

INHOUD

Voorwoord 7

Dankwoord 13

Inleiding 15

Deel 1 Een theorie van animal spirits

1 Vertrouwen en zijn multipliers 25

2 Redelijkheid 35

3 Corruptie en kwade trouw 43

4 Geldillusie 61

5 Verhalen 73

Deel 2 Acht vragen en hun antwoorden

6 Waarom komen economieën in een depressie terecht? 83

7 Waarom hebben centrale bankiers macht over de economie (voor zover ze die hebben)? 101

Naschrift bij hoofdstuk 7

De huidige financiële crisis: wat moet er gedaan worden? 115

8 Waarom zijn er mensen die geen werk kunnen vinden? 129

9 Waarom is er op lange termijn een wisselwerking tussen inflatie en werkloosheid? 141

10 Waarom is sparen voor de toekomst zo'n arbitraire zaak? 151

- I1** Waarom zijn financiële prijzen en bedrijfsinvesteringen zo grillig? 169
- I2** Waarom gaan onroerendgoedmarkten op en neer? 189
- I3** Waarom is armoede onder minderheden anders? 199
- I4** Conclusies 211

Noten 223

Literatuur 241

Register 267

1

VERTROUWEN EN ZIJN MULTIPLIERS

Een van ons, Akerlof, herinnert zich een gesprek van een paar jaar terug. Tijdens de hausse op de woningmarkt had een ver familielid uit Noorwegen – getrouwd met iemand die getrouwd was met iemand die getrouwd was met iemand, en die hij alleen kende van een korte ontmoeting bij een trouwerij – naar verluidt een huis gekocht in Trondheim, voor meer dan 1 miljoen dollar. Dat leek een hoop geld, misschien niet voor New York, Tokio, Londen, San Francisco, Berlijn of zelfs Oslo, maar zeker voor Trondheim, ergens hoog aan de Noorse kust op de rand van de bewoonde wereld, en kandidaat voor 's werelds meest noordelijke stad. Ook was het geen groot landhuis. Die gedachte bleef rustig opgeslagen in Akerlofs brein, naast andere waarnemingen dat de prijzen van onroerend goed in Scandinavië hoog waren.

Onlangs vertelde Akerlof zijn medeauteur Shiller dat hij zich had afgevraagd of hij niet meer aandacht had moeten besteden aan het verhaal over Trondheim. We bespraken de zaak. Dit scheen een moment van onachtzaamheid te zijn, het verhaal over de hoge prijs voor kennisgeving aannemen als een onbetekenende curiositeit. Akerlof had het daarentegen moeten zien als een ongerijmdheid waar actief over moest worden nagedacht, die moest worden opgelost in het kader van een bredere kijk op de markten.

We concludeerden dat dit verhaaltje de moeite waard was om uitbreider op in te gaan – vanwege het inzicht dat het biedt in de gedachtepatronen die ten grondslag liggen aan de hausses en crises die de conjunctuurbeweging kenmerken en in het bijzonder de tweelingcrises van vertrouwen en krediet die momenteel een groot deel van de wereld in hun greep hebben.

Vertrouwen

De kranten en de commentatoren vertellen ons wanneer de economie in een recessie terechtkomt, dat 'herstel van vertrouwen' noodzakelijk is. Dat

was de intentie van J.P. Morgan toen hij na de beurscrisis van 1902 een aantal bankiers overhaalde om op de effectenbeurs te beleggen. Hij paste dezelfde strategie toe in 1907.¹ Franklin Roosevelt interpreteerde de Grote Depressie in soortgelijke termen. ‘Het enige waar we voor moeten vrezen’, verklaarde hij bij zijn eerste inaugurele rede in 1933, ‘is vrees zelf.’ Later in dezelfde toespraak voegde hij daaraan toe: ‘We zijn niet getroffen door een sprinkhanenplaag.’ Al sinds de stichting van de Amerikaanse republiek is economische neergang toegeschreven aan verlies van vertrouwen.

Economen hanteren een specifieke interpretatie van de betekenis van de term ‘vertrouwen’. Veel verschijnselen kenmerken zich door twee (of mogelijk meer) evenwichten. Bijvoorbeeld, wanneer niemand zijn huis in New Orleans herstelt na de orkaan Katrina, zal niemand anders dat willen doen. Wie wil er nu in afzondering leven, zonder burens of winkels? Maar wanneer veel mensen hun huizen weer opbouwen, zullen anderen dat ook willen doen. Er kan dus een goed evenwicht zijn (wederopbouw); in dat geval zeggen we dat er vertrouwen is. En er kan een slecht evenwicht zijn (geen wederopbouw), zonder vertrouwen. In deze optiek is vertrouwen niets anders dan een voorspelling, in dit geval met betrekking tot de vraag of anderen al of niet herbouwen. Een voorspelling van vertrouwen is er een die een zonnige toekomst voorziet, een voorspelling van wantrouwen ziet de toekomst somber in.

Maar als we ‘vertrouwen’ in het woordenboek opzoeken, zien we dat het meer is dan een voorspelling. Het woordenboek zegt dat het met zorg en geloof te maken heeft. Het woord ‘confidentie’ komt van het Latijnse *fides*, dat ‘trouw’ betekent. De vertrouwenscrisis waar we op het moment van schrijven in verkeren, wordt ook een *kredietcrisis* genoemd. Het woord ‘krediet’ komt van het Latijnse *credo*, dat ‘ik geloof’ betekent.

Gezien deze bijkomende nuances van betekenis lijkt er aan de visie van economen, op grond van dubbele evenwichten of zonnige of sombere voorspellingen, iets te ontbreken.² Economen hebben maar ten dele begrepen wat ‘vertrouwen’ of ‘geloof’ betekent. Hun visie suggereert dat vertrouwen rationeel is: mensen gebruiken de beschikbare informatie om rationele voorspellingen te doen; vervolgens maken ze een rationele keuze op basis van deze rationele voorspellingen. Ongetwijfeld nemen veel mensen regelmatig en vol vertrouwen op deze wijze beslissingen. Maar ‘vertrouwen’ is meer. De eigenlijke betekenis van het begrip is dat we verder gaan dan het rationele. Wie echt vertrouwend is, ontkent of negeert vaak bepaalde informatie. Misschien neemt hij de informatie die hem rationeel ter beschikking

staat niet eens op; en zelfs als hij die informatie rationeel heeft opgenomen, zal hij er niet altijd rationeel mee handelen. Hij handelt naar wat hij *vertrouwt* dat waar is.

Als dat is wat we met ‘vertrouwen’ bedoelen, zien we onmiddellijk waarom dit, wanneer het over de tijd varieert, een belangrijke rol speelt in de economie. Waarom? Als het goed gaat, hebben mensen vertrouwen. Ze nemen spontaan beslissingen. Ze weten instinctief dat ze succes zullen hebben. Ze zetten hun bedenkingen opzij. De prijzen van activa zijn hoog en stijgen misschien. Zolang mensen vol vertrouwen blijven, valt het niet zo op dat ze impulsief handelen. Maar wanneer het vertrouwen verdwijnt, keert het tij. Dan wordt zichtbaar dat hun beslissingen op zand gebouwd zijn.

De term ‘vertrouwen’ zelf – die gedrag impliceert dat uitstijgt boven een rationele benadering van besluitvorming – geeft aan waarom dit in de macro-economie een grote rol speelt.³ Wanneer mensen vertrouwen hebben, gaan ze eropuit en doen ze aankopen; wanneer ze geen vertrouwen hebben, trekken ze zich terug en verkopen ze. De economische geschiedenis staat bol van dergelijke cycli van vertrouwen gevolgd door terugtrekking. Wie is er nooit op een wandeltocht op een lang niet meer gebruikte spoorweg gestuit – iemands vroegere droom van de weg naar rijkdom? Wie heeft er nooit gehoord van de Tulpenmanie in het zeventiende-eeuwse Nederland – een land, moeten we erbij zeggen, vermaard vanwege zijn standvastige burgers waarover vaak grappen worden gemaakt als zijnde het voorzichtigste volk ter wereld. Wie weet niet dat zelfs Isaac Newton, de vader van de moderne wis- en natuurkunde, een fortuin verloor bij de South Sea Bubble in de achttiende eeuw?

Waarmee we terug zijn bij Trondheim. Akerlof had de opmerking over het huis van een miljoen van zijn verre familielid op de verkeerde plaats in zijn brein opgeslagen. Hij had moeten zien dat de huizenprijzen in Trondheim niet alleen maar een aanwijzing waren van opmerkelijk hoge onroerendgoedprijzen in Scandinavië, maar van een wereldwijde onroerendgoedmanie. Hij was te goed van vertrouwen geweest.

Maar daarmee gaan we nog verder terug, naar Keynes’ passage over animal spirits. Wanneer mensen belangrijke investeringsbeslissingen nemen, moeten ze kunnen vertrouwen. De standaard economische theorie suggereert iets anders. Deze beschrijft een formeel proces van rationele besluitvorming. Mensen gaan na welke opties er allemaal beschikbaar zijn. Ze becijferen wat de uitkomst van elke optie is en wat elk van die uitkomsten ze zou ople-

veren. Ze gaan na hoe waarschijnlijk elk van die uitkomsten is. En dan nemen ze een besluit.

Maar kunnen we dat echt? Hebben we echt een manier om vast te stellen wat die waarschijnlijkheden en uitkomsten zijn? Of worden daarentegen zakelijke beslissingen – en zelfs veel van onze eigen persoonlijke beslissingen over welke activa we kopen en aanhouden – niet veel meer genomen op basis van of we al of niet vertrouwen hebben? Gaat het niet om besluitvormingsprocessen die veel meer weg hebben van wat we doen als we een pannenkoek opgooien of een golfbal raken? Veel van de besluiten die we nemen – inclusief sommige van de belangrijkste van ons leven – worden genomen omdat ze ‘een goed gevoel geven’. John F. (‘Jack’) Welch, die lange tijd ceo was van General Electric en als een van ’s werelds meest succesvolle topmannen geldt, beweert dat dergelijke beslissingen ‘rechtstreeks uit de onderbuik’ komen. (We komen later op hem terug.)

Maar op het niveau van de macro-economie, alles bij elkaar genomen, gaat het vertrouwen op en neer. Soms is het terecht. Soms niet. Het gaat niet alleen om rationele voorspellingen. Het is de eerste en meest cruciale van onze animal spirits.

De vertrouwensmultiplier

Het meest basale element van de keynesiaanse economische theorie is de notie van de *multiplier*. Dit concept, dat oorspronkelijk werd geïntroduceerd door Richard Kahn als een soort terugkoppelingsmechanisme, werd door Keynes overgenomen en werd de hoeksteen van zijn economische theorie.⁴ Binnen een jaar na de publicatie van Keynes' *General Theory* publiceerde John R. Hicks een kwantitatieve interpretatie van Keynes waarin de nadruk werd gelegd op een starre multiplier en de interactie tussen de effecten daarvan en de rentevoeten. Hicks' versie streefde al snel het origineel van Keynes voorbij als de gezaghebbende verschijningsvorm van de keynesiaanse theorie.⁵ Keynes zelf was filosofisch, wijdlopig, onsamenvattend, ondoorgrondelijk, maar evengoed provocatief en amusant. Hicks was ordelijk, efficiënt en logisch sluitend. Hicks' versie sloeg aan. Hij is niet zo bekend als Keynes omdat hij vaak wordt gezien als iemand die alleen maar het genie van Keynes interpreteerde. Maar in termen van de geschiedenis van het denken was de ‘keynesiaanse revolutie’ evenzeer een ‘hicksiaanse revolutie’.

Maar we zijn van mening dat de wijze waarop Hicks gestalte gaf aan de noties van Keynes te beperkt is. In plaats van naar de simpele multiplier waar Hicks de aandacht op vestigt, moeten we kijken naar een verwant concept dat we de ‘vertrouwensmultiplier’ noemen.

De keynesiaanse multiplier, die generaties lang aan miljoenen economiestudenten is bijgebracht, werkt als volgt. Elke initiële impuls van de overheid, zeg maar een programma voor verhoogde overheidsbestedingen, zorgt ervoor dat mensen meer geld in handen krijgen, dat ze vervolgens uitgeven. De initiële overheidsimpuls is de eerste ronde. Elke dollar die de overheid uitgeeft, wordt uiteindelijk inkomen van een aantal mensen, en als ze dat eenmaal in handen hebben, geven ze een deel ervan weer uit. Dat deel heet de marginale consumptieneiging (*marginal propensity to consume*, MPC). Zo leidt de oorspronkelijke toename van de bestedingen tot een tweede ronde van bestedingen, door mensen, niet de overheid. Dit leidt vervolgens weer tot inkomen voor nog meer mensen, voor een bedrag dat gelijk is aan het MPC-bedrag. Die mensen besteden op hun beurt een deel van dit MPC-bedrag, dat de MPC in het kwadraat wordt genoemd. Dat is de derde ronde. Maar het verhaal is nog niet uit. Er volgt ronde na ronde van uitgaven, waardoor de som van de effecten van de initiële uitgave van 1 dollar door de overheid kan worden voorgesteld als $\$ 1 + \$ MPC + \$ MPC^2 + \$ MPC^3 + \$ MPC^4 \dots$ De som van al die rondes is niet oneindig, maar in feite gelijk aan $1 / (1 - MPC)$, een hoeveelheid die de *keynesiaanse multiplier* wordt genoemd. Maar de som kan veel groter zijn dan de oorspronkelijke overheidsimpuls. Als de MPC bijvoorbeeld 0,5 is, is de keynesiaanse multiplier 2. Als de MPC 0,8 is, is de keynesiaanse multiplier 5.

Het idee sprak veel mensen aan toen Keynes het in zijn boek uit 1936 formuleerde en het werd in 1937 door Hicks opgepikt. Het werd geïnterpreteerd als verklaring voor het mysterie van de Grote Depressie. De depressie was zo raadselachtig geweest omdat mensen geen eenvoudig te verklaren oorzaak voor zo'n belangrijke gebeurtenis konden zien. De theorie van de multiplier verklaarde hoe een geringe daling in de uitgaven enorm versterkte gevolgen kon hebben. Wanneer er een kleine maar waarneembare teruggang in de consumptieve bestedingen plaatsvindt omdat mensen angstig reageren op het instorten van de effectenbeurs, zoals in 1929 gebeurde, dan werkt dat net zo door als een *negatieve* overheidsimpuls. Elke dollar waarmee mensen hun consumptie beperken, zou een nieuwe ronde van consumptiebeperkingen teweegbrengen, met als resultaat een veel grotere afname van de economische activiteiten dan aan de initiële schok kon worden toegeschre-

ven. In de loop van enkele jaren zou er een depressie kunnen ontstaan doordat de veelvoudige rondes van negatieve bestedingsimpulsen tot gevolg hebben dat bedrijven steeds dieper in de problemen komen. De theorie werd alom geprezen – of zelfs onmiddellijk toegepast in het beleid – want ze beschreef precies wat er met bedrijven gebeurde naarmate de depressie zich tussen 1929 en 1933 versnelde verdiepte.

Keynes' theorie van de multiplier werd ook populair onder econometristen omdat deze gekwantificeerd en in een model vervat kon worden. Rond dezelfde tijd dat Keynes' *General Theory* en Hicks' interpretatie daarvan voor het eerst verschenen, kwamen er gezaghebbende statistieken over de nationale consumptie en het nationaal inkomen beschikbaar, en die leverden de gegevens voor hun analyse. De eerste ramingen van de nationale consumptie werden gepubliceerd door het Brookings Institution, in 1934.⁶ De Amerikaanse nationale rekeningen voor inkomens en productie werden ontwikkeld en door Milton Gilbert in het begin van de jaren veertig in een vorm gegoten waarin ze bruikbaar waren voor de keynesiaans-hicksiaanse theorie.⁷ Tot de dag van vandaag publiceert de Amerikaanse overheid, net als de overheden van veel andere grote landen, gegevens over nationaal inkomen en consumptie die aansluiten op de eisen van deze theorie. Hoe verbazend het misschien ook lijkt, gezien de enorme hoeveelheid economische literatuur, sinds Hicks is geen enkel macro-economisch model zo gezaghebbend geweest dat het ingrijpende veranderingen dicteerde in de manier waarop nationale gegevens worden verzameld. In zekere zin zijn het de gegevens die de theorie dicteren die als grondslag dient voor formele modellen – want de gegevens waarover we nu beschikken, werden ontwikkeld met maar één theorie voor ogen.

De totstandkoming van de cijferreeksen leidde tot de ontwikkeling van grootschalige computersimulatiemodellen voor de economieën van de landen van de wereld. Dit bouwen van modellen begon toen Jan Tinbergen in 1936 een econometrisch model voor de Nederlandse economie en in 1938 een model van 48 vergelijkingen voor de Amerikaanse economie ontwikkelde. In 1950 ontwikkelde Lawrence Klein een ander model van de Amerikaanse economie, dat in de daaropvolgende decennia uitgroeide tot het enorme Project Link, waarin econometrische modellen van elk belangrijk land in de wereld aan elkaar gekoppeld zijn, samengesteld uit duizenden vergelijkingen. Dergelijke modellen zijn slechts van minimale betekenis voor animal spirits, en Keynes zelf was er sceptisch over.⁸

Het is echter mogelijk binnen deze modellen een rol voor vertrouwen te bedenken. We denken gewoonlijk alleen aan multipliers in verband met

conventionele, makkelijk te meten variabelen. Maar het concept is even goed toepasbaar voor variabelen die niet conventioneel en niet zo makkelijk te meten zijn. Zo is er niet alleen een consumptiemultiplier, een investeringsmultiplier en een multiplier voor overheidsuitgaven, die de verandering in inkomen weergeven die optreedt wanneer er een verandering van 1 dollar plaatsvindt in respectievelijk de consumptie, de investeringen of de overheidsuitgaven. Er is ook een vertrouwensmultiplier. Die geeft de verandering in inkomen weer als gevolg van een verandering van één eenheid in het vertrouwen – hoe dat ook ingevuld of gemeten wordt.

We kunnen ons de vertrouwensmultiplier, net als de consumptiemultiplier, voorstellen als het resultaat van verschillende rondes van bestedingen. Hier zijn de terugkoppelingen interessanter dan in ons eerdere eenvoudige voorbeeld van rondes van consumptieve bestedingen. Veranderingen in het vertrouwen zullen resulteren in veranderingen in inkomen en vertrouwen in de volgende ronde, en elk van die veranderingen zal op haar beurt van invloed zijn op het inkomen en vertrouwen in volgende rondes.

Al sinds lange tijd bestaan er maatstaven voor onderzoek naar ‘vertrouwen’. Het bekendste daarvan is de Michigan Consumer Sentiment Index, maar er zijn er meer. Sommige statistici hebben modellen ontwikkeld die de terugkoppeling van vertrouwen naar het bruto binnenlands product (bbp) testen met behulp van deze gegevens. Er is weinig twijfel over mogelijk dat dit gemeten vertrouwen toekomstige bestedingen voorspelt. Uit causaliteitstesten voor verschillende landen komt naar voren dat het ‘vertrouwen’ zoals momenteel gemeten van invloed is op het toekomstige bbp, en dit resultaat lijkt een bevestiging van de terugkoppeling die geïmpliceerd wordt door de vertrouwensmultiplier.⁹ Andere statistici hebben soortelijke analyses uitgevoerd met kredietspreads, gemeten als het verschil tussen de rentevoet voor riskante schulden en de rentevoet voor minder riskante schulden, waarbij deze wordt geïnterpreteerd als een maatstaf voor vertrouwen en er wordt getest of deze van invloed is op, en voorspellende waarde heeft voor, het bbp.¹⁰ Maar wij menen dat zulke testen in feite van beperkte waarde zijn. Zelfs wanneer dergelijke resultaten duidelijk naar voren komen, impliceert dat niet automatisch dat er animal spirits in het spel zijn. Waarom niet? Omdat de mate van vertrouwen die mogelijk niet meet. In plaats daarvan weerspiegelen ze misschien alleen de verwachtingen van consumenten met betrekking tot hun huidige en toekomstige inkomen.¹¹

En natuurlijk zouden we aannemen dat ze toekomstige uitgaven en inkomsten voorspellen. Ook is het moeilijk de effecten van vertrouwen op

inkomen te meten omdat we ons voorstellen dat dit traject in sommige periodes veel belangrijker is dan in andere. We stellen ons voor dat het verband tussen veranderingen in vertrouwen en veranderingen in inkomen vooral groot en doorslaggevend is wanneer economieën in een recessie afglijden, maar op andere momenten niet zo belangrijk is. In dergelijke termen karakteriseerde Olivier Blanchard de recessie in de Verenigde Staten van 1990-1991 (die wel de Koeweit-recessie is genoemd vanwege de rol die stijgende olieprijs speelden in de nasleep van de invasie van Koeweit door Saddam Hoessein). Blanchard meende dat de vertrouwensindex aangeeft dat dit precies is wat er gebeurde. Hij vond een aanzienlijke, anders niet te voorspellen schok in de Michigan Consumer Sentiment Index voorafgaand aan de recessie. Hij interpreteert die als het gevolg van een golf van pessimisme na de invasie van Koeweit. Het verlies van vertrouwen werd toen gevolgd door een significante afname van de consumptie.¹²

De aanwezigheid van vertrouwen heeft nog een implicatie voor multipliers. Andere multipliers zijn ook in hoge mate afhankelijk van het vertrouwensniveau. Een voorbeeld uit de huidige economie (november 2008) laat zien waarom. Door het weinige vertrouwen zijn de kredietmarkten verlamd geraakt. Kredietverschaffers hebben er geen vertrouwen in dat ze zullen worden terugbetaald. Onder deze omstandigheden vinden degenen die geld willen besteden het moeilijk het vereiste krediet te krijgen; degenen die de goederen aanbieden vinden het moeilijk het vereiste bedrijfskapitaal te krijgen. Als gevolg daarvan zullen de gebruikelijke fiscale multipliers, door verhoging van de overheidsuitgaven of door verlaging van de belastingen, kleiner zijn – waarschijnlijk veel kleiner.

In het naschrift bij hoofdstuk 7 doen we de aanbeveling dat de overheid zich in de aanpak van de huidige crisis op twee doelen moet richten. Het eerste doel – en het enige dat nodig zou zijn bij een normale recessie – is monetair en fiscaal beleid, die tezamen afdoende zouden zijn om volledige werkgelegenheid in de economie te herstellen. Maar vanwege de ernst van de kredietcrisis, die teweeg is gebracht door het geringe vertrouwen, is zo'n stimulant niet genoeg. Met het oog op de kredietcrisis is er mogelijk zelfs een heel forse toename van de overheidsuitgaven of verlaging van de belastingen nodig om volledige werkgelegenheid te bereiken. Daarom bepleiten wij voor het macro-economische beleid van de overheid een tweede, onmiddellijk doel. Ook voor de kredietstromen dient als doel dat deze het niveau bereiken dat normaliter bij volledige werkgelegenheid wordt bereikt. In hoofdstuk 7 zelf zullen we beschrijven hoe de Federal Reserve slimme

plannen heeft ontwikkeld die hem in staat stellen zo'n doel te bereiken, zelfs in deze zware tijden. Door dit doel te bereiken zouden de kredietstromen die verdwenen zijn door de plotselinge afname van vertrouwen, weer terugkomen.