inflatiepercentage, namelijk het kerninflatiepercentage, dat niet de grondstofprijzen omvat. Ook zou hij de toevloed van liquide middelen in de Amerikaanse economie door Aziatische investeringen in de dollar hebben onderschat. Bouter noemt in totaal acht van zulke fouten van Greenspan, die tot de financiële crisis hebben geleid. Onder anderen George Soros meent dat niet Greenspan, maar het winstbejag van de banken de oorzaak van de crisis zou zijn: 'The salient feature of the current financial crisis is that it was not caused by some external shock like OPEC raising the price of oil. (...) The crisis was generated by the financial system itself' (Soros geciteerd in Skidelsky, 2008). Banken zijn nonchalant geweest in het verstrekken van hypotheek, wetende dat werkloze debiteuren een dergelijke hypotheek, die vaak twee tot drie jaar rente- en aflossingsvrij is, ook later nooit terug zullen kunnen betalen. Omdat banken echter speculeerden op almaar stijgende huizenprijzen, konden ze in geval van uitblijven van betaling van de hypotheek door de debiteur, winst maken door middel van dwangverkoop van het huis, tegen een prijs hoger dan de verstrekte hypotheek. Banken hebben willens en wetens leningen verstrekt aan debiteuren die niet in staat waren deze af te lossen.

Weer anderen stellen de ratingbureaus verantwoordelijk voor de crisis. Ze zouden producten een hogere kredietwaardigheid hebben gegeven, terwijl ze uiterst riskant waren. Al in 2004 zou de FBI de toenmalige regering geattendeerd hebben op gevallen van bedrog op de Amerikaanse hypotheekmarkt, zonder dat dit tot nader onderzoek leidde. Ratingbureaus zouden, tegen beter weten in, de vaak samen met banken ontwikkelde samengestelde producten een hoge rating hebben gegeven, zonder de kredietwaardigheid van kredietnemers ooit te hebben getest. De gevolgen zijn bekend: samengestelde producten, beter bekend als giftige waardepapieren, werden wereldwijd en vooral door Europese banken en *special purpose vehicles* gekocht (Mozart, 2009).

Naast Greenspan, het winstbejag van de banken en criminele of incompetente ratingbureaus worden ook brutale kredietnemers en onbekwame of overbelaste toezichhouders genoemd. Ook verkeerde *incentives* (Theeuwes, 2008) en vooral verkeerde beloningsprikkels voor bankmanagers, of te grote banken (Van Wilteloostuijn, 2009) worden genoemd.

De schuldvraag is om twee redenen relevant. Enerzijds om een duidelijke oorzaak te kunnen aanwijzen en de schulden ter verantwoording te kunnen roepen, en anderzijds om adequate politiek-economische maatregelen te kunnen nemen en het probleem van de crisis bij de wortels aan te pakken.

Hoewel alle voornoemde personen en groepen medeverantwoordelijk zijn voor het ontstaan van de financiële crisis, vormt elk maar een klein radertje in het grote geheel. Ieder van hen heeft eigenlijk slechts geprobeerd zo goed mogelijk te overleven in een systeem dat steeds risicovollere ingrepen eiste. Greenspan wilde de economie stimuleren door middel van een lage rente, omdat hij een dreigende deflatie en een crisis wilde voorkomen. Banken wilden hun winst continueren, ratingbureaus en bankmanagers wilden evenzo hun inkomen maximaliseren. Ieder heeft binnen het bestaande systeem eigenlijk zeer rationeel gehandeld. Precies zoals de economische theorie het voorstelt.

De crisis is daarom niet ontstaan uit een plotselinge hysterie van de markten, maar uit het feit dat de som van afzonderlijke (rationele) beslissingen voor macro-economische effecten kan zorgen, die uiteindelijk de financiële markt zelf hebben getroffen (en helaas ook vele anderen).

### **De bijdrage van economen aan een verklaring van de crisis**

Hoe is het mogelijk dat er, ook al gedragen economische subjecten zich rationeel en volgens de economische theorie, een crisis ontstaat, terwijl de economische theorie wiskundig bewijst dat er geen crisis kan ontstaan? Zijn dan ook de economen schuldig aan de crisis? Zij hebben immers de economische beleidsmakers verkeerd geadviseerd, deels omdat zij lobbyisten voor de financiële markt zijn en door dezelfde markt worden betaald, deels omdat zij hun adviezen de afgelopen dertig jaar op volledig verkeerde modellen hebben gebaseerd (zie ook de recensie van het boek *Op naar de volgende crisis!* door P.W. Zuidhof in dit themanummer). Leerstoelen voor financiën aan universiteiten worden vaak gesponsord door de financiële sector. En daar werden de modellen ontworpen die de werkelijkheid hebben laten vervagen (zie daar de beschuldigende vinger).

'Kennis over financiële markten is binnen de overheidsbureaucratie deels verloren gegaan, omdat toezicht aan de financiële industrie en aan deels onafhankelijke toezichthoudende instellingen is gedelegeerd. Daar heeft de heersende economie een invloed als nergens anders in het economische veld. Deze instellingen zijn geïnfecteerd met het liberale en radicale marktdenken. Regulering van de financiële markt en van de economie zijn een onheilzame alliantie aangegaan. De mainstream economie heeft een wezenlijk aandeel in het veroorzaken van de crisis.' (Mozart, 2009)

Voor de geld- en macro-economie van de laatste dertig jaar zouden een desastreuze doodlopende weg zijn geweest. Economen adviseren politici, die de gecompliceerde modellen en schrikbarende aannames erachter niet begrijpen. Buiters (2009) geeft als kritiek dat noch de nieuwe klassieke macro-economische theorieën (Lucas, 1995; Barro, 1977, 1989) met hun 'efficient market hypothesis', noch de New Keynesian Economics (Mankiw, 1985; Mankiw en Romer, 1991; Woodford, 2003) met hun dynamische algemene evenwichtsmodellen in staat zijn crises of liquiditeitsproblemen te analyseren. Beide theorieën gaan uit van rationele verwachtingen: dat wil zeggen dat economische subjecten zich op lange termijn en over het algemeen niet vergissen, de één bij flexibele prijzen, de ander bij vaste prijzen. De aanname van complete markten, dat er dus te allen tijde en bij elke toestand op de wereld op elke plaats een markt bestaat (en dat er dus altijd een mogelijkheid is een *asset* tegen een andere uit te ruilen, er dus nooit gebrek is aan liquiditeit), is onlogisch, meent Buiters (2009). Het zou zinvoller zijn een theorie te ontwikkelen die uitgaat van autarkie en die uitlegt waarom er überhaupt een markt bestaat, in plaats van aan te nemen dat er eindeloos veel complete markten bestaan. In een wereld waarin meer dan 50% van de wereldhandel niet via de markt plaatsvindt (bijvoorbeeld handel binnen bedrijven) en waarin duidelijk liquiditeitsproblemen bestaan, is Buiters streven naar een meer realistische economische wetenschap zeer verstandig.

### *Economen in de marge*

De mainstream macro-economie en -geldtheorie zijn de afgelopen dertig jaar op een dood spoor geraakt, terwijl de heterodoxe economen naar de marge zijn verdrongen. Het wreekt zich dat heterodoxe economen als Hyman Minsky, die een conjunctuur- en crisistheorie

heeft ontwikkeld waarin de banken de sturende factor zijn; of John M. Keynes (1936), die de beurs en financiële speculatie verantwoordelijk stelde voor crises, zijn gemarginaliseerd. Dit argument (Kregel, 2009; Unger, 2008) hoort men vooral in het Duitstalige gebied, maar bijna niet in Nederland.

Volgens Minsky (1982) is het een fundamentele eigenschap van onze economie dat het financiële systeem heen en weer gaat tussen robuustheid en fragiliteit. Dit ziet hij als oorzaak voor de conjunctuurcyclus. In tijden van een economische hausse, wanneer inkomsten en cashflow stijgen, ontwikkelt zich een beleggingseuforie, schulden overstijgen wat debiteuren met hun inkomen kunnen betalen, zeepbellen ontstaan. De onzekerheid over wat debiteuren kunnen afbetalen, stijgt in toenemende mate, waardoor banken voorzichtiger worden met het verlenen van krediet. Ze stellen hogere eisen aan zekerheid en kredietwaardigheid. Deze kredietrantsoenering leidt de recessie in. Veel ondernemingen die krediet vragen voor verdere investeringen, krijgen dit niet meer. De vraag naar investeringsgoederen gaat als gevolg van gebrek aan krediet achteruit. Werknemers in de investeringsgoederenindustrie worden ontslagen. Door stijgende werkloosheid gaat ook de vraag naar consumptiegoederen achteruit. Veel particuliere debiteuren kunnen hun schulden als gevolg van de veranderde economische omstandigheden niet meer betalen. Faillissementen zijn het gevolg.

Minsky vat dit op als endogeen proces, waarin de succesvolle afwikkeling van financiële transacties leidt tot stijgende onzekerheid over het succes van verdere financiële transacties, wat reële gevolgen heeft. Economische stabiliteit creëert haar eigen instorting door toenemende financiële fragiliteit.

Jan Kregel laat zien dat de huidige crisis veel overeenkomsten vertoont met de crisis van de jaren dertig van de vorige eeuw. Banken die in de vastgoedhausse van Florida in 1927 hadden geïnvesteerd, crashten, met als gevolg de beurscrash. Uiteindelijk leidde dit tot de *bank holidays* van 1933, die werden gevolgd door een depressie. Ook deze crisis kwam uit de Verenigde Staten en ontstond op de woningmarkt.

Minsky onderscheidt drie verschillende vormen van debiteuren. In normale tijden overheerst de 'hedge borrower'. Deze kan zowel de rente als het geleende kapitaal uit de cashflow van zijn investering financieren. In tijden van economische bloei proberen banken, door middel van risicovolle financiële transacties en investeringen,

te voorkomen dat hun winst daalt. Er komen steeds meer 'speculative borrowers' onder hun debiteuren. Dat zijn debiteuren die wel de rente op hun schuld uit de cashflow kunnen betalen, maar niet meer het geleende kapitaal. Gedurende de verdere boom gaan de 'Ponzi borrowers' overheersen. Zij speculeren nog slechts op de waarde-stijging van hun *assets*, en kunnen noch de rente, noch het geleende kapitaal uit de cashflow van hun investering betalen. Totdat de onzekerheid voor de banken te groot wordt en ze de te riskante en slechte kredieten elders onderbrengen en de kredietvoorwaarden weer verscherpen, wat leidt tot een economische neergang. Minsky heeft voornamelijk een conjunctuurtheorie ontwikkeld en geen crisistheorie. In zijn essayverzameling *Can 'it' happen again?* (Minsky, 1982), maar ook in zijn grote werk *Stabilizing an unstable economy* (1986) gaat Minsky in op de vraag of de depressie van de jaren dertig zich zou kunnen herhalen. Een depressie waarvan de omvang door desastreuze economisch-politieke fouten – van een krapgeldpolitiek en restrictief belastingbeleid tot aan een 'beggar-thy-neighbour'-beleid in de vorm van een protectionistisch handelsbeleid en een devaluatiewedloop – werd versterkt. De economische politiek heeft volgens Minsky van deze fouten geleerd.

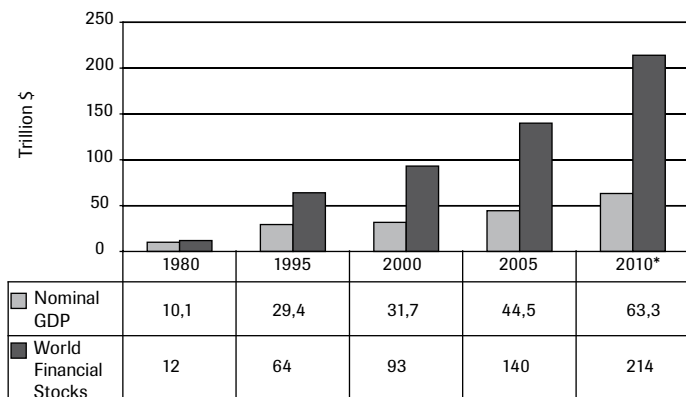
#### *Geprivatiseerd keynesianisme*

Ondertussen is in Engeland Colin Crouch (2008, 2009) minder optimistisch over de crisis. Hij spreekt van de dood van het 'privatized Keynesianism' als gevolg van de financiële crisis. 'Under original Keynesianism it was governments that took on debt to stimulate the economy. Under the privatized form individuals, particularly poor ones took on that role by incurring debt on the market' (Crouch, 2008). Volgens hem werd in het geprivatiseerde keynesianisme de vraag door middel van krediet kunstmatig in stand gehouden. Het op peil houden van de consumptie door het laten aangaan van schulden kon door de uitgave van allerlei soorten hypotheek, leningen en creditcards aan armere mensen. In plaats van de door de staat gedekte schulden (*government debts*), zoals in het oorspronkelijk keynesianisme, stapelden ongedekte schulden (*unsecured debts*) zich op. Particulieren zijn aanzienlijk minder goed in staat hun schulden af te betalen, en het risico voor de kredietverstrekker is aanzienlijk hoger dan in het traditionele keynesianisme. Daarom kwamen er markten voor risico en het delen ervan (*risk sharing*).

Er ontwikkelde zich een levendige handel in schulden, omdat iedereen geloofde dat hij het schuldenpakket opnieuw zou kunnen bundelen (*securization*, 'securitisatie' werd het toverwoord) en met winst zou kunnen doorverkopen in een zich alsmaar verder uitbreidend piramidespel. Het probleem was dat het verband met de echte schuld, met de reële sector ergens verloren raakte. De financiële markten maakten zich los van de werkelijkheid. De secundaire markt was niet meer verbonden met ontwikkelingen in de primaire markt, tot alles als een kaartenhuis ineenstortte.

Wanneer je kijkt naar de ontwikkeling van de reële economie en die van de financiële markt, dan zie je dat ze nog nooit zo ver uiteen zijn gelopen. Huffschild (2007) laat zien dat de financiële sector de afgelopen jaren vier keer zo groot was als de reële sector. Om goederen voor een prijs van 100 euro te kopen, heb je financiële middelen van 100 euro nodig, dus is een verhouding nodig van (rond) 1:1 tussen de reële en de financiële sector, iets wat tot de jaren 1980 het geval was. Vanaf de liberalisering van de financiële markten is deze verhouding steeds schever geworden. Kregel (2009) verwijt de banken dat ze hun eigenlijke taken, namelijk het omzetten van korte termijn spaartegoeden in langlopende leningen risicotransformatie en het zorg dragen voor de liquiditeit, steeds minder hebben vervuld.

De banken hebben steeds minder direct met ondernemingen en huishoudens te maken en zijn steeds meer verworden tot organisatoren, tot arrangeurs. Ze maken nieuwe financiële producten, die ze dan aan een andere, meestal ook door een bank beheerde, maatschappij verkopen, die deze op haar beurt weer verder verkoopt. Buiten het zicht van de reële sector wordt steeds vaker 'gebakken lucht' verkocht. Het gevaar dat de zeepbel uiteenspat en de vraag naar gebakken lucht met rasse schreden terugloopt, dat het vertrouwen in een van de reële sector losgekoppelde 'geld'-economie, waarvan men de innovaties en producten niet echt kan beetpakken, niet kan eten en niet kan gebruiken, op een gegeven moment weg is, nam vanaf midden jaren negentig voortdurend toe.

**Figuur 1 De wereldwijde ontwikkeling van het nominale Bruto Nationaal Product en beleggingen (1980-2010)**

\* Prognose; bron: McKinsey Quarterly, January 2007, Mapping the global capital markets, p. 8

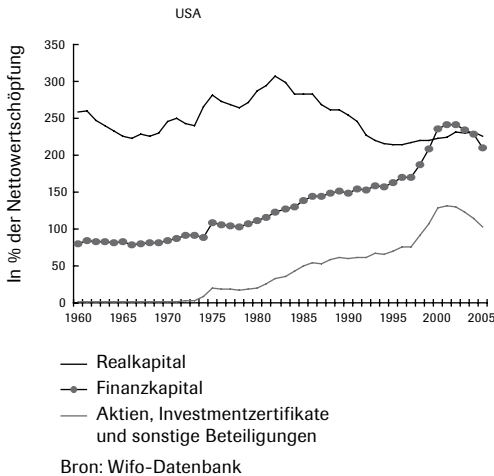
Schulmeister (2008) spreekt van financieringskapitalisme ('Finanzkapitalismus'), dat het industriekapitalisme heeft afgelost. Wanneer we kijken naar de ontwikkeling van financieel kapitaal naar reëel kapitaal binnen kapitaalvennootschappen, dan valt het op dat ook binnen ondernemingen steeds meer financieel kapitaal in plaats van reëel kapitaal wordt gehouden. De grafiek laat deze ontwikkeling voor de Verenigde Staten zien, maar deze tendens is ook waar te nemen binnen Europese landen (zie figuur 2).

Blijkbaar is het voor ondernemingen niet lonend meer in de reële sector te investeren. In plaats daarvan heeft men steeds meer in financiële producten belegd, een trend waarvoor Keynes (1936, hoofdstuk 12) al waarschuwde. De laatste jaren werd de financiële sector meer en meer gezien als een reële sector, wat het deels natuurlijk ook is: er werken mensen, ook hoogopgeleiden, en de sector is zeer vernieuwend, door de 'financiële innovaties'. Hoewel de financiële sector het mogelijk maakt beslissingen uit te stellen, en risico- en termijntransformatie uit te voeren, produceert deze niet wat mensen nodig hebben om te leven. Wanneer investeerders liever investeren in financiële dan in reële producten, en als daarbij de consumptie nog slechts kunstmatig in stand wordt gehouden door het verstrekken van leningen aan arme debiteuren die niet in staat zijn



te betalen, dan bestaat het gevaar dat zowel op de investeringsmarkt als op de consumptiegoederenmarkt een vraagtekort ontstaat.

**Figuur 2 De ongelijke ontwikkeling van reëel en geldkapitaal in kapitaalvennootschappen**

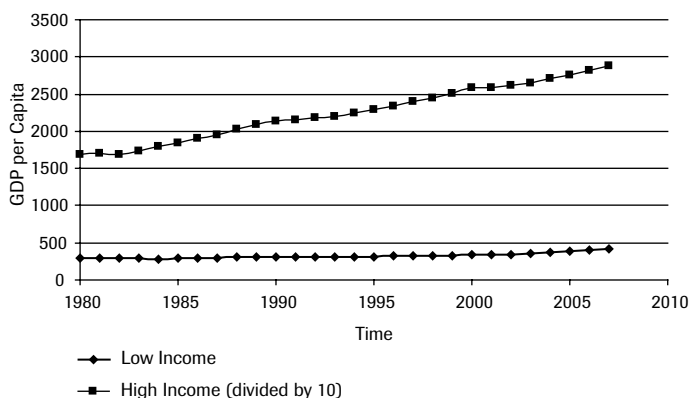


### De ongelijke inkomens- en vermogensverdeling als oorzaak

Dit brengt ons bij een oorzaak van de crisis die mijns inziens vooral in Nederland tot op heden te weinig aandacht krijgt en die ik als een belangrijke zie, namelijk de drastisch veranderde inkomens- en vermogensverdeling. Investeerders zullen niet in de reële economie investeren waar ze lagere winst maken dan elders. Maar waarom zijn de winsten en omzetverwachtingen in de reële economie gedaald? Omdat een deel van de bevolking te weinig verdient om dat deel van de vraag naar goederen en diensten dat nodig is voor volledige werkgelegenheid of groei, voor zijn rekening te nemen. Tegelijkertijd verdient een ander (kleiner) deel van de bevolking zoveel, dat het zijn inkomen met de beste wil van de wereld niet kan besteden in de reële economie. Zo ontstaat een teruglopende vraag. Dit gat in de vraag kon in het 'privatized Keynesianism' (kunstmatig) worden opgevuld door privéschulden. Maar op de lange duur is bij een sterk uiteenlopende inkomens- en vermogensverdeling, onderconsumptie niet te vermijden. De toenemende ongelijkheid in inkomens is wereldwijd zichtbaar. De inkomensverschillen tussen de eerste en de derde wereld zijn nog nooit zo groot geweest (OECD, 2008).

Vanaf het midden van de jaren tachtig is het reële inkomen per capita in de rijke landen (bij een gelijkblijvend prijsniveau van 2000) geleidelijk gestegen tot gemiddeld 30.000 dollar, terwijl het inkomen in arme landen rond gemiddeld 500 dollar ligt. De kloof tussen de eerste en de derde wereld wordt groter. Een groot potentieel aan vraag gaat daardoor voor de wereldmarkt en vooral voor de rijke landen verloren, doordat arme landen te weinig inkomen hebben om de goederen van de rijke landen te kopen. Een crisis ontstaat – of het nu een financiële crisis is of een andersoortige economische crisis – wanneer diegenen die inkomen en vermogen hebben, zoveel bezitten dat ze het met de beste wil van de wereld niet meer kunnen uitgeven, terwijl diegenen die zouden kunnen consumeren, daar het geld niet voor hebben. Ook de huidige crisis is, volgens mij, een crisis van onderconsumptie, die terug is te voeren op een grote ongelijkheid in de inkomens- en vermogensverdeling.

**Figuur 3 BNP per hoofd van de bevolking, landen met hoge inkomens versus landen met lage inkomens**

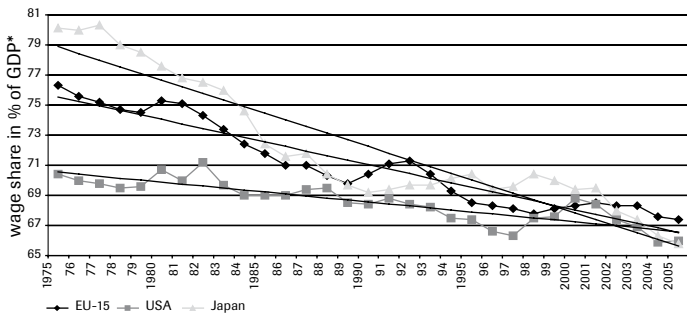


Source: World Development Indicators, 2009

Maar ook binnen de rijkere landen wordt de kloof wijder, wat de mogelijkheid van een crisis doet toenemen. De functionele inkomensverdeling in de Verenigde Staten, Japan en vijftien EU-landen laat sinds 1975 een duidelijk dalende trend van de arbeidsinkomensquote zien. Vormden de lonen in 1975 nog bijna 75% van het BNP, in 2005 is dat nog maar 67%. Aangezien werknemers de

meest koopkrachtige groep vormen, heeft de loonmatiging van de afgelopen dertig jaar geleid tot een teruglopende vraag op de goederenmarkt. Zolang de groeieresultaten positief waren, steeg de vraag naar goederen, maar niet sterk genoeg om het gat in de vraag te dichten. De winsten van ondernemingen werden voor het grootste deel niet zo uitgegeven dat de vraag werd gestimuleerd, maar gespaard en belegd op de financiële markt. Het tekort in de vraag werd in eerste instantie kunstmatig met leningen aan werknemers gecompenseerd, maar op de lange termijn moet het aandeel van de looninkomsten in het nationaal inkomen weer stijgen om voldoende vraag te verzekeren. Het overige inkomen van werknemers weegt hier niet tegenop.

**Figuur 4 Arbeidsinkomensquote in de VS, Japan en de EU-15, 1975-2005**



Bron: European Economy, 6/2002 en 6/2004, Statistical Annex

Maar ook de persoonlijke inkomensverdeling is in de meeste landen verslechterd. Aangezien arme mensen hun inkomen volledig uitgeven, terwijl rijken een deel van hun inkomen sparen, heeft een ongelijke inkomensverdeling nog een groter gevaar in zich, namelijk dat gepland spaargeld niet wordt omgezet in geplande investeringen. Want ondernemingen zullen alleen investeren als ze hun producten ook kunnen afzetten, en dat wordt bij een ongelijke inkomensverdeling alleen maar onwaarschijnlijker. Het gevaar van een crisis ontstaat wanneer de ongelijkheden zo groot worden, dat de rijken zo rijk zijn dat ze met de beste wil van de wereld niet meer in staat zijn hun inkomen voor consumptiedoeleinden te besteden,

terwijl de armen zo arm worden dat ze de consumptiegoederen niet meer kunnen kopen. Spaarzaamheid van de rijken is slechts dan een deugd als er ondernemingen zijn die de gespaarde middelen uitgeven aan reële investeringen.

Wanneer de omzetverwachting als gevolg van de te geringe koopkracht van de armen te gering is, rest nog slechts het alternatief om de gespaarde middelen in een 'cyberwereld', namelijk de financiële markt, te investeren, tot deze instort. Wanneer de ongelijkheden zo groot worden dat actoren niet meer beschikken over de adequate normen en verwachtingen om het systeem te stabiliseren, doordat deze met elkaar verenigbaar en consistent zijn, is de mogelijkheid van een crisis ook in Europese landen aanwezig. De sociale problemen en toegenomen criminaliteit als gevolg van ongelijkheid zijn vaak besproken. Maar ongelijkheid houdt ook het inherent economische probleem van teruglopende vraag in, waarvoor Keynes (1936) met zijn concept van afnemende marginale consumptie-neiging heeft gewaarschuwd.

Een recente studie van de OECD (2008) vergelijkt de Gini-coëfficiënten als maat voor ongelijkheid in personele inkomensverdeling over de tijd. Sinds het midden van de jaren tachtig vertonen bijna alle OECD-landen (met uitzondering van België, Frankrijk, Griekenland en Ierland, waarvan de Gini-coëfficiënt daalt) een ongelijkere inkomensverdeling.

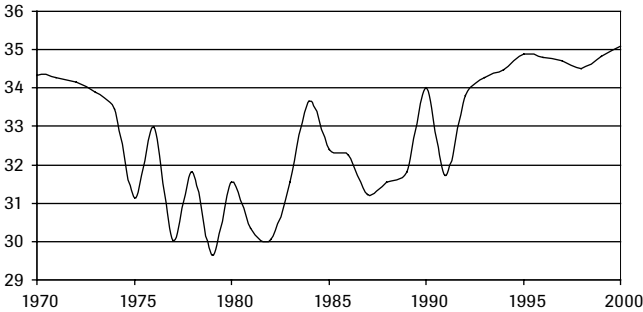
**Tabel 1 Ongelijkheid van persoonlijke inkomensverdeling (Gini-coëfficiënten)**

	Rond 1975	Rond 1985	1990	Rond 1995	2000	Rond 2005	Veranderingen in de afgelopen 20 jaar
Australië				0,309	0,317	0,301	..
Oostenrijk		0,236		0,238	0,252	0,265	0,029
België		0,274		0,287	0,289	0,271	-0,003
Canada	0,295	0,287		0,283	0,301	0,317	0,030
Tsjechische Republiek		0,232	0,232	0,257	0,260	0,268	0,036
Denemarken		0,221		0,215	0,226	0,232	0,012
Finland	0,235	0,207		0,228	0,261	0,269	0,062
Frankrijk		0,300	0,290	0,270	0,270	0,270	-0,030
Duitsland		0,257	0,258	0,272	0,270	0,298	0,041

	Rond 1975	Rond 1985	1990	Rond 1995	2000	Rond 2005	Veranderingen in de afgelopen 20 jaar
Griekenland	0,413	0,336		0,336	0,345	0,321	-0,015
Hongarije		0,273	0,273	0,294	0,293	0,291	0,018
IJsland						0,280	..
Ierland		0,331		0,324	0,304	0,328	-0,002
Italië		0,309	0,297	0,348	0,343	0,352	0,043
Japan		0,304		0,323	0,337	0,321	0,016
Korea						0,312	..
Luxemburg		0,247		0,259	0,261	0,258	0,011
Mexico		0,452		0,519	0,507	0,474	0,021
Nederland	0,251	0,259	0,278	0,282	0,278	0,271	0,012
Nieuw Zeeland		0,271	0,318	0,335	0,339	0,335	0,064
Noorwegen		0,234		0,256	0,261	0,276	0,042
Polen					0,316	0,372	..
Portugal	0,354	0,329	0,329	0,359	0,385	0,385	0,056
Slowakije						0,268	..
Spanje		0,371	0,337	0,343	0,342	0,319	-0,052
Zweden	0,212	0,198	0,209	0,211	0,243	0,234	0,037
Zwitserland					0,279	0,276	..
Turkije		0,434		0,490		0,430	-0,004
Verenigd Koninkrijk	0,282	0,325	0,373	0,354	0,370	0,335	0,010
Verenigde Staten	0,316	0,338	0,349	0,361	0,357	0,381	0,044
							..
OECD-24		0,293		0,310		0,313	0,020
OECD-22		0,279		0,293		0,300	0,021

Bron: OECD, 2008, 2009; <http://statlinks.oecdcode.org/812009011P1G031.XLS>

In internationaal verband behoort Nederland weliswaar tot de meer succesvolle landen als het gaat om gelijkmatige inkomensverdeling, maar zelfs hier is sinds de jaren tachtig een duidelijke trend te zien in de richting van een meer ongelijke inkomensverdeling onder huishoudens (zie figuur 5). De vermogensverdeling is duidelijk ongelijker dan de inkomensverdeling (voor Nederland in 2002, zie CPB, 2009). Dat wil zeggen dat zich ook hier een mogelijkheid tot crisis voordoet.

**Figuur 5** Inkomensverdeling over huishoudens in Nederland

De financiële crisis heeft de inkomensverdeling verder onder druk gezet. Atkinson (2009) stelt vast dat ook historisch gezien een financiële crisis tot verdere inkomensongelijkheid leidt. De winnaars van de huidige financiële crisis zijn investeerders, die het uit elkaar spatten van de onroerendgoedzeepbel tijdig hebben voorzien. Topverdiener is de hedgefondsmanager John Paulson. In juli 2006 richtte hij een hedgefonds op met als enige strategie te speculeren op het instorten van de onroerendgoedmarkt. Hoewel hij de toenmalige rating van de ratingbureaus negeerde, werd zijn fonds in 2007 590% meer waard. Paulson verdiende in dat jaar 3,7 miljard dollar. Vele anderen echter hebben inkomen en vermogen verloren. Axel Leijonhufvud (2009) sprak over een 'corridor' waarbinnen deze economische variabele zich zou moeten bewegen. Wanneer deze 'corridor', deze bandbreedte waarbinnen variabelen zoals loonquota, staatsschulden en inflatiecijfers zich bewegen, wordt verlaten, dan explodeert het systeem en is de weg naar stabiele volledige werkgelegenheid moeilijk terug te vinden. Want buiten deze corridor hebben actoren niet meer de adequate en onderling consistente normen en verwachtingen om het systeem te stabiliseren.

### Tot slot

De financiële crisis zou zijn veroorzaakt door de Verenigde Staten. Maar de onevenwichtigheden die zich hebben voorgedaan tussen de reële en de financiële sector, tussen lonen en winsten, en tussen persoonlijke inkomens en vermogens, hebben het economisch systeem

de laatste 25 jaar kwetsbaar gemaakt voor crises. De marges van de corridor van Leijonhufvud, waarbinnen de economische variabelen zich zouden moeten ontwikkelen om crises te vermijden, zijn daarmee overschreden. Als de *bubble* niet in de Verenigde Staten uit elkaar zou zijn gespat, dan zou het in het systeem ingebakken gebrek aan vraag ergens anders tot een crisis hebben geleid.

Is het mogelijk weer binnen de corridor van Leijonhufvud te komen, en zo ja, hoe?

Leijonhufvud (2009) zelf denkt niet dat een terugkeren naar het traditionele keynesianisme bij een zoals hij het noemt 'balance sheet recession' zou helpen, omdat niet alleen rekening moet worden gehouden met de inkomensposities, maar ook met de vermogensposities. Van Keynes zouden we volgens hem vooral de rol van sociale verantwoordelijkheid en een kritische controle op de heersende theorie over moeten nemen.

Bij crises en problemen stelt men in Nederland meestal een commissie in, die het probleem moet analyseren en met voorstellen moet komen. Zo ook voor de financiële crisis. De 'Commissie-Maas' (2009) adviseerde dat banken weer hun oorspronkelijke taken zouden moeten gaan uitvoeren. 'Banken moeten zich weer primair gaan richten op de belangen van de klant en minder op die van aandeelhouders.' De commissie spreekt zich verder uit tegen de nationalisatie van banken en voor een begrenzing van bonussen. Fundamentele oorzaken van de crisis en de bestrijding daarvan worden echter niet behandeld. De ongelijke inkomens- en vermogensverdeling zijn daarbij al helemaal geen thema. Net zomin als een wat verstrekkender model voor het reguleren van de financiële markt, zoals Keizer (2009b) heeft ontwikkeld, waarin hij een poldermodel voor de financiële markt voorstelt.

Nu de regering zoveel geld heeft uitgetrokken voor de redding van banken en voor conjunctuurmaatregelen, is de verwachting gewekt dat er dan ook middelen beschikbaar moeten komen voor onderwijs, jeugd, de laagste inkomens, gezondheid en de verzekering van arbeidsplaatsen (Atkinson, 2009). Het verkleinen van de inkomensongelijkheid is dus zowel nodig voor de stabilisering van het systeem alsook voor de politieke legitimatie van regeringen.

## Literatuur

**Atkinson, Sir A.**

*Global economy lecture at the Austrian National Bank*

7 mei 2009 (special topic)

**Barro, R.J.**

*Unanticipated money growth and unemployment in the United States*

American Economic Review, jrg. 67, 1977, p. 101-115

**Barro, R.J.**

*New classicals and Keynesians, or the good guys and the bad guys*

Swiss Journal of Economics and Statistics, jrg. 125, nr. 3, 1989, p. 263-273 ([www.sjes.ch/papers/1989-III-7.pdf](http://www.sjes.ch/papers/1989-III-7.pdf))

**Blankenberg, S., J.G. Palma**

*Introduction: The global financial crisis*

Cambridge Journal of Economics, jrg. 33, nr. 4, 2009, p. 531-538

**Buiter, W.**

*The Greenspan Fed: A tragedy of errors*

Financial Times, 8 april 2008 (<http://blogs.ft.com/maverecon/2008/04/the-greenspan-fed-a-tragedy-of-errors>)

**Buiter, W.**

*The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics*

Financial Times, 3 maart 2009

**Maas, C., S. Eijffinger e.a. (Adviescommissie Toekomst Banken)**

*Naar herstel van vertrouwen*  
Amsterdam, Nederlandse Vereniging van Banken, 2009

**CPB**

*Hoe scheef is de vermogensverdeling?*  
2009 ([www.cpb.nl/nl/pub/cepmev/mev/2009/kaders/kader09.pdf](http://www.cpb.nl/nl/pub/cepmev/mev/2009/kaders/kader09.pdf))

**Crouch, C.**

*After privatized Keynesianism*  
Compass, Think Pieces nr. 41, november 2008 (<http://clients.squareeye.com/uploads/compass/documents/CTP41KeynesianisamCrouch.pdf>)

**Crouch, C.**

*The death of privatized Keynesianism*  
29 april 2009 ([www.wbs.ac.uk/news/podcasts/2009/04/29/The/death/of](http://www.wbs.ac.uk/news/podcasts/2009/04/29/The/death/of))

**Huffschnid, J.**

*Hedge funds and private equity: Beneficial or dangerous?*  
Paper for the conference on 'The political economy of financial markets', 16 november 2007, Utrecht University School of Economics



**IMF**

*Global financial stability report. Responding to the financial crisis and measuring systemic risk*  
Washington (DC), IMF, april 2009a

**IMF**

*World economic outlook. Crisis and recovery*  
Washington (DC), IMF, april 2009b (World Economic and Financial Surveys)

**Keizer, P.**

*Pleidooi voor een poldermodel in de financiële wereld*  
Me Judice, jrg. 1, 19 november 2008

**Keizer, P.**

*Exorbitante beloningen en het belang van het goede voorbeeld*  
Me Judice, jrg. 2, 6 januari 2009a

**Keizer, P.**

*Economen praten langs elkaar heen over oplossingen crisis*  
Me Judice, jrg. 2, 12 maart 2009b

**Keynes, J.M.**

*The general theory of employment, interest, and money*  
Londen, Macmillan, 1936

**Kregel, J.**

*The natural instability of financial markets*  
In: P. Keizer en Hans Schenk (red.), *The political economy of financial markets, A methodological account of a multi-disciplinary approach*, Cheltenham Glos, Edward Elgar, 2009

**Leijonhufvud, A.**

*On Keynesian economics and the economics of Keynes: A study in monetary theory...*  
New York, Oxford University Press, 1968

**Leijonhufvud, A.**

*Out of the corridor: Keynes and the crisis*  
Cambridge Journal of Economics, jrg. 33, nr. 4, 2009, p. 741-757 (<http://cje.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/33/4/741>)

**Lucas, R.**

*Monetary neutrality*  
Prize Lecture – 1995, Nobel Prize in economics, 7 december 1995 ([http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf))

**Mankiw, N.G.**

*Small menu costs and large business cycles: A macroeconomic model of monopoly*  
Quarterly Journal of Economics, jrg. 100, 1985, p. 529-539 (herdrukt als hoofdstuk 1 in Mankiw en Romer, 1991)

**Mankiw, G.N., D. Romer (red.)**

*New Keynesian economics. Vol. 1: Imperfect competition and sticky prices*

Cambridge, MIT Press, 1991a

**Mankiw, G.N., D. Romer (red.)**

*New Keynesian economics. Vol. 2: Coordination failures and real rigidities*

Cambridge, MIT Press, 1991b

**Minsky, H.P.**

*Can 'it' happen again? Essays on instability and finance*  
Armonk (NY), M.E. Sharpe, 1982

**Minsky, H.P.**

*Stabilizing an unstable economy*  
New Haven (CT), Yale University Press, 1986

**Mozart, I.**

*Die Macht der Banken*  
www.ksoe.at/ksoe/index.php?option=com\_content&task=view&id=286&Itemid=209

**OECD**

*Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries*  
2008

**OECD**

*Society at a glance 2009: OECD social indicators*  
2009

**Richardson, M., N. Roubini**

*Nationalize the banks. We're all Swedes now!*  
Washington Post, 15 februari 2009

**Schulmeister, S.**

*Cash, Crash, Crisis: Die Finanzkrise und die Rolle der Politik*  
Vortrag beim Europakongress der Gruenen in Graz op 15 oktober 2008

**Skidelsky, R.**

*The remedist*  
New York Times Sunday edition, 14 december 2008

**Soros, G.**

*The alchemy of finance*  
New York, Simon and Schuster, 1987

**Theeuwes, J.**

*Is hebzucht het hele verhaal achter de kredietcrisis?*  
Me Judice, jrg. 1, 31 december 2008

**Unger, B.**

*Die Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise*  
Keynote Lecture am Europakongress der Gruenen, 'Von Europa lernen', op 21 november 2008 in Graz

**Unger, B.**

*Comment to Jan Kregel, The natural instability of financial markets*

In: P. Keizer en Hans Schenk (red.), *The political economy of financial markets, A methodological account of a multi-disciplinary approach*, Cheltenham Glos, Edward Elgar, 2009a

**Unger, B.**

*Zur Finanzkrise*  
Österreichisches Radio 29 juli 2009b

**Witteloostuijn, A. van**

*Na de kredietcrisis: Tijd voor echt liberalisme*  
Me Judice, jrg. 1, 24 september 2008

**Woodford, M.**

*Interest and prices: Foundations  
of a theory of monetary policy*  
Princeton, Princeton University  
Press, 2003