

HOOFDSTUK 7: ALGEMENE THEORIE VAN DE PERSISTERENDE CRISES EN VOORSTEL TOT 'OPLOSSING' VOOR LAGE LANDEN

1. Crisistheorie volgens de systeemanalyse van Luhmann

Conjuncturele crises zijn van korte duur met een cyclus van vijf tot acht jaar. Men kent ze sinds de eerste Industriële Revolutie, sinds 1780. Te oordelen naar het historisch statistisch materiaal van Brian R. Mitchell²²² heeft van alle kapitalistische landen Engeland er de meeste gekend: 38. Voordien kwamen enkel onregelmatig gespreide crises voor, meestal te wijten aan misoogsten in de agrarische samenleving of aan epidemieën. Conjuncturele crises, met een min of meer vaste recurrentie, zijn eigen aan de kapitalistische de productiewijze. Daarover schreef ik ooit: *"Capitalism is a way of production which followed the feudal way of production, where wage income didn't exist and where the remuneration for labour was paid in kind and/or in a fixed number of free labour days where the tenants and serfs could work for their own instead of working for the lord or the tenant. In those economics of manorial life there was no market- and nearly no money economy.[1] However, cash to cash transactions existed in towns (where guilds were the center of "industrial" production) and fairs (a kind of travelling markets in fixed localities for fixed dates).[2] The increasing urbanization of the 16th century and the growth of national powers and states were start of the emergence of the market society, in the 15th century. This pre-capitalistic commercial society has been thoroughly studied by the French historian Fernand Braudel.²²³ We have, however, to wait the first Industrial Revolution of the mid-18th century to see the take-off of the capitalistic society."*

Het kapitalisme is dus een **systeem** en dit bracht me in 2006 op de gedachte dat het dus moest kunnen worden bestudeerd aan de hand van de **systeemtheorie** van de Duitse socioloog **Niklas Luhmann** (1927-1998), met de Amerikaanse socioloog Talcott Parsons (1902-1979) de grondlegger van de studie van sociale systemen. Ieder systeem bestaat uit subsystemen en alle sociale systemen samen vormen de uiterst complexe leefwereld. Sociale systemen zijn systemen van **communicatie** die een eigen identiteit verwerven. Doordat de leefwereld waar ze deel van uitmaken zo complex is, is de communicatie tussen de leefwereld en een subsysteem een vorm van *reduction of complexity* waarbij datgene wordt geselecteerd wat betekenis heeft (wat *Sinn* heeft). Subsystemen blijven maar bestaan zolang ze hun identiteit behouden. Verdwijnt die identiteit dan verdwijnt het subsysteem. Subsystemen zijn dus verplicht zichzelf te reproduceren om niet te verdwijnen. Dat reproductieproces noemt Luhmann, met een term ontleend aan de cognitieve biologie, **autopoiesis**, een vorm van zichzelf in stand houden. Het eigenaardige in de systeemtheorie van Luhmann is dat hij een universele sociologie tracht te beschrijven waarin de mens de grote afwezige is, vermits de mens zelf een subsysteem is. De communicatie waarover hij het heeft is geen communicatie tussen mensen, wel een communicatie tussen subsysteem en leefwereld waarbij elk subsysteem een *universeel communicatiemiddel* ontwikkelt.²²⁴

²²² Mitchell, Brian R. (1971), "Statistical appendix 1700-1914", in: Cipolla, Carlo M. (ed) (1977), *The Fontana economic history of Europe*, Londen/Glasgow: Fontana/William Collins Sons, 3^e, 1976, vol. IV(2), pp. 738-820.

Mitchell, Brian R. (1988), *British historical statistics*, New York, NY: Cambridge University Press.

Mitchell, Brian R. (2007), *International historical statistics Europe 1750-2005*, New York, NY: Palgrave Macmillan, 6th revisited print.

Mitchell, Brian R. (2008), *International historical statistics: 3 volume set, 1750-2005*, New York, NY: Palgrave Macmillan.

²²³ Braudel, Fernand (1975), *Capitalism and Material Life 1400-1800*. New York, NY: Harper & Row Publishers Inc.

Braudel, Fernand (1979), *Civilisation matérielle, Économie et Capitalisme XVe-XVIII^e siècle. Tome 1: Les Structures du Quotidien; Tome 2: Le Temps du Monde; Tome 3: Les Jeux de l'Échange*, Paris: Armand Colin.

²²⁴ Luhmann, Niklas (1970), *Soziologische Aufklärung. Aufsätze zur Theorie sozialer Systeme*, Keulen-Opladen: Westdeutscher Verlag.

Luhmann, Niklas (1984), *Soziale Systeme. Grundriss einer allgemeinen Theorie*. Frankfurt am Main :Suhrkamp Verlag

Luhmann, Niklas (1987), "The representation of society within society", *Current Sociology*, **35**, N°2, pp. 101-108.

Past men die kijk toe op het kapitalistisch systeem dan onderkent men vier subsystemen: (1) het **productiesysteem** waar de input van energie nodig is om een output te realiseren; het universele communicatiemiddel is hier de *vervanging van energiesoorten*; (2) het **warenmarktsysteem** waar de prijsvorming plaatsgrijpt en waar het universele communicatiemiddel *geld* is; (3) het **arbeidsmarktsysteem** waar de loonvorming plaatsgrijpt en waar het universele middel van communicatie *profijt* is; (4) het **politiek systeem** dat, van zodra het laissez-faire verdwijnt zal pogen in te grijpen in de drie andere systemen en waar het universele communicatiemiddel *macht* en *prestige* is. Omdat het productiesysteem gescheiden is van het warenmarktsysteem zijn conjuncturele crises in het kapitalistisch systeem onvermijdelijk: productie en consumptie reduceren hun kennis van de leefwereld elk volgens een apart communicatiesysteem: wat voor het ene systeem zinvol is, is voor het andere niet noodzakelijk zinvol.

Ik leg straks uit waarom ik die studie maakte. Geheel anders verloopt het met persisterende **structurele crises**. Die zijn niet recurrent en verdwijnen niet vanzelf maar blijven jaren duren. Tot nog toe werden er vier globale structurele crises opgetekend in het kapitalistisch systeem. De eerste was, als uitgelegd in hoofdstuk 2, de **Long Depression** die in de Verenigde Staten duurde van 1873 tot 1879, in Engeland van 1873 tot 1896. De tweede was de **Great Depression** die in Duitsland duurde van 1929 tot 1938, in de Verenigde Staten van 1929 tot 1941, in Japan en in de meeste Europese landen van 1929 tot 1945. De derde was de **Petroleumcrisis** die in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk duurde van 1973 tot 1984, in de meeste westerse landen tot 1987-1988, en waarvan Japan gespaard bleef. De vierde is de **Great Recession** die in 2008 begon en anno 2015 nog steeds aanhoudt. Het enige wat die vier structurele crises met elkaar gemeen hebben is dat ze alle vier werden voorafgegaan door een grote **exogene schok** (die zelf verklaring behoeft) waardoor economieën uit evenwicht geraakten en blijkbaar buiten de veilige *corridor* – de term is van Axel Leijonhufvud – belandden zodat het autoregulerende evenwichtersel uitbleef. In drie gevallen was die exogene schok een **beurskrach** (1873, 1929 en 2008). In twee gevallen viel die beurskrach samen met een **vastgoedcrisis** (1873 en 2008). In drie gevallen werd de structurele crisis voorafgegaan door een abnormaal **lange boom** die tien jaar of langer heeft geduurd (1873, 1929 en *Roaring Twenties* in de Verenigde Staten en 1973), geheel in de zin van wat Ludwig von Mises²²⁵ daarover schreef. In één geval, 2008, was er van een abnormaal lange boom geen sprake, wel van een nieuwe speler op de wereldmarkt – China – en van duidelijke **imbalances** op de monetaire markten in afwezigheid van een goed geregeld internationaal monetair stelsel. Het zijn de Franse economen **Maurice Allais** (1911-2010) en **Jean Tirole** (°1953) geweest²²⁶ – niet toevallig twee laureaten van de Nobelprijs Economie – die in 1999 en in 2002, allebei op hun manier, hebben aangetoond dat het monetaire **no system** onvermijdelijk tot een diepgaande wereldcrisis moest leiden in de hoogindustriële samenleving.

Waar ik het meest last mee had was begrijpen waarom het meer dan 120 jaar heeft geduurd alvorens het meest industrieel ontwikkelde land ter wereld – en dat was toen Engeland – geconfronteerd werd met de eerste structurele crisis. Daarom dus dat ik een analyse à la Luhmann maakte van het kapitalistisch systeem van 1750 tot 2000. De essentie daarvan vindt men op de blog van de Denktank Daniel Huet.²²⁷ De ontwikkeling van het kapitalistisch systeem uit het vroeghandelskapitalisme is één van de grootste cesuren geweest uit de menselijke geschiedenis en heeft een sociale dynamiek op gang gebracht die zich inderdaad laat beschrijven in termen van de systeemtheorie van Luhmann. Wat aan dit alles moeilijk te begrijpen was, was hoe een productiesysteem dat aanvankelijk inderdaad tot algemene verpaupering had geleid zoals Karl Marx

Luhman, Niklas (1995), *Social Systems*. Stanford, CA: Stanford University Press [translated by. Bednarz jr from *Soziale Systeme. Grundriss einer allgemeinen Theorie*].

Luhmann, Niklas (1997), *Die Gesellschaft der Gesellschaft*, Frankfurt am Main: Suhrkamp Taschenbuch, Vol. I und II [serie: Taschenbuch]

²²⁵ Mises, Ludwig von — (1949), *Human Action, A Treatise on Economics*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, URL: http://mises.org/sites/default/files/Human%20Action_3.pdf, pp. 547-562.

²²⁶ Allais, Maurice (1999), *La Crise Mondiale Aujourd'hui, pour des Profondes Réformes des Institutions Financières et Monétaires*, Paris: Clément Juglar.

Tirole, Jean (2002), *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

²²⁷ Rossem, Jean Pierre van — (2006), "Elementaire Kennis (3): Sociale Dynamica en 250 Jaar Historie", URL: <http://www.daniel-huet.com/elementaire-kennis-3-sociale-dynamica-250-jaar-historie/>.

en Friedrich Engels in het *Communistisch Manifest* schreven,²²⁸ er toch in geslaagd was die verpaupering te stoppen en om te buigen in een toegenomen welvaart vanaf 1860. Daarom volgt eerst een kort overzicht van de significante veranderingen waartoe het kapitalisme tussen 1750 en 1873 zorgde.

2. Het kapitalisme na Eerste Industriële Revolutie (1750-1850)

Ik beperk mij tot een paar verhelderende uittreksels uit mijn studie van 2006.

"In grote lijnen kan men stellen dat de arbeidsmarkt slechts ontstaat bij de doorbraak van het industrieel kapitalisme, dus na de Eerste Industriële Omwenteling. Die doorbraak gaat gepaard met een grondige verandering in het productiesysteem. Tot voorheen waren de drie voornaamste energievormen er de natuurlijke energie (afkomstig van zon, wind en water), de dierlijke energie en de menselijke energie. Na de Eerste Industriële Revolutie komt daar de machinale energie bij. De machine was een fantastisch middel om de arbeidsproductiviteit fors te verhogen. Eigenaars van die nieuwe productiemiddelen konden dankzij machines waren produceren met een fors lagere ruilwaarde en die in het marktsysteem aanbieden tegen eenzelfde geldhoeveelheid per eenheid als diegenen die niet over zulke machines konden beschikken. Hierbij vertrek ik van de energiewaardetheorie die stelt dat de ruilwaarde van een waar afhankelijk is van de input van (enkelvoudige) efficiënt aangewende menselijke energie bij de productie of reproductie van de waar in al zijn onderdelen, inclusief het verbruik van productiemiddelen die tijdens het productieproces onderhevig zijn aan slijtage. Waarde van waren drukt men uit in energiekwanten, niet in arbeidstijd zoals de klassieke economen destijds stelden. "Werk" vertaalt zich niet in tijd, wel in kracht, dus in energie-eenheden. Het in gebruik nemen van machines maakt dat de arbeidsproductiviteit stijgt zodat per eenheid van output er minder menselijke energie benodigd is."

"De Eerste Industriële Revolutie ging in feite gepaard met een forse daling in de ruilwaarde van de meeste machinaal geproduceerde waren. De eerste uitvindingen waren mechanische verbeteringen, bijvoorbeeld bij de bewerking van ijzer. Belangrijk was bijvoorbeeld de zgn. flying shuttle die John Kay uitvond in 1733, waardoor het mogelijk was in spinnerijen de productiviteit te verdrievoudigen.²²⁹ Binnen het productiesysteem zorgde een waslijst van uitvindingen voor een ver doorgedreven substitutie van de dierlijke en natuurlijke energie door machinale energie. Het paard, tot dan toe zowat het krachtigste productiemiddel, wordt tegen versneld tempo vervangen door de stoommachine. Het is trouwens niet verwonderlijk dat men het vermogen van de nieuwe machines uitdrukte in paardenkracht. Naarmate de stoommachine ook doordringt naar het Oosten worden de buffel en de olifant er geleidelijk vervangen door de nieuwe machine. Maar ook wind- en watermolens worden vervangen waarbij natuurlijke energie door machinale energie wordt gesubstitueerd. Uiteraard is de industriële omwenteling niet het gevolg van de uitvinding van de stoommachine, maar werd de stoommachine uitgevonden omdat daaraan nood bestond binnen de werkplaatsen. Daarover schreef ik:

"Accumulation of capital was a necessity for industrial take-off. The invention of the steam engine by James Watt in 1769 was not the cause of Industrial Revolution but the consequence of accumulated capital searching higher profits than land rent or trade margins. It's no accident that this revolution started in England, the richest country on earth at the mid -18th century. Successful exploration of land, slave trading with the rest of the world, piracy, war and commerce had created a commercial bourgeoisie, having accumulated income. Following the sociologist Max Weber (1905)²³⁰ the protestant religion was one of the decisive factors of a new era in economy. Indeed, Protestants, believing in the predestination of human beings, didn't consume all their income, but tried to save as much as possible. England's economy was a pre-market capitalism where the feudal society was nearly completely transformed into a commercial one. Add to this the typical enthusiasm for science and engineering – one should remember the Royal Society founded in 1660 – and there are enough reasons why the take-off of the industrial society started in England."

²²⁸ Marx, Karl en Friedrich Engels (1848). *Het Communistisch Manifest*. Amsterdam: Uitgeverij Pegasus, 1973, 14^{de} druk.

²²⁹ Latere mechanische verbeteringen waren de *spinning jenny* van James Hargreaves (1764) en de *mule jenny* van Samuel Crompton (1779) die de weverijen grondig veranderden. Eerst werden ze nog aangedreven door waterkracht, maar vanaf 1780 door stoomkracht waardoor de productiviteit plots vertienvoudigd werd of meer. Erg belangrijk ook was een veel vroegere uitvinding van Abraham Darby die er in 1709 in slaagde hoogovens met cokes te verwarmen waardoor het geproduceerde ijzer minder koolstof bevatte en minder breekbaar werd. De stoommachine was eigenlijk een idee van de Fransman Denis Papin die er wegens de slechte kwaliteit van het staal niet in slaagde die te doen werken. Robert Hooke nam de plannen van Papin over en liet door een miingenieur, Thomas Newcomen, in 1717 een soortgelijke stoommachine, werkend op atmosferische druk (dus nog niet op dampspanning), nabouwen. Tussen 1762 en 1776 doorzag een mecanicien aan de universiteit van Glasgow de tekortkomingen aan dat soort (zeer trage) machine en bouwde hij die om voor dampspanning. De eerste "moderne" stoommachine werd in 1777 in gebruik genomen in de miingroeven van Cornwall. Tegen het einde van de 18de eeuw was de met steenkool opgewarmde stoommachine reeds wijd verspreid.

²³⁰ Weber, Max (1905), "Die protestantische Ethik und der 'Geist' des Kapitalismus", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, 20 (1904) und 21 (1905)

"In het productiesysteem van na de industriële omwenteling werden alle andere energievormen dan menselijke energie gekapitaliseerd door de eigenaars van productiemiddelen. De accumulatie van kapitaal die daarvoor nodig was had zich voltrokken tijdens het vroeghandelskapitalisme. Het grootste deel daarvan werd bijeengebracht door plunderingen van Engelsen, Fransen, Nederlanders, Spanjaarden en Portugezen tijdens de expansie van dat vroeghandelskapitalisme van de 16de tot 18de eeuw. In zijn *Political Arithmetic* rekende de toenmalige successchrijver Arthur Young (1774)²³¹ uit dat tot 1770 het totale kapitaal geïnjecteerd in de industrie £ 24,500,000 bedroeg. De plunderingen door de East India Company in Bengalen alleen al waren echter goed voor minstens £40,000,000. Nog eens zoveel werd verdiend aan de negerslaven in West-India.²³² Het grootste deel van het geaccumuleerde kapitaal dat in de 18de eeuw in de industrie werd geïnvesteerd was inderdaad afkomstig uit de slavenhandel (de fameuze driehoekshandel). Dat geldt net zozeer voor de in Nederland bejubelde V.O.C. die zijn grootste winst haalde uit de slavenhandel. Over de uitmoording van de bevolking op de Hongy Islands door de V.O.C. wordt door de bewonderaars zedig gezwezen."

"De kwalitatieve wijzigingen in het productiesysteem tijdens de eerste industriële omwenteling, waarbij dierlijke en natuurlijke energie systematisch werd vervangen door machinale energie zorgde ook voor een omwenteling in de complexe leefwereld. Het leidde tot de opkomst van een geheel nieuw sociaal systeem: de arbeidsmarkt. Opeens werd **menselijke energie een koopwaar**, iets wat gedurende de feodaliteit met zijn systeem van gilden en corvee niet was voorgekomen.²³³ Omdat zonder input van menselijke energie productie onmogelijk is ontstaat plots, met de industriële omwenteling, een grote behoefte aan arbeidskracht. Die arbeidskracht is voorradig op het platteland (in de agrarische sector) en binnen het ambachtelijke systeem van de gilden. Er ontstaat dus een dringende behoefte aan een nieuw sociaal systeem dat leveranciers van menselijke energie naar de fabrieken moet lokken. Op die nieuwe arbeidsmarkt is het universeel communicatiemiddel het loon. Menselijke energie heeft een ruilwaarde. Die ruilwaarde is alle efficiënt aangewende (enkelvoudige) menselijke energie voor de productie of reproductie van de arbeidskracht, d.i. voor de productie van alle waren die de leverancier van arbeidskracht behoeft om zijn arbeidskracht in stand te houden (zie hierover de Engelste tekst in hoofdstuk 4). Binnen het nieuwe sociale systeem van de arbeidsmarkt wordt de ruilwaarde van de arbeidskracht getransformeerd in een loon. Bij de reductie van de complexe informatie binnen de leefwereld weerhoudt de arbeidsmarkt dus het loon als zinvolle informatie. Hoe lager het loon hoe groter het profijt."

"De drie systemen – productiesysteem, marktsysteem en systeem van arbeidsmarkt – zijn binnen de marktsociologie²³⁴ de motor van alle sociale verandering. Het vierde, het politieke systeem, veeleer die van het behoud. Met de opkomst van de arbeidsmarkt na de eerste industriële omwenteling correspondeert een immense verandering van de maatschappij. Aangelokt door het geld trekken voortdurend meer verkopers van arbeidskracht van het platteland naar de fabrieken. Zeer snel blijkt dat de lonen er zo laag zijn dat ook vrouw en kinderen hun arbeidskracht moeten verkopen om te kunnen voorzien in de levensnoodzakelijke behoeften. De eerste industriële omwenteling gaat dus gepaard met een hoge graad aan **pauperisme**. Hierover schreef ik: 'First impact of the Industrial Revolution was a fabulous quickening of the production's pace. The rise of the factories with new machines working on coal was a direct consequence of industrialization. Lots of workers, discovering the new money economy with wage payouts, moved from rural countryside to the new industrial cities. Increased urbanization followed. Work conditions in the factories, however, were distasteful: child labour was commonplace, sometimes beginning at the age of four. Men and women were working from dawn to dusk despite a total lack of the most elementary safety precautions. Child mortality was close to 50 % in several industrial cities, life expectation hardly twenty years.'²³⁵ Abuses of every kind were general rule, since there

²³¹ Young, Arthur (1774), *Politische Arithmetik enthaltend Bemerkungen über den gegenwärtigen Zustand Grossbritanniens Und über die Grundsätze der Berwaltung dieses Staats in Absicht auf die Beförderung des Ackerbaues*. Königsberg: J.J. Kanter, 1777 [Duitse vertaling van *Political Arithmetic*].

²³² De plundering van Bengalen door de *East India Company* na de slag van Plassey was volgens Edmund Burke (1729-1797) inderdaad goed voor £ 40.000.000. Vermeld door Ernest Mandel (1962).

²³³ Aanvankelijk behield het nieuwe kapitalistisch systeem, zowel in de Verenigde Staten als in Oost-Europa duidelijk een reeks feodale trekken. Zo bestond daar een groep mensen die niet betaald werden voor hun arbeidskracht, namelijk slaven of liifigenen. Waar het subsysteem "Staat" niet ingreep konden slavernij en/of liifigenschap persisteren. In de States duurt dit tot na de Secessieoorlog (1861-1865). In tsaristisch Rusland, waar de liifigenschap nauwelijks van slavernij verschilde, wordt die feodale liifigenschap pas afgeschaft in 1861 onder tsaar Alexander II.

²³⁴ Doorn, J.A.A. van — (1969). "Pleidooi voor een marktsociologie". *Mens en Maatschappij*. 44. pp. 330-334 heeft al heel vroeg een poging gedaan om de marktsociologie van de popperiaan Hans Albert in de Lage Landen te verspreiden, maar eigenlijk is de belangstelling voor de marktsociologie pas sinds de laatste 25 jaar populair geworden. Over de evolutie van die marktsociologie leze men: Fligstein, Neil and Luke Dauter (2006). *The Sociology of Markets*. Berkeley, CA: Department of Sociology, University of California. Daarin maken de auteurs een onderscheid tussen de meer algemene economische sociologie als verdedigd door de Joods-Hongaarse econoom Karl Polanyi (1957) en de eigenlijke marktsociologie. Hierover schrijven ze (op p. 44): "Following Polanyi, economic sociology is the general study of the conditions of the production and reproduction of social life. Such a study would include studies of consumption, the family, and the links between states and households, schooling, and economic life more broadly (Smelser and Swedberg, 2005: 3). The sociology of markets refers more narrowly to the study of one kind of social exchange, that of markets and the structuring of that kind of social exchange, under the conditions we call capitalist."

²³⁵ Heilbroner, Robert L. (1980), *The making of economic society*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall Inc., 6th revised edition, pp. 73-93.

was no state intervention in the new industrial economy. The lack of intervention could be explained by the fact there was no democracy, only a political ruling class of wealthy citizens, defending exclusively the rights of the new capitalists. The Industrial Revolution was the start of two-class-society with entrepreneurs (capitalists, owners of private capital) and unskilled proletarians (owners of their own labour force). In this new society labour force became a commodity bought by the capitalist at the lowest price'."

"Zelfregulering heeft ervoor gezorgd dat bij afwezigheid van staatsinterventie de situatie bijna een volle eeuw kon persisteren. Wel ontstonden er toenemende spanningen op de arbeidsmarkt waardoor rellen en opstand zo frequent werden dat het systeem "staat" niet anders kon dan ingrijpen. Hierdoor ontstond op de arbeidsmarkt informatie die niet langer kon worden genegeerd. Engeland, waar de industriële revolutie het eerst begon, moest al kort na de eeuwwisseling ingrijpen. In 1807 verbiedt de Slavery Act iedere verdere handel in slaven. In 1833 volgt onder liberaal bewind de First Factory Act waarbij kinderarbeid beperkt moet worden tot acht uur per dag, en waarbij sociale inspecties in de fabrieken worden ingevoerd. Als toegift aan de rijken worden hetzelfde jaar de ... Poor Laws gestemd waarbij bedelaars kunnen worden verplicht tot dwangarbeid. Naarmate in het zicht van 1848 de sociale onrust in heel Europa begint toe te nemen proberen de Engelsen daar in 1847 op te anticiperen door de arbeiduur voor vrouwen te beperken tot tien uren. Het zal echter nog tot 1850 duren alvorens die wet van kracht wordt. Eerder al, in 1842, werd vrouwenarbeid in de mijnen verboden. Pas na de sociale revoltes van 1848 volgen de overige Europese staten met een erg summiere sociale wetgeving."

"Europa was in 1848 inderdaad het terrein van een vijftigtal revoltes. Paradoxaal genoeg waren het niet de industriearbeiders, maar wel de boeren en de handwerkers uit de steden die bij die opstanden het voortouw namen. Met de industrialisering kwam ook een ver doorgedreven enclosure movement op gang, waardoor het areaal van de gemeenschappelijke gronden bestemd voor landbouw systematisch afnam. Bovendien werden heel wat stoommachines niet met steenkool maar met brandhout verhit zodat een groot deel van de bossen eigendom werd van industriëlen, tot wanhoop van de boeren. Handwerkers en ambachtelijke gilden, die niet langer konden concurreren tegen de industrie, waren net zo misnoegd en hoopten via een reeks opstanden het herstel van de pre-industriële samenleving te kunnen afdwingen. Snel vervoegden tal van industriearbeiders de opstanden. In 1845 had een aardappelziekte voor grote misoogsten in Europa gezorgd, waardoor het basisvoedsel van de arbeiders onbetaalbaar werd en in sommige streken, bijvoorbeeld in Ierland, heuse hongersnood ontstond. Voeg daaraan de economische crisis die in 1846 op gang kwam, waarbij de werkloosheid in de industrie scherp toenam, en men ziet in dat alle voorwaarden voor massale opstanden waren vervuld. Die revoltes hadden tevens een reeks politieke achtergronden maar finaal kwamen ze erop neer dat de bevolking meer sociale en politieke rechten wou. Hierdoor werd het voor de meeste regeringen in Europa – maar niet in Duitsland of Italië, die nog steeds de eenmaking niet hadden bereikt – onmogelijk om het laissez-faire nog langer te handhaven. Het was het begin van de eerste vormen van staatsinterventionisme waardoor de systemen productie, warenmarkt en arbeidsmarkt zich zullen moeten aanpassen aan die nieuwe informatie uit de complexe leefwereld. Twee belangrijke gevolgen daarvan – een Tweede Industriële Omwenteling en een ver doorgevoerd imperialisme – worden in de volgende paragraaf uitgelegd."

3. Eerste langdurige boom: Tweede Industriële Revolutie (1860-1873)

Van zodra het subsysteem politiek via sociale wetgeving ingrijpt, reduceert het productiesysteem deze informatie uit de buitenwereld en weerhoudt het wat zinvol is, bijvoorbeeld dat vrouwen niet langer dan tien uur per dag mogen tewerkgesteld worden, of dat kinderen maximaal acht uur per dag mogen werken. Concreet betekent dit dat, zonder significante wijziging in het productieproces, staatsinterventie voor gevolg heeft dat de geproduceerde hoeveelheid x van een waar zal verminderen. Die hoeveelheid is immers een functie van de input van efficiënt aangewende menselijke energie en van de input van efficiënt aangewende gekapitaliseerde energie (hier de som van dierlijke, natuurlijke en machinale energie). Die relatie kunnen we beknopt schrijven als $X = f(eH, eC)$. De staatsinterventie zorgt ervoor dat – ceteris paribus – de input van eH zal dalen als de arbeidstijd per dag van vrouwen en kinderen wordt ingekort, zodat ook de geproduceerde hoeveelheid X zal dalen. Om daaraan het hoofd te bieden zullen de verschillende productiesystemen proberen (a) efficiënter met alle beschikbare energie om te springen door de productiemiddelen te verbeteren en (b) zullen de productiesystemen bepaalde energievormen door nieuwe energievormen vervangen.

(a) Herziening van productiemiddelen

*Om efficiënter met ingezette energie om te springen moeten de productiemethodes worden verfijnd. Er ontstaat een grote nood aan meer productieve werktuigen. Daarbij maakt het een wezenlijk verschil uit wie deze werktuigen bedient, of het om goed geschoolde of om ongeschoolde arbeidskracht gaat. Productiesystemen moeten met deze informatie wel degelijk rekening houden. Waar de beschikbare arbeidskracht hoofdzakelijk ongeschoold is dringt een standaardisering van het productieproces zich op, maar waar er voldoende goed geschoolde arbeidskracht voorradig is, is er geen nood aan een gestandaardiseerd productieproces. **Standaardisering** vereist veel grotere productie-eenheden, dus een grote accumulatie van kapitaal. Waar standaardisering niet vereist is kan men blijven werken met*

veel kleinere productie-eenheden en is er minder nood aan massale injectie van kapitaal. Hier zal een Tweede Industriële Revolutie grotendeels achterwege blijven, terwijl gestandaardiseerde productiesystemen nood hebben aan een Tweede Industriële Revolutie.

Bij dit alles valt op dat het Amerikaanse productiesysteem grondig verschilt van bijvoorbeeld het Engelse of het Belgische. In de Amerikaanse industrie liggen de lonen veel hoger dan in de Europese industrie, zodat Amerika een trekpleister wordt voor immigranten. Tussen 1865 en 1913 vestigen zich niet minder dan 35 miljoen hoofdzakelijk Europese immigranten in het beloofde land. Dit impliceert een aanzienlijke verruiming van de markt voor consumptiegoederen. Het grootste deel van die immigranten is evenwel ongeschoold zodat het productiesysteem er in hoge mate zal worden gestandaardiseerd. Daarbij wil men vooral de arbeidsproductiviteit gevoelig verhogen: als Amerikaanse bedrijven twee keer zoveel loon uitbetalen dan Europese, dan verwachten zij ook dat de productiviteit van hun arbeiders dubbel zo hoog is als in Europa.²³⁶ In Engeland of België, waar de lonen inmiddels wel zijn gestegen, maar laag blijven, is er na de eerste industriële omwenteling voldoende geschoolde arbeidskracht op de markt, zodat er geen nood is aan standaardisering. Terwijl in Amerika werk aan de lopende band in grote concerns algemene regel wordt, blijft de Engelse of Belgische productie beperkt tot kleine en middelgrote ondernemingen waar werken aan de lopende band veel minder voorkomt. In Amerika komt dus een Tweede Industriële Omwenteling, met grote schaalverruiming van de bedrijven tot stand, terwijl die in Engeland en België grotendeels uitblijft. Een ander gevolg daarvan is dat de Amerikaanse warenmarkt overspoeld zal worden met gestandaardiseerde consumptiegoederen, terwijl de Engelse en Belgische warenmarkt wordt overspoeld met de meest uiteenlopende consumptiegoederen.²³⁷

Bovendien kwam de eerste industriële omwenteling in de States later op gang dan bijvoorbeeld in Engeland of België. Bij het aanleggen van spoorwegen konden de Amerikanen gebruik maken van staal dat gezuiverd was volgens het Bessemer procédé. In 1870 bedroeg de productie daarvan nog maar 30,500 ton. In 1880 was dit reeds 850,000 ton en in 1890 1.9 miljoen ton. In 1880 waren er in Amerika evenveel ijzeren rails als stalen rails. In 1890 waren er nog amper 1 % ijzeren rails en 99 % stalen rails. Al in 1874 werd de eerste stalen brug over de Mississippi in St-Louis gebouwd (Ernest Mandel, 1962).²³⁸ Waar de Engelsen bleven verder werken met hun ijzeren rails en met hun stenen of houten spoorwegbruggen, konden zij slechts een beperkt tonnage daarover vervoeren, terwijl de Amerikanen veel zwaardere goederentreinen over hun stalen rails en stalen bruggen konden laten rijden.²³⁹

Om soortgelijke redenen ontwikkelde de industrie in Duitsland en in Italië, beiden zeer laat eengemaakt, zich veel sneller dan de Britse. Vooral Duitsland bouwde na de eenmaking in 1871 tegen hoog tempo een heel nieuwe infrastructuur op en was in Europa de eerste om nieuwe energiebronnen, als de op benzine draaiende verbrandingsmotor, de op gas draaiende turbine en de op elektriciteit draaiende elektromotor te introduceren. Zo was Duitsland het eerste Europese land om in 1889 de elektrische tram te introduceren, terwijl de Britten, die hun welvaart hadden opgebouwd op steenkool en stoommachines, bleven aanmodderen met de stoomtram. En het mocht dan wel een Belg zijn die in 1860 de eerste verbrandingsmotor had uitgevonden, het waren de Duitsers die hem als eerste gebruikten in hun drukkerijen en textielfabrieken, waar de veel te zware stoommachine onbruikbaar was.

De nieuwe industrielanden (zoals de Verenigde Staten, Duitsland, Italië, Zweden, Rusland en Japan) hadden daarbij het voordeel dat de arbeidersklasse er nauwelijks georganiseerd was, terwijl dit in de

²³⁶ Caron, François (1978), "La croissance économique", in: Léon, Pierre (ed.) (1978), *Histoire économique et sociale du monde. La domination du capitalisme 1840-1914*, Paris: Armand Colin, Vol. IV, pp. 69-134, schrijft op p. 84: "La technique américaine s'est différenciée de la technique anglaise en raison de données qui tiennent en partie à l'offre des facteurs de production. Selon ce point de vue, les salaires américains plus élevés ont entraîné la recherche d'inventions susceptibles d'économiser le travail en développant le capital fixe. La technique américaine serait plus capitaliste. Ce serait l'une des raisons qui expliquent l'élaboration d'un mode de production caractérisé par l'importance et la qualité des machines outils, l'importance des métiers automatiques et les pièces interchangeables."

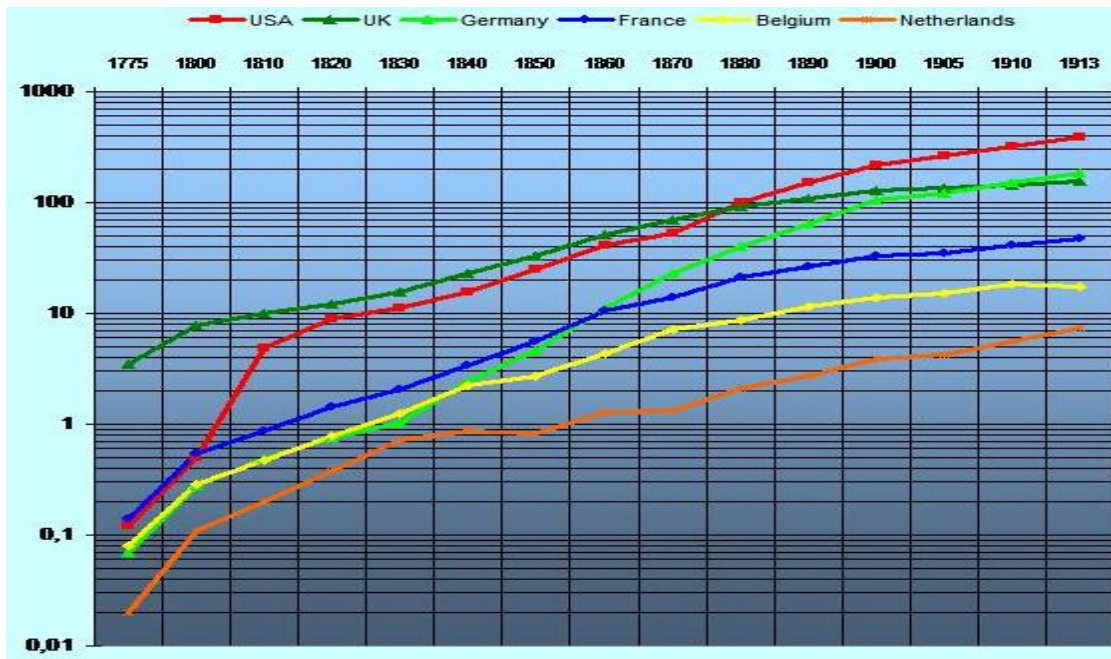
²³⁷ Caron, François (1978), *art.cit.*, p. 87: "Les instincts français rendent les mains et les yeux capables de faire de subtiles distinctions et des variations incessantes dans la forme et la couleur: et ainsi de satisfaire la fantaisie et le goût artistique, mais seulement à des prix qui sont généralement trop élevés pour atteindre la masse de la population. Les méthodes américaines tendent à la production d'installations et de produits pour la consommation immédiate dans une presque infinie variété de formes standardisées. La différence entre le système de production américain et le système européen tient autant à cette opposition entre les schémas et les habitudes de consommation."

²³⁸ Mandel, Ernest (1962), *Marxist economic theory*, London: The Merlin Press, 1974, 3rd edition.

²³⁹ Caron, François (1978), *art.cit.*, p. 86: "Les pays qui s'étaient industrialisés les premiers, comme la Grande-Bretagne, la France et la Belgique, éprouvaient à la fin du XIXe siècle quelques difficultés à s'adapter aux nouvelles techniques. D'une part l'infrastructure y avait été construite suivant des normes qui rendaient impossible l'adoption de certains procédés nouveaux: les ponts de chemin de fer anglais ne pouvaient supporter des trains trop lourds. D'autre part (...) l'organisation du travail au sein de l'entreprise était fondée sur une qualification que les professionnels cherchaient à maintenir, puisque d'elle dépendait leur statut social. Enfin, les techniques condamnées par l'apparition des nouveaux procédés pouvaient offrir une double résistance. Il était nécessaire, puisqu'elles existaient, de poursuivre leur exploitation afin de leur assurer la plus forte rentabilité possible: c'est ainsi que l'existence de réseaux de distribution de gaz retarda l'adoption de l'éclairage électrique. De plus et surtout, le degré d'évolution et de raffinement des techniques en place pouvait avoir été poussé si loin que l'intérêt de la recherche et de l'adoption de nouveaux procédés n'y était pas perfectionnée que l'intérêt de la turbine à vapeur et du moteur diesel ne furent pas immédiatement perçus. De même, les chimistes anglais s'efforcèrent de maintenir le procédé 'Leblanc', alors que le procédé Solvay avait déjà partout triomphé dans les années 1890-1900."

eerste industrielanden niet het geval was. Het staatsinterventionisme was er gering of onbestaande, zodat zij nog volop in het laissez-faire zaten, terwijl dit in de oude industrielanden als Groot-Brittannië, Frankrijk en België, veel minder het geval was. Dit zorgt voor een grondige ommekeer in de economische sterkte van natiestaten. Het aandeel in de industriële wereldproductie van de oudste industrielanden nam voortdurend af, terwijl dat van de nieuwe industrielanden bleef stijgen. Dit wordt duidelijk weergegeven in **figuur 23** (met logaritmische schaalverdeling!) waar men ziet dat de Verenigde Staten rond 1880 Groot-Brittannië voorbijsteken qua energieverbruik. Op dezelfde manier steekt het toen nog politiek hopeloos verdeelde Duitsland rond 1840 België voorbij, rond 1860 Frankrijk voorbij en kort na de eeuwwisseling ook Groot-Brittannië om de economische leider in Europa te worden. Hoe snel de Verenigde Staten en Duitsland de anderen ter plaatse laten blijkt ook duidelijk uit de grafiek.

Figuur 23: Logaritmische voorstelling van het energieverbruik (1775-1913)



In 1860 verbruikte de Britse economie 51.9 miljoen ton petroleumequivalent energie tegen 41.1 miljoen ton voor de Verenigde Staten en 11.1 miljoen ton voor Duitsland. In 1880 is het Britse verbruik 91.9 miljoen ton tegen 98.8 miljoen ton voor de Verenigde Staten en 40.1 miljoen ton voor Duitsland. In 1913 bedraagt het energieverbruik in de Verenigde Staten al meer dan het dubbele van dit in Groot-Brittannië (394 miljoen ton versus 154 miljoen ton) en heeft Duitsland inmiddels de Britten ingehaald en ter plaatse gelaten met een verbruik van 184 miljoen ton. [Cijfers voor het energieverbruik gebaseerd op de historische reeksen van het productie-indexcijfer als gepubliceerd door Brian R. Mitchell (1971).]

Dit alles leidde ertoe dat het reëel nationaal inkomen per hoofd veel sneller steeg in nieuwe industrielanden als de Verenigde Staten, Duitsland en Zweden, dan in de oudste industrielanden als Groot-Brittannië en Frankrijk. In Amerika verdrievoudigde het reëel inkomen per hoofd tussen 1860 en 1913, terwijl het in Groot-Brittannië en Frankrijk verdubbelde. Overal waar de Tweede Industriële Omwenteling doorbrak – dus ook in Groot-Brittannië, België en Frankrijk die de aansluiting gedeeltelijk misten – was de eerste periode, van 1860 tot 1873 één van continue economische vooruitgang, de eerste ononderbroken boom van groei, waarvan uiteindelijk enkel de bezitters van kapitaal en het geschoolde deel van de arbeidersklasse profiteerde. De berekeningen zijn gebaseerd op de cijferreeksen die B.R. Mitchell (1971, IV(2): pp. 738-820) publiceerde in *The Fontana Economic History of Europe* onder leiding van Carlo M. Cipolla. Uiteraard hebben de cijfers slechts een benaderende waarde.

Eén van de voornaamste verbeteringen binnen de bestaande productiesystemen was de introductie in de staalnijverheid in 1855 van het Bessemer procédé, in 1865 van de Martin-Siemens oven, en in 1878 van het Thomas-Gilchrist procédé, waardoor verharding van staal mogelijk werd. Staal wordt trouwens het basis materiaal binnen de industriële samenleving. In de meeste nieuwe industrielanden werden de ijzeren rails, die de spoorwegmaatschappijen gebruikten, vervangen door stalen rails, en werden stalen spoorwegbruggen gebouwd, waardoor het vrachtvervoer in volume sterk kon aanzwellen.

Binnen de chemische nijverheid zorgde een verbetering van de elektrolyse ervoor dat vanaf 1840 galvaniseren van roestvrij ijzer op ruime schaal mogelijk werd. Vanaf 1880 verliep de winning van aluminium uit bauxiet, via de Sainte-Claire Deville methode, sneller en dit dankzij een verbetering van de methodes van Héroult (Frankrijk) en Hall (Verenigde Staten). Een andere verbetering was rond 1860 de methode van Solvay bij de winning van soda, waardoor de methode van Leblanc, daterend van 1794,

vrijwel overal verlaten werd (tenzij in Groot-Brittannië). Een neveneffect daarvan was dat de productie van zwavelzuur nu kon worden vereenvoudigd en versneld.

(b) Vernieuwing van productiemiddelen

Productiesystemen moeten niet enkel productiemethodes verbeteren, waardoor eenzelfde productie met inzet van minder menselijke energie kan worden bereikt, ze hebben er ook baat bij zinvolle informatie over alternatieve energiebronnen te vergaren. Na de eerste industriële omwenteling haalden productiesystemen uit verschillende landen het grootste deel van hun gekapitaliseerde energie, symbool *eC*, uit steenkool waaruit met behulp de stoommachine machinale energie kon worden ingezet. Steenkool is echter niet de enige bron van machinale energie. **Substitutie van steenkool** door een andere energiebron zal echter andere machines vereisen. Of een productiesysteem al of niet zal overgaan tot de substitutie van steenkool door een andere energiedrager zal afhangen van die informatie uit de leefwereld met betrekking tot nieuwe machines die als zinvol wordt weerhouden. Daarbij kan een productiesysteem A die informatie als niet-zinvol verwerpen indien de nieuwe machine niet realistisch lijkt, terwijl een productiesysteem B die informatie wel als zinvol zal weerhouden als de nieuwe machine een concrete mogelijkheid lijkt. In geval A zal er niet tot substitutie van steenkool door een nieuwe energiebron worden overgegaan, terwijl in geval B de substitutie wel zal worden uitgetoetst.

Dit soort situatie deed zich voor vanaf 1860-1870 binnen de kapitalistische productiesystemen uit verschillende landen. Binnen de complexe leefwereld bestond er informatie dat de Belg Étienne Lenoir in 1860 een patent had genomen op een nieuw uitgevonden verbrandingsmotor die werkte op een mengsel van steenkoolgas en lucht. In het Engelse productiesysteem werd daar veel minder aandacht aan besteed dan in het Duitse. Voor het Engelse productiesysteem was de stoommachine doodgewoon onvervangbaar, terwijl in Duitsland (nog niet eengemaakt aangezien de eenmaking pas in 1871 zou worden gerealiseerd) volop werd geëxperimenteerd met een door **petroleum** aangedreven verbrandingsmotor. De Britten haalden de schouders op voor de verbrandingsmotor. Die van Lenoir, gemonteerd op een stalen onderstel, legde amper 10 kilometer in meer dan twee uur af, terwijl stoomtreinen al 100 km/h haalden. Zo'n informatie was voor het Engelse productiesysteem oninteressant. Het Duitse productiesysteem ging door met het assimileren van allerlei informatie over verbrandingsmotoren, onder meer over de benzinemotor gebouwd door de Oostenrijker Siegfried Marcus in 1864. Waar het Engelse productiesysteem zeer afwijzend stond tegen petroleum, en het enkel gebruikte voor verlichting en ... haarverzorging, maakten het Duitse en het Amerikaanse productiesysteem gebruik van petroleum als een alternatieve energiebron voor verwarming. In beide systemen was de benzinemotor een waardig vervangmiddel voor de stoommachine. Het zal dan ook weinig verwondering baren dat de Duitsers er in een kwart eeuw tijd in slaagden de benzinemotor rendabel te maken, terwijl de Engelsen zich conservatief bleven vastklampen aan hun steenkool en hun stoommachine. Niklas Otto ontwierp de viertaktmotor (1876), Karl Benz (1885) de eerste auto en Gottlieb Daimler ontwierp de eerste dieselmotor (1890). Het Amerikaanse productiesysteem neemt meteen het Duitse voorbeeld over. Al in 1893 komt de eerste Amerikaanse auto met verbrandingsmotor, ontworpen door de gebroeders Charles en Frank Duryea, op de markt. Nog hetzelfde jaar volgt de eerste experimentele auto van Henry Ford.

Een andere nieuwe energiebron was **elektriciteit**. Aanvankelijk was de voornaamste toepassing de verlichting, waarbij elektrisch licht snel de gasverlichting en de petroleumverlichting verving. Een grote doorbraak in het gebruik van elektriciteit was de uitvinding van de turbine die vanaf 1840 (zie verder) al op grote schaal werd gebruikt door het Amerikaanse en het Duitse productiesysteem. Weer moest het Britse productiesysteem passen omdat het inmiddels een compleet netwerk voor gasverlichting had uitgebouwd. Naarmate meer betrouwbare alternatoren, later generatoren, beschikbaar werden, konden complete elektriciteitscentrales worden uitgebouwd, waarbij transport van elektriciteit over grote afstanden mogelijk werd. Voor de aandrijving van generatoren werd vaak hydraulische energie gebruikt, terwijl vooral de Britten het hielden bij hun geliefkoosde stoommachine. In feite kwam dit neer op een serieuze verspilling. Zo verbruikte het Edison station van Chicago in 1900 nog 6.90 pond steenkool per kilowattuur, terwijl dat verbruik in 1913 dankzij gebruik van een stoomturbine daalde tot 2.87 pond per kilowattuur (Caron, 1978, V: 99). De voornaamste andere toepassingen van elektriciteit situeerden zich vooral in de chemische nijverheid. Koploper is hier Duitsland dat vooral innoverende toepassingen vindt van de organische scheikunde. Dit leidt vanaf 1862 tot het massale gebruik van kunststoffen, ook tot het gebruik van celluloid (eerst nog voor een vals gebit, later in de nieuw ontdekte fotografie). Justus von Liebig verzet de bakens als hij teer uit steenkool weet te destilleren. Vanaf 1860 is de Duitse industrie ook koploper inzake synthetische kleurstoffen, inzake farmaceutische producten (Bayer Concern, met grote afzet in de Verenigde Staten), inzake kunstmest, etc. Tegen het einde van de 19de eeuw verschijnen vooral in de Verenigde Staten en Duitsland de eerste elektrische trams en de eerste elektrische locomotieven. Ook hier hinken de Engelsen, die blijven zweren bij hun stoomtram en stoomlocomotief, achterop op de industriële koplopers.

Steenkool kon als energiebron ook worden vervangen door **gas**, bijvoorbeeld in de gasturbine motor of door water in de hydraulische turbine. Daarnaast bestaat ook nog de stoomturbine waar steenkool één van de middelen is om stoom op te wekken. Ook kunnen de verhitte uitlaatgassen van een turbine

worden gerecupereerd en in een stoomturbine worden gebruikt. De hydraulische turbine, die gebruikt kan worden in waterkrachtcentrales of in elektrische centrales, werd reeds in 1820 als inwaarts stromende turbine ontdekt door de Fransman Jean-Victor Poncelet, en in 1826 als uitwaarts stromende variant door zijn landgenoot Benoit Fourneyron, maar het duurt nog tot 1848 alvorens de naar Amerika uitgeweken Brit James Francis de uitvinding op punt heeft gesteld. De turbine van Fourneyron had het voordeel dat hij werkte met een normaal waterrad dat, net als op sommige windmolens in het zuiden van Frankrijk, horizontaal kon worden geplaatst. Vooral het Amerikaanse productiesysteem maakte er vanaf 1840 uitvoerig gebruik van, terwijl het Britse productiesysteem ervan af zag. De moderne gasturbine was een vondst van Franz Stolze in 1872. Het zal echter nog duren tot 1897 alvorens Sir Charles Parsons, een variant daarvan, een stoomturbine, zal gebruiken als aandrijving van een schip. Hier wordt de nieuwe machine overgenomen door het Amerikaanse en Duitse productiesysteem, maar weer niet door het Britse.

Opgemerkt zij nog dat het agrarische Nederland zich veel later dan België is beginnen industrialiseren. Nederland, dat sedert het vroeghandelskapitalisme via de V.O.C. een belangrijke rol had gespeeld in de wereldhandel en in de scheepvaart, bleef zich conservatief vastklampen aan die handel en die scheepvaart, zodat het de Eerste Industriële Omwenteling compleet misliep en eigenlijk pas tegen het einde van de Tweede Industriële Omwenteling aan industrialisatie begon te doen. Over dat missen van de Eerste Industriële Omwenteling schrijven de Belgische historici Jan Dhondt, Jan en Marinette Bruwier: "While the provinces making up present-day Belgium had been devoted to industry (...), the provinces of the present-day Netherlands had been traditionally given over to shipping and commerce. Thus, in 1803, it was calculated that Dutch manufacturing industries paid out no more than a million florins in wages each year. During the same period, the number of firms that really merited the title of 'industrial' was limited to a rifle factory with 140 workers at Culemborg (...); Voombergh's cloth business in Amsterdam (250 workers in 1805); a glass works at Leerdam with some 50 workers; and fourteen sugar-beet refineries (...). And that was all. (...) Another indication of the extraordinary weakness of Dutch industry was the very belated and limited adoption of steam power: while the South (i.e. Belgium) installed a host of Newcomen and Watt engines in the early eighteenth century, the North contented itself with a small number of steam pumps (used in the polders from 1787), and the first steam engine to be used in industry was that installed in the Boon flour mill (Amsterdam) in 1797. A second was installed soon afterwards at Brill – but that was all."²⁴⁰

Pas laat – de Eerste Industriële Omwenteling was dan al een kwarteeuw oud – werd de Amsterdamse Stoombootmaatschappij (1825) opgericht. In 1827 werd die omgevormd tot de Koninklijke Fabriek van Stoomwerktuigen die in 1848 reeds 800 mensen tewerkstelde. Eigenlijk kreeg de Nederlandse industrie pas een echte boost na de Belgische onafhankelijkheid. Een aantal opportunistische orangisten besloot toen hun Belgische vestigingen over te brengen naar Nederland, uit vrees dat ze hun markt in Nederlands India zouden kwijtspeelen. In 1837 waren er nog steeds amper 72 stoommachines (met een totaal van 1,120 pk) in Nederland aanwezig tegen 1,049 in België met een totaal van 25,312 pk (Dhondt en Bruwier, 1970, IV(1): pp. 359-60). Met mechanisering werd in Nederland pas rond 1860 gestart, tijdens de Tweede Industriële Omwenteling. Het aantal metaalsmelterijen steeg van zes in 1830 tot vijftig in 1871. Erg laat tijdens die Tweede Industriële Omwenteling pikken een paar Nederlandse ondernemers in en oriënteren ze zich op de nieuwe energievormen. Zo start Anton Philips in 1891 zijn gloeilampenfabriek. Hij vestigt die in Eindhoven omdat daar genoeg spotgoedkope kinderarbeid te koop is. Al heel snel heeft hij in Europa een quasi-monopolie van kooldraadlampen. Maar omdat Nederland een compleet gasnetwerk voor zijn verlichting heeft en omdat elektriciteit veel duurder is dan gas blijven de verlichte peertjes in de ogen van de nuchtere Nederlander een modegril die enkel bestemd is voor de rijken. Daarom richt Philips zich al heel vroeg op de Amerikaanse markt. Tegen 1914 heeft hij ook vestigingen in de Verenigde Staten en in Frankrijk. Nog tijdens de Tweede Industriële Omwenteling richtten drie Nederlanders de N.V. Koninklijke Nederlandse Petroleummaatschappij op die zich concentreerde op de lonende oliehandel in de wereld. In 1907 ging de nieuwe vennootschap nauw samenwerken met het Britse bedrijf Shell Transport and Trading Company Ltd., opgericht in 1830, en gedurende vijf decennia gespecialiseerd in de verkoop van Japanse sierschelpen. Dat bedrijf ging op het eind van de jaren 1880 in de olie. De N.V. Koninklijke kocht zich in 1907 voor 60 % in, in Shell. Voor verkoop van benzine was er in Nederland geen plaats omdat Nederlanders doodgewoon geen auto's kochten. Daarom richtte Royal Dutch Shell zich op de Amerikaanse markt waar in 1915 een compleet netwerk van tankstations werd uitgebouwd.

De langdurige boom van 1860-1873 was er één van grote uitvindingen, van investeringen in technologisch onderzoek, en – geheel in de geest van het toenmalige **positivisme** – één van grote **euforie**. Het geloof dat de wetenschap alle problemen zou oplossen, dat enkel de sky de limiet was, gaf aanleiding tot prestigieuze bouwwerken waarvoor aannemers en onderaannemers grote kapitalen moesten lenen. Die kapitalen vonden ze vrijwel probleemloos bij de banken omdat de burgerij, gedreven door onmogelijk hoge winstverwachtingen, via de financiële wereld volop speculeerde ter beurse. De grote afkoeling kwam er in 1873 toen een beurskrach in Wenen, waar de Wereldtentoonstelling

²⁴⁰ Dhondt, Jan and Marinette Bruwier (1970), "The industrial revolution in the Low Countries 1700-1914", in: Carlo M. Cipolla (ed.) (1973), *The Fontana Economic History of Europe*, Glasgow: William Collins Sons & Co Ltd, Fontana Books, vol. IV(1), 1980, 6th edition, pp. 329-366.

plaatsgreep, in minder dan geen tijd oversloeg naar Parijs en Wall Street. Plots regende het faillissementen en gingen allerlei banken, spoorwegmaatschappijen en bouwondernemingen over de kop. In de Verenigde Staten hield de recessie, maand na maand, 65 volle maanden aan.

(c) Wijzigingen op de arbeidsmarkt

Omdat de verschillende productiesystemen significant andere informatie uit de steeds complexer wordende leefwereld reduceren zetten ze in het productieproces ook verschillende combinaties van gekapitaliseerde energie in. Tegen het einde van de 19de eeuw draait de Duitse economie zowel op steenkool, petroleum, elektriciteit en gas, terwijl de Britse nog hoofdzakelijk op steenkool draait, de Amerikaanse hoofdzakelijk op petroleum en elektriciteit. Dat impliceert dat de kostenstructuur grondig kan verschillen van productiesysteem tot productiesysteem, en vooral, dat de arbeidsproductiviteit – gemeten als de geproduceerde ruilwaarde per werker – even grondig kan verschillen. Dat heeft dan weer gevolgen voor de loonhoogte. Als op een arbeidsmarkt A de productiviteit drie keer zo hoog is dan op een arbeidsmarkt B, is er meer speelruimte voor een hogere verloning in A dan in B. Veel hangt af van de positie van de werknemer op de arbeidsmarkt. Goed geschoolde arbeidskracht is nu eenmaal veel meer waard dan ongeschoolde arbeidskracht. De klassenmaatschappij die met de Eerste Industriële Omwenteling is ontstaan, zorgt dat ervoor dat de arbeidersklasse haar homogeniteit moet verliezen, en dat er op zijn minst een middenklasse zal ontstaan die – geheel anders dan wat Marx (1848) dacht – een kwart eeuw later veel meer te verliezen heeft dan haar ketenen.

Naarmate een groter deel van die versplinterde arbeidersklasse zich gaat organiseren zal ze van de eigenaars van productiemiddelen eisen dat meer dan de louter levensnoodzakelijke behoeften kunnen worden gelenigd. Met de toenemende socialisering van de arbeid (meer arbeiders in grotere ondernemingen) zal de ruilwaarde van de arbeidskracht dus stijgen. Aangezien die ruilwaarde op de arbeidsmarkt wordt getransformeerd in een lonen, zullen de lonen dus stijgen. In grote lijnen kan men stellen dat binnen de geïndustrialiseerde samenleving de lonen vanaf 1860 tegen versneld tempo tot 1873 gaan stijgen, alvast boven het levensminimum. Naarmate het staatsinterventionisme – in Europa onvermijdbaar na de revoltes van 1848 – de arbeidersklasse noodgedwongen meer sociale zekerheid moet bieden (sociale dwang), en naarmate de macht van de arbeidersorganisaties (vakbonden) toeneemt, zullen de arbeidsmarkten die informatie niet langer kunnen negeren. Dit zal ertoe leiden dat tegen het einde van de 19de eeuw veel vrouwen en kinderen de arbeidsmarkt kunnen verlaten, des te meer naarmate, na het verdwijnen van de eerste structurele crisis de lonen verder uitstijgen boven het levensminimum. Dat is bijvoorbeeld algemene regel binnen de (bedienden)gezinnen van de middenklasse.

Met uitzondering van de Verenigde Staten en Japan,²⁴¹ waar het laissez-faire tot het uitbreken van de Grote Oorlog gehandhaafd blijft, komt in de industriële samenleving tegen het einde van de 19de eeuw een complete sociale wetgeving op gang. Zo wordt de lengte van de werkdag aan banden gelegd. In Frankrijk wordt die in twee stappen (1886 en 1900) beperkt tot 12 uur. Een eerdere wet van 1841 verbood kinderarbeid onder de 8 jaar, die van 1874 onder 12 jaar. In Pruisen is kinderarbeid onder de 12 jaar vanaf 1869 verboden en moet ze beperkt blijven tot niet meer dan 6 uur voor kinderen tussen 12 en 14. In België bepaalt een wet van 1876 dat jongens onder de 12 jaar niet in de mijnen mogen werken (14 jaar voor meisjes) en dat de werkdag voor vrouwen niet meer dan 11 uur mag bedragen. Uiteindelijk zal Duitsland, ten tijde van Bismarck, het eerste land ter wereld zijn dat een wetgeving inzake sociale zekerheid uitbouwt. In 1883 wordt er gestart met de verplichte ziekteverzekering die voor tweederden moet worden betaald door de werknemer, voor een derde door de werkgever. Omdat de arbeidsongevallen, ondanks de verkorting van de werkdag hoog blijven,²⁴² wordt in 1884 gestart met een verplichte verzekering tegen arbeidsongevallen. En in 1889 wordt er voorzien in een ouderdomspensioen vanaf 70 jaar. Andere landen als België (1903 en 1914), Groot-Brittannië (1908), Frankrijk (1908), Spanje (1908) en zelfs Japan (1911) zullen sociale voorzieningen als naar Duits model overnemen met minimaal de wetgeving inzake arbeidsongevallen. In de Verenigde Staten daarentegen is er tot 1912, met uitzondering van de staten Massachusetts (waar de werkdag voor vrouwen beperkt wordt) en New York (waar in 1881 wordt beslist dat vrouwen die zwaar werk doen recht hebben op een stoel), geen enkele vorm van sociale wetgeving, tenzij dan voor federale staatsambtenaren voor wie de werkdag (op papier) beperkt is tot 8 uren. In 1912 wordt op federaal niveau een wet op het minimumloon gestemd.

²⁴¹ In Japan komt de industriële omwenteling niet eerder dan ten tijde van de Meiji-dynastie (1867-1912). Pas in 1871 wordt de feodaliteit afgeschaft, wordt het reisverbod opgeheven, wordt een onderwijsplicht ingesteld, krijgen Japanse intellectuelen de kans om in Europa ingenieurswetenschappen te studeren en worden Europese ingenieurs in Japan aangetrokken. Het leger wordt compleet gereformeerd naar Pruisisch en Frans model. In de Chinees-Japanse oorlog (1894-1895) weet Japan Formosa te veroveren op China in ruil voor de erkenning van Korea dat in 1897 een koninkrijk onder Russische bescherming wordt.

²⁴² Lequin, Yves (1978), *“Les débats et les tensions de la société industrielle”*, in : Léon, Pierre (ed.) (1978), *Histoire économique et sociale du monde. La domination du capitalisme 1840-1914*. Parijs: Armand Colin, Vol. IV, pp. 355-398.

De toenemende druk om de arbeidsproductiviteit op te trekken leidt in Duitsland tot een toename van het aantal arbeidsongevallen van 2 per duizend (en 24 gewonden pro mille) in 1886 tot 7 per 1000 in 1900 (en 37 gewonden pro mille). Yves Lequin (1978, IV: 383).

Wel neemt het pauperisme van de arbeidersklasse in het grootste deel van de industriële samenleving na 1860 af. De Franse historicus Yves Lequin (1978, IV: p. 381) loopt wel erg hard van stapel als hij schrijft dat tegen 1890 "la rationalisation du travail et de la production en série permet de reléguer la paupérisation au magasin des accessoires." De Belle Époque moge dan wel zijn intrede hebben gedaan, voor het grootste deel van de arbeidersklasse blijven de levensomstandigheden nog steeds erg lastig.

(d) Wijzigingen op de warenmarkt

Waar de Tweede Industriële Omwenteling gepaard ging met massale investeringen in nieuwe productietechnieken en/of geautomatiseerde productieketens, ontstonden grote ondernemingen die veel productiever waren dan hun concurrenten. De ruilwaarde van hun producten was lager dan die van die concurrenten, maar op de warenmarkt kunnen zij als ze dat willen hun producten tegen dezelfde prijs als die van hun concurrenten verkopen waardoor ze extra winst kunnen maken. Ook kunnen zij hun waren tegen een iets lagere prijs verkopen, waardoor ze hun concurrenten kunnen dwingen te volgen, zelfs om zonder winst of met verlies te verkopen. Dit is het begin van het **stelsel van ongelijke ruil**. In productiesystemen waar de Tweede Industriële Omwenteling gevolgd werd door een derde concentratiegolf van het kapitaal traden de eerste vormen van ongelijke ruil reeds op tijdens het laatste kwart van de 19de eeuw. Dat is vooral het geval in de Verenigde Staten en in Duitsland.

Conform met mijn **energiewaardetheorie** impliceert ongelijke ruil dat productiesystemen plots veel grotere winsten kunnen maken dan ten tijde van de volkomen concurrentie. Tot vóór de Industriële Omwenteling kon enkel meerwaarde worden geproduceerd door de inzet van meer machinale energie die de arbeidsproductiviteit een boost gaf. Hierdoor zakte de waarde van de geproduceerde waren, maar konden die in waarde gedaalde waren wel worden getransformeerd tot de marktprijs waarop geen van alle volkomen concurrenten invloed had (ze zijn immers hoeveelhedaanpassers, geen prijszetters). Die volkomen concurrentie kon onmogelijk lang blijven bestaan omdat vooral de Tweede Industriële Omwenteling bij ongelijke ruil grote overwinsten mogelijk had gemaakt. Steeds meer bedrijven gingen die overwinst gebruiken om minder productieve concurrenten uit te schakelen. Hierdoor evolueerde de warenmarkt, tenzij voor agrarische producten, van **volkomen concurrentie** naar **oligopolistische concurrentie**, nog later tot **monopolistische concurrentie**, waarbij waren steeds verder boven hun objectieve ruilwaarde konden worden verkocht. Grote ondernemers werden plots prijszetters, en hoe groter het verschil tussen de gezette prijs en de objectieve ruilwaarde van een waar, hoe groter de geproduceerde **meerwaarde** werd. Op de warenmarkt kon die meerwaarde worden getransformeerd in winst (op voorwaarde dat grote ondernemingen er de geproduceerde waren ook verkocht kregen.) Een rechtstreeks gevolg is dat dit soort ondernemingen (aanvankelijk nog oligopolies genoemd) veel meer kapitaal kunnen accumuleren dan hun concurrenten, zodanig dat ze die ofwel kunnen opkopen, ofwel doodgewoon uit de markt kunnen concurreren. Door de overwinst te gebruiken voor nog productievere arbeidstechnieken kan de ruilwaarde van hun waren blijven zakken zonder dat de prijs noodzakelijk mee hoeft te zakken. Desgewenst kunnen ze de prijzen zo ver laten zakken dat hun concurrenten bij zulke lage prijzen niet enkel met grote verliezen moeten werken, maar zelfs niet langer in staat zijn de vaste kosten te dekken. Falingen zijn dan niet langer te vermijden.

Aanvankelijk gaat de stijgende **monopoliegraad** – gevolg van de uitschakeling van steeds meer concurrenten – niet dadelijk gepaard met oplopende inflatie. Eens echter het gros van de concurrenten is uitgeschakeld kunnen de nieuwe oligopolies op de nationale warenmarkt hun waren zo ver boven hun waarde gaan verkopen dat er een forse inflatie ontstaat. In de Verenigde Staten was dit pas vanaf 1880 het geval omdat de Civil War er tot deflatie had geleid. Tijdens de Long Recession slaagden de meeste monopolies er niet langer in de door hen geproduceerde meerwaarde tot winst te transformeren, omdat ze in crisistijd maar een deel van hun productie verkocht kregen, dus daalden de prijzen sterk (deflatie) om in de Verenigde Staten pas vanaf 1880 weer op te lopen (in het grootste deel van de Europese industrielanden gebeurde dit pas vanaf 1885-1890). Had de federale overheid in de Verenigde Staten aanvankelijk niet ingegrepen om de sociale wantoestanden te bestrijden, dan greep ze in 1890 wel in met de fameuze Sherman antitrust wetgeving die de bedoeling had de prijsverhogingen aan banden te leggen door **monopolievorming** te beteugelen. De nieuwe wettekst was echter zo vaag – bijvoorbeeld met betrekking tot "conspiracy" – zo vaag dat sommige rechters er zich op beriepen om ... vakbonden op grond van de Sherman Act wegens samenzwering te verbieden. In 1911 leidde de nieuwe wetgeving tot een veroordeling van American Tobacco Co., en tot de ontbinding van Standard Oil. Eén jaar later was het zelfs de inzet bij de presidentsverkiezingen, waar Theodore Roosevelt binnen het kader van het New Nationalism concentratie van kapitaal onvermijdelijk vond, terwijl Woodrow Wilson van uit zijn New Liberty vond dat de vrije markt absoluut moest worden behouden. De Sherman Act die de toenemende monopolievorming wilde beteugelen faalde, onder meer omdat de boetes lachwekkend laag waren. De stringenter en minder dubbelzinnige Clayton Act van 1914 loste eveneens weinig op.

De eerste vormen van ongelijke ruil noteerde men in zulke sectoren als de staal, koper, nikkel, tabak, rubber, petroleum, cokes, farmaceutica, auto's en landbouwmachines. In de Verenigde Staten waren dat United States Steel, Bethlehem Steel, International Nickel, American Tobacco, Standard Oil, Ford Motors, General Motors, elk met hun fameuze captains of industry onder wie Andrew Carnegie (staal), John D. Rockefeller (petroleum), Henry Ford (auto's), Armour en Swift (vleesverpakking), Cyrus Hall McCormick

(landbouwmachines) en Henry Frick (steenkool en cokes). In Duitsland waren het Konzerns als Stinnes, Krupp, Stumm, AGFA, BASF, Siemens, AEG, Bayer, Höchst, Gelsenkirchen Werk en IG Farben. Hoewel het Britse productiesysteem kleinschaliger was telde het toch ook een flink aantal top concerns als Westinghouse Electric, Western Electric, Lever, Nobel Dynamite Trust, Gillette, W.D. & H.O. Wills (tabak), etc. In Frankrijk zijn dat de staalfabrieken van de gebroeders Eugène en Adolphe Schneider in Le Creusot. In België waren dat Solvay, l'Asturienne des Mines en Cockerill. In Nederland waren het Royal Dutch/Shell en Philips Gloeilampen, in Zwitserland Nestlé.

Het wordt het begin van de **multinationale economie** en de **mondialisering van de warenmarkt**. Daardoor wordt het marktsysteem gedwongen voortdurend meer informatie uit de mondiale leefwereld als bruikbaar en zinvol te reduceren. Het universeel communicatiemiddel op de warenmarkt – geld – krijgt daardoor een geheel nieuw karakter, aangezien er op de wereldmarkt zeer veel soorten munteenheden bestaan. Onder het stelsel van de gouden standaard impliceert dit dat de wisselkoersen van de munten sterk afhankelijk zullen worden van de goudvoorraden van de nationale banken. Tekorten op de betalingsbalans moeten worden aangezuiverd door goud. De mondialisering van de markt impliceert ook dat er een waaier van transformatieprocessen ontstaat van ruilwaarden in zeer diverse munteenheden. Hierbij worden beurzen – waar verschillende soorten geldeenheden tegen elkaar kunnen worden geruild – steeds belangrijker.

Aanvankelijk blijft de ongelijke ruil op de warenmarkt nog een uitzondering, en in de meeste landen zal het nog twee tot drie decennia duren alvorens de dominerende marktvorm die van monopolistische concurrentie wordt. In grote lijnen blijft volkomen concurrentie binnen de industriële samenleving de dominerende marktvorm tot rond 1890. Aan de vooravond van die Grote Oorlog nemen de Verenigde Staten het grootste deel van de mondiale industriële productie voor hun rekening: 35.8 % tegen 23.3 % bij het begin van de Tweede Industriële Omwenteling op het einde van de jaren 1860. Tweede grootste industriële macht in de wereld is nu Duitsland waar het marktaandeel tussen 1870 en 1913 gestegen is van 13.2 % naar 15.7 %. Groot-Brittannië dat bij de Tweede Industriële Omwenteling de grote afwezige was zag zijn marktaandeel zakken van 31.8 % naar 14 %. Analoge situatie in het nog grotendeels agrarisch gebleven Frankrijk dat in 1870 nog instond voor 10.3 % van de industriële wereldproductie, en dat aandeel in 1913 ziet krimpen tot 6.4 %. Twee nieuwe industriële mogendheden zijn Rusland (zeer bedrijvig in het aanleggen van boortorens) en Italië. Het Russische marktaandeel stijgt van 3.7 % in 1870 naar 5 % in 1913. Voor Italië loopt het in dezelfde periode op van 2.4 % naar 3.1 %. Voor België, dat vrij afzijdig bleef bij de Tweede Industriële Omwenteling zakt het aandeel in de mondiale industriële productie van 2.9 % naar 2 %. Nieuwkomers op de wereldmarkt zijn Canada, India, Zweden en Japan die in 1913 allen tussen 1 à 2 % van de industriële productie voor hun rekening nemen. Tabel 16 geeft een beknopt overzicht van de evolutie tussen 1870 en 1913. De cijfers zijn afkomstig van Histoire économique et sociale du monde van Pierre Léon (1978, IV : 115). Zoveel is duidelijk: na de Tweede Industriële Omwenteling zijn de posities op de wereldmarkt grondig gewijzigd. Amerika is de uitgesproken leider geworden en Groot-Brittannië is niet alleen zijn koppositie kwijt, maar is op het Europese continent ook door Duitsland voorbijgestoken.

(e) Wijzigingen in het politiek systeem

Anderhalve eeuw kapitalistische productiewijze laat zich via vier kapitalistische subsystemen – productie, warenmarkt, arbeidsmarkt en politiek – eenvoudig beschrijven. Doordat arbeidskracht een koopwaar werd veranderde de samenleving radicaal. Er was een duidelijk trek in de richting van de grootstad, stedelijke ambachten verdwenen, loonarbeid verving de feodale corvee en er ontstond een klassenmaatschappij waarbij de bourgeoisie de belangrijkste stand werd, waarbij grondadel tot verarming was gedoemd en waarbij de clerus alle voorrechten verloor. Op de warenmarkt werd papiergeld het voornaamste ruilmiddel. De overgrote meerderheid van de bevolking was arm en de inkomensongelijkheid tussen ondernemers en arbeiders nam voortdurend toe. Die situatie is vrij algemeen tijdens de Eerste Industriële Omwenteling. Vanaf 1860 start een tweede golf van kapitaalaccumulatie waarbij het pauperisme daalt en waarbij de arbeidersklasse wordt verdeeld in een relatief welstellend gedeelte van geschoolde arbeidskracht, waar de middenklasse uit zal ontstaan, en een nog steeds verpauperd deel van ongeschoolde of laag geschoolde arbeiders waaruit het proletariaat zal ontstaan.

Vanaf het einde van de negentiende eeuw komt er een duidelijke verandering als in de meest geïndustrialiseerde landen de eerste vormen van ongelijke ruil zichtbaar worden. Tussen 1750 en 1880 speelden politieke systemen nauwelijks een rol van betekenis binnen de marktsociologie. Van politieke systemen werd vooral verwacht dat zij zo goed als geen invloed zouden uitoefenen op de bestaande systemen van productie, warenmarkt en arbeidsmarkt. Daaraan komt een einde met de depressie van de jaren 1873-1889. De internationalisering van de warenmarkt zorgt ervoor dat de productiesystemen erop beginnen te rekenen dat de politieke systemen ter hulp komen om de belangen van de ondernemers veilig te stellen. Het gebrek aan allerlei grondstoffen op eigen bodem zet het Europese politiek systeem onder druk om op **imperialistische wijze** het grondstoffenrijke Afrika te **koloniseren**. Vanaf nu moet de marktsociologie weldegelijk rekening houden met een vierde systeem, met het politieke systeem.

Politieke systemen zijn op de eerste plaats gesteund op **macht** en **prestige**. Hoe groter die macht, hoe beter zij hun wil kunnen opleggen aan politieke systemen met minder macht. Naast macht is prestige een tweede universeel communicatiemiddel van politieke systemen. Niets ondermijnt een politiek systeem meer dan het lijden van gezichtsverlies. Na de Eerste en de Tweede Industriële Omwenteling wordt militaire macht ondergeschikt aan economische macht. Waar de economische macht gering is kunnen politieke systemen hun positie binnen de complexe leefwereld onmogelijk blijven handhaven. Zij moeten dan een steeds groter deel van het nationaal product afkomen om het militair evenwicht in de wereld te bewaren. Het schoonste bewijs vormt de Dubbelmonarchie Oostenrijk-Hongarije op het einde van de 19de eeuw. Hoewel het na Rusland, zowel qua bevolking als qua oppervlakte, het grootste politieke systeem in Europa is, is het prestige van de Habsburgers er jaar na jaar verder afgekalfd. Gedurende de complete 19de eeuw hielden de Habsburgers vast aan een mercantilisme dat door de industriële revolutie compleet van de kaart werd geveegd. Regerend als verlichte despoten waren de Habsburgers zelfs openlijk gekant tegen industriële revolutie, aangezien dat de macht van de bourgeoisie deed toenemen en dit hun adellijke macht zou uithollen. Niets vreesden de Habsburgers zozeer als een herhaling van de Franse Revolutie.²⁴³ Waar industrielanden kilometers spoorwegen aanlegden en erover de nieuwste stoomtreinen lieten lopen, kwamen de Habsburgers voor 1848 niet verder dan een lijn van 65 kilometer bestemd voor een trein getrokken ... door paarden (Gross, 1972, IV(1): 253).

Ondanks het verlies van het grondstoffenrijke Silezië aan Pruisen bij de vrede van Aken, na de Oostenrijkse Successieoorlog (1740-1748), en ondanks een onderontwikkelde industrie, bleven de Habsburgse keizers – bij wie zwakzinnigheid nooit ver af was – geloven dat autarkie de beste oplossing was voor de in 1867 ontstane Dubbelmonarchie. Economisch beschouwd was die Donaumonarchie met innerlijke tolmuren, met een ontoereikende infrastructuur, en met een sterk feodaal gebleven landbouw, de zwakke schakel in een industrieel ontloken Europa. Vastklampend aan een compleet voorbijgestreefd mercantilisme zag het Oostenrijkse politieke systeem geen andere oplossingen om het militair evenwicht in Europa te bewaren dan een reeks annexaties waarbij het de hele Balkan in vuur en vlam zette.

Politieke systemen kunnen hun macht verhogen door allianties af te sluiten met andere politieke systemen. Hun prestige kunnen ze opvijzelen door de uitbreiding van hun handelsvloot. In het Europa van de eeuwwisseling leidde dit tot een toenemende spanning tussen de nieuwe grote industriemogendheid Duitsland en de vorige koploper Groot-Brittannië. De Britten mochten dan al instaan voor een steeds kleiner deel van de industriële productie op wereldschaal, zij bleven het grootste deel van de overzeese handel voor hun rekening nemen (46 % in 1880, 42 % in 1900). Daarbij waren ze een hardnekkig voorstander van **vrijhandel**, sterk in tegenstelling tot hun rivaal Duitsland die – net als de Verenigde Staten en Japan – voorstander was van **protectionisme**. Omdat het grootste deel van de wereldhandel over zee liep, probeerde het Britse politieke systeem het overwicht van zijn handelsvloot met alle mogelijke middelen te behouden. Dit kwam tot uiting in de Two Power Standard (1903) waarbij Joseph Chamberlain, de Britse minister van Koloniën, ernaar streefde de Britse vloot sterker te maken dan de combinatie van twee willekeurige zeemogendheden. De Two Power Standard was het antwoord op de Duitse Flottenverein van 1898. Dat was een ambitieus vlootbouwprogramma dat kaderde binnen de leuze "Wereldpolitiek als taak, wereldmacht als doel, vloot als instrument." De concurrentie tussen het veel modernere Duitse productiesysteem met een hogere productiviteit en het verouderend Britse productiesysteem met een lagere productiviteit nam echter voortdurend toe, in zoverre dat het Britse politieke systeem gedwongen werd een eigen tolunie op te richten en zijn splendid isolation te laten varen.

4. Algemene Theorie van de Structurele Crises

Na bovenstaande excursie naar de eerste eeuw van het industrieel kapitalisme, en een inleiding op de eerste structurele crisis van het kapitalisme, de *Long Recession* van 1873-1879-1896, blijft de vraag wat meer de vier structurele crises verbindt dan dat ze telkens werden voorafgegaan door een grote **exogene schok** die de spontane terugkeer naar algemeen evenwicht belemmert omdat economieën blijkbaar buiten de veilige *corridor* zijn versukkeld. Vraag is of de grote exogene schok zelf oorzaak van de crisis is, zoals Axel Leijonhufvud veronderstelt, dan enkel de detonator is van iets wat ook zonder exogene schok te gebeuren stond. Nauwkeurige analyse wijst uit dat de vier structurele crises uit de geschiedenis van het industrieel kapitalisme er óók zouden zijn gekomen zonder de voorafgaande exogene schok. Ik wil het vergelijken met het ontstaan van de Grote Oorlog. Ook als de Bosnische nationalist Gavrilo Princip (1894-1918) op 28 juni 1914 kroonprins Frans Ferdinand van Oostenrijk-Hongarije en zijn gemalin niet bij toeval had neergeschoten toen hij de delicatessenzaak verliet,

²⁴³ Gross, Nachum T., (1972) "The industrial revolution in the Habsburg monarchy, 1750-1914", in: Carlo M. Cipolla (ed.) (1973), *The Fontana Economic History of Europe*. Glasgow: William Collins Sons & Co Ltd, Fontana Books. vol. IV(1). 1980. 6th. pp. 228-276. writes ad p. 251: "In domestic as well as foreign policy the Vormärz regime, from 1815 to 1848, was determined to prevent another French Revolution anywhere in Europe. From this principle Francis I derived not only his opposition to the growth of industry (and with it of a proletariat) in his capital, Vienna, but his general reluctance to permit any change whatsoever."

zou de Grote Oorlog onafwendbaar zijn geweest. De *Triple Entente* van 1907 tussen Britten, Fransen en Russen, en de *Triple Alliantie* van 1882 tussen Duitsland, Oostenrijk-Hongarije en Italië zou onvermijdelijk in actie zijn geschoten bij het minste volgende accident tussen beide groepen van coalitiepartners. Het enige wat men nodig had om oorlog te voeren was een voorwendsel.

Analyse leert dat iedere exogene schok feitelijk zelf een gevolg is van één van de vier mogelijke oorzaken. Dat zijn (1) een **kredietexpansie** tijdens een voorafgaand abnormaal lange periode van onafgebroken economische groei met oververhitting van de economie die **misinvesteringen** deed ontstaan. (2) Een **excessieve toename van kredieten**, zonder voorafgaande lange oververhitting van de economie, maar eveneens leidend tot **misinvesteringen**. (3) Een daling van de **schaalelasticiteit** van een reeks economieën die na een langdurige fase van economische oververhitting worstelen met een verslechterende kostenstructuur en met duidelijk dalende schaalmeeropbrengsten. (4) Een **verstoring van de wereldhandel** door onevenwichtige lopende rekeningen van grote spelers in de wereldhandel in een **no system** monetair stelsel (**global imbalances**). In sommige gevallen kan één van die vier factoren nog worden versterkt door een tweede of een derde die een terugkeer naar algemeen evenwicht extra bemoeilijkt. Naarmate de globalisering toeneemt, noteert men ook een **toenemende synchronisatiegraad** van structurele crises die zich over een toenemend aantal landen zullen verspreiden. Ook heeft de globalisering ervoor gezorgd dat multinationals steeds machtiger zijn geworden, waardoor democratische controle op, of sturing van, het economisch verloop steeds moeilijker wordt, geheel in de lijn van wat de Britse econome Noreena Hertz – die doceert aan het Erasmus Instituut in Rotterdam – daarover schreef in haar *The Silent Takeover*.²⁴⁴ Omdat structurele crises gepaard gaan met persisterende overproductie zullen landen met een slechte competitiviteit van hun economie (te hoge loonkosten per uur bij een te traag oplopende arbeidsproductiviteit per uur, zie hoofdstuk 1) langer in een structurele crises blijven zitten dan een landen met een betere concurrentiekracht.

Eigenlijk lijkt het er op dat economische systemen tijdens een structurele crisis een soort *Sisifusarbeid* verrichten. Telkens de omhooggeduwde steen bijna de top van de berg heeft bereikt, en klaar is om eindelijk langs de andere kant naar beneden te rollen, ontbreekt het het economisch systeem op het ultieme moment aan kracht om de laatste duw bergafwaarts te geven. Men krijgt de indruk dat een structurele crisis een aaneenschakeling is van conjuncturele crises die elkaar opvolgen. Iedere keer als men denkt het einde van de tunnel te hebben bereikt doemt er een nieuwe op en is het einde nog steeds niet in zicht. Dit laat politici dan tot in de treure toe een Dijsselbloemetje doen door hun volk triomfantelijk mee te delen dat hun land nu eindelijk crisisvrij is want dat de recessie is gestopt: zie maar, dit semester een economische groei met 0,2 procent!

4.1. Structurele crises door een boom met excessieve geldschepping

De drie eerste structurele crisis werden telkens voorafgegaan door een abnormaal lang durende periode van economische groei, waarbij door toegenomen **geldschepping** een langdurige kredietexpansie mogelijk werd waardoor de inflatie opliep en de rentevoeten (met enige achterstand) opliepen. De *Long Depression* die in 1873 begon werd van 1860 tot 1873 voorafgegaan door een ononderbroken economische groei in zulke landen als de Verenigde Staten²⁴⁵, Frankrijk²⁴⁶ en wat vanaf 1871 het Duitse keizerrijk zal heten. In Groot-Brittannië, België en zeker Nederland was die groei minder uitgesproken omdat de Tweede Industriële Omwenteling er minder of niet (Nederland) werd gevolgd. De *Great Depression* die in 1929 begon werd in de Verenigde Staten, o.m. tijdens de *Roaring Twenties*, maar ook in Japan, voorafgegaan door minstens elf jaar van ononderbroken economische groei. De *Petroleumcrisis* die in 1973 begon werd in de westerse wereld voorafgegaan door de zogenaamde *Golden Sixties* die eigenlijk al begonnen tegen het einde van de Korea crisis in 1959 en bleven aanhouden tot 1973. Zulke lange periodes van ononderbroken groei waren een unicum in de kapitalistische wereld die door de scheiding van het productiesysteem en het warenmarktsysteem zeer gevoelig zijn aan kortstondige conjuncturele crises. Kenmerken van een langdurige *boom* zijn (1) een zekere (1973) tot excessieve kredietexpansie (1873, 1929) waardoor schulden van particulieren en ondernemingen stijgen, (2) een verhoging, zij het steeds met enige achterstand, van de rentevoeten (achterstand die de *price premium* van de rentevoet doet dalen), (3) een oplopende inflatie, een verhoging van de lonen en van de private

²⁴⁴ Noreena Hertz (2002). *De stille overname: De globalisering en het einde van de democratie*. Contact, Amsterdam/Antwerpen

²⁴⁵ In de Verenigde Staten begon de onafgebroken groei pas in 1865, na het beëindigen van de *Civil War* (1861-1865). In 1860 noteerde men er nog een serieuze beurskrach, erger dan die van 1836-1841.

²⁴⁶ In Frankrijk werd de groei afgebroken door de Frans-Pruissische Oorlog van 1870-1871.

consumptie, en (4) een klimaat van grote euforie ter beurze. Merk wel dat (2) en (3) in de Verenigde Staten en in Engeland niet voorkwamen aan de vooravond van de *Long Depression*, maar dat de **geldschepping** er wél toenam (zie aan het slot van deze paragraaf). Wat opvalt, is dat Ludwig von Mises, die geen onderscheid maakte tussen kortstondige conjuncturele crises en langdurige structurele crises, en die het dus niet noodzakelijk heeft over een abnormaal lange *boom*, die kenmerken al in 1949 vrij nauwkeurig beschreef in zijn *Human Action*. Zo schreef hij:

Ad punt 1: *"For the sake of simplicity we assume that the whole additional amount of money and money-substitutes flows into the loan market and reaches the rest of the market only via the loans granted. This corresponds precisely to the conditions of an expansion of circulation credit. Our scrutiny thus amounts to an analysis of the process caused by **credit expansion**."*²⁴⁷

Ad punt 2: *"In dealing with this analysis, we must refer again to the price premium. It has been mentioned already that at the very beginning of a credit expansion no positive price premium arises. A price premium cannot appear until the additional supply of money (in the broader sense) has already begun to affect the prices of commodities and services. But as long as credit expansion goes on and additional quantities of fiduciary media are hurled on the loan market, there continues a pressure upon the gross market rate of interest. The **gross market rate would have to rise** on account of the positive price premium which, with the progress of the expansionist process, would have to rise continually. But as credit expansion goes on, the gross market rate continues to lag behind the height at which it would cover both ordinary interest plus the positive price premium."*²⁴⁸

Ad punt 3: *"The additional demand on the part of the expanding entrepreneurs tends to raise the prices of producers' goods and wage rates. With the **rise in wage rates the prices of consumers' goods** rise too. Besides, the entrepreneurs are contributing a share to the rise in the prices of consumers' goods as they too, deluded by the illusory gains which their business accounts show, are ready to consume more."*²⁴⁹ *"At any rate, the immediate consequence of credit expansion is a **rise in consumption** on the part of those wage earners whose **wages have risen** on account of the intensified demand for labor displayed by the expanding entrepreneurs. Let us for the sake of argument assume that the increased consumption of these wage earners favored by the inflation and the forced saving of other groups prejudiced by the inflation are equal in amount and that no change in the total amount of consumption has occurred. Then the situation is this: Production has been altered in such a way that the length of waiting time has been extended. But the demand for consumers' goods has not dropped so as to make the available supply last for a longer period. Of course, this fact results in a rise in the prices of consumers' goods and thus brings about the tendency toward forced saving. However, this rise in the prices of consumers' goods strengthens the tendency of business to expand. The entrepreneurs draw from the fact that demand and prices are rising the inference that it will pay to invest and to produce more. They go on and their intensified activities bring about a further rise in the prices of producers' goods, in wage rates, and thereby again in the prices of consumers' goods. Business boom as long as the banks are willing to expand credit more and more."*²⁵⁰

Ad punt 4: *"The general upswing in prices spreads **optimism**. If only the prices of producers' goods had risen and those of consumers' goods had not been affected, the entrepreneurs would have become embarrassed. They would have had doubts concerning the soundness of their plans, as the rise in costs of production would have upset their calculations. But they are reassured by the fact that the demand for consumers' goods is intensified and makes it possible to expand sales in spite of rising prices. Thus they are confident that production will pay, notwithstanding the higher costs it involves. They are resolved to go on."*²⁵¹

Aan een langdurige *boom* komt pas een einde als banken worden gedwongen de kredietkraan dicht te draaien. Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn als de fiduciaire geldhoeveelheid in het bezit van banken gaat dalen. Zoiets gebeurt als steeds meer beleggers, volledig in de ban van het heersend optimisme, hun tegoeden bij de banken gaan weghalen om massaal op de beurs te speculeren. De drie eerste periodes van langdurige expansie eindigden alle drie met een

²⁴⁷ Mises, Ludwig von — (1949), *Human Action*, op.cit., pp. 548.

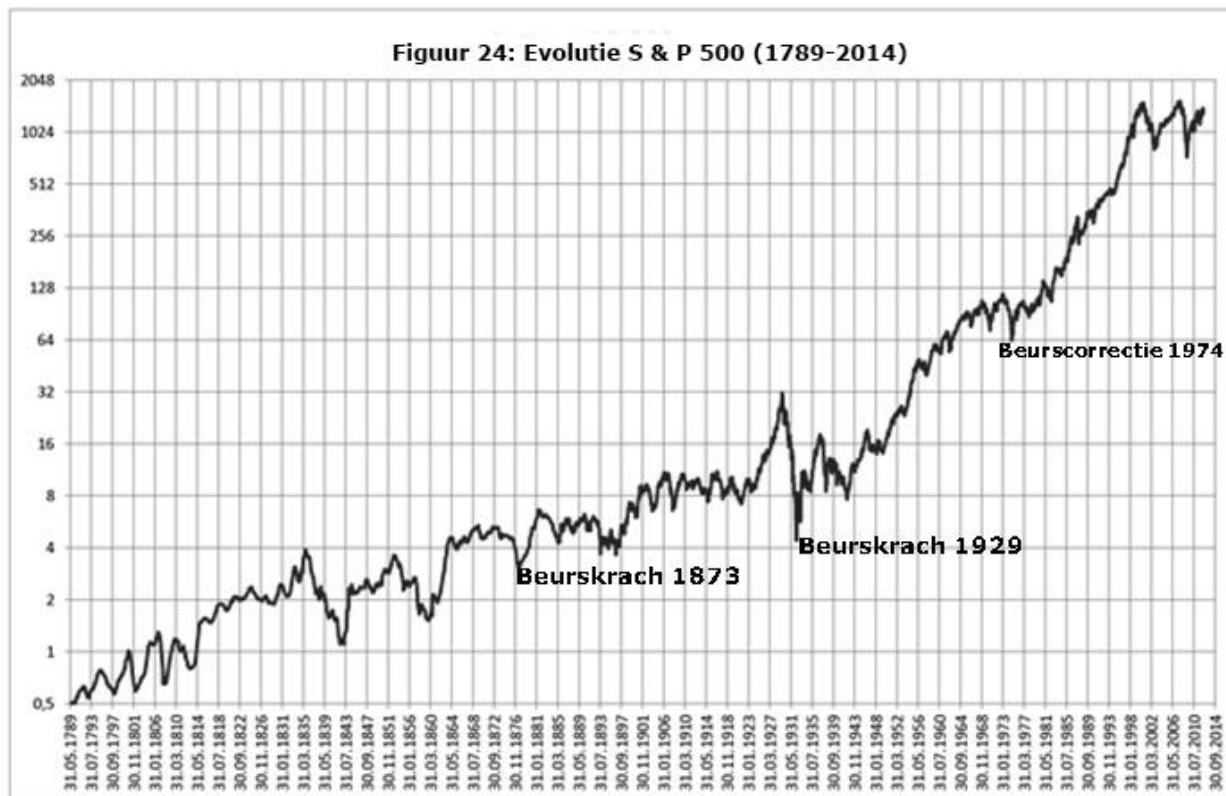
²⁴⁸ *Ibidem*, pp. 548-549.

²⁴⁹ Mises, Ludwig von — (1949), *Human Action*, op.cit., p. 550.

²⁵⁰ *Ibidem*, pp. 553-554.

²⁵¹ *Ibidem*, pp. 550-551.

spectaculaire terugval van de aandelenkoersen. In 1873 en in 1929 leidde dit telkens tot een **beurskrach**, in 1973-1974 tot een stevige beurscorrectie: een terugval van de S&P 500 van 115 naar 68. Het waren niet de eerste beurskrachs uit de geschiedenis van het kapitalisme: in 1836-1841 en in 1860 was het in de Verenigde Staten al eerder gebeurd, maar nooit eerder met zo'n weerslag op zowat de hele kapitalistische wereld. De in **figuur 24** weergegeven evolutie bevat een historische extrapolatie voor de jaren van vóór 1923, want feitelijk bestaat de S&P 500 nog maar sinds 1923.



Komt het tot een beurskrach dan kunnen bankrups niet uitblijven en gaan er banken over de kop. De paniek van 1873 leidde ertoe dat binnen het jaar meer dan honderd Amerikaanse banken failliet gingen en 89 spoorweg holdings. Wilhelm Röpke²⁵² had het in 1936 over 5.000 bankfaillissementen van 1873 tot 1875. In 1929-1930 gingen binnen de tien maanden na *Black Thursday* van 29 oktober 1929 niet minder dan 744 Amerikaanse banken failliet. In de loop van de crisis zouden er nog meer dan 9.000 volgen. Het is duidelijk dat de *Great Depression* de ergste van de drie eerste structurele crises was. De werkloosheid liep in de Verenigde Staten op tot 25 procent, in het Verenigd Koninkrijk tot 15,5 procent, in Nederland²⁵³ tot 17,3 procent in 1932 en in België²⁵⁴ tot 18,9 procent in 1934. Tijdens de *Long Depression* was dat voor de Verenigde Staten "slechts" tussen de 8,25 procent tot 14 procent, in Groot-Brittannië tussen de 9 tot 11 procent. . Betrouwbare cijfers voor andere landen zijn er niet. Tijdens de *Petroleumcrisis* liep de werkloosheid in de Verenigde Staten op tot 10 procent, in het Verenigd Koninkrijk tot 11 procent. In Nederland noteerde men in 1982 zelfs een piek van 17,5 procent in de arbeidsreserve. Eurostat houdt het op 11,6 procent in 1984 voor Nederland. In België bereikte de werkloosheidsgraad 12,5 procent in 1984 (Eurostat).

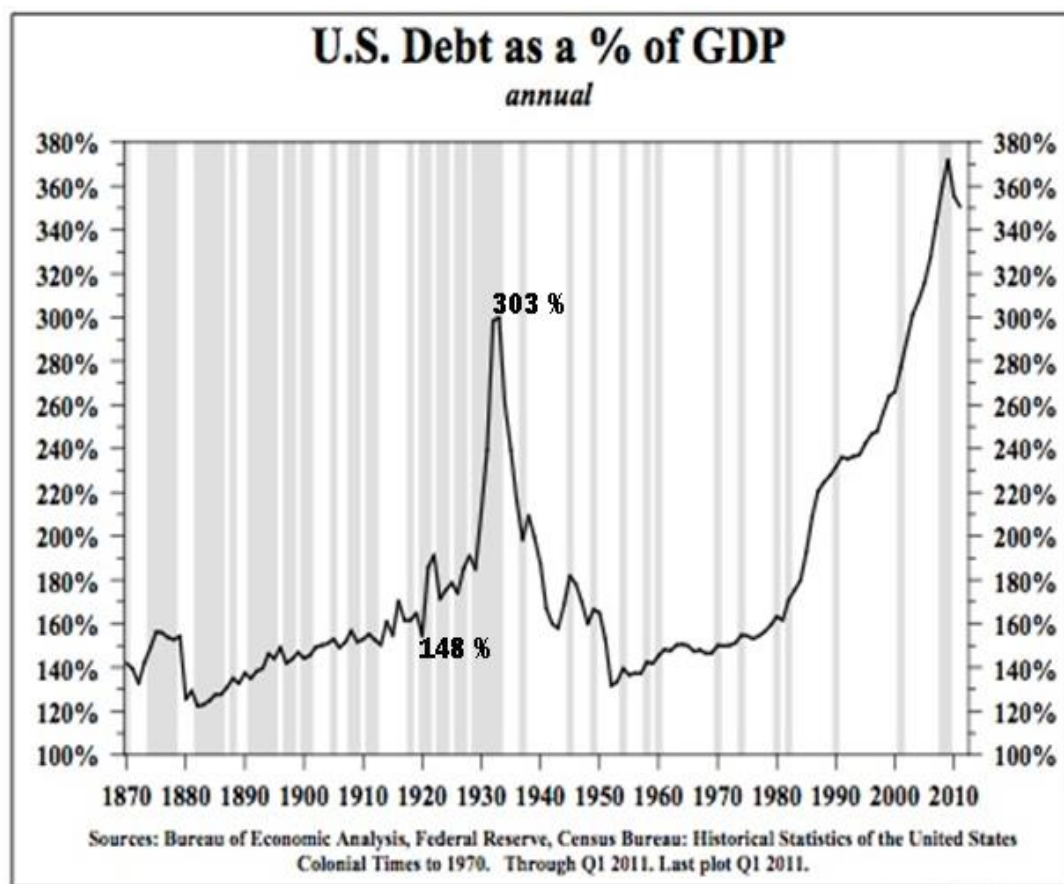
Dat de gevolgen van de *Great Depression* zo groot waren heeft uiteraard te maken met het feit dat in de Verenigde Staten – waar de publieke schuld relatief laag was gebleven – de private schulden tegen een nooit eerder gezien tempo opliepen. Tijdens de *Roaring Twenties* stegen de totale schulden van 148 procent van het BNP in 1920 tot 303 procent in 1929 (zie **figuur 25**).

²⁵² Röpke, Wilhelm (1936), *Crises and Cycles*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2007 (adapted from German and revised by Vera C. Smith).

²⁵³ Bakker, Geert den — (2008), "Economische Crisis van de Jaren Dertig en Tachtig Vergeleken", Amsterdam: Centraal Bureau voor de Statistiek, pp. 123-139 ad p. 134.

²⁵⁴ Temsche, Guy van — (1989), "De Fysionomie van de Werkloosheid in België tijdens de Jaren 1930 (Deel 2), *Belgisch Tijdschrift voor Nieuwste Geschiedenis*, 20, N° 1-2, pp. 1-106 ad p. 10. URL:

http://www.journalbelgianhistory.be/nl/system/files/article_pdf/BTNG-RBHC%2C%2020%2C%201989%2C%201-2%2C%20pp%20001-106.pdf.

Figuur 25: Excessieve Amerikaanse kredietexpansie (1920-1929)

De analyse maakt duidelijk dat het niet een exogene schok geweest is die de drie eerste structurele crises heeft veroorzaakt, maar dat de exogene schok het gevolg was van een langdurige kredietexpansie. Economen hebben de neiging om van **overinvesteringen** te spreken tijdens langdurige periodes van een verhitte economie. In werkelijkheid gaat het, zoals von Mises (en later ook Hayek en Rothbard²⁵⁵) duidelijk maakte(n) over een opeenstapeling van **malinvestments** (misinvesteringen). Hierover schreef Mises in 1949: "The banks are faced with an increased demand for loans and advances on the part of business. The entrepreneurs are prepared to borrow money at higher gross rates of interest. They go on borrowing in spite of the fact that the banks charge more interest. (...) The banks believe that they have done all that is needed to stop "unsound" speculation when they lend on more onerous terms. They think that those critics who blame them for fanning the flames of the boom-frenzy of the market are wrong. They fail to see that in injecting more and more fiduciary media into the market they are in fact kindling the boom. It is the continuous increase in the supply of the fiduciary media that produces, feeds, and accelerates the boom. (...) If one wants to know whether or not there is credit expansion, one must look at the state of the supply of fiduciary media, not at the arithmetical state of interest rates. It is customary to describe the boom as overinvestment. However, additional investment is only possible to the extent that there is an additional supply of capital goods available. As, apart from forced saving, the boom itself does not result in a restriction but rather in an increase in consumption, it does not procure more capital goods for new investment. The essence of the credit-expansion boom is not overinvestment, but investment in wrong lines, i.e., **malinvestment**. (...) Their projects are unrealizable on account of the insufficient supply of capital goods. They must fail sooner or later. The unavoidable end of the credit expansion makes the faults committed visible. There are plants which cannot be utilized because the plants needed for the production of the

²⁵⁵ Hayek, Friedrich A. (1929), "Geldtheorie und Konjunkturtheorie", Vienna: *Beiträge zur Konjunkturforschung*, herausgegeben vom Österreichisches Institut für Konjunkturforschung, 1.

Hayek, Friedrich A. (1931), *Prices and Production*, New York, NY: August M. Kelley Publishers.

Hayek, Friedrich A. (1933), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London: Routledge, English translation of Hayek (1929) by Nicolas Kaldor and H.M. Croome. URL:

http://mises.org/sites/default/files/Monetary%20Theory%20and%20the%20Trade%20Cycle_5.pdf.

Rothbard, Murray N. (1963), *America's Great Depression*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2011, 5th edition.

complementary factors of production are lacking (...) The erroneous belief that the essential feature of the boom is overinvestment and not malinvestment is due to the habit of judging conditions merely according to what is perceptible and tangible. The observer notices only the malinvestments which are visible and fails to recognize that these establishments are malinvestments only because of the fact that other plants – those required for the production of the complementary factors of production and those required for the production of consumers' goods more urgently demanded by the public – are lacking."²⁵⁶

Dit alles is de kern van de ABCT, de conjunctuurtheorie van de nog steeds als heterodox beschouwde Oostenrijkse School. Mij lijkt het dat die theorie beter geschikt is om langdurige crises te verklaren, structurele crises dus, dan om kortstondige conjunctuurcrises te verklaren. Meestal ontwikkelt de **kredietexpansie** zich over meer jaren dan dat een complete conjunctuurcyclus erover doet (vijf tot zeven jaar). Wel moet de ABCT worden aangevuld met bijkomende verklarende factoren wil ze bruikbaar zijn om alle vier de structurele crisis afdoende te verklaren. Er kan inderdaad aan worden getwijfeld of de kredietexpansie tijdens de *Golden Sixties* groot genoeg was om er de *Petroleumcrisis* afdoend mee te verklaren. Hier lijkt een bijkomende verklaring, die van de onder 1 gezakte schaaelasticiteit van de meeste westerse economieën, wenselijk. Wat de *Long Depression* betreft zijn er kritische stemmen opgegaan dat de ABCT daar zagezegd geen juiste verklaring voor vond omdat het er, zeker na de *Civil War*, een monetaire contractie optrad zodat element "langdurige inflatie" er zou ontbreken: van 1865 tot 1880 noteerde men in Amerika inderdaad een persisterende ... deflatie en zakten de lonen er scherp, niet op zijn minst omdat het grootste deel van de actieve bevolking tewerkgesteld was in de spoorwegaanleg en dat liefst 89 spoorwegmaatschappijen na 1873 over de kop gingen. Dit zette woelwater Murray N. Rothbard – hii weer – er toe aan te beweren dat de *Lona Depression* slechts een mythe was. Schreef hii: "*It should be clear. then, that the 'great depression' of the 1870s is merely a myth—a sharply during the entire period.*"²⁵⁷

Natuurlijk was de *Long Depression* alles behalve een mythe, aangezien de recessie er 65 volle maanden lang aanhield, dat is langer dan tijdens de *Great Depression*. In de verklaring van crises die Mises gaf zijn gestegen rentevoeten, persisterende inflatie en stijgende lonen, niët het sleutelelement, wel de **geldschepping**. De mythe zit natuurlijk in de foute voorstelling dat een *monetaire contractie* de *Long Depression* vooraf ging. Historisch onderzoek, daterend van na 1983, dus van na Rothbards *The Mystery of Banking*, heeft immers uitgewezen dat er weldegelijk sprake was van een sterk toenemende geldschepping in de Verenigde Staten tussen 1865 en 1873. Geldschepping was er het voorrecht van nationale banken én staatsbanken. Het aantal nationale banken steeg van 1.294 in 1865 tot 1.968 in 1873. Het aantal staatsbanken steeg in dezelfde periode van 349 tot 1.330. Het aantal bankdeposito's bij nationale banken en staatsbanken steeg, nog steeds in dezelfde periode, van 835 miljoen dollar naar 1.964 miljoen dollar, een toename met 135,2 procent, een jaarlijkse gemiddelde toename van samengesteld 11,28 procent per jaar nominaal.²⁵⁸ Rekening houdend met de persisterende deflatie uit dezelfde periode – gemiddeld 3,9 procent per jaar volgens Milton Friedman en Anna Schwartz – was de groei nog veel groter, gemakkelijk 14 procent per jaar. De *Long Depression* werd dus weldegelijk voorafgegaan door een geweldige **geldschepping** en dat er sprake was van een monetaire contractie is een mythe die de tegenstanders van de Oostenrijkse School allicht hebben gecreëerd om Mises in diskrediet te brengen.

4.2. Structurele crises door excessieve kredietexpansie

Wat hier volgt gaat zeker óók op voor de *Long Depression* noemde en voor de *Great Depression*, maar speciaal voor de *Great Recession* die in 2008 begon, met dat verschil dat er aan die *Great Recession* geen langdurige *boom* vooraf ging, integendeel wel een diepe conjuncturele crisis, de dot.com crisis van 2001. Vraag blijft natuurlijk vanaf wanneer men van een "excessieve kredietexpansie" kan spreken? Twee Amerikaanse economen, **Carmen Reinhart** en **Kenneth S. Rogoff** van Harvard University hebben zich tussen 2009 en 2010 over dat probleem gebogen. In 2009 publiceerden ze on der de titel *This Time is Different* een lijvige studie waarbij ze over een periode van 8 eeuwen, gespreid over 66 landen in de 5 continenten, een lange reeks financiële crises hebben bestudeerd. Daarbij maakten ze een onderscheid tussen zogenaamde *sovereign debt crises* en *bank debt crises*. De eerste zijn het geval waarbij een overheid niet langer zijn schulden kan betalen (bijvoorbeeld na een ineensstorting van de wisselkoers van de eigen munt); de tweede wanneer banken hun klanten niet, of toch niet integraal, kunnen terugbetalen. In het boek hebben ze het zowel over schulden van de overheid als over schulden van bedrijven en consumenten. Vreemd genoeg maken ze geen onderscheid tussen crises ten tijde van het vroeghandelskapitalisme en die van na het industrieel kapitalisme, net als waren de productieverhoudingen en de

²⁵⁶ Mises, Ludwig von — (1949), *Human Action*, op.cit., pp. 555-557.

²⁵⁷ Rothbard, Murray N. (1983), *The Mystery Banking*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2005, pp. 154-155.

²⁵⁸ Ludwig von Mises Institute (2009), "Panic of 1873", URL: http://wiki.mises.org/wiki/Panic_of_1873.

productiewijze niet kwalitatief veranderd. Het boek wordt een bestseller, besluit dat overheid en bankiers eigenlijk niets uit voorgaande crises hebben geleerd. In de laatste hoofdstukken tonen ze aan dat de bankencrisis van 2008 helemaal niet anders is dan vorige bankencrisis en dat weer dezelfde fouten werden gemaakt.²⁵⁹

In januari 2010 publiceren ze dan een werkstuk, inclusief de spread sheet gebruikt bij hun berekeningen, die moet aantonen dat wanneer een publieke schuld meer dan 90 procent bereikt dit aanleiding moet geven tot een ernstige groeivertraging. Ze passen hun methode toe op 20 landen, en maken een onderscheid tussen het aantal jaren dat een land een staatsschuld had van minder dan 30, procent, het aantal jaren dat de staatsschuld lag tussen 30 en 60 procent, het aantal jaren dat de staatsschuld lag tussen de 60 en 90 procent, en het aantal jaren dat de staatsschuld meer dan 90 procent bedroeg. En voor elke tranche van publieke schuld berekenen ze de gerealiseerde economische groei. Daarbij blijkt terloops ook dat België de schuldenkampioen is aangezien de publieke schuld tot 2009 er 25 jaar boven de 90 procent lag (dat is ondertussen 31 jaar geworden). Daarna berekenen ze de correlatie – die wel bedroevend laag is – en besluiten dat er vanaf 90 procent een negatief verband is tussen staatsschuld en economische groei.²⁶⁰

Als de studie door allerlei politici, doorgaans van conservatieve neoliberale signatuur, wordt aangegrepen om in crisistijd bezuinigingen te prediken – wat dus regelrecht indruist tegen de neokeynesiaanse en post-keynesiaanse visie dat geld in crisistijd goed en wel moet rollen om het vervelende spaarparadox te counteren – besluit een aantal economen, allen professor aan de *University of Massachusetts Amherst*, in 2013 de berekeningen over te doen, vertrekkend van de RR spread sheet. Daarbij constateren ze dat Reinhart en Rogoff bij hun becijfering een paar storende getallen als “uitbijters” hebben weggelaten en dat bij een publieke schuld van meer dan 90 procent de correlatie helemaal niet negatief wordt zoals de auteurs beweerden. Hierover schrijven Thomas Herndon, Michael Asch en Robert Pollin: “We replicate Reinhart and Rogoff (...) and find that coding errors, selective exclusion of available data, and unconventional weighting of summary statistics lead to serious errors that inaccurately represent the relationship between public debt and GDP growth among 20 advanced economies in the post-war period. Our finding is that when properly calculated, the average real GDP growth rate for countries carrying a public-debt-to-GDP ratio of over 90 percent is actually 2.2 percent, not –0.1 percent as published in Reinhart and Rogoff. That is, contrary to RR, average GDP growth at public debt/GDP ratios over 90 percent is not dramatically different than when debt/GDP ratios are lower. We also show how the relationship between public debt and GDP growth varies significantly by time period and country. Overall, the evidence we review contradicts Reinhart and Rogoff’s claim to have identified an important stylized fact, that public debt loads greater than 90 percent of GDP consistently reduce GDP growth.”²⁶¹

De controverse, waarbij de wetenschappelijke geloofwaardigheid van twee Harvard professoren op het spel staat, haalt in april 2013 *The New York Times*. Reinhart en Rogoff geven toe dat er een fout werd gemaakt in hun correlatieberekening, maar ontkennen met klem dat er sprake was van “selective exclusion of available data”, waarbij Asch en Polin een week later opnieuw in de aanval gaan, ook in *The New York Times*. Daarin schrijven ze: “The most important insight for anyone following this debate, and one that Ms. Reinhart and Mr. Rogoff acknowledge, is that there is no evidence supporting the claim that countries will consistently experience a sharp decline in economic growth once public debt levels exceed 90 percent of G.D.P. Although the two of them partly backed away from that claim in a 2012 paper in *The Journal of Economic Perspectives*, they have now done so more definitively, saying the 90 percent figure is not “a magic threshold that transforms outcomes, as conservative politicians have suggested.”

“However, Ms. Reinhart and Mr. Rogoff stubbornly maintain that “growth is about 1 percentage point lower when debt is 90 percent or more of gross domestic product,” a core finding of their 2010 paper. There are serious problems with this claim. The most obvious is that the median growth figures they reported in the 2010 paper are distorted by the same coding error and partial exclusion of data from Australia, Canada and New Zealand that tainted their average growth figures. When we corrected for these errors, the difference in median economic growth rates was only 0.4 percentage points between countries whose public-debt-to-G.D.P. ratio was between 60 percent and 90 percent, and those where the ratio was over 90 percent (2.9 percent median growth, versus 2.5 percent). The difference between 0.4 percent and 1 percent is quite substantial when we’re talking about national economic growth.”

²⁵⁹ Reinhart, Carmen and Kenneth S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

²⁶⁰ Reinhart, Carmen and Kenneth S. Rogoff (2010), “Growth in a Time of Debt”, NBER Working Paper No. 15639, January 2010, Revised January 2010, URL: <http://www.nber.org/papers/w15639.pdf>.

²⁶¹ Herndon, Thomas, Michael Asch and Robert Pollin (2013), “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff”, *Political Economic Research Institute, JEL, working paper N°322*, April 15, pp. 1-25. URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf.

"We agree with Ms. Reinhart and Mr. Rogoff that the United States and Europe face extremely difficult challenges in trying to recover from the 2007-8 financial crisis and the Great Recession that followed. Sadly, in our view, they abetted, or at least failed to stop, the use of their scholarship by politicians who latched on to their findings — in particular the now discredited 90 percent figure — to call for severe cuts in government budgets and services, layoffs of public-sector employees and tax increases. What this debate has demonstrated is that policy makers cannot defend these austerity measures on the grounds that public debt exceeding 90 percent of G.D.P. will consistently produce sharp declines in economic growth."

*History suggests that there is some threshold beyond which piling on public debt definitively yields lower economic growth, but there is no consensus on what that threshold is, and the evidence suggests, in any event, that the United States and Europe are not anywhere close to it. Responsible policy makers must balance the relative costs and benefits of austerity at a time when high unemployment is exacerbating rising inequality, and threatening the social fabric of advanced industrial democracies around the world."*²⁶²

Hoewel Reinhart en Rogoff hun 90 procent regel tegen beter weten in bleven verdedigen is duidelijk geworden dat het niet de juiste benadering was van de relatie tussen financiële crises en openstaande schulden. Bij structurele crises gaat het niet enkel om de publieke schuld van een land, wel om de totale schulden, dus zowel die van de overheid, van de bedrijven en van de consumenten. En zoals von Mises het uitdrukte zijn alle beoordelingen van wat er op de financiële markten gebeurt erg relatief. Zo geeft hij het voorbeeld hoe in 1923 de marktrente (discontovoet) in de Weimar Republiek, tijdens de hyperinflatie, 90 procent was. Dat lijkt kolossaal maar in feite was het, gezien de inflatie, een zeer lage rente: *"As against these errors, it is necessary to emphasize that under the conditions of a general rise in prices (drop in the monetary unit's purchasing power) the gross market rate of interest can be considered as unchanged with regard to conditions of a period of a by and large unchanging purchasing power only if it includes a by and large adequate positive price premium. In this sense, the German Reichsbank's discount rate of 90 per cent was, in the fall of 1923, a low rate-indeed a ridiculously low rate-as it considerably lagged behind the price premium and did not leave anything for the other components of the gross market rate of interest. Essentially the same phenomenon manifests itself in every instance of a prolonged credit expansion. Gross market rates of interest rise in the further course of every expansion, but they are nonetheless low as they do not correspond to the height required by the expected further general rise in prices."*²⁶³

Veel belangrijker dan de hoogte van de publieke schuld is de hoogte van alle schulden, inclusief de private schuld van bedrijven en consumenten. Men kan van excessieve schulden gewagen vanaf het ogenblik dat ze binnen een redelijke termijn tegen een redelijke lange-termijn rentevoet niet meer aflosbaar zijn. Een redelijke termijn lijkt mij 30 jaar, een redelijke lange-termijn rente 3 procent. Met behulp van annuïteiten kan men inderdaad berekenen hoeveel overheid, bedrijven en consumenten jaarlijks zouden moeten aflossen om de totale schuld binnen een termijn van 30 jaar afgelost te krijgen bij een nominale rente van 3 procent. Dit soort berekening maakte ik voor 22 landen. De resultaten hiervan ziet men in **tabel 16**. Dan blijkt dat enkel zes landen met een aflosbare schuld zitten: Rusland, Indië, Brazilië, China, Polen en Duitsland. In Nederland zouden overheid, bedrijven en gezinnen jaarlijks al **23,54 procent** van hun inkomen moeten kunnen opzij zetten om er de totale schuld afgelost te krijgen; in België **22,60 procent**. Zelfs drie van de vijf BRIICS landen, de zieke broertjes van Europa, zijn er qua schuldenlast minder erg aan toe dan de Lage Landen: Griekenland, Italië en Spanje. Het invoeren van de **15 procent regel** ter demarcatie van excessieve schulden kan tolerant lijken voor zover het over hypotheekschulden van bedrijven of gezinnen gaat, maar heel wat schulden moeten op veel minder dan 30 jaar worden terugbetaald: bijvoorbeeld de meeste autoleningen of studieleningen op vijf tot acht jaar. Hierdoor ontstaat trouwens een vertekend beeld voor de Verenigde Staten dat op meer kortlopende kredieten zit dan bijvoorbeeld Nederland waar het grootste deel van de schulden hypotheekschulden zijn. Zolang de vastgoedprijzen er niet ineens storten staat Nederland er eigenlijk beter voor dan België dat de kampioen is van de publieke schulden. Het is het enige land in Europa waar de publieke schuld al 31 keer meer dan 90 procent van het BBP per jaar heeft bedragen.

²⁶² Pollin, Robert and Michael Asch (2013a), "Debt and Growth: A Response to Reinhart and Rogoff", *The New York Times*, April 29.

Asch, Michael and Robert Pollin (2013b), "Supplemental Technical Critique of Reinhart and Rogoff, 'Growth in a Time of Debt' ", *Political Economic Research Institute Massachusetts University Amherst*, April 29, pp. 1-7, URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/PERI_TechnicalAppendix_April2013.pdf.

²⁶³ Mises, Ludwig von— (1949), *op.cit.*, p. 549.

Tabel 16: Hoeveel procent van het nationaal inkomen een land jaarlijks zou moeten afhouden om zijn totale schuld op 30 jaar tijd te kwijten bij een nominale rente van 3 %

	<i>Totale Schuld/BBP</i>	<i>BBP</i>	<i>Totale Schuld</i>	<i>Jaarlijkse aflossing</i>	<i>Netto nat. inkomen</i>	<i>Jaarlijkse aflossing in % nat.inkomen</i>
	%	x mld \$	x mld \$	x mld \$	x mld \$	%
Rusland	85,46	2096,78	1791,91	90,72	1621,59	5,59
Indië	117,13	1876,80	2198,30	111,24	1582,24	7,03
Brazilië	137,35	2245,67	3084,43	156,00	1841,34	8,47
China	160,21	9240,27	14803,84	748,92	6929,87	10,81
Polen	165,05	525,87	867,95	43,92	403,17	10,89
Duitsland	226,79	3730,26	8459,86	428,04	2987,58	14,33
Zuid-Korea	274,12	1304,55	3576,03	180,96	1077,34	16,93
Finland	260,26	267,33	695,75	35,16	207,67	16,93
Noorwegen	284,58	512,58	1458,70	73,80	395,53	18,66
Verenigd Koninkrijk	294,66	2678,45	7892,32	399,24	2095,96	19,05
Frankrijk	315,84	2806,43	8863,83	449,52	2300,25	19,54
Zweden	316,48	569,68	1802,92	91,20	466,26	19,60
Verenigde Staten	334,59*	16768,10	56104,39	2814,48	14061,79	20,02
Denemarken	316,82	335,88	1064,14	53,88	267,95	20,10
Griekenland	323,27	242,23	783,06	39,60	196,04	20,20
Italië	311,98	2149,48	6705,95	339,24	1639,01	20,70
Spanje	331,71	1393,04	4620,85	233,76	1085,25	21,54
België	339,58	524,81	1782,15	90,16	398,96	22,60
Nederland	359,03	853,54	3064,46	155,04	658,49	23,54
Japan	487,52	4919,56	23983,84	1213,44	4853,30	25,00
Portugal	428,43	227,32	973,91	49,32	166,12	29,69
Ierland	496,14	232,08	1151,44	58,32	152,18	38,32

Bron: Cijfers BBP en Netto Nationaal inkomen van de Wereldbank; cijfers over de schuldgraad in de eerste kolom van tabel 9, tenzij (*) voor de Verenigde Staten waar er niet werd gewerkt met de 297,60 % uit tabel 9, wel met recentere cijfers gepubliceerd door de Australische heterodoxe econoom Steve Keen: www.debtinflation.com/blogs.

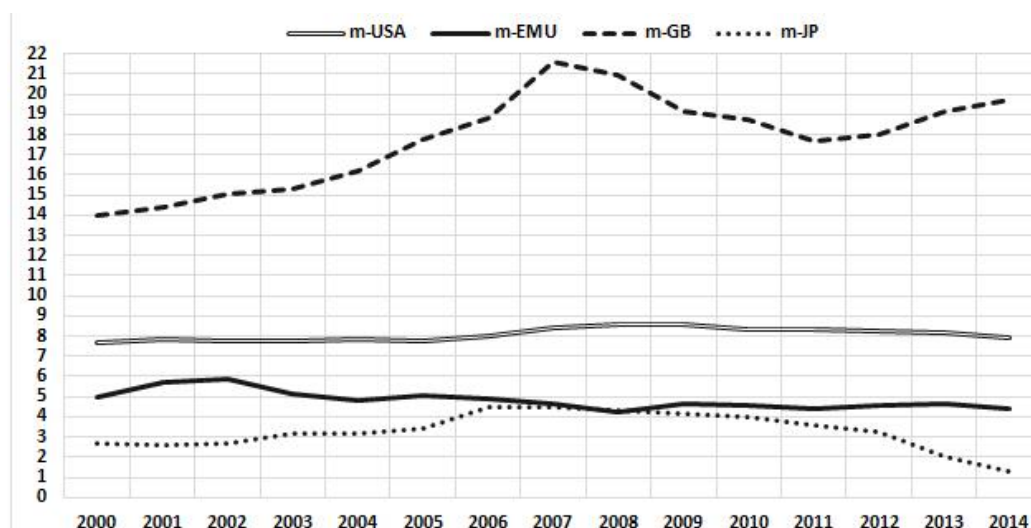
Kwamen landen er vroeger nog toe hun staatsschulden te reduceren, dan zijn die in de meeste landen ondertussen zo hoog opgelopen dat dit schier onmogelijk lijkt geworden. Na de *Great Depression* steeg de Amerikaanse publieke schuld bijvoorbeeld van 31 procent in 1929 naar 76 procent in 1934, om daarna terug te zakken tot 59 procent in 1940. Tijdens de Tweede Wereldoorlog steeg de Amerikaanse staatsschuld tot 118 procent in 1945 om daarna geleidelijk te zakken tot 39 procent in 1979. Vanaf 2002 is de publieke schuld er continu gestegen tot 101 procent in 2014. In Nederland zakte de publieke schuld tussen 1946 en 1977 van 223 procent naar 38 procent. Tijdens de *Petroleumcrisis* liep de staatsschuld er weer op tot boven de 70 procent, wat relatief laag was gezien de rollende rentesneeuwbal bij een two-digit rentevoet. Ook tussen 1995 en 2007 zakte de staatsschuld er van 76 procent naar 46 procent, om daarna op te lopen tot 75 procent in 2014. In België steeg de staatsschuld tijdens en na de *Petroleumcrisis* door de wanpolitiek van de socialistische ministers Roger De Wulf en Guy Mathot (en door de rollende rentesneeuwbal) van 60 procent in 1978 naar 137,8 procent in 1993 om daarna jaar na jaar te dalen tot 86,9 procent in 2007. Vanaf 2008 begon de staatsschuld er weer op te lopen tot 106,5 procent eind februari 2015. In tegenstelling tot bedrijven en particulieren kunnen staten de terugbetaling van hun schulden financieren door het plaatsen van voortdurend nieuwe staatsleningen. Daarbij verkopen ze in feite de staatsschuld aan de burger. Dat loopt natuurlijk fout, zoals in Griekenland gebeurde, als de financiële markten de terugbetalingscapaciteit van een land plots in vraag gaan stellen. Het feit dat de Griekse overheid er jaren lang niet in geslaagd is de verplichte fiscale bijdragen ordentelijk te innen moest inderdaad vroeg of laat leiden tot een grondig wantrouwen in de Griekse economie. Zoiets wordt dan, in een verder stadium, kracht bijgezet door de negatieve ratings van zulke kredietbeoordelaars als Standard & Poor's, Moody's en Fitch die ongecontroleerd hun gang kunnen gaan bij de beoordeling van de schuldpositie van landen. Zijn die oordelen sterk negatief, dan stijgen de rentevoeten op staatsleningen, en kunnen ze oplopen, zoals in Griekenland gebeurde, tot meer dan 25 procent per jaar. Daardoor gaat de rentesneeuwbal aan het rollen en wordt de terugbetaling van de staatsschuld onuitvoerbaar.

Toch wordt er al te veel aandacht besteed aan de hoogte van de publieke schulden en veel te weinig aan de hoogte van de private schulden. Volgens de Australische heterodoxe econoom **Steve Keen** (°1953) – een soort kruising van een post-keynesiaan met een analytisch marxist – komt dat omdat economen een verkeerde kijk hebben op het geld. Daardoor hebben ze onvoldoende oog voor de **geldschepping** door de private banken. Hij verwerpt zowel de kijk van Paul Rosenberg dat geld een ruilmiddel als een ander is, als die van Paul Krugman dat geld economisch neutraal is, maar steunt

zich op de visie van de Italiaanse econoom Augusto Graziani²⁶⁴ (1933-2014). Hij besluit: "Banks create money by issuing a loan to a borrower: they record the loan as an asset, and the money they deposit in the borrower's account as a liability. This, in one way, is no different to the way the Federal Reserve creates money.(...). In reality it is simply the nature of a monetary economy: money is simply a third party's promise to pay which we accept as full payment in exchange for goods. The two main third parties whose promises we accept are the government and the banks."²⁶⁵

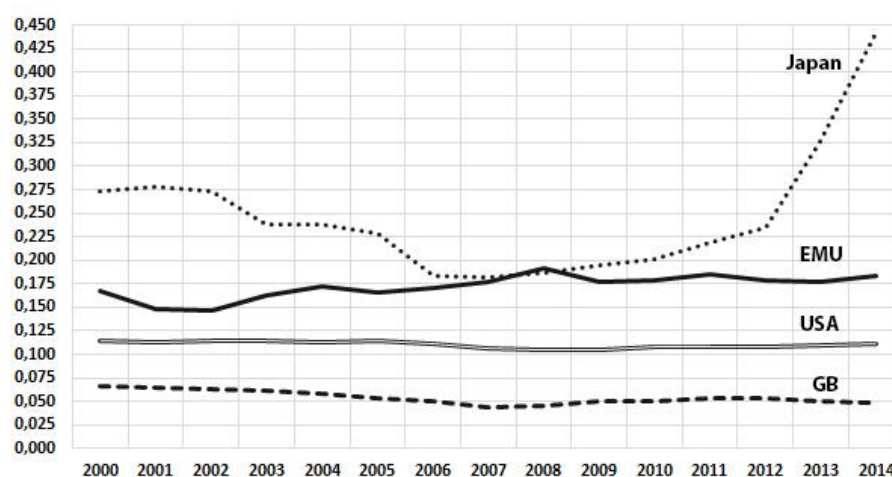
Uiteindelijk zijn excessieve kredieten enkel mogelijk door de geldschepping van zowel centrale banken (door papiergeld bij te drukken) en van private banken door het verstrekken van kredieten aan overheid, bedrijven en consumenten (hypotheekleningen, consumptief krediet, studieleningen, etc.). Daarbij is de geldschepping door private banken ettelijke keren hoger dan die door centrale banken. De verhouding tussen beide soorten geldschepping wordt weergegeven door de **geldmultiplator** (afkorting **m**) die eigenlijk de verhouding is tussen de girale en de chartale geldhoeveelheid (voor deze laatste wordt door mij het symbool M1 gebruikt, M2 voor de Verenigde Staten). De hoogte van de geldmultiplator (zie **figuur 26**) wordt bepaald door de **kasreserve-dekkingscoëfficiënt** (symbool **k**, zie **figuur 27**). Hoe minder ontvangen chartaal geld private banken in kas moeten houden, hoe groter de geldmultiplator zal zijn).

Figuur 26: Geldmultiplator van de vier belangrijkste valuta (2000-2014)



Bemerk dat wanneer iemand bijvoorbeeld 1000 euro in contanten op zijn bankrekening zet er niet aan geldschepping wordt gedaan, omdat het chartaal geld in handen van de banken niet wordt meegeteld in de geldhoeveelheid: hier grijpt enkel een substitutie plaats van chartaal geld in giraal geld. Maar als maar 10 procent ($k = 0,10$) van het ontvangen chartaal geld in kas moet worden gehouden kan een bank er maximaal over n periodes 9000 euro kredieten mee verstrekken (zie hoofdstuk 6). In de praktijk zal dat wel steeds minder zijn, al ware het maar omdat een deel van het geld op zichtrekeningen gebruikt kan worden voor het speculeren in bankderivaten.

Figuur 27: Kasdekkingscoëfficiënt van de private banken (USA, EMU, GB en Japan)



²⁶⁴ Graziani, Augusto (1990), "The theory of the monetary circuit", *Economies and Societies*, **24**, N°6, pp. 7-36.

²⁶⁵ Keen, Steve (2015), "What is Money and How it's Created", URL: <http://www.forbes.com/sites/stevekeen/2015/02/28/what-is-money-and-how-is-it-created/>, February 2, p. 2.

Tabel 17: Geldschepping 4 voornaamste valuta 2000-2014; geldmultiplicator (m) en kasreservedekkingscoëfficiënt van private banken (k); geldhoeveelheden x miljard (\$, €, £, ¥); M0 = papiergeld in circulatie

	VERENIGDE STATEN				EUROPESE MONETAIRE UNIE				VERENIGD KONINKRIJK				JAPAN			
	M0	M2	m	k	M0	M1	m	k	M0	M1	m	k	M0	M1	m	k
2000	563,9	4903,7	7,696	0,115	338,87	2024,4	4,974	0,167	30,69	458,8	13,95	0,0669	67955	247895	2,648	0,274
2001	612,3	5405,7	7,829	0,113	329,29	2221,5	5,746	0,148	32,895	505,9	14,38	0,0650	78442	281997	2,595	0,278
2002	654,8	5740,4	7,767	0,114	358,53	2455,1	5,848	0,146	33,897	544,8	15,07	0,0622	94944	347977	2,665	0,273
2003	690,2	6035,2	7,744	0,114	436,13	2681,1	5,147	0,163	36,606	596,5	15,30	0,0614	107499	451827	3,203	0,238
2004	719,9	6388,4	7,874	0,113	501,26	2904,2	4,794	0,173	39,125	671,9	16,17	0,0582	111977	470911	3,205	0,238
2005	758,8	6654,1	7,769	0,114	565,22	3422,1	5,054	0,165	40,272	756,8	17,79	0,0532	113047	495144	3,380	0,228
2006	783,5	7046,0	7,993	0,111	628,24	3697,9	4,886	0,170	42,203	837,3	18,84	0,0504	90466	495285	4,475	0,183
2007	792,2	7452,4	8,407	0,106	676,62	3839,9	4,675	0,176	45,022	1016,4	21,58	0,0443	90784	498684	4,493	0,182
2008	853,2	8177,0	8,584	0,104	762,77	3990,6	4,232	0,191	46,886	1029,5	20,96	0,0455	92435	493925	4,343	0,187
2009	888,3	8482,4	8,549	0,105	806,41	4550,4	4,643	0,177	52,866	1064,6	19,14	0,0497	97214	498575	4,129	0,195
2010	942	8782,9	8,324	0,107	839,70	4706,6	4,605	0,178	54,807	1082,3	18,75	0,0506	104024	515309	3,954	0,202
2011	1034,5	9635,8	8,314	0,107	888,63	4805,2	4,407	0,185	57,832	1080,4	17,68	0,0535	118020	541403	3,587	0,218
2012	1127,1	10424	8,248	0,108	912,59	5107,5	4,597	0,179	60,621	1150,3	17,98	0,0527	131984	560279	3,245	0,236
2013	1198,3	10985	8,167	0,109	956,18	5391,4	4,638	0,177	63,425	1275,4	19,11	0,0497	193459	592037	2,060	0,327
2014	1299,1	11626	7,949	0,112	1016,5	5519,9	4,430	0,184	66,038	1369,4	19,74	0,0482	267402	605677	1,265	0,441

Bron: M0 en M2 Federal Reserve Board; M0 en M1 ECB, Bank of England en Bank of Japan; m en k volgens formules hoofdstuk 6.

Bovenstaande **tabel 17** is, voor zover mogelijk, gebaseerd op seizoengezuiverde gegevens van de maand december van elk jaar (dus niet op niet-seizoengezuiverde twaalfmaandelijke gegevens van de ECB als in **figuur 17** en **tabel 15** van hoofdstuk 6). Daaruit blijkt dat de geldmultiplicator het hoogst is in het Verenigd Koninkrijk, schommelend tussen 13,95 en 21,58 omdat de kasreservedekkingscoëfficiënt er blijkbaar schommelt tussen 6,69 procent en 4,43 procent. In de Verenigde Staten, waar M1 anders wordt berekend dan in de eurozone, zodat het wenselijk was er met gegevens voor M2 te werken, schommelt de seizoengezuiverde geldmultiplicator tussen 7,70 en 8,25 bij een kasreservedekkingscoëfficiënt van tussen 11,5 en 10,8 procent. Binnen de EMU schommelt de seizoengezuiverde geldmultiplicator tussen 4,23 en 5,85 bij een kasreservedekkingscoëfficiënt tussen de 19,1 en 14,6 procent. In Japan, dat eigenlijk al minstens sinds 1998 worstelt met een monetaire crisis steeg de geldmultiplicator tussen 2000 en 2007 van 2,65 tot 4,49 om daarna jaar na jaar te dalen tot 1,27 in 2014. Een omgekeerde beweging maakte de kasreservedekkingscoëfficiënt er van 18,2 tot 44,1 procent.

Een van oudsher beproefde methode, in crisistijd de rentevoet drastisch te laten dalen, om zo de investeringen aan te wakkeren en nieuwe arbeidsplaatsen te scheppen, is een **verstorven medicijn** dat zeker nu niet langer werkt. *Primo* is er geen enkele garantie dat nieuwe geïnduceerde investeringen nog langer arbeidscheppend zullen zijn, zeker niet in landen die worstelen met een significante verslechtering van hun concurrentiepositie op de wereldmarkt. Daar zal met quasi zekerheid worden gekozen voor *substitutie-investeringen* waarbij de input van menselijke energie in het productieproces zal worden vervangen door een verhoogde input van machinale energie (onder meer door automatisering en robotisering). *Secundo* bestrijdt men geen crisis die het gevolg is van excessieve kredietverlening door nog meer kredieten te verstrekken. In die zin is de 1.140 miljard **bazooka van Mario Draghi** en de ECB veeleer een blunder die doet denken aan een laatste wanhoopspoging van Europa nadat het verlagen van de basisrentevoet tot een historisch minimum over de hele lijn heeft gefaald. Dit soort maatregel zal, indien men zich baseert op de theorie van de Oosterrijkse School crisisverergend werken in plaats van crisisbestrijdend. Enkel banken worden er beter van, de economie in zijn geheel dus niet.

In een normale wereld zou een fenomeen als de huidige *Grote Recessie* altijd een einde hebben gemaakt aan één van de grootste fabels uit de economische theorie, namelijk dat er zoiets bestaat als efficiënte financiële markten, een idee dat in de jaren 1970 werd gelanceerd door de Amerikaanse econoom en latere Nobelprijswinnaar Eugene F. Fama (°1939).²⁶⁶ Die theorie,

²⁶⁶ Fama, Eugene F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, **25**, N°2, pp. 383-417.

die tegen beter weten in ontkent dat de kapitalistische economie groeit boven een pad vol "bubbles", wordt uit loutere politieke vooringenomenheid tot op vandaag overeind gehouden door allerlei conservatieve economen die er in geslaagd zijn het te verheffen tot een paradigma van de burgerlijke economie. Economie is door het politieke gekibbel tussen allerlei economen, de wetenschap onwaardig, dus nooit een normale wereld geworden.

De **efficiënte financiële markthypothese** van de neo(neo)klassieke economie steunt op de hypothese dat "*an efficient financial market is one in which prices always fully reflect available information*" zodat banken te allen tijde de drie risico's – *credit risk*, *market risk* en *account risk* – onder controle hebben. Daarbij gaat men ervan uit dat de **efficiency of the interbank netwerk** niet in twijfel kan worden getroffen. Fama stelt dat er drie soorten marktefficiëntie bestaan waaraan niet kan worden getwijfeld: (1) *strong-form efficiency*, (2) *semi-strong-form efficiency* en (3) *weak efficiency*. Het marktevenwicht is volgens hem het beste bewijs hoe efficiënt de financiële markten zijn. Financiële historici als Charles P. Kindleberger (1910-2003), Edward Chancellor (°1962) en de economen Peter M. Garber (°1947) en Robert P. Flood, jr. (°1949), gooiden nog vóór de bankencrisis van 2008 een waslijst van empirische weerleggingen op tafel die klaar en helder aantoonde dat de efficiënte markthypothese van de neoliberale economen een grove idealisering was.²⁶⁷ Allerlei golven van onverklaarbare speculatie die al sinds de 17^{de} eeuw werden waargenomen, zijn inderdaad uitgemond in kredietcrises en laten zich hoegenaamd niet verklaren uit "rational expectations" ter beurse zoals Fama en de zijnen mordicus staande hielden. James Tobin gaf in 1984 toe, dat de hypothese dat beurskoersen de weerslag waren van zuiver rationele overwegingen, in hoge mate onbetrouwbaar was.²⁶⁸ Soortgelijke aanvallen op de theorie van Fama werden al in 1979 gelanceerd door Franco Modigliani en Richard Cohn.²⁶⁹ Later, in 1981 volgde nog een heldere weerlegging door het trio William C. Brainard, John B. Shoven en L. Weiss,²⁷⁰ en tussen 1979 en 2000 voegde Robert Shiller er nog vier overtuigende aanvallen aan toe.²⁷¹ Dit liet de Nederlandse econoom Willem H. Buiter in 2003 besluiten: "*Finally; the system of financial market can be efficient in the technical information arbitrage, fundamental valuation and functional senses without possessing what Tobin called Arrow-Debreu full insurance efficiency, that is, without supporting Pareto-efficient economy-wide outcomes. The reason is that real world financial markets interact with labor and goods markets that are inefficient in every sense of the word. This skepticism about the efficiency of financial markets was no doubt among the considerations that led him to advocate a Tobin tax on foreign exchange market turnover.*"²⁷²

Ondertussen was Fama als verstokt liberaal blijven volhouden dat de overheid nooit moest tussenkomen in de financiële markten want dat de *invisible hand* er altijd wel voor zou zorgen dat tijdelijke onbalansen zouden worden bijgestuurd. Hoe werkelijkheidsvreemd die stelling was zou blijken na de bankencrisis van 2008 toen allerlei overheden banken met miljarden moesten rechthouden in het belang van hun klanten. Dit liet de Belgische econoom Paul de Grauwe in 2008 besluiten dat *the efficient market paradigm* dringend aan een eerste klas begrafenis toe was. De Grauwe schrijft: "*The paradigm that financial markets are efficient has provided the intellectual backbone for the deregulation of the banking sector since the 1980s, allowing universal banks to be fully involved in financial markets, and investment banks to*

Fama, Eugene F. (1965b), "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, **38**, N°1, pp. 34-105.

²⁶⁷ Kindleberger, Charles P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crisis*, New York, NY: John Wiley and Sons, 5th edition, 2005.

Chancellor, Edward (1999), *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, New York, NY: Farrar, Straus, Giroux.

Garber, Peter M. (2000), *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, MA: MIT Press.

Flood, Robert P. and Peter M. Garber (1994), *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*, Cambridge, MA: MIT Press.

²⁶⁸ Tobin, James (1984), "On the Efficiency of the Financial System", Fred Hirsch Memorial Lecture, New York, *Lloyds Bank Review*, **153**, pp. 1-15.

²⁶⁹ Modigliani, Franco and Richard Cohn (1979), "Inflation, Rational Valuation and the Markets", *Financial Analyst's Journal*, **35**, pp. 24-44.

²⁷⁰ Brainard, William C., John B. Shoven and L. Weiss (1981), "The Financial Valuation of the Return to Capital", *Brooking Papers on Economic Activity*, **2**, pp. 453-502.

²⁷¹ Shiller, Robert (1979), "The Volatility of Long-term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure", *Journal of Political Economy*, **87**, pp. 1190-1219.

Shiller, Robert (1981), "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review*, **71**, pp. 421-436.

Shiller, Robert (1999), "Human Behavior and the Efficiency of Financial Markets", in: Taylor, John B. and Michael Woodford (eds) (1999), *Handbook of Macroeconomics Vol. 1*, New York, NY/Amsterdam: North-Holland Publishing Company, pp. 1305-1340.

Shiller, Robert (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

²⁷² Buiter, Willem H. (2003b), "James Tobin, An Appreciation of his Contribution to Economics", *The Economic Journal*, **113**, N°491, pp. 585-631.

*become involved in traditional banking. There is now overwhelming evidence that financial markets are not efficient. Bubbles and crashes are an endemic feature of financial markets in capitalist countries. Thus, as a result of deregulation, the balance sheets of universal banks became fully exposed to these bubbles and crashes, undermining the stability of the banking system. The Basel approach to stabilise the banking system has as an implicit assumption that financial markets are efficient, allowing us to model the risks universal banks take and to compute the required capital ratios that will minimise this risk. I argue that this approach is unworkable because the risks that matter for universal banks are tail risks, associated with bubbles and crashes. These cannot be quantified. As a result, there is only one way out, and that is to return to narrow banking, a model that emerged after the previous large-scale banking crisis of the 1930s but that was discarded during the 1980s and 1990s under the influence of the efficient market paradigm."*²⁷³

Van de innoverende bankproducten die vooral na 1997 hun weg naar de financiële markten vonden werd, geheel in de lijn van de EMH (*efficient market hypothesis*) gedacht dat ze het risico van de banken zouden verlagen. In werkelijkheid zorgde de verkoop van gebundelde leningen ervoor dat banken tegen een versneld tempo over liquiditeiten konden beschikken omdat ze niet langer hoefden te wachten tot de vervaldag van de leningen alvorens te worden uitbetaald. Bij ongewijzigde kasreserveverplichtingen zorgde dit dus voor een significante verhoging van de geldmultiplicator (= kredietmultiplicator). In plaats van het kredietrisico van de banken te verlagen resulteerde dit in een verhoging van hun kredietrisico omdat de nieuwe vorm van geldschepping ontsnapte aan controle door de centrale banken. De verhoopte **risk shifting** eindigde dus in een fiasco. Of met de woorden van De Grauwe: *"The efficient market paradigm provided the intellectual backing for the deregulation of financial markets in general and the banking sector in particular. At about the same time financial markets experienced a burst of innovations. Financial innovations were allowed to design new financial products. These made it possible to repackage assets into different risk classes and to price these risks differently. It also allowed banks to securitise their loans, i.e. to repackage them in the form of assetbacked securities (ABSs) and to sell these in the market. This led to the belief, very much inspired by the optimism of the efficient market paradigm, that securitisation and the development of complex financial products would lead to a better spread of risk over many more people, thereby reducing systemic risk and the need to supervise and regulate financial markets. A new era of free and unencumbered progress would be set in motion. An important side effect of securitisation was that each time banks sold repackaged loans they obtained liquidity that could be used to extend new loans that later on would be securitised again. This led to a large increase in the credit multiplier. Thus even if the central bank kept tight control of the money base, credit expansion could go on unchecked with the same money base. The banking sector was piling up different layers of credit – one on top of the other – allowing agents to speculate in the asset markets. All this undermined the control central banks had on the expansion of credit in the economy."*²⁷⁴

Aan minstens drie van de vier structurele crises van de kapitalistische economie ging telkens een **speculatiegolf** vooraf, maar bij aanvang van de Grote Recessie van 2008 was die, alle proporties in acht genomen, ettelijke keren groter dan bij de Grote Depressie van 1929 of bij de Lange Depressie van 1873. Met de verkoop van innoverende bankderivaten tussen banken onderling ontstond inderdaad een heel nieuwe situatie op de interbancaire markt. Zich steunend op gegevens van ISDA (*International Swaps and Derivates Association, Inc.*) berekende Bloomberg dat tussen 2001 en 2007 de verkoop van credit default swaps tussen banken onderling steeg van 37 miljard dollars tot 38.600 miljard dollars.²⁷⁵ Toen bleek dat heel wat van die CDS's toxisch waren, kort daarna ook bleek dat de verkochte CDO's, CBO's, CLO's al evenzeer toxisch waren was het onderling vertrouwen tussen banken plots helemaal zoek en bleek dat de speculatiegolf die de Grote Recessie (mede) veroorzaakte **systemisch** was. Daaruit trok Axel Leijonhufvud in 2009 de conclusie dat de EMH enkel stand hield zolang de **interbancaire markt** niet "frozen" of "unthawed" was.²⁷⁶ Onder dergelijke omstandigheden was de crisis van 2008 eigenlijk voorspelbaar en toch bleef het aantal bekende economen dat duidelijk waarschuwde voor een aankomende langdurige crisis bij mijn weten beperkt tot

²⁷³273 Grauwe, Paul de— (2008b), "The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies", *CEPS, Centre for European Policy Studies*, **178**, pp. 1-11 ad p. 1.

²⁷⁴274 Grauwe, Paul de— (2008b), *art.cit.*, p. 2.

²⁷⁵275 Nicholas, Katrina and Abigail Moses (2009), "Credit Swaps Market Cut to \$ 38 trillion, ISDA Says (Update 2), April 22. URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?sid=a4AtVMqawawtc&pid=newsarchive>.

²⁷⁶276 Leijonhufvud, Axel (2009b), *art.cit.*, p. 3.

Maurice Allais in Frankrijk, en Joseph Stiglitz, Ron Paul en Peter Schiff in de Verenigde Staten. Over die "voorspelbare crisis" schreef Stiglitz op de eerste bladzijde van zijn boek *Freefall* (2010): "*The only surprise about the economic crisis of 2008 was that it came as a surprise for so many. For a few observers it was a textbook case that was not only predictable, but also predicted. A deregulated market awash in liquidity and low interest rates, a global real estate bubble, and skyrocketing lending were a toxic combination. Add in the U.S. fiscal and trade deficit and the corresponding accumulation in China of huge reserve dollars – an unbalanced global economy – and it was clear that things were horribly awry.*"²⁷⁷

Over de huidige crisis werd herhaaldelijk geschreven dat ze veroorzaakt werd door de graaicultuur van bankiers die te weinig oog hadden voor risico-aversie en die zich lieten leiden door *greed* (= hebzucht). Daarbij duikt dan spontaan het beeld op van William Gecko, een personage dat de Amerikaanse filmregisseur W. Oliver Stone (°1946) opvoerde in zijn film *Wall Street* van 1987 en in het vervolg daarop van 2010. Hiervoor stonden de veroordeelde Amerikaanse beurspeculant Ivan Boesky (°1937) en de Amerikaanse *risk trader* en *corporate raider* Carl C. Icahn (°1936) allicht model. Ethische restricties zijn Gecko zo goed als vreemd en worden weggeveegd door geldhonger. Onvergetelijk in de filmgeschiedenis blijft zijn toespraak "greed is good": "*The point is, ladies and gentleman, that 'greed' – for lack of a better word – is good. Greed is right. Greed works. Greed clarifies, cuts through, and captures the essence of the evolutionary spirit. Greed, in all of its forms – greed for life, for money, for love, knowledge – has marked the upward surge of mankind. And greed – you mark my words – will not only save Teldar Paper, but that other malfunctioning corporation called the USA.*" In haar boek *Greed, Lust and Gender* van 2009 zal de Amerikaanse econome en overtuigde feministe **Nancy Folbre** (°1952) het fenomeen "hebzucht", dat ook zij aanziet als oorzaak van de huidige crisis, analyseren om te besluiten dat zoiets wel wordt aanvaard van mannen maar niet van vrouwen. Daarom spreekt ze van *patriarchaal kapitalisme*.²⁷⁸

Mij lijkt het bijzonder kort door de bocht de huidige crisis doodgewoon toe te schrijven aan een veralgemeende karaktereigenschap van bankiers. Het is veeleer een begeleidingsverschijnsel, maar kan onmogelijk *oorzaak* van de crisis zijn. De werkelijke oorzaken houden verband met (1) de abnormale geldschepping waartoe het verhandelen van gestructureerde kredieten heeft geleid, (2) met de reeks verkeerde beleggingen waartoe dit heeft geleid, (3) met de toenemende onbalansen op de wereldmarkt sinds China er de grootste speler is geworden en (4) met de gevolgen van de toenemende monopoliegraad die geleid heeft tot een relatief verlaagd aanbod van werkgelegenheid (zie vergelijking 38 in hoofdstuk 4) en tot een achterop hinken van de private koopkracht op de productie. Ook zonder hebzucht van een reeks bankiers zou de crisis zijn ontstaan, dus kan *greed* nooit de ware oorzaak zijn geweest. Paul de Grauwe vat het als volgt samen: "*The paradigm that financial markets are efficient has provided the intellectual backbone for the deregulation of the banking sector since the 1980s. Deregulation has made it possible for traditional banks to become universal banks and be fully involved in financial markets. As a result, these universal banks combine the activities of both traditional banks and investment banks. In addition, the total absence of regulation of investment banks has made it possible for these institutions to move in the direction of commercial banking, in the sense that they become institutions that, like traditional banks, fund their long-term assets by short-term liabilities. This double movement, i.e. commercial banks moving into investment bank territory and investment banks moving into commercial bank territory has led to a situation whereby both the universal banks and the investment banks build up a lethal combination of credit and liquidity risks. There is now overwhelming evidence that financial markets are not efficient. Bubbles and crashes are an endemic feature of financial markets in capitalist countries. Thus, as a result of deregulation, the balance sheets of universal banks became fully exposed to these bubbles and crashes. As a result, banks, which by their very nature are subject to liquidity risks, added large amounts of credit risks to their balance sheets; an explosive cocktail. Investment banks that traditionally take on a lot of credit risk (exposed as they are to the vagaries of financial markets) added the liquidity risks typically reserved to traditional banks to their balance sheets. The Basel approach to stabilize the banking system has as an implicit assumption that financial markets are efficient, allowing us to model the risks banks take and to compute the required capital ratios that will minimize this risk. We argue that this approach is unworkable because the risks that matter for banks are tail risks, associated with bubbles and crashes. These cannot be quantified. As a result, there is only one*

²⁷⁷ Stiglitz, Joseph E. (2010a), *Freefall: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company, p. 1.

²⁷⁸ Folbre, Nancy (2009), *Greed, Lust and Gender: A History of Economic Ideas*, Oxford: Oxford University Press.

way out, and that is to return to narrow banking, a model that emerged after the previous large-scale banking crisis of the 1930s but that was discarded during the 1980s and 1990s under the influence of the efficient market paradigm. Application of this model will lead to a situation whereby the activities of commercial and investment banks are strictly separated."

4.3. Structurele crisis door te lage schaaelasticiteit

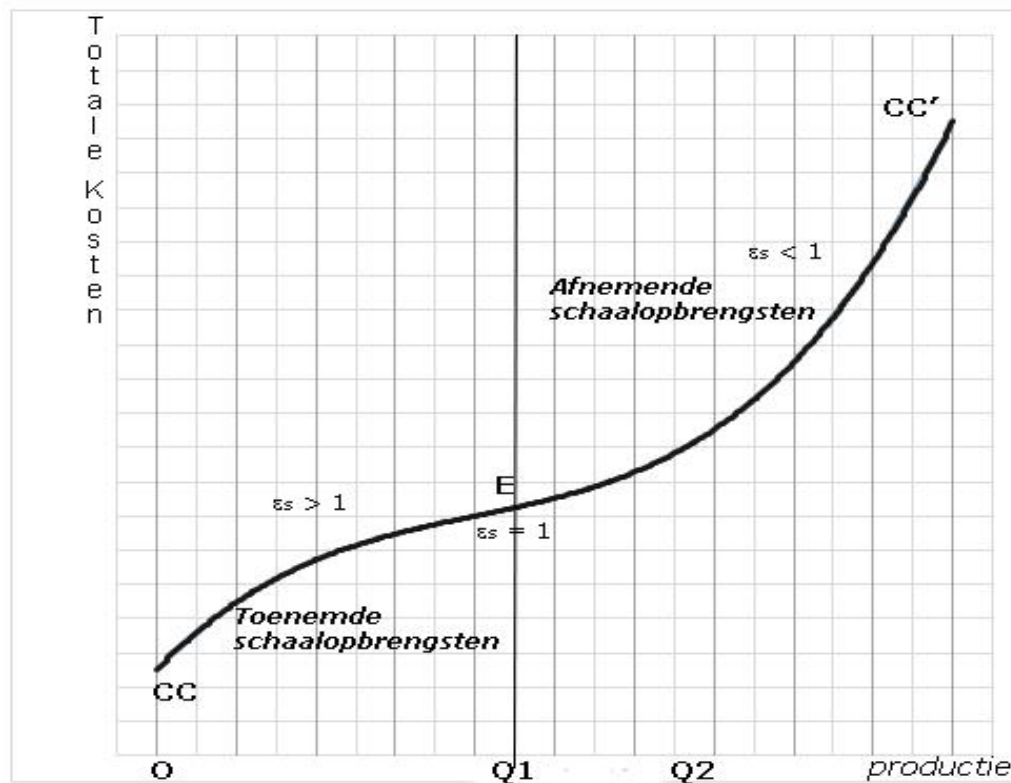
Langdurige structurele crises kunnen ook heel andere oorzaken hebben dan een langdurige of kortstondige kredietverstrekking. Zo is het onduidelijk of de langdurige kredietverstrekking die vooraf ging aan de *Petroleumcrisis* van 1973-1985/88 al dan niet een bepalende rol heeft gespeeld, dan wel de ongezonde kostenstructuur van de meeste westerse economieën die ontstond ten gevolge van een reeks *mergers* in de jaren 1960 die geleid hebben tot een aanzienlijke schaalvergroting van vooral de Amerikaanse en de West-Europese economie. Het zijn de marxistische economen Paul A. Baran en Paul M. Sweezy die in 1966 in hun *Monopoly Capital* de nadelige resultaten van de voortdurende schaalvergroting hebben gewezen. Tot nog toe werd de weerslag van schaalvergroting van bedrijven enkel bestudeerd door de micro-economie die het begrip **schaalelasticiteit** invoerde en het verbond met (1) het verloop van de totale kostenfunctie (als weergegeven op het bovenste deel van **figuur 15** in hoofdstuk 4, en nog eens apart in **figuur 28** hieronder) en met (2) de neoklassieke productiefunctie.

De schaaelasticiteit (symbool ε_s) drukt de verhouding tussen een wijziging van de productie en een wijziging in de input van de productiefactoren (menselijke energie eH en gekapitaliseerde energie eC) uit in een cijfer. gerealiseerd Stijgt de input van de productiefactoren met λ procent en stijgt de productie daardoor met meer dan λ procent dan is $\varepsilon_s > 1$ en worden *increasing returns of scale* (toenemende schaalmeeropbrengsten) gerealiseerd. Bij ongewijzigde lonen en prijzen impliceert dit dat de productiekosten degressief stijgen en heeft het bedrijf een gunstige kostenstructuur. Dit is het geval voor iedere geproduceerde hoeveelheid die kleiner is dan OQ1 in bijgevoegde grafiek. Stijgt de input van de productiefactoren met λ procent en stijgt de productie daardoor ook met λ procent dan is $\varepsilon_s = 1$ en worden *constant returns of scale* (constante schaalmeeropbrengsten) gerealiseerd. Dit is het geval als de productie exact gelijk is aan OQ1, dus waar het buigpunt E van de totale kostenfunctie wordt bereikt. Stijgt de input van de productiefactoren met λ procent en stijgt de productie daardoor met minder dan λ procent dan is $\varepsilon_s < 1$ en worden *decreasing returns of scale* (afnemende schaalmeeropbrengsten) gerealiseerd. Bij ongewijzigde lonen en prijzen betekent dit dat de winsten relatief zullen dalen, ook al zou men de hele geproduceerde hoeveelheid kunnen slijten. Bedrijven die produceren met een schaaelasticiteit lager dan 1 worstelen met een ongunstige kostenstructuur. Eens de geproduceerde hoeveelheid groter is dan OQ1, bijvoorbeeld OQ2, blijven de productiekosten progressief stijgen.

Het micro-economisch begrip schaaelasticiteit kan ook in macro-economische zin worden gebruikt, ten minste toch als men werkt met een correcte productiefunctie en niet met de neoklassieke productiefunctie $X = f(L, K)$. Anders vervalt men in een cirkelredenering waarvoor Knut Wicksell en in zijn spoor Joan Robinson & Co al waarschuwen tijdens de Cambridge-Cambridge controverse (zie hoofdstuk 4 van deel II en voetnoot 57 van deel II).

Aangezien alle productie ten koste gaat van input van energie – menselijke energie eH en gekapitaliseerde energie eC – kan men de productiefunctie herschrijven als $X = f(eH, eC)$. Daarbij is X gelijk aan het volume van de nationale output (volume van de turnover), is eH de input van menselijke energie (uitgedrukt in de tewerkstelling maal het gemiddeld energieverbruik per uur uitgedrukt in steenkoolequivalent) en is eC de input van gekapitaliseerde energie (het primaire productieve energieverbruik van de economie, weer uitgedrukt in steenkoolequivalent).

- Constante schaalmeeropbrengsten gelden als $f(\lambda eH, \lambda eC) = \lambda f(eH, eC)$ voor $\lambda > 0$;
- Toenemende schaalmeeropbrengsten impliceert dat $f(\lambda eH, \lambda eC) > \lambda f(eH, eC)$ voor $\lambda > 1$;
- Afnemende schaalmeeropbrengsten impliceert dat $f(\lambda eH, \lambda eC) < \lambda f(eH, eC)$ voor $\lambda < 1$.
- Aangezien alle productie ten koste gaat van input van energie – menselijke energie eH en gekapitaliseerde energie eC – kan men de productiefunctie herschrijven als $X = f(eH, eC)$. Daarbij is X gelijk aan het volume van de nationale output (volume van de turnover), is eH de input van menselijke energie (uitgedrukt in de tewerkstelling maal het gemiddeld energieverbruik per uur uitgedrukt in steenkoolequivalent) en is eC de input van gekapitaliseerde energie (het primaire productieve energieverbruik van de economie, weer uitgedrukt in steenkoolequivalent).

Figuur 28: Nogmaals, kostenverloop en productie

Werkt men met een logaritmische productiefunctie van het type $X = k \cdot eH^{a/G} \cdot eC^b$ waarbij G staat voor de gemiddelde grootte van de bedrijfswereld, uitgedrukt in welk procent van de werkzame beroepsbevolking is tewerkgesteld in bedrijven met meer dan 500 werknemers, dan weet men dat de exponenten resp. de elasticiteit van de input van menselijke energie is en de elasticiteit van de input van gekapitaliseerde energie is, waarbij:

$$- \quad \varepsilon eH = (\partial eH / \partial X) \cdot (X / eH) = a/G \quad [1]$$

$$- \quad \varepsilon eC = (\partial eC / \partial X) \cdot (X / eC) = b \quad [2]$$

en dan is de schaaelasticiteit van een economie gelijk aan:

$$- \quad \varepsilon s = \varepsilon eH + \varepsilon eC = a/G + b \quad [3]$$

zodat

- als $a/G + b = 1$ er wordt gewerkt met constant schaalmeeropbrengsten;
- als $a/G + b > 1$ er wordt gewerkt met toenemende schaalmeeropbrengsten;
- als $a/G + b < 1$ er wordt gewerkt met afnemende schaalmeeropbrengsten.

Daarbij zijn a en b de regressiecoëfficiënten die men bekomt bij een OLS (*ordinary last squares*) schatting. Het was noodzakelijk de variabele G in te voeren om te beletten dat schaaelasticiteit een constante in de tijd zou blijven.

Bij een empirische controle verdient het aanbeveling met een beter gespecificeerde productiefunctie te werken. Voor de kwantificering van de schaaelasticiteit in 19 verschillende landen heb ik gewerkt met een energetische productiefunctie van het type:

$$X = eH \cdot G^\mu \cdot \exp[a \cdot (\frac{eH}{eC}) + b], \quad [4]$$

wat in gelineariseerde vorm correspondeert met

$$\ln(X / eH) = \mu \cdot \ln G + a \cdot \ln [(eH / eC) / G + b], \quad [5]$$

waarbij μ , a en b de regressiecoëfficiënten zijn (dus constante getallen).

Uit de definitie van de schaaelasticiteit $\varepsilon s = (\partial X / \partial G) \cdot (G / X)$ volgt dan dat

$$\varepsilon_s = \mu - a(eH/eC)/G^2), \text{ waarbij } a < 0$$

[6]

In 1984 heb ik de *gemiddelde* schaaelasticiteit berekend voor 19 verschillende economieën en bekwam ik volgende *gemiddelden* voor de periode 1961-1974 en 1974-1982 als eerder al werd gepubliceerd in tabel 21 van *Libertijnse Breekpunten*.²⁷⁹ Ik publiceer de resultaten van dit onderzoek opnieuw in onderstaande **tabel 18**.

Tabel 18: Jaarlijks gemiddelde wijziging van de koopkracht van de gezinnen en jaarlijkse gemiddelde schaaelasticiteit van de economie

	Periode 1961-1974		Periode 1974-1982	
	<i>gemiddelde stijging koopkracht/jaar</i>	<i>gemiddelde schaalelasticiteit</i>	<i>gemiddelde stijging koopkracht/jaar</i>	<i>gemiddelde schaalelasticiteit</i>
België	+ 3,89 %	1,064	+ 2,41 %	0,967
Nederland	+ 4,69 %	1,079	+ 1,40 %	0,953
Frankrijk	+ 5,24 %	1,088	+ 2,69 %	0,975
Italië	+ 7,67 %	1,098	+ 1,11 %	0,946
Luxemburg	+ 4,66 %	1,079	+ 3,51 %	1,028
Spanje	+ 6,77 %	1,105	+ 2,91 %	0,969
Verenigd Koninkrijk	+ 2,72 %	1,048	- 0,02 %	0,917
West-Duitsland	+ 3,91 %	1,068	+ 2,44 %	0,971
Denemarken	+ 4,59 %	1,077	+ 0,78 %	0,937
Finland	+ 4,03 %	1,068	+ 2,26 %	0,962
Noorwegen	+ 4,24 %	1,075	+ 0,98 %	0,942
Zweden	+ 2,68 %	1,041	+ 0,49 %	0,939
Zwitserland	+ 3,64 %	1,055	+ 1,23 %	1,020
Australië	+ 3,20 %	1,053	+ 0,58 %	0,938
Canada	+ 2,51 %	1,047	+ 0,12 %	0,929
Japan	+ 6,14 %	1,091	+ 3,59 %	1,029
Nieuw-Zeeland	+ 6,14 %	1,092	+ 0,97 %	0,941
Turkije	+ 3,56 %	1,056	- 0,43 %	0,929
Verenigde Staten	+ 1,87 %	1,044	- 0,24 %	0,938
<i>gewogen</i>	+ 3,91 %	1,065	+1,01 %	0,952

De *Petroleumcrisis* was een gevolg van de zeer snelle schaalvergroting die de meeste westerse economieën meemaakten tijdens de *golden sixties* toen de monopoliegraad er sterk gestegen was, wat aanleiding gaf tot het continue uitschakelen van concurrenten. Schaalvergroting leidt tot progressief oplopende kosten (het stijgend *surplus* waarover Baran en Sweezy het hadden in hun *Monopoly Capital*).²⁸⁰ In de *Giant Corporation* werd er tijdens de jaren 1960 meer aandacht besteed aan het marktaandeel dan aan de winstmaximalisatie en stegen de kosten voor reclame relations, advertising copy writers, verzekeringsagenten en de overheid profiteerden royaal van de stijgend surplus, waardoor de stijgende schaalmeeropbrengsten verdwenen en moesten omslaan in dalende schaalmeeropbrengsten. Daarbij vergleden de westerse economieën – maar niet in Japan, Luxemburg of Zwitserland – van een eertijds gunstige kostenstructuur in een ongunstige. Schaalvergroting gaat inderdaad gepaard met onvermijdelijk progressief stijgende kosten. Hoe groter de productie wordt, hoe sneller de kosten oplopen, als duidelijk blijkt uit het verloop van de totale kostenfunctie in bovenstaande grafiek. Waar de schaaelasticiteit tijdens de *golden sixties* nog duidelijk groter dan 1 was, zakt ze in het begin van de jaren 1970 onder de fatale 1.

Toen ik in 1972 in *De Nieuwe* aankondigde dat de kapitalistische economie op weg was naar een langdurige economische crisis werd dit op ongeloof onthaald. Later werd er beweerd dat mijn voorspelling een toevalstreffer was omdat ik werkte met een energetische productiefunctie en omdat de verviervoudiging van de prijs van de ruwe aardolie eind 1973 de economie parten had gespeeld. Dat is natuurlijk onzin: hoe kon ik in 1972 weten dat de OPEC de prijs van de ruwe aardolie zou verviervoudigen? Mijn stelling is dus dat ook zonder die prijsverhoging de *Petroleumcrisis* niet had

²⁷⁹ Rossem, Jean Pierre van— (1992), *op.cit.*, p. 203. Bepaald grappig is dat ik de tabel plus de nodige uitleg had geschonken aan een oud-student sociologie van mij die het opnam in zijn licentiaatsverhandeling verdedigd bij prof.dr. Van Parijs, maar dat die de scriptie afkeurde als ... oninteressant.

²⁸⁰ Baran, Paul A. and Paul M. Sweezy (1966), *op.cit.*, pp. 62-86 en pp. 370-374.

kunnen vermeden worden. En natuurlijk heeft die prijsverhoging van de ruwe aardolie er achteraf voor gezorgd dat de crisis langer zou duren. Economen hadden er na 1973 alle moeite ter wereld mee om te verklaren hoe de prijzen konden blijven stijgen ondanks een toenemende overproductie. Friedman en de School van Chicago meenden de oplossing te hebben gevonden in een herinterpretatie van de Phillips curve (zie hoofdstuk 4). Die verklaring doet op zijn minst geforceerd aan, terwijl ze zo voor de hand lag. De stijgende monopoliegraad en de stijgende loonkosten per uur hebben ervoor gezorgd dat de werkgelegenheid, geheel conform met vergelijking 38 in hoofdstuk 4, op een gegeven ogenblik moest dalen (of stagneren) bij een steeds groter wordende productie. In België bijvoorbeeld groeide het BNP van 1970 tot 1974 nog met gemiddeld **5,08 procent** per jaar²⁸¹ terwijl de werkloosheid er opliep van 71.300 in 1970 tot 177.400 in 1975.²⁸² De werkgelegenheid steeg er wel van 3.651.000 in 1970 tot 3.787.500 in 1974,²⁸³ maar dat is gemiddeld slechts met **0,92 procent** per jaar zodat de private koopkracht opeens onvoldoende steeg om de hele productie op te nemen.

Eens bedrijven moeten werken met een schaaelasticiteit die steeds verder wegzakt onder de 1, dreigen hun winsten weg te smelten, tenzij zij er in slagen de prijzen van hun waarden minstens meer op te trekken dan de prijzen voor de menselijke energie en de gekapitaliseerde (machinale) energie. Zou de schaaelasticiteit bijvoorbeeld 0,9 zijn dan betekent dit dat aan toename van de input van productiefactoren met 10 procent maar leidt tot een verhoging van de productie met 9 procent, waardoor de winst – zelfs al zou men de hele productie kunnen slijten op én de binnenlandse markt én de wereldmarkt – een flinke knauw krijgt. De totale winst PRT is immers gelijk aan:

$$PRT = p \cdot X - pH \cdot eH - pC \cdot eC - \alpha \cdot X - VK = (p - \alpha) \cdot X - pH \cdot eH - pC \cdot eC - VK \quad [7]$$

waarbij

- p = algemeen prijspeil
- pH = de prijs per ske menselijke energie
- pC = de prijs per ske gekapitaliseerde energie
- $\alpha \cdot X$ = de niet energiegebonden overige kosten met uitzondering van de vaste kosten VK .

Bij een schaaelasticiteit van 0,9 wordt dat dus:

$$PRT = 0,9 \cdot (p - \alpha) \cdot X - pH \cdot eH - pC \cdot eC - VK. \quad [8]$$

Gaat men ervan uit dat de bedrijfswereld op de korte termijn geen controle heeft over pH en pC dan zakken de winsten met 10 procent, tenzij men het algemeen prijspeil kan optrekken met $10/9 = 11,11$ procent. Pas dan blijft de winst constant, dit alles onder voorwaarde dat de geproduceerde hoeveelheid X integraal kan worden afgezet. Net dit laatste wordt echter een probleem omdat de stijgende monopoliegraad de werkgelegenheid onvoldoende deed stijgen en de private koopkracht te kort schiet om de productie op te nemen. De dalende schaaelasticiteit, bij onvoldoende toegenomen werkgelegenheid, zorgt er dus voor dat de exportquote zal moeten stijgen, of nog dat de nationale economie steeds afhankelijker wordt van de wereldmarkt. En vermits er op de wereldmarkt geconcurrereerd wordt op basis van loonkosten en productiviteit, zal de dalende schaaelasticiteit, bij stijgende prijzen, ervoor zorgen dat de input van menselijke energie (die relatief goedkoper is dan de gekapitaliseerde energie) zal worden vervangen door een hogere input van gekapitaliseerde energie (die duurder geworden is door de forse stijging van de prijs van de ruwe aardolie). Hierdoor komt de economie van een land terecht in een reeks negatieve spiralen. Terwijl alles duurder wordt (de hoge inflatie die een gevolg is van de gedaalde schaaelasticiteit) zullen kapitaalintensieve investeringen (bij fors gestegen rentevoeten, zelf een gevolg van de gestegen inflatie) steeds meer arbeidskracht uit de markt stoten, waardoor de private koopkracht gaat dalen en een economie nog meer afhankelijk wordt van de wereldmarkt. Er zal dus een nieuw rondje kapitaalintensieve investeringen volgen met nog meer werkloosheid, nog minder private koopkracht, en nog meer concurrentie ter verovering van de wereldmarkt.

Het is overduidelijk dat het grootste deel van die kapitaalintensieve investeringen – op het eigenste ogenblik dat de bezettingsgraad van het kapitaal laag is – **misinvesteringen** zijn, in de betekenis die Mises aan dat begrip gaf. Een ander gevolg van de gedaalde schaaelasticiteit is dat overal waar die onder de 1 zakte de staatsschulden zullen moeten stijgen. De gestegen inflatie resulteert immers in gestegen rentevoeten waardoor de rentesnieuwbal overal begint te rollen. In Nederland stijgt de bruto staatsschuld tussen 1975 en 1991 van 41,3 procent van het BNP naar 79,8 procent; in België van 60,7 procent naar 136,4 procent; in de Verenigde Staten van 42,8 procent naar 58,5 procent;

²⁸¹ Rossem, Jean Pierre van — (1992), *op.cit.*, p. 187, tabel 18 (gemiddelde voor 1970 tot en met 1974).

²⁸² *Ibidem*, p. 177, tabel 14.

²⁸³ *Ibidem*, p. 182, tabel 16.

in de BDR van 25,0 procent naar 43,9 procent; in Italië van 57,9 procent naar 103,8 procent; in Spanje van 13,4 procent naar 43,3 procent; in Griekenland van 22,4 naar 85,7 procent; in Ierland van 64,3 naar 113 procent; in Canada van 43,3 naar 71,8 procent.²⁸⁴

Die stijging werd nog in de hand gewerkt door allerlei overheden die pogingen ondernamen de *Petroleumcrisis* te keren door in Keynesiaanse zin aan *deficit spending* te doen. Zoals ik in 1977 uitlegde in mijn tiendelige serie *De kop en de staart van de crisis* in het weekblad *Knack* kwam dit neer op het blussen van de brand met petroleum.²⁸⁵ Het was duidelijk dat noch de economen, noch de overheid, de essentie van de *Petroleumcrisis* snapten, omdat ze niet in de gaten hadden wat de rol van de gedaalde schaaelasticiteit was. Door voortdurend nieuwe subsidies toe te stoppen aan het bedrijfsleven – wat enkel in Australië en het Verenigd Koninkrijk niet werd gedaan – financierde de overheid in werkelijkheid de toename van de werkloosheid en een verergering van de crisis.

Het was van meetaf duidelijk dat de *Petroleumcrisis* een langdurige crisis moest worden, omdat er geen andere oplossingen waren dan de zieke economieën te laten uitzielen. Er moest worden gewacht tot een voldoende aantal *Gigant Corporations* die tijdens de *golden sixties* ontstonden, en die werkten met een compleet verouderde technologie en met afnemende schaalmeeropbrengsten over de kop gingen alvorens de schaaelasticiteit van de economie als geheel weer kon worden opgetrokken tot boven de 1. In de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk – die voorstander waren van *supply economics* en zo de werkgelegenheid wisten te handhaven zonder zichzelf te verliezen in eindeloze spiralen van misinvesteringen – duurde de uitzieling tien tot twaalf jaar. In België en Nederland minstens vijftien jaar. Dat uitzielen ging gepaard met een daling van *G*, van de bedrijfsgrootte. In 1974 werkte nog 55,11 procent van de werkzame beroepsbevolking in België in bedrijven met meer dan 500 werknemers. In 1990 was dat gezakt tot 51,70 procent.²⁸⁶

Toch was de werkzame beroepsbevolking, ondanks de bevolkingsgroei, er in 1990 niet gestegen en zelfs iets lager dan in 1974: 3.693.500 tewerkgestelden in 1990 tegen 3.787.500 in 1974.²⁸⁷ Het waren dus wel de fossiele *Gigant Corporations* die verdwenen, terwijl het aantal nieuwe jonge bedrijven, werkend met toenemende schaalmeeropbrengsten begon te stijgen. Door het toenemend aantal faillissementen van grote bedrijven werkend met een verouderde technologie kon ook de monopoliegraad zakken waardoor de werkgelegenheid opnieuw kon stijgen. In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk was de schaaelasticiteit in 1984-85 opnieuw groter dan 1; in Nederland vanaf 1987, in België pas vanaf 1989.²⁸⁸ Van de 19 bestudeerde landen bleef België wel achter met de grootste bruto staatsschuld: 136,4 procent van het BNP in 1991, bijna het dubbele van Nederland.

4.4. Structurele crisis versterkt of veroorzaakt door 'global imbalances'

In de wereldeconomie worstelt een aantal grote spelers met een tekort op hun lopende rekening, terwijl andere grote spelers een overschot op hun lopende rekening hebben. Als de som van alle tekorten (*deficit*) verschilt van de som van alle overschotten (*surplus*) spreken economen van **global imbalances** als weergegeven in de IMF figuren 29-1 en 29-2. Als uiteengelegd in hoofdstuk 5 van deel I correspondeert een tekort op de lopende rekening van een land met een situatie waar investeringen groter zijn dan besparingen, en correspondeert een overschot op de lopende rekening met besparingen die groter zijn dan de investeringen. Tot de snelle expansie van de Chinese economie, die midden de jaren 1990, begon schonk de economische wetenschap eerder weinig aandacht aan de *global imbalances* – tenzij bij valutaoorlogen – maar ondertussen is het een belangrijk hoofdstuk geworden in de macro-economie als blijkt uit het werk van onder meer Willem H. Buiter, Olivier Blanchard, Thomas I. Palley (°1956), en zoveel anderen.²⁸⁹

²⁸⁴ Claeys, J. en H. Famerée (1989), *Het 'Sneeuwbaaleffect' van de Rentelasten op de overheidsschuld*, NBB, Studienota N°4, november.

De door hen gepubliceerde tabel werd voor de jaren 1989-1991 aangevuld met statistieken van de OESO gepubliceerd in december 1991 onder de titel *Perspectives Économiques*.

Rossem, Jean Pierre van— (1992), *op.cit.*, p. 176, tabel 13.

²⁸⁵ Rossem, Jean Pierre van— (1979a), "De kop en de staart van de crisis", *Knack*, nrs. 5-14, 7 februari 1979-4 april 1979.

Rossem, Jean Pierre van— (1979b), *Hoe genezen we onze zieke economie?*, Gent: Uitgeverij Metodika, pp. 66-80 en pp. 144-161.

²⁸⁶ Rossem, Jean Pierre van— (1992), *op.cit.*, pp. 198-199, tabel 19.

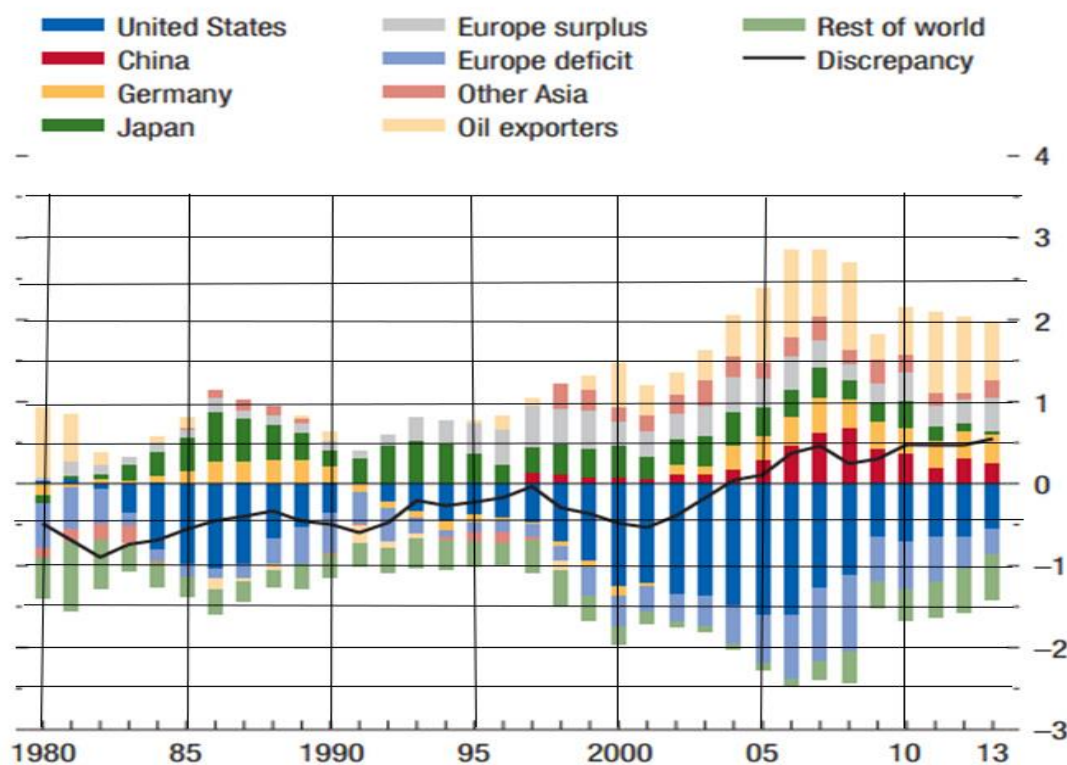
²⁸⁷ *Ibidem*, p. 186, tabel 17.

²⁸⁸ *Ibidem*, p. 202, tabel 20. De voorspelling, p. 206, dat de schaaelasticiteit vanaf 1991 weer zou dalen was verkeerd, omdat er een fout gemaakt was in de evolutie van *G*.

²⁸⁹ Buiter, Willem H. (2007), "Global Imbalances. What Global Imbalances?", *power point presentation*.

Blanchard, Olivier (2009), "Sustaining a Global Recovery," *Finance & Development*, 46, September.

Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti (2009), "Global Imbalances: in Midstream?", IMF, December 22, SPN 09/29.

Figuur 29-1: 'Global Imbalances' in procent van het wereld BBP (1980-2013)

Source: IMF staff calculations.

Note: Oil exporters = Algeria, Angola, Azerbaijan, Bahrain, Bolivia, Brunei Darussalam, Chad, Republic of Congo, Ecuador, Equatorial Guinea, Gabon, Iran, Iraq, Kazakhstan, Kuwait, Libya, Nigeria, Norway, Oman, Qatar, Russia, Saudi Arabia, South Sudan, Timor-Leste, Trinidad and Tobago, Turkmenistan, United Arab Emirates, Venezuela, Yemen; Other Asia = Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, Thailand. European economies (excluding Germany and Norway) are sorted into surplus or deficit each year by the signs (positive or negative, respectively) of their current account balances.

Uit **figuur 29-1** leest men af dat de Verenigde Staten sinds 1983 (met uitzondering voor het jaar 1991) worstelt met een tekort op zijn lopende rekeningen zodat de investeringen er groter zijn dan de besparingen. Tot 1994 werd dit tekort hoofdzakelijk gefinancierd met overschotten op de lopende rekeningen van Japan en van een aantal Europese landen. De structurele crisis in Japan, die duurde van 1986 tot 2003 (zie deel I) leidde er tot een zeer hoge schuldgraad (zie hoofdstuk 2 van deel II) zodat die kapitaalstroom richting Verenigde Staten voortdurend kleiner werd. Van 1997 tot 2006 lopen de tekorten op de Amerikaanse lopende rekening voortdurend verder op, van 0,5 procent van het wereld BNP tot 1,7 procent. Er ontstaan daarbij heel andere kapitaalstromen richting Verenigde Staten, nu hoofdzakelijk komende van de olie-exporterende landen, van China en van een aantal Aziatische economieën, anders dan de Japanse economie. Die nieuwe economieën beleggen steeds grotere bedragen in Amerikaanse Treasury Bills. De Taiwanese econome **Lee-Rong Wang** (°1968) berekende dat China sinds september 2008 de grootste niet-Amerikaanse houder van Treasury Bills is geworden. Tegen het einde van het eerste kwartaal van 2009 was China eigenaar van 767,9 miljard dollar Treasury Bills, wat correspondeert met 7,04 procent van een totaal van 10.900 miljard dollar.²⁹⁰

Palley, Thomas I. (1996), *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution, and the Macro Economy*, Macmillan Press, Paperback.

Palley, Thomas I. (2014), "The Theory of Global Imbalances: Mainstream Economics vs. Structural Keynesianism", *XI International Colloquium held at the Rio Branco Institute of Itamaraty*, May 6-7, 2014.

²⁹⁰ Wang, Lee-Rong (2010), "A Perspective of the U.S. Dollar after the Current Financial Crisis --Lessons from the Fall of the Pound Sterling and the Gold Standard after World War I", *Paper prepared for the Samuel Shieh Memorial Conference at the Chung-Hua Institution for Economic Research, Taipei on July 9, 2009*, p. 19 and p. 19n.

Wang, Lee-Rong (2011a), "A Perspective of the US Dollar after the Current Financial Crisis: Lessons from the Fall of the Pound Sterling and the Gold Standard after World War I" in: Shaw, Diagee and Nih Jane Liu (eds) (2011), *The Impact of the Economic Crisis on East Asia: Policy Responses from Four Economies*, Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar.

Lee-Rong Wang (2011b), "De-Privatization? Case Studies of Government Banks Performance in Developing Countries during Financial Crisis", in: Shaw, Diagee and Nih Jane Liu (eds) (2011), *The Impact of the Economic Crisis on East Asia: Policy Responses from Four Economies*, Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar.

Hierover schrijft ze: "Global imbalances have been one of the important and puzzling policy issues in the international policy arena since 2003. A global imbalance consists of a number of related and remarkable developments primarily in the United States (the U.S. hereinafter) and East Asia, namely, large U.S. current account deficits, large Chinese current account surpluses, a large accumulation of foreign reserves among the Asian countries, low global real interest rates, and the large current account surpluses of oil-producing nations. Such imbalances might be expected to point to substantial dollar depreciation and Chinese currency appreciation."

Steeds meer economen zijn ervan overtuigd dat het chronische tekort op de Amerikaanse lopende rekening, dat een hoogtepunt bereikte in 2006-2007, mede verantwoordelijk is geweest voor de *Grote Recessie*. De te lage Amerikaanse spaarquote (geen 10 procent) en de te hoge Chinese spaarquote (meer dan 20 procent) hebben gezorgd voor een global imbalance die tussen 1996 en 2006-2007 continu is gestegen. Dit ging gepaard met een reeks distorsies die de positie van de Amerikaanse dollar, de voornaamste reservemunt in de wereld, hebben verzwakt. In 2006 bedroeg het tekort op de Amerikaanse lopende rekening volgens het IMF 6,2 procent van het BBP²⁹¹, terwijl de bruto binnenlandse kapitaalvorming 24 procent van het BBP bedroeg.²⁹² Dat impliceerde dat liefst 25,8 procent van de Amerikaanse investeringen moesten worden gefinancierd met buitenlands kapitaal. In 2014 was het deficit op de lopende rekening van de Amerikaanse economie gedaald tot 2,4 procent van het BBP²⁹³, terwijl de bruto binnenlandse kapitaalvorming 20 procent van het BBP²⁹⁴ bedroeg. Hierdoor moest maar 12 procent van de investeringen met buitenlands kapitaal worden gefinancierd. Die verbetering van de situatie was vooral te danken aan het spaarparadox, waardoor de besparingen in crisistijd fel stegen, als blijkt uit onderstaande grafiek.

Figuur 29-2: Evolutie van het spaargeld van de gezinnen in de Verenigde Staten (1960-2015)



De toegenomen besparingen waren een gevolg aan een gebrek aan vertrouwen van de Amerikaanse consument in de eigen economie, waardoor de beter begoede burgers een groter deel van hun inkomen, ondanks de gedaalde rentevoet, parkeerden op spaarrekeningen. Dit heeft uiteindelijk geleid tot een daling van de imbalances, als blijkt uit **figuur 29-3**, overgenomen van het IMF *World Economic Outlook 2015*. Met de voorspellingen van het IMF voor de periode 2015-2020 kan ik moeilijk akkoord gaan. Als het waar is dat de Verenigde Staten tegen 2016 opnieuw op een economische groei van 3,1 procent zal zitten dan zal, bij een hersteld vertrouwen van de consument, ervoor zorgen dat er een inhaalconsumptie van duurzame consumptiegoederen zal worden waargenomen waardoor het volume van de besparingen zal afnemen, terwijl het herstelde vertrouwen zal zorgen voor een toenemend volume van de investeringen, wat het tekort op de lopende rekeningen opnieuw zal doen stijgen. En als de in elkaar gestuikte olieprijsen zich niet zullen herstellen zal voor het financieren van de investeringen vooral moeten gerekend worden op overschotten op de overschotten op de lopende rekening van China en van Duitsland, zeker nu de overschotten op de lopende rekening van Japan vrijwel geheel zijn weggesmolten. Dan komt de dollar, eerste

²⁹¹ IMF (2007), *World Economic Outlook*, op.cit., p.71.

²⁹² World Bank (2014), Gross Capital Formation (% of GDP), URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS?page=1>.

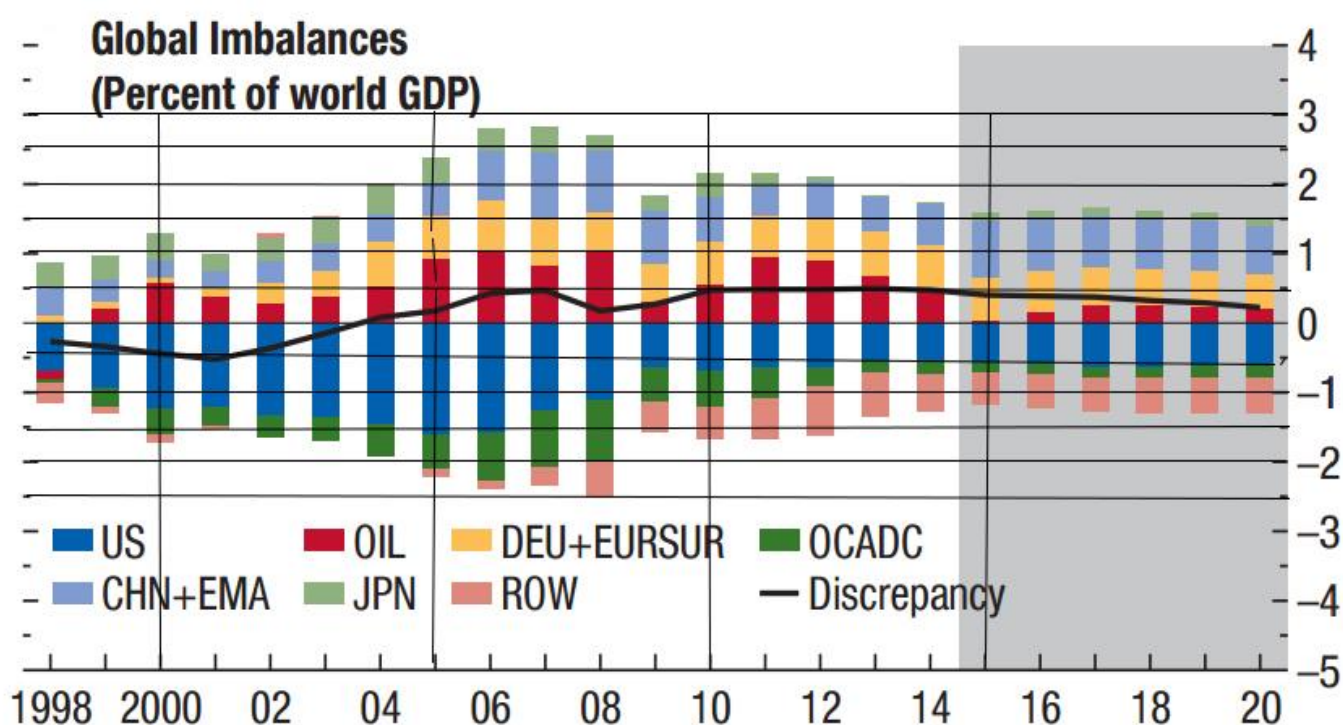
²⁹³ IMF (2015), *World Economic Outlook*, op.cit., p.48.

²⁹⁴ World Bank (2014), Gross Capital Formation (% of GDP), URL: <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS>.

reservemunt in een wereld zonder gereguleerd muntstelsel, onder neerwaartse druk te staan, en zal een monetaire zeepbel onder de wereldeconomie toenemen in plaats van te verdwijnen.

Ondertussen blijft Europa het zwakke been van de wereldeconomie. Daar is de herleving van de economie verre van robuust. De kwantitatieve verruiming die Mario Draghi, aan het hoofd van de ECB, heeft ingezet door in totaal 1.140 miljard euro in te pompen in de financiële wereld, lijkt op een wanhoopspoging nadat het invoeren van historisch lage rentevoeten geen resultaat heeft opgeleverd. Er zijn aanwijzingen dat slechts een deel van de kwantitatieve verruiming zal gebruikt worden voor kredietverstrekking, terwijl een ander deel van de verkregen liquiditeiten, ontvangen voor de verkoop van in portefeuille gehouden staatsobligaties aan de ECB, zal gebruikt worden voor speculeren op de berg bankderivaten met hoge hefboomeffecten. Bovendien is het Griekse probleem daarmee nog steeds niet opgelost, want Griekse banken kunnen niet genieten van de kwantitatieve verruiming van Draghi. De ECB koopt immers geen Grieks overheidspapier op zolang Griekenland geen nieuwe bezuinigingen doorvoert.

Figuur 29-3: 'Global Imbalances' in procent van het wereld BBP (1998-2020)



Bron: IMF World Economic Outlook, April 2015, p. 17. Note: Data labels in the figure use International Organization for Standardization (ISO) country codes. **CHN+EMA** = China and emerging Asia (Hong Kong SAR, Indonesia, Korea, Malaysia, Philippines, Singapore, Taiwan Province of China, Thailand); **DEU+EURSUR** = Germany and other European advanced surplus economies (Austria, Denmark, Luxembourg, Netherlands, Sweden, Switzerland); **OCADC** = other European precrisis current account deficit countries (Greece, Ireland, Italy, Portugal, Spain, United Kingdom, WEO group of emerging and developing Europe); **OIL** = Norway and WEO group of emerging market and developing economy fuel exporters; **ROW** = rest of the world.

Griekenland (zie Appendix II) wordt steeds verder gewurgd door de eisen van de trojka, en dat in een land met bijna 30 procent werklozen, waar de werklozensteun na één jaar volledig verdwijnt. Steeds meer Griekse gezinnen worden hierdoor gedwongen te gaan samenwonen met gepensioneerde ouders. Van die ouders wil de trojka het pensioen verder verlagen, nu van 435 euro per gepensioneerde per maand nog verder daalt. Grexit hangt als een zwaard van Damocles boven de euro. Geen wonder dat de euro in één jaar tijd een kwart van zijn waarde verloor. Zo lang Frankrijk en Duitsland, de grootste schuldeisers van Griekenland, weigeren een deel van hun tegoeden af te schrijven, zal het vertrouwen in de euro niet hersteld worden. Imbalances die gepaard gaan met dit soort distorsies, in een niet gereguleerd internationaal muntstelsel, zorgen ervoor dat een robuust herstel van de Europese economie uitblijft. Voorts zitten alle landen van het westelijk halfrond met tekorten op hun lopende

rekening, wat duidelijk blijkt uit Tabel 2.4 van de IMF *World Economic Outlook* van 2015.²⁹⁵ Dit wettigt op zijn minst de vraag of het economisch herstel van de Verenigde Staten en Canada zo *robuust* is als het IMF graag laat geloven. Het is niet omdat die twee landen het werkloosheidsvraagstuk voorlopig min of meer wisten op te lossen dat de financiële crisis, die de hele wereldeconomie blijft bedreigen opgelost is. Zolang de twee financiële zeepdellen – die van het **no system** muntstelsel en die van het te hoge derivatenrisico – kunnen blijven voortwoekeren koesteren we de illusie dat de *Grote Recessie* welhaast achter de rug ligt.

Het zou verkeerd zijn te denken dat global imbalances enkel de *Grote Recessie* hebben beïnvloed. Ook twee mondiale andere structurele crises zijn beïnvloed geweest door global imbalances. Daarnaast ging ook aan de *Japanse structurele crisis* van 1986-2003, die in deel II buiten beschouwing werd gelaten, een langdurige imbalance aan vooraf (zie hoofdstuk 5 in deel I).

1. Zo werd de *Long Recessie* van 1873 voorafgegaan door ernstige imbalances tussen een aantal Europese landen als Groot-Brittannië, het Duitse Keizerrijk, Frankrijk en Nederland die een overschot van rond de 10 procent op hun lopende rekening hadden, en landen als Argentinië, Australië en Canada die een deficit van 5 procent of meer op hun lopende rekening lieten noteren. Vooral de Britten en de Fransen namen sinds 1870 zware risico's door te investeren in de Argentijnse economie. Was de *Long Recessie* in de Verenigde Staten al grotendeels voorbij vanaf 1879-1880, dan bleef Groot-Brittannië zich voortslepen van de ene recessie na de andere, ook al omdat het de Tweede Industriële Omwenteling grotendeels misliep. In 1890 zou dit de Britten zuur opbreken toen bleek dat de *Barings Bank* in Londen al jaren massaal had geïnvesteerd in de Argentijnse economie, die tijdens de *Long Recessie* plots op apegapen lag. Tussen 1890 en 1891 noteerde Argentinië een negatieve economische groei van liefst 11 procent. Daarmee stond de bank van baron Edward Baring aan de rand van het faillissement. Indien die omviel zou de hele Londense City in de klappen hebben gedeeld. Midden een panieksituatie moesten de Bank van Engeland, de Rothschilds en verschillende Londense banken bijspringen om de Barings Bank van de ondergang te redden.²⁹⁶ De financiële crisis was niet zonder gevolgen voor landen als Brazilië en Uruguay, en in de Verenigde Staten ontstond wantrouwen tegen de City.

2. Ook aan de *Great Depression* gingen global imbalances vooraf. De invoering van de gouden standaard vanaf 1870 had gezorgd voor vrij stabiele wisselkoersen waardoor het volume van de wereldhandel tot aan de vooravond van de Grote Oorlog spectaculair kon stijgen. In 1914 lieten het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten als eersten de gouden standaard los, daarna snel gevolgd door de meeste andere landen. Na de Grote Oorlog duurde het nog tot 1925 alvorens Winston Churchill (op advies van conservatieve economen) de gouden standaard herstelde op het vooroorlogse niveau – dit tot grote ontgoocheling van John Maynard Keynes die vond dat een terugkeer naar de vooroorlogse goudprijs compleet fout zat zodat de meeste valuta overgewaardeerd waren, wat een bedreiging vormde voor het complete muntstelsel. Omdat de overgewaardeerde pound sterling in het hele British Commonwealth werd gebruikt ontstond er aan de vooravond van de Grote Depressie een deflatie in grote delen van de wereld waardoor het vertrouwen in de pound sterling snel daalde, werd de wereldhandel, die gedomineerd werd door het Britse Rijk, (dat instond voor 75 procent van de wereldexport inzake industriële producten)²⁹⁷ plots dooreen geschud. Dit ging gepaard met een onevenwichtige expansie van de kapitaalstromen. Tot die conclusie kwamen in 2003 de Indische econoom **Raghuram G. Rajan** (°1963) en zijn Italiaanse collega **Luigi G. Zingales** (°1963) in een merkwaardige studie.²⁹⁸ Om de expansie van de financiële wereld aan te tonen werken ze met vier ratio's die ze voor 24 landen berekenden:

- de verhouding tussen spaardeposito's van gezinnen en bedrijven en het BBP (tabel 2, p. 14);
- de verhouding tussen de marktwaarde ter beurze van binnenlandse bedrijven en het BBP (tabel 3, p. 15);

²⁹⁵ IMF (2015), *World Economic Outlook*, op.cit., p. 58, Table 2.4. Western Hemisphere Economies.

²⁹⁶ Mitchener, Kris James and Marc D. Weidenier (2006), "The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s", *NBER working paper*, pp. 1-59. URL: http://eml.berkeley.edu/~webfac/eichengreen/e211_fa06/Mitchener.pdf.

²⁹⁷ Mauro, Paolo, Nathan Sussman and Yishay Yafeh (2006), *Emerging Markets and Financial Globalisation: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*. Oxford: Oxford University Press, p. 2.

²⁹⁸ Rajan, Raghuram G. and Luigi G. Zingales (2003a), "The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, **69**, pp. 5-45. URL:

<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/JFEReversal.pdf>.

Rajan, Raghuram G. and Luigi G. Zingales (2003b), *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York, NY: Random House.

- de verhouding tussen het ter beurze nieuw aangebracht kapitaal voor binnenlandse bedrijven en de bruto binnenlandse kapitaalvorming (seizoen gezuiverd, tabel 4, p. 16);
 - aantal ter beurze genoteerde binnenlandse bedrijven per miljoen inwoners (tabel 5, p. 17).
- Hierna cijfers voor de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Japan, Indië, Brazilië, Australië, Duitsland, Frankrijk, Nederland en België.

Tabel 19: Toename van het financieel verkeer tussen 1913 en 1929

	Ratio 1		Ratio 2		Ratio 3		Ratio 4	
	Spaardeposito's/BBP		Beurswaarde bedrijven/BBP		Inbreng beurskapitaal/ bruto kapitaalvorming		Binnenl. bedrijven per mln inwoners	
	1913	1929	1913	1929	1913	1929	1913	1929
Australië	0,37	0,45	0,39	0,50	...	0,13	61,74	76,92
België	0,68	0,48	0,99	1,31	0,23	0,85	108,7	...
Brazilië	0,12	0,16	0,25	...	...	...	12,43	9,85
Duitsland	0,53	0,27	0,44	0,32	0,07	0,17	27,96	19,73
Frankrijk	0,42	0,44	0,78	...	0,14	0,26	13,29	...
Indië	0,04	0,09	0,02	0,07	...	...	0,82	1,81
Japan	0,13	0,22	0,49	1,20	0,08	0,13	7,53	16,65
Nederland	0,22	0,32	0,56	...	0,38	0,61	65,87	95,48
Verenigd Koninkrijk	0,10	2,88	1,09	1,38	0,14	0,35	47,06	...
Verenigde Staten	0,33	0,33	0,39	0,75	0,04	0,38	4,75	9,72

In de jaren 1920 werd de financiële wereld dooreengeschied van zodra de *Pax Britannica* verdwenen was. Meerdere andere auteurs, onder wie de Oekraïner Sergei Z. Moshenski van de Universiteit van Zhitomir,²⁹⁹ zijn landgenoot T.V. Mazylo van de NBU,³⁰⁰ de Litouwer Jusif Seiranov van de Mykolas Romeris Universiteit, de Brit Charles A.E. Goodhart van LSE,³⁰¹ de Italiaan Paolo Mauro van het IMF, de Israëlieten Nathan Sussman en Yishay Yafeh van de Hebreeuwse Universiteit van Jeruzalem, de Italiaan Luigi G. Zingales³⁰² en de Indiër Raghuram G. Rajan van de *University of Chicago Graduate School of Business*, hebben erop gewezen dat de periode 1920-1929 het begin werd van de globalisering van de economie en dat dit met soortgelijke onevenwichten gepaard ging als geconstateerd aan de vooravond van de *Grote Recessie*.

Erg overtuigend is dit evenwel niet omdat (i) de onevenwichten die aan de *Grote Depressie* voorafgingen vooral veroorzaakt werden door de inkrimping van de Duitse economie, die op de Conferentie van Versailles (1919) werd opgezaagd met onmogelijke herstelbetalingen, omdat (ii) de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk toen nog de belangrijkste exportlanden waren met overschotten op hun lopende rekeningen, terwijl ze aan de vooravond van de *Grote Recessie* opgezaagd zaten met grote tekorten op hun lopende rekening, en (iii) omdat, op mogelijks Japan na, geen enkele economie in ontwikkeling toen in de wereldhandel dezelfde verpletterende rol speelde als China in de jaren 1996-2006. Van de *Petroleumcrisis* is niet met zekerheid geweten in welke mate globale onevenwichten er een rol hebben in gespeeld.

5. Bankderivaten en hun risico

Alvorens conclusies te trekken uit bovenstaande analyse met betrekking tot de huidige de structurele crisis, lijkt het niet zonder belang stil te staan bij de rol die de bankderivaten hebben gespeeld het ontstaan van de huidige crisis. Als we bankiers en traders mogen geloven was die rol zo goed als verwaarloosbaar. Zo schrijft *Deutsche Börse Group* in haar brochure over de globale markt van bankderivaten: *"The derivatives market has successfully developed under an effective regulatory regime. All three prerequisites for a well-functioning market – safety, efficiency and innovation – are fulfilled. While there is no need for structural changes in the framework under which OTC players and exchanges operate today, improvements are possible."*

²⁹⁹ Moshensky, Sergei Z. (2012), "Financial Globalization Cycles", URL: http://www.rusnauka.com/10_DN_2012/Economics/4_99899.doc.htm.

³⁰⁰ Mazylo, T.V. and Jusif Seiranov (2013), "Genesis Forms of Regulation of Financial Markets in the Context of Achieving Financial Stability", *Odesa National University Herald*, 19, N°1, pp. 121-129.

³⁰¹ Goodhart, Charles A.E. (2010), "The changing role of central banks", BIS working papers No 326, November 2010.

³⁰² Zingales, Luigi G. (2012), *A Capitalism for the People: Recapturing the Lost Genius of American Prosperity*, New York, NY: Basic Books.

*Particularly in the OTC segment, increasing operating efficiency, market transparency and enhancing counterparty risk mitigation would help the global derivatives market to function even more effectively. (...) Many associate the financial market mostly with the equity market. The financial market is, of course, far broader, encompassing bonds, foreign exchange, real estate, commodities, and numerous other asset classes and financial instruments. A segment of the market has fast become its most important one: derivatives. The derivatives market has seen the highest growth of all financial market segments in recent years. It has become a central contributor to the stability of the financial system and an important factor in the functioning of the real economy. Despite the importance of the derivatives market, few outsiders have a comprehensive perspective on its size, structure, role and segments and on how it works. The derivatives market has recently attracted more attention against the backdrop of the financial crisis, fraud cases and the near failure of some market participants. Although the financial crisis has primarily been caused by structured credit-linked securities that are not derivatives, policy makers and regulators have started to think about strengthening regulation to increase transparency and safety both for derivatives and other financial instruments.*³⁰³

Dit soort propaandataal staat dan wel diametraal tegenover een analyse in *Le Monde* van 16 mei 2009 die concludeerde dat er niet de geringste transparantie, nagenoeg geen controle, en geen centralisatie bestaat van en op bankderivaten. Naar de letter beschouwd, *sensu stricto* dus, zijn gestructureerde kredieten als CDO's, CLO's, MBS, enzovoort, inderdaad geen bankderivaten, maar ze behoren wel tot de innovatie van bankproducten die door Goldman Sachs en Citicorp Group in de jaren 1990 werden gelanceerd. *Sensu lato* behoren ze wel tot de nieuwe bankproducten die aanleiding waren voor de financiële crisis. In tegenstelling tot de bankderivaten *sensu stricto* zijn ze zo goed als oncontroleerbaar en worden ze niet opgenomen in de cijfers die de *Bank for International Settlements* (BIS) trimesteriel of halfjaarlijks publiceert. Datzelfde geldt ook voor de cijfers die de *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) voor Amerika publiceert. In mijn analyse reken ik de gestructureerde kredieten net als de SPVs (special purpose vehicles) wel mee tot de wereld van de **innovatieve bankproducten**.

Als definitie van bankderivaten kan men werken met volgende omschrijving: "A derivative is a contract between a buyer and a seller entered into today regarding a transaction to be fulfilled at a future point in time, for example, the transfer of a certain amount of US dollars at a specified USD-EUR exchange rate at a future date. Over the life of the contract, the value of the derivative fluctuates with the price of the so-called "underlying" of the contract – in our example, the USD-EUR exchange rate. The life of a derivative contract, that is, the time between entering into the contract and the ultimate fulfillment or termination of the contract, can be very long – in some cases more than ten years. Given the possible price fluctuations of the underlying and thus of the derivative contract itself, risk management is of particular importance."³⁰⁴ Het IMF definieert bankderivaten als volgt: "Financial instruments that are linked to a specific financial instrument or indicator or commodity and through which specific financial risks can be traded in financial markets in their own right. The value of a financial derivative derives from the price of an underlying item, such as an asset or index. Unlike debt securities, no principal is advanced to be repaid and no investment income accrues."

Bankderivaten worden voor het grootste deel OTC (*over the counter*) verhandeld, slechts voor een kleiner percentage, circa 15 procent, ter beurse. Ze waren essentieel bedoeld om het risico dat men loopt bij wisselkoerstransacties, het rentevoetrisico, het kredietrisico, het koersrisico van commodities, enzovoort te verkleinen. Maar omdat hierbij hoge hefboomeffecten bestaan worden ze ook gebruikt voor speculatie, zowel van financiële instellingen als van beleggers. Wintshonqer in plaats van hedqinq is vaak de drijfveer om zich op de derivatenhandel te storten. Het gaat hierbij om vier soorten contracten en om de CDS (credit default swaps):

- de *foreign exchange contracts* m.b.t. forwards en forex swaps, currency swaps en opties;
- de *interest rates contracts* m.b.t. forward rates agreements, interest rate swaps en opties;
- de *equity linked contracts* m.b.t. forwards and swaps en opties;
- de *commodity contracts* m.b.t. goud, andere waren, forwards and swaps en opties;
- de *credit default swaps* (single name, multiname en indexen).

³⁰³ Deutsche Börse Group (2007), *The Global Derivates Market, an Introduction. White Paper*, URL: http://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf, pp. 5-6.

³⁰⁴ *Ibidem*, p. 6.

Een **forward contract** is een gebruikelijk (maar niet gestandariseerd) contract tussen twee partijen om iets te kopen of te verkopen tegen een overeengekomen prijs op een overeengekomen datum. Voorbeeld: een landbouwer heeft 2 miljoen schepels graan die hij over zes maand moet leveren, maar is ervoor beducht dat de graanprijs zal zakken. Hij sluit dan een contract met een financiële instelling om zijn hoeveelheid graan over zes maand te verkopen tegen bijvoorbeeld € 4 per schepel. Zou de prijs voor het graan zes maand later gestegen zijn tot € 4,5 dan moet hij zijn financiële instelling € 4,5 – € 4 = € 0,5 per schepel betalen, dus 1 miljoen euro. Zou de prijs gedaald zijn tot € 3,6 dan moet zijn financiële instelling hem € 800.000 betalen. Vermits het gaat om een overeenkomst tussen twee partijen heeft de buitenwereld geen kennis van de forward. Een **forward swap** is een ruil van een forward tegen een andere met een verschillende duur en prijs. Hiervoor rekenen financiële instellingen een commissie aan. De Forex (FX) is een digitale beurs in Londen, New York, Tokyo en Sydney waar gespeculeerd kan worden op wisselkoersparen door de ene valuta te verkopen en de andere te kopen. Hierbij zijn hefboomeffecten van 100/1 tot zelfs 400/1. De fluctuaties van een valutapaar worden weergegeven in 'Pips' (*Percentage in Point*), waarbij één pip de geringste fluctuatie van de koers aanduidt. Eén PIP staat voor een koersverschil van 0.0001 of 0.001, afhankelijk van de valuta-paar dat wordt verhandeld. Forexcontracten kunnen geruild worden: dan spreekt men van een **forex swap**. Hierbij kan zeer veel geld worden gewonnen, maar evenveel worden verloren. Ze zijn af te raden voor niet-professionele beleggers.

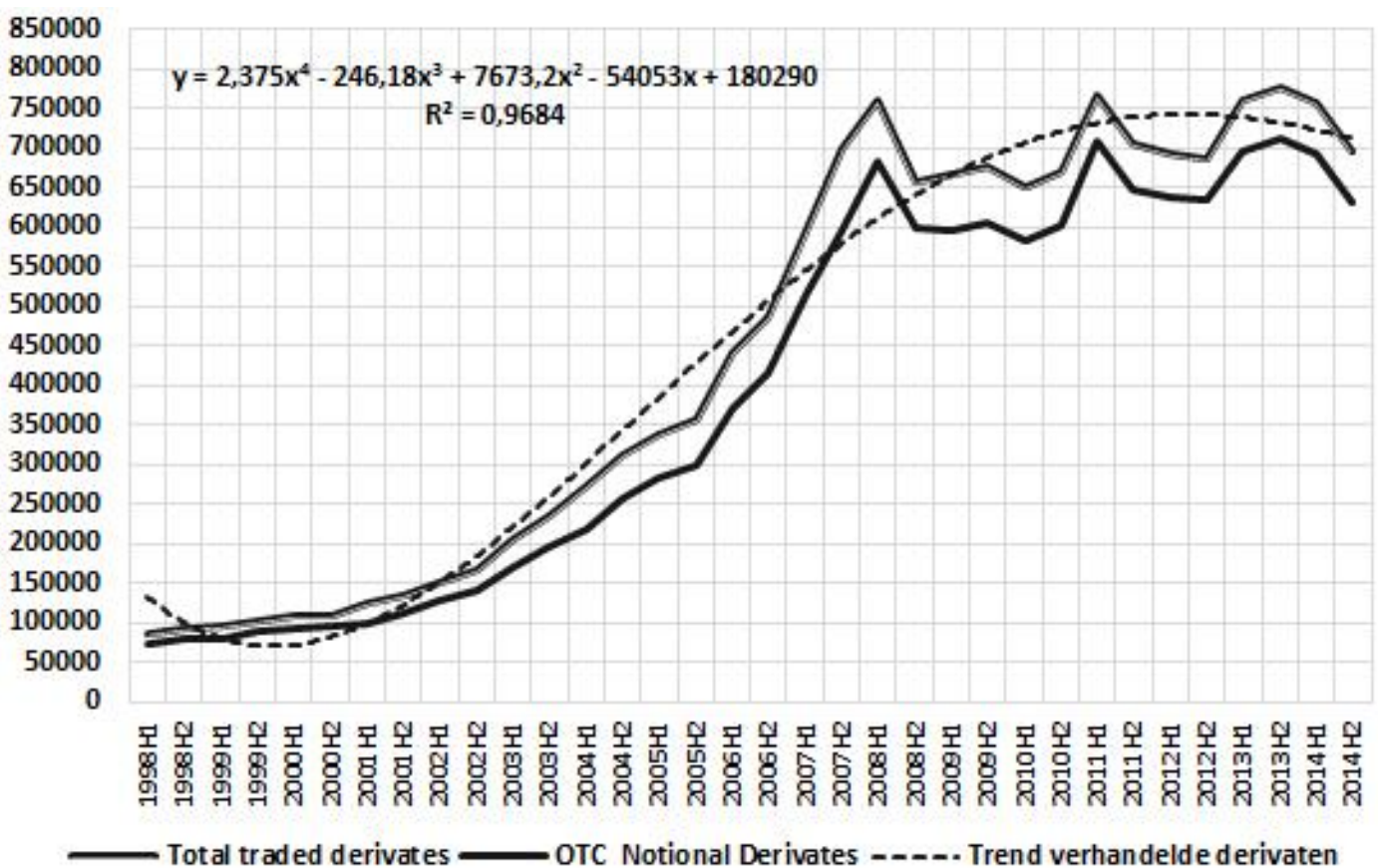
Een FRA of **Forward Rate Agreement** is een geldmarktderivaat. Het is een transactie die ingezet wordt om rentekosten of renteopbrengsten te fixeren. Daarbij spreken twee partijen met elkaar af hoe groot de rente over een bepaalde tijd zal zijn. Bij een stijging van de rente profiteert de koper, bij een daling de verkoper. In Europa worden de Euribor rentes meestal als basis gebruikt. Voorbeeld: twee partijen spreken af dat over vijf maanden de 6-maands Euribor op 1,75 procent zal staan. Eén partij verwacht dat het hoger zal zijn, de andere dat het lager zal zijn. De FRA houdt in dat wanneer het moment daar is en de 6-maands Euribor op 2,20 procent staat, dat dan de eerste partij aan de partij het verschil van 0,50 procent betaalt.

Tabel 20, overgenomen van de BIS, geeft een raming van de OTC verhandelde derivaten. Voegt men daar die opties en futures die ter beurze worden verhandeld, dan krijgt men via **tabel 21** en **figuur 30.1** een idee van de omvang van de wereldhandel in bankderivaten.

Tabel 20: Gekende uitstaande bankderivaten die OTC werden verhandeld										
in miljard Amerikaanse dollar										
Bron: Bank for International Settlements, publicatie van 5 juni 2015										
Risk Category / Instrument	Notional amounts outstanding					Gross market values				
	Dec 2012	Jun 2013	Dec 2013	Jun 2014	Dec 2014	Dec 2012	Jun 2013	Dec 2013	Jun 2014	Dec 2014
Total contracts	635,685	696,408	710,633	691,640	630,150	24,953	20,245	18,825	17,438	20,880
Foreign exchange contracts	67,358	73,121	70,553	74,782	75,879	2,313	2,427	2,284	1,724	2,944
Forwards and forex swaps	31,718	34,421	33,218	35,190	37,076	806	957	824	572	1,205
Currency swaps	25,420	24,654	25,448	26,141	24,204	1,259	1,131	1,186	939	1,351
Options	10,220	14,046	11,886	13,451	14,600	249	339	273	213	389
Interest rate contracts	492,605	564,673	584,799	563,290	505,454	19,038	15,238	14,200	13,461	15,608
Forward rate agreements	71,960	86,892	78,810	92,575	80,836	48	168	108	126	145
Interest rate swaps	372,293	428,385	456,725	421,273	381,028	17,285	13,745	12,919	12,042	13,946
Options	48,351	49,396	49,264	49,442	43,591	1,706	1,325	1,174	1,292	1,517
Equity-linked contracts	6,251	6,821	6,560	7,084	7,941	600	692	700	678	615
Forwards and swaps	2,045	2,321	2,277	2,505	2,495	157	206	202	199	178
Options	4,207	4,501	4,284	4,579	5,446	443	486	498	479	437
Commodity contracts	2,587	2,458	2,204	2,206	1,868	347	384	264	269	317
Gold	486	461	341	319	300	42	80	47	32	32
Other commodities	2,101	1,997	1,863	1,887	1,568	304	304	217	237	285
Forwards and swaps	1,363	1,327	1,260	1,283	1,053					
Options	739	670	603	604	515					
Credit default swaps	25,068	24,349	21,020	19,462	16,399	848	725	653	635	593
Single-name instruments	14,309	13,135	11,324	10,845	9,041	527	430	369	368	366
Multi-name instruments	10,760	11,214	9,696	8,617	7,358	321	295	284	266	227
of which index products	9,656	10,163	8,746	7,939	6,747					
Unallocated	41,815	24,986	25,496	24,815	22,609	1,808	779	724	671	803
Memorandum Item:										
Gross Credit Exposure						3,612	3,784	3,033	2,826	3,358

Tabel 21: Notionele waarde van alle wereldwijd verhandelde bankderivaten in miljard \$ (december 1998-december 2014)				
	<i>OTC verhandelde bankderivaten</i>	<i>beursverhandelde futures</i>	<i>beursverhandelde opties</i>	<i>totaal</i>
1998	80317	8342	5590	94249
1999	88201	8285	5237	101723
2000	95199	8389	5166	108754
2001	111178	9669	14095	134942
2002	141737	10328	13487	165552
2003	197167	13706	23029	233902
2004	257894	19744	33043	310681
2005	297670	21600	36189	355459
2006	414875	25683	44761	485319
2007	595341	28028	51038	697417
2008	598147	19478	38237	655862
2009	603900	21749	51388	677037
2010	601046	22312	45635	668993
2011	647777	22920	35417	706114
2012	632975	24071	30037	687083
2013	710633	25788	38210	774631
2014	630150	27169	37689	695008

Figuur 30.1: Notionele waarde van de gekende verhandelde bankderivaten en van de OTC verhandelde bankderivaten in miljard US dollar (1994-2014)



Het gaat hierbij inderdaad om kolossale bedragen die van midden 1998 tot midden 2008 (het begin van de crisis) zijn opgelopen van 72.143 miljard dollar tot 760.200 miljard dollar. Dat laatste schrijf je als \$ US 760.200.000.000.000, wat toen, mocht het om reële bedragen gaan in plaats van om notionele, meer dan tien keer het wereld BNP zou zijn geweest. Daarna is die stijging van (samengesteld) 29,91 procent per jaar ongeveer stil gevallen, maar nauwelijks verminderd. Eind 2013 werd nog een piek bereikt van 774.631 miljard dollar. Van de kant van allerlei onheilsprofeten, die nauwelijks beseffen wat bankderivaten (*sensu stricto*) in werkelijkheid zijn, lokt dit allerlei dwaze reacties uit.

Hierover schreef de controversiële Nederlandse verslaggever John Diks destijds het volgende: *"D.w.z. dat voor ieder contract dat de bank sluit een ander contract wordt aangegaan voor de omgekeerde positie om zich te beschermen. De Franse financiële onderzoeker, Philippe Herlin, maakt gehakt van dit argument door er fijntjes op te wijzen: 'Wie staat er dan garant voor die bescherming'? Een andere bank natuurlijk. Dit betekent dus dat alle grote banken elkaar derivatenproducten verkopen, wat weer maakt dat wanneer één van die banken failliet gaat de rest ongetwijfeld zal volgen. Een soort van 'Russisch roulette' tussen de bankiers onderling in de hoop dat de kogel, die ongetwijfeld een keer voor de loop verschijnt, voor de ander zal zijn."*³⁰⁵ De Amerikaanse fundamentalistische neoliberal Michael T. Snyder schreef hierover: *"The global derivatives bubble is now 20 percent bigger than it was just before the last great financial crisis struck in 2008. It is a financial bubble far larger than anything the world has ever seen, and when it finally bursts it is going to be a complete and utter nightmare for the financial system of the planet. According to the Bank for International Settlements, the total notional value of derivatives contracts around the world has ballooned to an astounding 710 trillion dollars (\$710,000,000,000,000). Other estimates put the grand total well over a quadrillion dollars. If that sounds like a lot of money, that is because it is. For example, U.S. GDP is projected to be in the neighborhood of around 17 trillion dollars for 2014. So 710 trillion dollars is an amount of money that is almost incomprehensible. Instead of actually doing something about the insanely reckless behavior of the big banks, our leaders have allowed the derivatives bubble and these banks to get larger than ever. In fact, as I have written about previously, the big Wall Street banks are collectively 37 percent larger than they were just prior to the last recession. 'Too big to fail' is a far more massive problem than it was the last time around, and at some point this derivatives bubble is going to burst and start taking those banks down. When that day arrives, we are going to be facing a crisis that is going to make 2008 look like a Sunday picnic."*³⁰⁶

Het wordt dus tijd om de onheilsprofeten en onrustzaaiers als John Diks, Philippe Herlin, Michael T. Snyder, en die hele horde *bijvoegseleconomen* in hun kielzog – die ik ervan verdenk niet eens in staat te zijn een *bermudan callable renteswap* (met optie) te onderscheiden van een *plain vanilla swap* (zonder optie) – op hun nummer te zetten. De *notionele* grootte van de aangehouden bankderivaten is hoegenaamd geen synoniem van het risico dat een bank loopt. Dat **derivatenrisico** noemen vakeconomen in hun jargon de *gross market value of the derivatives*. BIS omschrijft dit als volgt:

*"The gross market value represents the maximum loss that market participants would incur if all counterparties failed to meet their contractual payments and the contracts were replaced at current market prices. Market participants can reduce their exposure to counterparty credit risk through netting agreements and collateral. The gross market value represents the maximum loss that market participants would incur if all counterparties failed to meet their contractual payments and the contracts were replaced at current market prices. Market participants can reduce their exposure to counterparty credit risk through netting agreements and collateral. (...) The gross market value is calculated as the sum of the absolute value of gross positive market values and gross negative market values. The gross positive market value is the gain to derivatives dealers – and the gross negative market value the loss – if the dealers were to sell their outstanding contracts at market prices prevailing on the reporting date."*³⁰⁷

De *Securities Finance Monitor* voegt daaraan toe: *"Gross credit exposure is particularly important since it is before collateral is taken into consideration. But much of this exposure is collateralized – so the actual risk is even smaller. But when the press reports \$710 trillion and compares that to GDP or other metrics, remember that it is not the real story. The real risk is,*

³⁰⁵ Diks, John (2013), "Deutsche Bank is een Financiële Tijdbom", *Gewoon-Nieuws.NL*, 7 mei 2013, URL: http://www.gewoon-nieuws.nl/2013/05/deutsche-bank-is-een-financiele-atoombom#.VXBy58_tI8N.

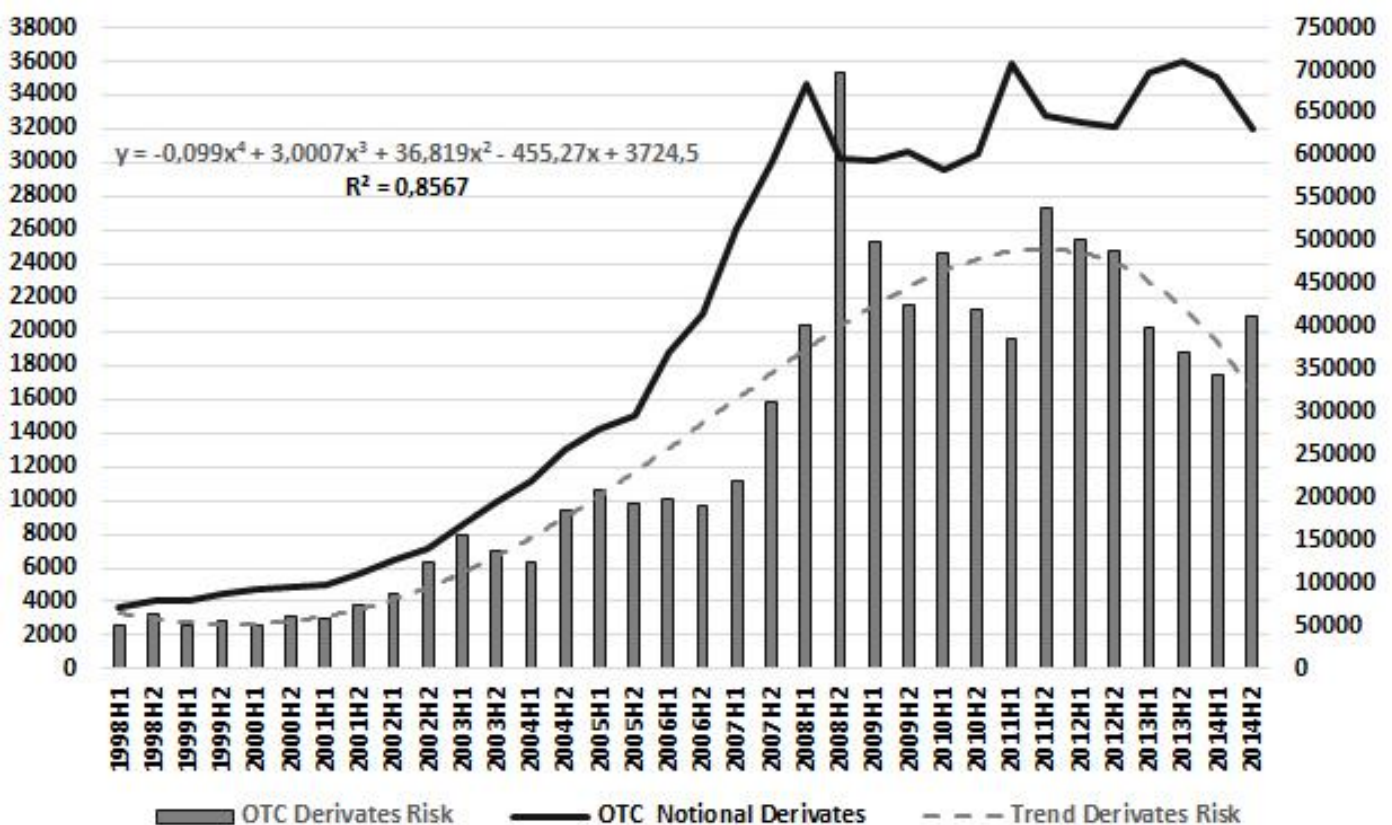
³⁰⁶ Snyder, Michael T. (2014), "The Size of the Derivatives Bubble Hanging Over the Global Economy Hits a Record High", *Global Research*, May 27. URL: <http://www.globalresearch.ca/the-size-of-the-derivatives-bubble-hanging-over-the-global-economy-hits-a-record-high/5384096>.

³⁰⁷ BIS, Bank for International Settlements (2015), *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2014*, Monetary and Economic Department, p. 2 and p. 2n, URL: http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf.

first, how much is collateralized and how much isn't. Second: can the collateral be realized if it need to be? And finally, when there are netting offsets it implies that the trades will economically offset each other, even in a crisis situation (and especially in a crisis). This is something you won't know until tested. One way to mitigate the correlation risk issue is to bucket transactions by asset class and collect margin netted within the bucket, but not across buckets. IOSCO (International Organization of Securities Commissions -jpvr) has suggested this with non-cleared bilateral derivatives. FCMs (Futures Commission Merchants) might margin this way too."³⁰⁸

Het **reële** derivatenrisico is ongeveer 30 keer kleiner dan het **notionele bedrag** van alle OTC verhandelde derivaten. Dat blijkt uit **figuur 30.2**.

Figuur 30.2: Links Derivatenrisico (gross market value) en Rechts notionele waarde van de OTC verhandelde bankderivaten in miljard US dollar



Eind 2014 was het **derivatenrisico voor de financiële markten** (als alles tegenslaat) dus geen 710.000 miljard dollar zoals de onheilsprofeten beweren, wel **20.880 miljard dollar** (dit is afgerond de 21.000 miljard dollar die in deel I een paar keer te sprake kwam) wat correspondeert met een kwart van het wereld BNP en wat 15 procent meer is dan het complete GDP van de Verenigde Staten. Er is trouwens maar een matige correlatie tussen het *reële* derivatenrisico en de *notionele* waarde van de OTC verhandelde derivaten ($R^2 = 0,4707$). Eind 2008, in volle financiële crisis bedroeg het nog **35.281 miljard dollar**. Dergelijke bedragen zijn kolossaal en in feite nergens verzekeraar. Warren Buffet (°1930) had groot gelijk als hij al in 2002 zei dat bankderivaten *weapons of financial mass destruction* zijn geworden. Dat laatste is zeker geldig voor de *credit default swaps* en voor de *forex swaps* met hun krankzinnige hefboomeffecten. De bankencrisis van 2007-2008 heeft er wel voor gezorgd dat de speculatie op CDS's daarna aanzienlijk terugliep. Eind 2008 bedroeg de notionele waarde van de afgesloten CDS contracten nog 57.425 miljard dollar (met een reëel derivatenrisico van 5.652 miljard dollar). Eind 2014 was dat al gedaald tot notioneel 16.399 miljard dollar (met een reëel derivatenrisico van 593

³⁰⁸ Cooper, Jonathan (2014), "OTC Derivatives Market Notional Tops \$700 trillion. But Gross Credit Exposure — the number to watch — drops to \$3 trillion", *Securities Finance Monitor*, June 3, 2014. URL: <https://www.secfmonitor.com/otc-derivatives-market-notional-tops-700-trillion-but-gross-credit-exposure-the-number-to-watch-drops-to-3-trillion/>.

miljard dollar). Maar de forex swaps (met de hoogste hefboomeffecten) zijn wel blijven stijgen. Eind 2008 ging het nog om een notionele waarde van 24.562 miljard dollar (met een reëel derivatenrisico van 1.732 miljard dollar). Eind 2014 was de notionele waarde opgelopen tot 37.076 miljard dollar (weliswaar met een gedaald derivatenrisico van 1.205 miljard dollar). In dit alles zijn de innoverende toxische producten, zoals de SPE's en de SPV's, dan nog niet eens opgenomen omdat niemand, zelfs bij benadering weet, over hoeveel duizenden miljarden het hier gaat. Ondertussen is Goldman Sachs wel begonnen met opnieuw gestructureerde kredieten te verkopen, nu gebundelde autoleningen.

Voorts dient men zich te realiseren dat naarmate de interestvoeten *dalen* de notionele waarde van de IRD's, dus van de rentevoet contracten (70 procent van alle verhandelde bankderivaten) en het eraan verbonden risico *stijgen*. Daarop heeft DNB (De Nederlandsche Bank) gewezen.

"De sterke groei vanaf halverwege 2011 manifesteerde zich in het bijzonder bij rentederivaten. De marktwaarde van interest rate swaps en future rate agreements (de twee meest voorkomende rentederivaten) besloeg eind 2012 ruim 85 procent van het totale grensoverschrijdende bezit aan derivaten. De marktwaardes van de grensoverschrijdende vorderingen en verplichtingen uit hoofde van deze rentederivaten zijn per eind 2012 opgelopen tot respectievelijk EUR 297 miljard en EUR 285 miljard (ongeveer de helft van het BBP). Medio 2011 bedroegen de standen nog EUR 90 miljard en EUR 108 miljard. Dat posities in rentederivaten kunnen oplopen tot dergelijke bedragen komt doordat bestaande derivatencontracten niet worden verhandeld. Als een partij zijn derivatenpositie ongedaan wil maken, dan verkoopt deze partij over het algemeen niet zijn contract, maar sluit een tweede, tegengesteld contract af om zijn positie te elimineren. Hierdoor kan het aantal uitstaande contracten in theorie onbeperkt groeien. Als de rente sterk stijgt of daalt, dan krijgen de contracten al naar gelang de positie een positieve of negatieve marktwaarde. Voor renteswaps is de marktwaarde de contante waarde van het verschil tussen de verwachte rentebetalingen en -ontvangsten. Doordat de marktrente de laatste kwartalen sterk is gedaald, is het verschil tussen deze verwachte geldstromen sterk toegenomen waardoor de marktwaarde van rentederivaten explosief is aangroeit. Daar bovenop zorat de huidige lage rente voor een lagere verdisconteringsvoet bij het bepalen van de contante waarde van toekomstige betalingen en ontvangsten, waardoor deze hoger uitvalt."

DNB heeft er ook op gewezen dat de belangen van banken en pensioenfondsen hierbij tegengesteld zijn:

*"Vanwege de aard van hun activiteiten vormen rentederivaten voor banken en pensioenfondsen een belangrijk middel om risico's te beheersen. Het renterisico dat banken en pensioenfondsen lopen, verschilt echter sterk. Pensioenfondsen dekken zich in tegen een daling van de lange rente. Doordat de gemiddelde looptijd van hun verplichtingen langer is dan die van hun beleggingen, is de rentegevoeligheid van hun verplichtingen hoger dan die van hun beleggingen. Hierdoor verslechtert de financiële positie van een pensioenfonds bij een rentedaling. Banken daarentegen dekken zich over het algemeen in tegen een stijgende rente. Zij financieren zich gemiddeld genomen kort (bijvoorbeeld met spaartegoeden) en zetten hun gelden voor een langere periode uit. De daling van de marktrente sinds halverwege 2011 is in beginsel dus gunstig voor banken en ongunstig voor pensioenfondsen. Doordat pensioenfondsen zich hebben ingedekt tegen rentedalingen, behaalden zij winst op hun rentederivaten. Banken daarentegen maakten verlies als gevolg van het zich indekken tegen rentestijgingen. Ter beperking van het tegenpartijrisico, het risico dat een tegenpartij (deels) niet aan zijn verplichtingen kan voldoen, is het van belang dat derivatencontracten worden gespreid over verschillende tegenpartijen, met als gevolg dat financiële derivaten ook een sterk grensoverschrijdend karakter kennen. Vanaf halverwege 2011 neemt de netto vordering van pensioenfondsen op het buitenland dan ook toe, terwijl banken hun netto buitenlandse verplichting juist sterk zien oplopen."*³⁰⁹

Moet men de gevaren van de handel in bankderivaten niet eindeloos overdrijven zoals een meute van bijvoegseleconomen graag doet, dan moet men ze ook niet grenzeloos onderschatten zoals een reeks vakeconomen (vooral van neoliberale strekking), in het spoor van de ISDA (*International Swaps and Derivates Association, Inc.*) even graag doet, door te jongleren met de mogelijkheid van **netting**. Dat wordt door ISDA als volgt omschreven: *"Netting is offsetting buy and sell positions over a given period of time so that market participants only have to settle the balance. One of the functions and advantages are the central counterparties (CCPs). The CCP is the legal entity that acts as an intermediary between the parties to a securities or derivatives trade and is the seller to every buyer and the buyer to every seller, minimizing the default risk and facilitating netting, without revealing the buyer's or seller's identity. If two parties agree to net their positions, this is called bilateral netting. Central counterparties even allow the netting of three or more parties' positions, which is called multilateral netting."*

³⁰⁹ DNB (2013), "Grensoverschrijdende derivatenposities door lage rente naar recordhoogte", Statistisch Nieuwsbericht van 16 maart 2016, URL: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuwsbericht/dnb286917.jsp>.

Over *nettingovereenkomsten* (synoniem *contractuele schuldvergelijking*) schrijven Ann Geeraert en Martijn Pauwels, van Deloitte's Tax & Legal Services:

"Ondernemingen kunnen wederzijds schuldenaar zijn van elkaar en dus over en weer schuldvorderingen bezitten. Onder voorwaarden, heffen deze wederzijdse schuldvorderingen elkaar ten belope van het laagste bedrag op. Voor deze compensatie is geen schriftelijke overeenkomst tussen partijen nodig. De conventionele schuldvergelijking is de vorm van compensatie waarbij de partijen zelf bepalen onder welke voorwaarden hun wederzijdse schuldvorderingen gecompenseerd zullen worden. Een klassiek voorbeeld hiervan is de *clausule* waarbij partijen overeenkomen te compenseren tussen (nog) niet opeisbare vorderingen. De schuldvergelijking of compensatie heeft dus een dubbele functie: enerzijds vereenvoudigt hierdoor het betalingsverkeer, anderzijds biedt de schuldvordering een zekerheid. Een contractuele schuldvergelijking/nettingovereenkomst kan u veel geld opleveren wanneer de andere contractpartij failliet gaat. Vroeger bestond immers een principiële verbod van schuldvergelijking na faillissement, gebaseerd op het principe van de gelijkheid van alle schuldeisers. Enkel in welbepaalde gevallen werd schuldvergelijking na faillissement toegestaan. Netting staat in de regel voor het op contractuele basis verrekenen van schuldvorderingen tussen twee of meer partijen op basis van schuldvergelijking of schuldvernieuwing, zodat de partijen enkel nog netto saldi moeten voldoen. Behoudens bedrog, wordt de werking van de nettingovereenkomst gegarandeerd in geval van samenloop, ongeacht of er nauwe samenhang is tussen de te verrekenen vorderingen. Behalve de vereiste dat er een geldig beding moet zijn tussen partijen, stelt de wet maar één voorwaarde: de nettingovereenkomst kan slechts uitwerking krijgen voor vorderingen die bestaan - maar nog niet noodzakelijk opeisbaar zijn - op het ogenblik waarop de samenloop ontstaat. Praktisch kan netting dus geen betrekking hebben op zogenaamde schulden van de massa (dit zijn schuldvorderingen die ontstaan na het openen van het faillissement)." ³¹⁰

De grote verdedigers van de handel in bankderivaten zijn de verkopers ervan. Dat zijn grootbanken, zelfstandige traders en gespecialiseerde beursmakelaars. Zij gebruiken een lepe methode om kopers, the *end users* (banken, asset-managers, overheden, petroleum maatschappijen, advocaten kantoren, gelegenheidsspeculanten), ervan te overtuigen dat ze nagenoeg geen risico lopen, in elk geval een risico dat aanzienlijk kleiner is dan de *gross market value* die ik het derivatenrisico noemde. Daarvoor creëerden ze de term **gross credit exposure** die de BIS definieerde als "*Gross credit exposures are calculated as gross market values minus amounts netted with the same counterparty across all risk categories under legally enforceable bilateral netting agreements. In other words, the market value of dealers' claims and liabilities are netted when they are claims on and liabilities to the same counterparty and the reporting dealer and the counterparty have a valid, legally enforceable netting agreement. The absolute value of amounts across counterparties is then summed. Gross credit exposures provide a measure of exposure to counterparty credit risk. However, they do not take collateral into account. Collateral would offset losses should the counterparty default...*"

Het is bepaald grappig te zien hoe de ISDA daarbij te werk gaat in het geval van de IRDs (de *interest rates derivatives*) die voor circa 70 procent van de bankderivaten uitmaken. Van de notionele waarde trekken ze (wat correct is) de dubbeltellingen af om de gecorrigeerde notionele waarde van de IRDs te bekomen. Van dit laatste trekken ze de opgeschoonde (= *cleared*) IRDs af om de notionele waarde van de niet-opgeschoonde IRDs te bekomen. Van wat er over blijft trekt ISDA de niet-opschoonbare IRDs af. Wie denkt dat het hierbij zal stoppen komt bedrogen uit, want eerst worden nog de opschoonbare IRDs in niet opschoonbare valuta afgetrokken en ten slotte de IRDs met niet-financiële instellingen. ³¹¹ Op die manier komt ISDA tot een *gross credit exposure* die zeven keer kleiner is dan het werkelijke derivatenrisico. Mij is niet één verzekeringsmaatschappij bekend die zo primitief en partijdig tewerk gaat bij het ramen van een te verzekeren risico.

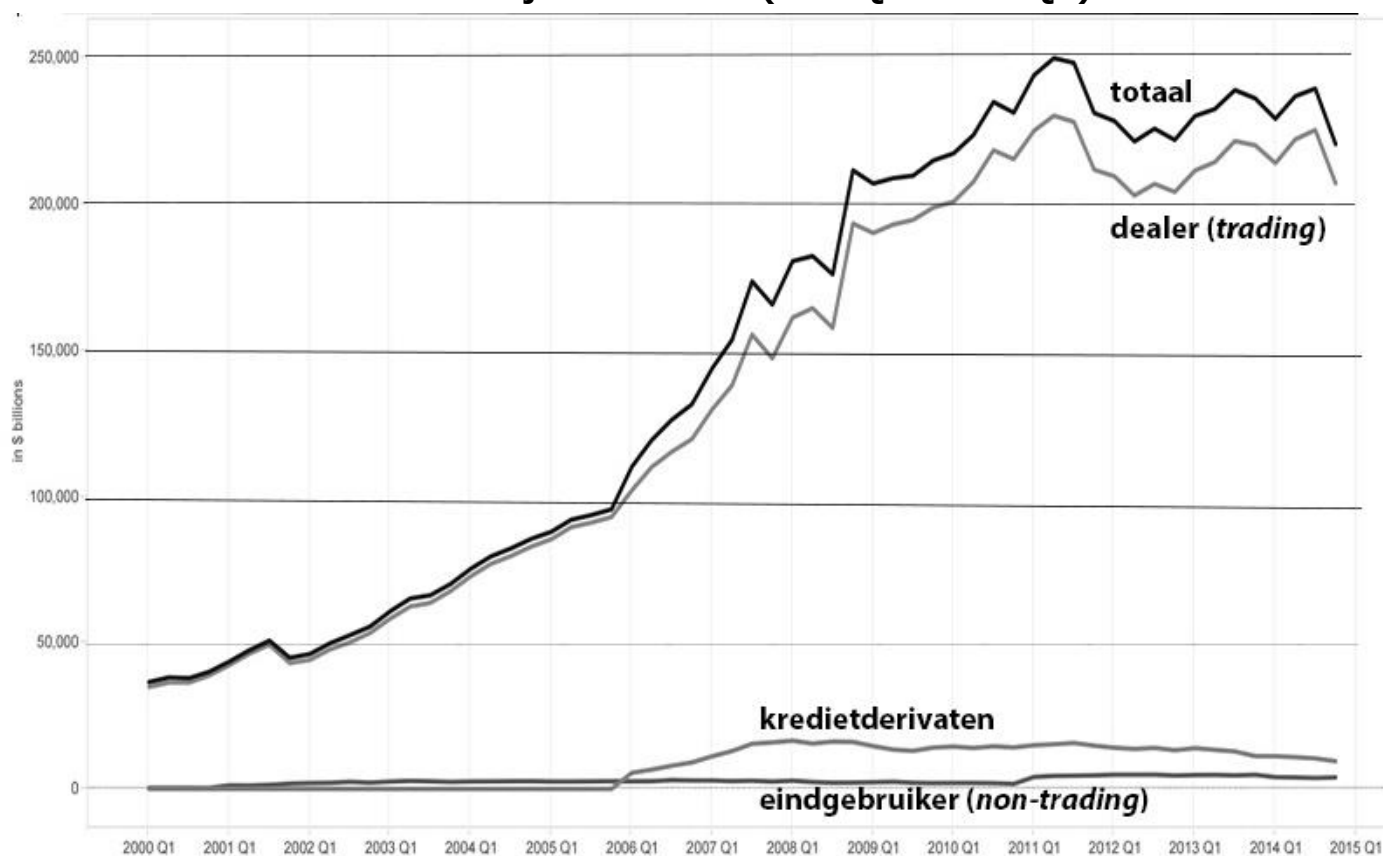
In de derivatenhandel heeft Europa, dat aanvankelijk nog net geen kwart van de globale handel voor zijn rekening nam, zijn aandeel vergroot tot 46 procent, terwijl het Amerikaanse aandeel (inclusief Canada en Mexico) zakte van ongeveer de helft tot 32 procent. Pacific-Azië is thans goed voor 13 procent, Japan voor 4 procent, Afrika voor 4 procent en Latijns-Amerika voor 1 procent (cijfers gepubliceerd door ISDA). Hoe de verkoop van derivaten in de Verenigde Staten verliep kan men aflezen van **figuur 30.3**. Het hoge Europese aandeel in de derivatenhandel maakt dat Europa ketsbaar blijft omdat het op een groter derivatenrisico zit dan de Verenigde Staten. Daar zitten JP Morgan Chase met notioneel 70.880 miljard dollar, Citigroup met

³¹⁰ Geeraert, Ann en Martijn Pauwels (2014), KMO – "Een 'nettingovereenkomst' kan u veel geld opleveren", *Deloitte Global Services*, URL: https://www.deloitte.com/view/nl_be/be/beb16c2d7589c210VgnVCM1000001a56f00aRCRD.htm.

³¹¹ ISDA (2014), *The Value of Derivates*, New York, NY.

notioneel 62.248 miljard dollar en Goldman Sachs met notioneel 48.612 miljard dollar en Bank of America met notioneel 38.851 miljard dollar op 95 procent van alle Amerikaanse bankderivaten. In Europa is Deutsche Bank de koploper. Per 31 december 2012 zat het notioneel op **55.605 miljard euro** aan derivatencontracten. Onheilsprofeten en geëfende paniekzaaiers hadden het meteen over een blootstelling van de bank die 20 keer groter was dan het BBP van Duitsland, de machtigste economie van Europa. Eind 2014 was dat al opgelopen tot notioneel **67.300 miljard euro**, het equivalent van het wereld BNP. Dergelijke verhalen van *overexposure to risks* zijn echter wel gefundeerd omdat het *reële* risico (de gross market value van haar derivaten) geraamd kan worden op 2.120 miljard euro en een schatting van de *gross credit exposure* op reël **251,4 miljard euro**. Stefan Krause, de CFO (*Chief Financial Officer*) van Deutsche Bank verkondigde in mei 2013 dat Europa zich daar echt geen zorgen over hoefde te maken aangezien alle contracten gecompenseerd zijn. Dat er meer aan de hand is dan Deutsche Bank wil laten geloven bleek in de loop van 2014 toen én haar Londense vertegenwoordiger William Broeksmit én diens collega in New York, Calogero Gambino, zich allebei verhingen en toen één week na de dood van Gambino plots CFO Stefan Krause vervangen werd door Marcus Schenck, een partner van Goldman Sachs. Veel wijst er op dat de *opruimingsactie* niet enkel te maken heeft met de libor fraude (zie hoofdstuk 5 van dit deel) waaraan Deutsche Bank zich schuldig maakte en waarbij zij op 23 april 2015 akkoord ging met een settlement van 2,5 miljard dollar; maar vooral met het feit dat de *gross credit exposure* van 251,4 miljard euro helemaal niet gedekt is door het kapitaal, dat spijs de kapitaalsverhoging van 8 miljard midden 2014, amper **50,7 miljard euro** (Tier 1 capital fully loaded) bedraagt. Toch vonden twee chief executives van Deutsche Bank, Jurgen Fitschen en Anshu Jain dat ook dat wel meeviel. Daarop gingen ze zich wel vluug beroepen op het feit dat hun bank zopas de stresstest van de ECB had doorstaan. "De test bevestigt dat, zelfs in een scenario van ernstige marktstress, ons kapitaal de vereisten van toezichthouders ruim zou overtreffen," zeiden hierover in een statement.

Figuur 30.3: Notionele waarde van de aangehouden derivaten door Amerikaanse banken in miljard US dollar (2000Q1 – 2015Q1)



Bron: OCC (Office of the Comptroller of the Currency)

Deutsche Bank wordt dan ook de olifant in de porseleinwinkel van de ECB genoemd. *Express* schrijft hierover:

*"Volgens een risicorapport van het Zwitserse centrum voor risicomanagement in Lausanne, is Deutsche Bank veruit de meest riskante bank in de eurozone, met een risico op default van 75,4 miljard euro. Dat heeft alles te maken met de zeer grote 'leverage' van de bank. Drie jaar geleden - toen de leverage 1 op 44 bedroeg - noemde voormalig IMF-chief economist Simon Johnson Deutsche Bank 'de gevaarlijkste bank ter wereld'. Vandaag is die verhouding gedaald tot 1 op 50. De leverage die Deutsche Bank hanteert is daarmee zo'n vier keer hoger dan degene die in grote Amerikaanse banken gebruikelijk is. Tot daar dus het sprookje over de 'Amerikaanse casinobanken', want het betekent dat Deutsche Bank failliet zou gaan mocht het meer dan 2 procent van zijn totale activa - investeringen, kredieten, ... - moeten afschrijven. Uit berekeningen van de universiteit van New York moet trouwens blijken dat het risico op default van Deutsche Bank zeven keer groter is dan wat de ECB ons wil doen geloven. Deutsche Bank is dus de olifant in de woonkamer van de ECB... het probleem dat iedereen ziet, doch niemand wil zien. Vooral de ECB niet, die liever van Griekse en Italiaanse muggen olifanten maakt opdat de echte olifant in de woonkamer niet zou opvallen."*³¹²

Vanuit de kapitalistische logica van winstmaximalisatie is het logisch dat de vijf grootste spelers op de markt van bankderivaten – Deutsche Bank, JP Morgan Chase, Citigroup, Goldman Sachs en Bank of America – zich met alle mogelijke middelen verzetten tegen het afbouwen van de nieuwe bankproducten die oorzaak waren van de bankencrisis in 2007-2008. In volle paniek is de handel in derivaten wel afgenomen, maar met de herleving op komst, was het notioneel volume van die handel in 2013 weer hoger dan op het toppunt van de bankencrisis. Blijkbaar durft geen enkele overheid het aan de gevaarlijkste bankderivaten zoals de swapions, de forex swaps, de bilaterale opties (waarbij één partij of alles wint of alles verliest), plofderivaten, CDS's enzovoort, te verbieden. Dat het kapitaal van Deutsche Bank, van JP Morgan Chase, van Citigroup en van Goldman Sachs – van elk van hen! – te klein is om zelfs maar de *gross credit exposure* te dekken (zie **tabel 22**) heeft niet belet dat er niet werd ingegrepen, noch door de Fed, noch door de ECB, noch door Basel, noch door wie of wat dan ook. En toch beseffen de financiële markten glashelder dat als één van die vier straks omvalt we regelrecht afstevenen op een nieuwe bankencrisis die veel heftiger zal zijn dan de vorige van 2007-2008.

Ook valt op dat niet-professionele end-users als gelegenheidsspeculanten, overheidsambtenaren zonder grondige kennis van allerlei nieuwe bankderivaten, het MKB in Nederland, de KMO in België, kleine banken, enzovoort, zo slecht beschermd worden. Er had al lang een exhaustieve opsomming moeten zijn gebeurd van de derivaten waarop zij (wegens te gevaarlijk) niet mogen intekenen. Verkopers geven hen de valse indruk dat alle derivaten een middel tot hedging (risicodekking) zijn, terwijl veel ervan gewoon werden gecreëerd om grootbanken duchtig te laten verdienen aan de speculatie waarvoor ze bedoeld zijn.

In België en Nederland ontstond zelfs een controverse over de bescherming van de KMO en het MKB tegen de exotische *bermudan callable swaps* (synoniem *plofderivaten*). Het betreft hier bijzondere swapakkoorden van minstens 10 jaar waarbij de verkopende bank de end-user de illusie laat dat hij een goede deal afsloot waarbij hij een rentevoordeel krijgt, maar waarvan geweten is dat de verkoper altijd de winnaar moet zijn, de koper altijd de benadeelde. *"Want wat doet een Bermudan swap precies? Stel dat een ondernemer een lening met een looptijd van tien jaar wil afsluiten. Hij kan dan door middel van een swap de rente voor de eerste vijf jaar vastleggen (voor het gemak op 4 procent). Met een Bermudan swap wordt die rente iets lager (stel 3,8 procent), maar krijgt de bank een lucratieve optie geboden. Na afloop van die vijf jaar mag de bank zelf bepalen of zij het rentepercentage wil voortzetten voor de resterende vijf jaar, of dat ze de op dat moment geldende variabele rente gaat hanteren. Dat pakt voor de ondernemer altijd ongunstig uit. Is de rente na vijf jaar gedaald, zoals sinds de start van de kredietcrisis is gebeurd, dan profiteert hij daar niet van, omdat de bank de 3,8 procent rente door zal zetten. Is de rente na vijf jaar echter flink gestegen? Dan is het voor de bank voordelig om de hogere marktrente te vragen. Voor een kleine korting op de rente heeft de bank zich dus in een winst situatie gemanoeuvreed."*³¹³

In België werden er volgens de toezichthouder FSMA (De Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten) door vier banken 363 plofderivaten aan niets vermoedende end-users verkocht. In Nederland weet toezichthouder AFM (Autoriteit Financiële Markten) dat Bank Nederlandse Gemeenten en dat de Waterschapsbank plofderivaten aan woningbouwcorporaties verkocht. Waar

³¹² X.X. (2014), "Het probleem dat iedereen ziet maar niemand wil zien... Deutsche Bank is de olifant in de woonkamer van de ECB", *Express.be*, URL: <http://www.express.be/business/nl/economy/is-deutsche-bank-de-olifant-in-de-woonkamer-van-de-ecb/209177.htm>.

³¹³ Heijn, Joris (2014), "Belgische Toezichthouder Grijpt Hard in om 'Plofderivaten' bij MKB", *Follow the Money*, URL: <http://www.ftm.nl/belgische-toezichthouder-grijpt-hard-in-om-plofderivaten-bij-mkb/>.

FSMA aandrang op een *remediëring* waarbij elk plofderivaat moest worden omgezet in een gewone renteswap, met behoud van de rentekorting voor de end-user, beperkte AFM zich tot een herstel waarbij de rentekorting van de Bermudan verloren gaat.

6. Een onbeheersbaar geworden structurele crisis

Is het correct dat de vijf structurele crises – de vier globale en de Japanse crisis van 1986-2003 – causaal verklaarbaar zijn door minstens twee van volgende vier bewegingen:

- de excessieve geldschepping gedurende een al dan niet langdurige boom;
- een excessieve kredietexpansie waarbij vooral de private schulden opliepen;
- een onder de eenheid gedaalde schaalelasticiteit wegens te veel grote bedrijven;
- het bestaan van global imbalances

dan verschilt de huidige *Grote Recessie* toch fundamenteel van de vier voorgaande structurele crises. Dit is inderdaad niet langer een gewone recessie, wel een *systemische crisis* zoals de keynesiaan Axel Leijonhufvud aanstipte. Het is niet langer een *normale crisis* zoals die andere keynesiaan James K. Galbraith schreef. *This time it's different* – heel juist – zoals Carmen Reinhart en Kenneth S. Rogoff besloten. In wat volgt wordt nagegaan in hoeverre de op gang gekomen herleving de zeepbellen onder de zich herstellende kapitalistische economie heeft doen verdwijnen. Analyse maakt duidelijk dat dit met de *Grote Recessie* niet het geval is, zodat de herleving niét robuust is, ook niet in de Verenigde Staten of Canada.

(1) **Het no system muntstelsel blijft bestaan** — De vier vorige crises hadden we duidelijk nog onder controle, terwijl de huidige inderdaad aan echte controle ontsnapt zoals Prahat Patnaik, Steve Keen, Kōzō Uno en talloze andere maatschappijkritische economen hebben aangetoond. Dat komt niet omdat de derde fase van het kapitalisme ontaard is in *consumerism*, wel omdat er geen consensus is om, zoals John Maynard Keynes in 1942 al voorstelde, voor het internationaal betalingsverkeer een wereldmunt in te voeren. De opheffing van de Akkoorden van Bretton Woods in 1971 heeft de wereldeconomie een flink stuk onbetrouwbaarder gemaakt. Zolang dit kon doorgaan bij afwezigheid van ernstige distorsies in het betalingsverkeer hadden economen er geen erg in. Maar naarmate de globale imbalances in het westelijk halfrond chronisch begonnen te worden is de noodzaak aan een **wereldmunt** in het internationaal betalingsverkeer steeds dringender geworden. In zijn pleidooi voor een herinvoering van de gouden standaard wordt Jacques Rueff als pleitbezorger van de goudhandelaars door vrijwel geen enkel noemenswaardig econoom, buiten de heterodoxe Oostenrijkers, nog gevolgd. Het opdelen van nieuw goud kan onmogelijk nog gelijke tred houden met de explosieve groei van de wereldhandel. Bovendien is de goudprijs te volatiel geworden om nog te geloven dat die nog eens twee decennia lang gestabiliseerd zou kunnen worden zoals het geval was van 1950 tot 1970. Toen bleef de goudprijs per ons jaren aan een stuk gestabiliseerd op 35 dollar, terwijl hij de laatste 15 jaar liefst verviervoudigde in prijs.

Het is dus geen wonder dat zulke vooraanstaande economen als Paul Davidson, Joseph E. Stiglitz, Bruce Greenwald en Justin Yifu Lin het laatste dozijn jaren – in de lijn van Keynes – gepleit hebben voor de invoering van een wereldmunt om een einde te maken aan het **no system** dat na de val van Bretton Woods ontstond. Geen enkele internationale instelling, noch het IMF, noch de Wereld Bank, noch de Bankenuie, slaagt er in opnieuw controle te krijgen over het muntstelsel. De huidige situatie verschilt essentieel van die aan de vooravond van de *Petroleumcrisis* in 1973. Toen zat de Verenigde Staten, waarvan de dollar de eerste reservemunt in de wereld is gebleven, nog niet met een chronisch tekort op zijn lopende rekening en moesten de investeringen er niet worden medegefinancierd door het buitenland zoals nu het geval is. De besparingen waren er toen groter dan de investeringen en volstonden om die te financieren. Nu is Amerika voor de financiering van een deel van zijn investeringen vooral aangewezen op een nieuwe economische grootmacht, op China dat al een kwarteeuw met overschotten op zijn lopende rekening zit. Maar wat gebeurt er als China straks dezelfde weg opgaat als Japan, als de economische groei er terugloopt en het overschot op de lopende rekening er kleiner wordt? Dan komt de eerste reservemunt van de rest van de wereld onder neerwaartse druk te staan. Of hoe de wereldeconomie afhankelijk geworden is van de economie in China en in de Verenigde Staten. Een herziening van het internationaal muntstelsel is hierdoor dwingend geworden waardoor het sinds 44 jaar bestaande **no system** moet worden afgeschaft in plaats van te blijven dromen van een Bretton Woods II of een Bretton Woods III die slechts virtueel bestaan.

(2) **Geldmultipliator blijft te hoog** — Het gemis aan controle over de financiële crisis houdt ook in dat één van de basisoorzaken van de huidige structurele crisis bij afwezigheid van *full reserve banking* aan internationale controle ontsnapt, namelijk de **geldschepping** bij van land tot land verschillende **kasreserve-dekkingscoëfficiënten**. Hierdoor blijft een min of meer uniforme geldmultipliator een onmogelijkheid. Het systeem van *full reserve banking* wordt nergens ter wereld toegepast maar werd wel bepleit door zulke economen als Irving Fisher, Milton Friedman, de Oostenrijkers Ludwig von Mises, Murray N. Rothbard en Jesús Huerta de Soto en zelfs Paul Krugman. De afschaffing van het *fractioneel reserve bankieren*, zoals door Friedman en de Oostenrijkers bepleit blijft een onhoudbare oplossing omdat private banken dan geen leningen meer kunnen verstrekken, wat zeker de oplossing niet is. Wat wél wenselijk is, is dat de kasreservedekking teruggeschroefd wordt tot bijvoorbeeld 50 procent (nu tussen 10 en 18 procent in de meeste landen). De Basel III Akkoorden, die pas in 2019 zullen worden doorgevoerd, hebben niets bepaald waardoor de geldmultipliator effectief zou verlaagd worden. Er werd vooral werk gemaakt van het verhogen van de solvabiliteit van de banken. Hierover schrijft de Nederlandse econoom Dick van Wensveen (°1933), zelf gewezen bankier: *"De hogere eisen die aan het weerstandsvermogen gesteld worden, vertalen zich in het Core Tier I-vermogen, dat na de crisis voor systeembanken minstens 11,5 à 12% % van de 'risk weighted assets' moet zijn. ABN AMRO wist haar Core Tier I-percentages te verhogen van 12,1% ultimo 2012 tot 13,3% ultimo juni 2013 (Basel II toepassing). Dit is een forse stijging die wordt toegeschreven aan zowel winstaccumulatie als een daling van de 'risk weighted assets' in lijn met de daling van de kredietverlening. Daar zit dan een adder onder het gras. Is een nagestreefde stijging van de solvabiliteit het motief geweest om de kredietportefeuille te laten krimpen? Als dat zo was, waarom dan zo'n grote stijging? Bij volledige toepassing van alle Basel III-regels – die overigens pas in 2019 verplicht zijn – zou de Core Tier I-solvabiliteit op 11,5% uitkomen, dus het minimaal vereiste Basel III-peil. ABN AMRO streeft er naar in 2017 een ratio tussen 11,5% en 12,5% bereikt te hebben en zit nu al op dat niveau. Er zou dus sprake zijn van 'overkill' als de daling van de kredietportefeuille was ingegeven door extra verbetering van de solvabiliteit. ING Bank rapporteert eind juni 2013 een core Tier I van 11,8%. De pro forma core Tier I, waarbij voldaan wordt aan de Capital Requirements Directive IV-vereisten (= Basel III) kwam uit op 10,2 % wat reeds boven het doel voor 2014 is. De Rabobank rapporteert eind juni een Core Tier I van 12,9% en noemt de solvabiliteit 'onverminderd sterk'."*³¹⁴

De schrik blijft zeer reëel dat als er maatregelen worden genomen om de geldmultipliator te laten dalen private banken, vooral Europese, onvoldoende middelen zullen hebben om de investeringen te financieren. Maar hoe hoger de geldmultipliator in de wereld hoe meer misinvesteringen er zullen worden gemaakt, hoe meer landen met een hoge arbeidskost per uur geneigd zullen zijn de te dure menselijke energie te vervangen door gekapitaliseerde machinale energie en hoe sneller de structurele werkloosheid er zal stijgen door de toename van de substitutie-investeringen. Uit dit alles kan men afleiden dat de herleving van korte duur zal zijn en dat de huidige *Grote Recessie* zal ontaarden in een snelle opeenvolging van voortdurend korte crises. In dat opzicht zal Europa, dat hogere arbeidskosten per uur heeft dan de rest van de wereld, erger onder de lange nasleep van de huidige onopgeloste structurele crisis blijven kreunen. Of krijgt de akelige en politiek onverantwoorde cultuurpessimist Oswald Spengler (1880-1936), aanbiddend van een autoritair regime dat hij boven de Weimar Republiek verkoos, dan toch gelijk dat *Der Untergang des Abendlandes* zich aan het voltrekken is?³¹⁵

(3) **Zombiebanken zijn niet verdwenen in Europa** — Dit brengt ons bij het probleem van de Europese **zombiebanken** die de economie niet meer zouden stimuleren. Van Wensveen omschrijft het probleem als volgt: *"Het is inmiddels 'conventional wisdom': de Europese banken zijn zogenaamde zombiebanken geworden die er het hunne toe bijdragen dat Europa de huidige recessie maar niet van zich af kan schudden. De redenering gaat als volgt. Banken maken niet genoeg winst om schoon schip te maken met hun oninbare leningen, vooral die aan de vastgoedsector. Ze moeten ook aan de hogere kapitaaleisen van Basel III voldoen en ze willen hun aandeelhouders met dividend te vriend houden (als ze dat van de toezichtautoriteiten mogen uitkeren). Gevolg: ze krimpen hun*

³¹⁴ Wensveen, Dick van — (2013), "Gedragen Nederlandse Banken zich als Zombiebanken?", *MeJudice*, 6 september, URL: <http://www.mejudice.nl/artikelen/detail/gedragen-nederlandse-banken-zich-als-zombiebanken>.

³¹⁵ Spengler, Oswald (1918-1922a), *Der Untergang des Abendlandes, Umriss einer Morphologie der Weltgeschichte, mit einem Nachwort von Detlef Felken*, München: Beck, 1998 (Ungekürzte Sonderausgabe in einem Band).
Spengler, Oswald (1918-1922b), *The Decline of the West, Form and Actuality*, New York, NY: Alfred A. Knopf, 1972. URL: <https://archive.org/details/Decline-Of-The-West-Oswald-Spengler>.

balans in door nieuwe kredietverlening aan het bedrijfsleven af te knippen of ze zetten afgelost krediet om in risicoloos staatspapier. Zo dragen ze bij aan het voortduren van de recessie en bewijzen ze opnieuw dat conform de inzichten van Reinhart en Rogoff (2009) een financiële crisis een lanqdurige recessie tot gevolg heeft." Typische voorbeelden van zombiebanken zijn het Belgisch-Franse Dexia (een restbank met een uitdoofscenario) en het Spaanse Bankia. Eind maart 2013 vertelde Willem H. Buiters aan *Het Financieel Dagblad* – daarbij gesteund door Bas Jacobs – dat de meerderheid van de Europese banken zombiebanken zijn geworden. Hij betreurt dat dit soort banken onvoldoende kredieten verstrekt aan het bedrijfsleven: *"Ze eten de levende banken. Er is nauwelijks nieuwe kredietverlening aan het bedrijfsleven en de huishoudens. Een zombiebank leent zelfs geen geld meer uit voor goede projecten en dat is op grote schaal nu al het geval."* Dit is, mijns inziens, een verhaal dat ook een positieve kant heeft omdat op die manier een rem wordt gezet op de excessieve kredieten die crisis-verergerend werken. De keerzijde van de medaille is dan wel dat dit soort banken gevoelig zijn om als eersten in zwaar weer terecht te komen.

De **Dijsselbloem doctrine** dat het na de Cypriotische bankencrisis gedaan zal zijn met bailouts op kap van de belastingbetaler, dat de *haircut* ervoor zal zorgen dat de belastingbetaler nooit nog zal moeten opdraaien voor omvallende zombiebanken, is een leugen in het kwadraat. De studiedienst van *Crédit Suisse* berekende voor hoeveel procent er niet kan gefinancierd kan worden via de *haircutmethode* in geval van een dreigend faillissement en kwam tot volgende cijfers:

- Cyprus 84 procent;
- Griekenland 84 procent;
- België 73 procent;
- Slovenië 73 procent;
- Spanje 69 procent;
- Portugal 68 procent;
- Duitsland 63 procent;
- Italië 59 procent;
- Nederland 58 procent;
- Frankrijk 58 procent;
- Ierland 52 procent.

Ik volg dus Bas Jacobs dat Europa dringend werk moet maken van het opschonen van zijn zombiebanken als het niet wenst te versukken in een Japans scenario waarbij de economie niet meer groeit. Dat het toezichthouderschap op de banken sinds 4 november 2014 niet langer uitgeoefend wordt door nationale toezichthouders maar door de Bankenuie van de ECB, werd aanvankelijk als een stap in de goede richting gezien. Maar als men de resultaten bekijkt van de stresstest die de ECB eind oktober 2014 afnam van de 130 belangrijkste banken dan kan men moeilijk anders dan de wenkbrauwen fronsen. Hoe is het bijvoorbeeld mogelijk dat Dexia "gedelibereerd" werd ondanks het feit dat het kapitaal er niet werd verhoogd en dat de restbank virtueel failliet is. Het argument dat er niet gevreesd moet worden voor een faillissement omdat Frankrijk en België staatsgaranties gaven snijdt geen hout: België kan bij een faillissement op geen enkele manier de meer dan 50 miljard euro waarvoor het borg stond op tafel leggen.

Het blijft trouwens een pertinente vraag hoe toezichthouders straks nog controle hebben over banken als ze de moed niet hebben SPV's en SPE's niet radicaal te verbieden, als er geen volledige transparantie komt in tal van duistere derivaatcontracten, waardoor ze tal van financiële constructies buiten hun balans kunnen houden? Ook hier lijkt het laat-kapitalisme zijn controle over de economie verloren te hebben zoals Patnaik, Uno, Setkine en Okishio altijd beweerd hebben.

(4) **Systeemcrisis en casinokapitalisme blijven bestaan** — Het meest zorgelijk blijft wel de ongecontroleerde wildgroei van de bankderivaten waarbij minstens vier van de vijf grootste handelaars in bankderivaten – Deutsche Bank, JP Morgan Chase, Citigroup en Goldman Sachs – te weinig kapitaal hebben om zich zelfs tegen het veel te laag geschatte *gross credit exposure* te kunnen indekken. Als we ons louter steunen op de statistiek van de BIS (in tabel 20) dat de *gross credit exposure* gemiddeld 205,2 keer kleiner (met een standaardafwijking van 31,9) is dan de notionele waarde van verhandelde OTC contracten, als we zeer mild de 95 procent bovengrens van het gemiddelde voor de *gross credit exposure* nemen in plaats van het gemiddelde zelf, (dus $205,2 + 1,96 * 31,9 = 267,7$ in plaats van 205,2),³¹⁶ dan komen we voor de vijf grootste derivaathandelaars tot volgend beeld:

³¹⁶ Berekend door om voor de vijf periodes in tabel 20 de notionele waarde in de linker helft van de tabel te delen door de *gross credit exposure* onderaan de rechter helft van de tabel, en daarop het rekenkundig gemiddelde te berekenen; Dat geeft 205,196

Tabel 22: Graad van risicodekking derivaathandel van 5 grootbanken per 31.12.2014

	<i>notionele waarde OTC bankderivaten</i>	<i>schatting gross credit exposure</i>	<i>kapitaal</i>	<i>graad van risicodekking</i>
	<i>miljard</i>	<i>miljard</i>	<i>miljard</i>	<i>procent</i>
● Deutsche Bank	€ 67.300	€ 251,4	€ 50,7**	20,17 %
● JP Morgan Chase	\$ 70.880	\$ 264,8	\$ 232,1	87,65 %
● Citigroup	\$ 62.248	\$ 232,5	\$ 214,6*	92,30 %
● Bank of America	\$ 38.851	\$ 145,1	\$ 232,4	160,17 %
● Goldman Sachs	\$ 48,612	\$ 181,6	\$ 82,8	45,50 %

* = per 31 maart 2015 * = Tier 1 capital fully loaded

Uit **tabel 22** blijkt dat van de vijf banken met de grootste OTC derivatenportefeuille ter wereld er slechts één is, Bank of America, die kapitaal genoeg heeft om het *gross credit exposure* risico integraal te dekken. Dan blijkt dat uitgerekend Deutsche Bank en Goldman Sachs – de twee grootste initiatiefnemers voor voortdurend nieuwe bankderivaten – zelfs na *netting* het minst de genomen risico's met eigen kapitaal kunnen dekken: Deutsche Bank maar voor 20,17 procent en Goldman Sachs maar voor 45,50 procent. De kans dat de grootste Duitse bank uitschuift, als ze haar OTC derivaten niet onmiddellijk afbouwt, is eigenlijk 4 op 5; de kans dat ze overeind blijft 1 op 5. Toen Real Hypo Estate in 2008 in torenhoge moeilijkheden kwam met een veel te grote portefeuille aan rommelkredieten heeft Angela Merkel 102 miljard euro (zie hoofdstuk 5 van dit deel) moeten bijeenschrapen om het kroonjuweel van de Duitse hypotheekbanken van de ondergang te redden. Als morgen Deutsche Bank uitschuift over haar eigen bananenschillen, de bankderivaten, moet ze (in het minst ongunstige geval) wel 200 miljard euro vinden om Deutsche Bank van de ondergang te redden, dus 2.500 euro per inwoner van Duitsland. Dan heeft ze aan het mooie Dijssebloem sprookje niets dan gebakken lucht. Dan is haar enige troost dat de doorsnee Belg straks het 4.000 euro per inwoner moet betalen als de restbank Dexia omvalt (zie Appendix 1). In onderhandelingen met de Franse mede-eigenaar stemde de Belgische regering immers in met een bankgarantie van meer dan 43 miljard euro mocht Dexia failliet gaan. Maar wat als alles tegenslaat voor Deutsche Bank? Het derivatenrisico bedraagt in het slechtste geval, als alles tegenslaat, wel twintig keer de *gross credit exposure*, dus 5.000 miljard in plaats van 250. Een degelijke catastrofe is gewoon niet te keren.

Het gaat om iets wat niet bestond bij de vorige structurele crises, iets wat in een kwarteeuw tijd uitgroeide tot notieel **695.008 miljard dollar** eind 2014. Bemerkt dat dit een te lage schatting is omdat ze gebaseerd is op gegevens van slechts 47 centrale banken aan de BIS (*Bank for International Settlements*). Barrett Sheridan van Bloomberg had het in 2008 al over 600.000 miljard dollar, het viervoudige van wat het in 2004 was.³¹⁷ *The Economist* raamde het notionele volume van verhandelde bankderivaten in juni 2011 op 783.000 miljard dollar: 700.000 miljard in de OTC handel en 83.000 in de beurshandel. Als eerder uitgelegd moet men zich niet blind staren op die kolossale bedragen die slechts notieel zijn, wel op het risico wat ermee gepaard gaat. Dat schommelt altijd tussen in het *slechtste geval*, als alles tegenslaat, de *gross market value* (die ik het "derivatenrisico" heb genoemd), en in het *minst slechte geval*, als netting en clearing perfect verlopen, de *gross credit exposure*. In cijfers uitgedrukt voor het jaar 2014 tussen **3.358 miljard dollar** in het minst slechte geval (in tabel 20 onderaan in de rechter helft) en **20.880 miljard dollar** in het slechtste geval (in tabel 20 bovenaan, in de rechter helft).

Het helpt te verstaan waarom Europa zich geen uitweg weet in de Griekse crisis, dat bankderivaten daarbij een cruciale rol spelen. Banken als Barclays en Deutsche Bank die CDS contracten afsloten op Griekse obligaties dreigen veel geld te verliezen bij een mogelijk grexit omdat de afgesloten kredietverzekering in de praktijk waardeloos is nu de ISDA besloot dat er bij een failliet van Griekenland niets meer zal worden terugbetaald omdat zo'n failliet niet als noodweer kan worden beschouwd. Als Tsipras echter de terugbetaling *betwist* is er plots geen sprake meer van noodweer en staat men weer voor een zogeheten *event* waarbij de tegenpartij in de CDS contracten wel tot betaling

met een standaardafwijking van 31,872. De 1,96 bij de berekening van de bovengrens van het gemiddelde correspondeert met de z-score bij een normaalverdeling.

³¹⁷ Sheridan, Barrett (2008), "600.000.000.000.000?", *Newsweek*, April 2008. URL: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-187503475.html>.

kan worden gehouden. De Nederlandse ex-boekhouder en onderzoeksjournalist Arno Wellens (°1978) schreef hierover een leuk stukje dat ik de lezer niet wil onthouden:

“Voor een veelvoud van de grofweg € 300 miljard die Europa nog heeft uitstaan zijn er derivaten afgesloten, Credit Default Swaps (CDS). (...) Bij zo'n CDS verzekert een crediteur zich tegen een faillissement van een partij. Daarom sluit die een CDS af met een tegenpartij die dat risico wel aandurft. Net als bij een gewone verzekering is het de vraag wanneer er uitbetaald gaat worden. Autoschade door eigen dronkenschap wordt bijvoorbeeld door geen enkele verzekeraar gedekt. U dient een declaratie in, maar zult nul op het request krijgen. Vliegt er een steentje door de ruit en u kon er niets aan doen, dan is er wel een 'event' waardoor de verzekeraar moet lappen. Iets soortgelijks zit er in een CDS op Griekse (en andere) obligaties. Als Griekenland door een 'act of god' wordt getroffen - zeg een aardbeving - en daardoor niet kan betalen, dan is dat een event waardoor de verzekeringsnemer de buidel moet trekken. Maar wat gebeurt er als de Grieken zich vrijwillig naar de slachtbank laten leiden en meewerken aan het eigen faillissement? In dat geval is er geen sprake van een event. Maar wie beslist zoiets? Alle grote banken zijn aangesloten bij een internationaal instituut, de International Swaps & Derivatives Association (ISDA). Zonder dat er ooit over gestemd is, zijn de richtlijnen die deze number crunchers voorschrijven bindend. Een faillissement waar de debiteur, Griekenland in dit geval, aan meewerkt is dus geen act of god. Daarom kregen de banken tijdens de eerste en tweede redding een haircut van 50% te verwerken. Met andere woorden, de helft van de leningen die de banken hadden verstrekt werd kwijtgescholden. (...) Denk aan Deutsche Bank, dat een derivatenpositie zo groot als de jaarlijkse wereldeconomie heeft. Je moet er niet aan denken dat daar wat onzekerheid is en mensen zich afvragen of er niet een procentje afgeboekt moet worden. Angela Merkel staat bekend als gepassioneerde eurofiel, maar vergeet niet dat ze het grootste casino van de wereld op haar grondgebied heeft staan. (...) Best begrijpelijk dat Noord-Europese regeringsleiders ziek worden van het woord 'onzekerheid'. Griekenland is allang failliet en gaat die centjes nooit meer terugbetalen. (...) Daarom is er een oplossing die op korte termijn het goedkoopst is. Om te voorkomen dat er een deal komt waar de Griekse regering niet mee akkoord gaat (immers, dan is er een 'event' en worden de CDS's wandelende tijdbommen voor onze banken en banken zijn heilig) moeten we de Grieken onder alle voorwaarden een beetje paaien.”³¹⁸

De overvloed aan financiële derivaten hebben van de *Grote Recessie* een **systeemcrisis** gemaakt (Leijonhufvud, Patnaik). Hoe lager het *vertrouwen* in de economie hoe meer kleinere zakenbanken, pensioenfondsen, overheden en niet-financiële bedrijven (en particulieren) allerlei financiële risico's, die niet gewoon verzekerd kunnen worden, zullen proberen in te dekken door zich tot de derivatenmarkt te wenden. Op die markt – die eigenlijk niet eens een markt is aangezien 85 procent van de transacties OTC afgesloten worden – liep de omzet even terug tussen de tweede helft van 2008 tot eind 2010 om daarna te hernemen en weer sneller te groeien dan de economie. Wel hebben de meeste kopers ondertussen ingezien dat CDS contracten door hun gebrek aan transparantie levensgevaarlijk zijn en vaak in het voordeel zijn van grootbanken die ze verkopen. Die handel, bedacht door een filiaal van JP Morgan Chase in 1994, loopt sinds de bankencrisis (gelukkig maar) gevoelig terug. Maar tal van andere verhandelde derivaten hebben het karakter van aasgierfondsen die verschillende overheden trachten te verbieden zonder daarin te slagen omdat grootbanken er voortdurend nieuwe bedenken. Voorts zorgt de instabiliteit van de internationale valuta ervoor dat forwards en forex swaps en andere currency derivaten blijven stijgen.

Wat initieel bedoeld was voor *hedging*, waarbij risico's konden worden vermeden, werd, vooral na 1998, ondergeschikt aan het speculeren. *“Although derivatives can help make the economy function by reducing risk for farmers, oil companies, startup employees, and more, left unchecked, they can introduce 'systematic risk'. Only a handful of firms represent a massive portion of the total derivatives traded in the world meaning that if one of them went bankrupt, it could lead to a daisy-chain effect that caused all of the others to fail, wiping out the entire financial system”*. Het kapitalisme van de voorzichtige huisvader werd in minder dan twee decennia tijd een **casinokapitalisme** waar risico aversie plaats maakte voor door hebzucht gedreven speculatie van bepaalde bankiers zonder al te veel ethische scrupules.

Beweren dat, de derivaten zeepbel waarop het huidige casinokapitalisme drijft, *onaetwifeld* vroeg of laat zal uiteen spatten, zoals Cassandraprofeet Michael T. Snider – geen econoom, een jurist – tot in den treure doet, is wel meerdere bruggen te ver. Niets laat deze sombere voorspelling met *zekerheid* toe. Het blijft voorlopig zelfs onmogelijk de waarschijnlijkheid van zo'n explosie te ramen, laat staan het tijdstip. Wel maken de financiële markten zich gaandeweg steeds meer zorgen over het gevaar van die zeepbel, vooral omwille van de oncontroleerbaarheid ervan. Dat blijft in elk geval een ander verhaal dan wat Snyder ervan maakt. Veel interessanter is de vraag **of het kapitalisme zal verdwijnen** mocht de derivaten bubble uiteenspatten. Het antwoord op die vraag is **“neen”**. Niet zozeer omdat de mens tot op heden geen enkel maatschappelijk systeem wist te bedenken dat minder

³¹⁸ Wellens, Arno (2015), “Grexit: dankzij derivaten hangt er een zwaard van Damocles boven ons bankwezen”, URL: <http://925.nl/archief/2015/05/11/grexit-dankzij-derivaten-hangt-er-een-zwaard-van-damocles-boven-ons-bankwezen/>.

slecht functioneert dan het kapitalisme en zijn vrije markt. Wel omdat een ineenstorting van de financiële markten immers niet impliceert dat het kapitalisme moet verdwijnen, wel dat, als het gebeurt, er immense verschuivingen in de bestaande **machtsverhoudingen** in de wereld zullen plaatsgrijpen. Daarbij valt niet uit te sluiten dat het machtscentrum van de wereld zich verplaatst van Noord-Amerika en Europa naar Azië. De logica van de situatie laat vermoeden dat de Verenigde Staten – dat een wapenarsenaal heeft dat even groot is als de rest van de wereld en dat twee derden van alle wapens produceert (SIPRI) – een machtsverschuiving van het centrum naar de periferie niet zó maar zal aanvaarden. De theorie van Carl von Clausewitz (1780-1831), uiteengezet in zijn *Vom Kriege*,³¹⁹ indachtig is oorlog het hoogste stadium van politiek en moet er rekening mee gehouden worden dat Amerika er *mogelijks* een grote oorlog voor over zal hebben om zijn machtspositie in de wereld te behouden. De kans dat dit gebeurt lijkt mij klein omdat het financieel zwakke Europa – dat geen eigen leger heeft – allicht rapper in moeilijkheden zal komen dan de Verenigde Staten, zeker mocht Deutsche Bank omvallen. Wat dus wél kan worden gedaan is (i) het op mondiale schaal optrekken van de kasreservedekkingscoëfficiënt tot 50 procent en (ii) eisen dat geen enkele bank meer spaardeposito's mag opnemen die twee keer groter zijn dan het kapitaal. Op die manier zou niemand meer dan de helft van zijn spaarcenten kunnen verliezen mocht de derivaten zeepbel ontploffen. Dan zou een *haircut* niet langer noodzakelijk zijn: dan verliezen de aandeelhouders van banken bij zwaar weer desnoods alles, maar de spaarders nooit meer dan de helft van hun inleg. Dit zou in ieder geval een flink stuk eerlijker zijn dan de onhoudbare belofte dat bij een faillissement minstens 100.000 euro per rekening gewaarborgd zou zijn. Maar doorvoeren van die beginselen vereist wel dat spaarders eindelijk gaan beseffen dat ze verantwoordelijk zijn voor hun centen en hun spaargeld best spreiden over een hoeveelheid van kleinere banken.

Wat er ook gebeure, zal de eventuele explosie van de derivaten zeepbel gepaard gaan met een grote verarming binnen de kapitalistische wereld. Omdat deze situatie geheel nieuw is bestaan er geen econometrische of DSGE modellen die zouden kunnen voorspellen – ook niet als men met stelsels van stochastische differentiaalmodellen zou werken, rekening houdend met het feit dat perfecte informatie van de economische agenten onmogelijk is (De Grauwe) – wat de gevolgen kunnen zijn van een gebeurlijke ineenstorting van de financiële markten. Hoe de burger zich tegen zulke catastrofe kan wapenen is evenmin duidelijk. Zullen vastgoed of goud of vreemde deviezen volstaan om zich tegen de mogelijke collectieve verarming te wapenen? Allicht niet mocht er een wereldoorlog uitbreken. Ik voel mij niet geroepen om hier de doemdenker te spelen, maar dat mag niet impliceren dat men het ondenkbare niet mag durven te denken (Herbert Marcuse). Wat ik wel inzie is dat **investeren in landbouwgrond** voor diegenen die het zich kunnen veroorloven een ultiem middel kan zijn om zich tegen verarming in te dekken, want zich voeden moet de mens altijd, welke ramp hem mag overkomen.

Wie echter nu nog steeds niet inziet welke enorme risico's de wereld loopt mochten of Deutsche Bank of één van de vier Amerikaanse banken straks in moeilijkheden komen, maakt zich schuldig aan daqdromerij. Het volstaat dat er een fout van amper een paar procent wordt gemaakt, of dat een tegenpartij zijn verplichtingen van een paar procent niet kan naleven, opdat er banken omvallen van Alaska tot in Tasmanië. Dat is wat de Zweedse topeconoom Axel Leijonhufvud bedoelde toen hij het in 2009 had over het **systemisch karakter van de financiële crisis**, een crisis die niet opgelost geraakt omdat niets of niemand nog controle heeft over de steeds grotere berg aan bankderivaten. De economische herleving die aan de gang is maskeert dat de onderhuidse financiële crisis van het kapitalisme alles behalve opgelost is. Dit ontkennen bestempel ik als *marketing bijziendheid* van de overheid.

(5) **Geen scheiding tussen spaarbanken en investeringsbanken** — De afschaffing van de Glass-Steagall Act heeft het waterdicht tussenschot tussen **spaarbanken** met een hoge graad van risico aversie en **investeringsbanken** met een geringere graad van risico aversie doen verdwijnen. De vroegere voorzichtige huisbankier is niet meer. In Basel mag men zoveel sleutelen als men wil om de spaardeposito's van de modale burger te beschermen, het gebrek aan transparantie en aan controle in de handel van financiële derivaten maakt dat een deel van de spaardeposito's kunnen worden misbruikt voor risicovolle speculatie. Dat is wat onder het beleid van de megalomane Pierre Richard met de spaarteqoeden van Belgische kleine spaarders bij de Dexia Bank gebeurd is. Economen als Paul de Grauwe of Paul Krugman hebben schoon roepen dat de scheiding tussen spaarbanken en investeringsbanken dringend heringevoerd moet worden, het gebeurt niet. Want ook hier kan de klok blijkbaar niet worden teruggedraaid. De hervorming van de financiële markten, die president Barack

³¹⁹ Clausewitz, Carl von — (1832), *On War*, Translated by Colonel J.J. Graham, New and Revised Edition with Introduction and Notes by Colonel F.N. Maude C.B. (Late R.E), in Three Volumes, London: Kegan Paul/ Trench, Trübner & Co, Ltd, 1908.

Obama trachtte te bewerkstelligen met de *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* van 21 juli 2010, heeft bewezen dat een terugkeer naar de scheiding tussen spaarbanken en investeringsbanken onder het heersende casinokapitalisme een onmogelijkheid is geworden. Dit is niet langer het kapitalisme van vóór 1990 dat nog in staat was structurele crises te bestrijden. Dit is in een kwart eeuw tijd een kapitalisme geworden dat misschien wel van een herleving laat dromen, omdat er een einde lijkt gekomen aan de recessie, omdat er weer sprake is van (een bescheiden) economische groei, maar dat zich geen raad weet met de financiële crisis die aan de controle ontsnapt – een crisis waarvan men liever vergeet op welke financiële zeepbellen het nieuwe kapitalisme drijft. Het is mooi als regeringen een Diisselbloempje doen om het burgerlijk geweten te sussen met de mededeling dat het land weer crisisvrij is, en zo het vertrouwen in de economie proberen te herstellen, maar zoiets blijft een ontkenning van het zonlicht. Zo lang de handel in een hele reeks beursderivaten niet kan worden verboden – een verzonnen mogelijkheid bij risicovolle financiële derivaten met een looptijd tot 2040 of verder – en zolang er geen gereguleerd internationaal muntstelsel komt is het volksverlakkerij te gewagen van een robuuste economische herleving zoals het IMF doet. Het nieuwe kapitalisme dat na 1990 ontstond heeft inderdaad demonen gecreëerd dat het onmogelijk nog langer schijnt te kunnen bedwingen.

7. Volkskapitaal als tijdelijke “oplossing” voor de huidige crisis

De huidige crisis is niet opgelost omdat er weer een bescheiden economische groei wordt genoteerd, ook niet als de werkgelegenheid stijgt en de werkloosheid daalt. Men kan inderdaad niet van een **robuste oplossing** spreken zolang (1) banken doorgaan met het verhandelen van bepaalde financiële bankderivaten met veel te hoge hefboomeffecten, (2) het internationaal muntstelsel niet eindelijk wordt geregeld, (3) de geldmultiplicator niet wereldwijd kan worden verlaagd door het invoeren van een kasreservedekkingscoëfficiënt van 50 procent of meer, (4) de global imbalances, waarbij het westelijk halfmond chronische tekorten op de lopende rekening zit, niet drastisch kunnen worden verlaagd, en (5) bepaalde financiële transacties door banken buiten de balans kunnen worden gehouden. Voor dit alles is een consensus op wereldschaal nodig waarvan niet in te zien valt wie daarvoor het initiatief zal willen nemen.

7.1. Grote Private Werken in plaats van Grote Openbare Werken

Dit alles impliceert niet dat er tijdelijk niets zou kunnen worden gedaan dat (1) de werkloosheid drastisch verlaagt en (2) de economische groei vergroot. Ik deel de visie dat economische groei een wisselwerking is tussen multiplicator en accelerator. Het multiplicatoreffect wordt enkel veroorzaakt door investeringen (die niet schuldverhogend werken) maar dooft snel uit als het **acceleratoreffect** quasi nihil is. Zolang er een aanzienlijke overproductie is heeft een stijging van het nationaal inkomen geen aanleiding tot geïnduceerde investeringen omdat er uit voorraad kan worden geleverd. Het eerste wat moet gebeuren zijn maatregelen om niet verkochte voorraden te laten verdwijnen. Een middel daartoe is (onder meer) de **BTW te verlagen**. Zou men in Nederland de BTW reduceren van 21 naar 19 procent, dan kost dat volgens de nationale rekeningen aan de overheid **4 miljard euro** (2/21 van 42 miljard).³²⁰ Zou men hetzelfde doen in België dan kost het er de overheid **2,7 miljard euro** (2/21 van 28 miljard). Het is de prijs die de overheid moet betalen om de “dode” accelerator nieuw leven in te blazen. Pas wanneer dit is gebeurd kan er gewerkt worden aan het aantrekken van **autonome investeringen** die moeten leiden tot een verhoging van het BBP. Uit de berekeningen in hoofdstuk 5 van dit deel weten we dat de multiplicator in Nederland ongeveer 4,5 is en in België 3,8. Dat wil zeggen dat een autonome investering van 1 miljard euro in Nederland voor 4,5 miljard euro toegenomen BBP zorgt; in België voor 3,8 miljard euro. In een land dat zijn concurrentiepositie zag teloor gaan als België (zie hoofdstuk 1 van dit deel) hoeft men niet te rekenen op directe autonome investeringen uit het buitenland: die zullen er laag zijn omdat de verhouding tussen loonkost en arbeidsproductiviteit er verzwakte in vergelijking met een zelfde verhouding in landen waarnaar doorgaans het meest wordt geëxporteerd. Een land dat zijn concurrentie positie min of meer gevrijwaard zag als Nederland zal gemakkelijker buitenlandse autonome investeringen aantrekken.

Rekenen op grote autonome investeringen uit het buitenland is echter niet zonder gevaren omdat de meeste landen zich nauwelijks kunnen wapenen tegen het zich terugtrekken van multinationale

³²⁰ Hierbij moet precies het omgekeerde gebeuren dan wat Den Haag voorstelt. Daar wil men, tenzij voor levensnoodzakelijke waren (waarop 6 procent BTW rust), de BTW aanslagvoet optrekken tot 22 procent, om zo de aangekondigde belastingverlaging te bekostigen, net als was de BTW – een indirecte belasting – in het geheel geen ... belasting.

buitenlandse investeerders. Men kan daarbij denken aan Opel en Ford die zich uit België terugtrokken en er hierdoor voor een aanzienlijke toename van de werkloosheid hebben gezorgd.

Keynesiaanse *deficit spending* of *quantitative easing* (die banken de mogelijkheid bieden meer kredieten te verstrekken) lijken niet de aangewezen recepten om bij te dragen tot een nootdier herleving. Alle investeringen met een substitutiekarakter, waarbij er meer gekapitaliseerde energie in het productieproces wordt ingezet bij een verlaagde inzet van menselijke energie holt de private koopkracht uit en dwingt ondernemingen ertoe een steeds groter deel van de productie op de wereldmarkt af te zetten. Dat laatste gaat des te moeilijker naarmate de concurrentiekracht van een nationale economie door de crisis werd verzwakt. Het keynesiaanse recept om autonome investeringen met staatsschulden te investeren is niet het ideale recept omdat het, geheel in de lijn wat de Oostenrijkse School daarvan dacht, vooral zullen leiden tot misinvesteringen die een herleving eigenlijk in de weg staan. Maar als **grote openbare werken**, gefinancierd met staatsschulden, niet langer de oplossing zijn, moet er dan niet gedacht worden aan **grote private werken**, op zo'n manier gefinancierd dat de totale schulden van een land niet stijgen?

● **De kost van werkloosheid** — Aan welke private autonome investeringen moet er dan wel worden gedacht? In elk geval aan private autonome investeringen die werkgelegenheid scheppen. Werkloosheid kost staten handen vol geld, minder bij de uitbetaling van de werkloosheidsuitkering dan aan het potentieel verlies aan bijdragen in de sociale zekerheid, aan directe en aan indirecte belastingen. In december 2012 maakten Maarten Gerard, Daphné Valsamis en Wim van der Beken voor rekening van EFSI (*European Federation for Services to Individuals*) een vergelijkende studie in zes landen over de kost van werkloosheid.³²¹ Die zes landen waren Duitsland, Frankrijk, Spanje, het Verenigd Koninkrijk, België en Zweden. Dit gaf volgende resultaten.

Tabel 23: Jaarlijkse kost van een werkloze in zes Europese landen in 2012 volgens EFSI

	Kosten voor werkloosheids- uitkeringen (per jaar)	Kosten voor begeleiding en administratie	Potentieel verlies aan inkomen voor de overheid	Totaal
België	9.493 euro	1.683 euro	22.267 euro	33.443 euro
Frankrijk	10.686 euro	1.641 euro	16.411 euro	28.737 euro
Zweden	7.475 euro	3.018 euro	16.412 euro	26.905 euro
Duitsland	8.793 euro	2.020 euro	14.737 euro	25.550 euro
Spanje	10.778 euro	242 euro	8.970 euro	19.991 euro
Groot- Brittannië	3.561 euro	1.746 euro	12.702 euro	18.008 euro

Bron: EFSI

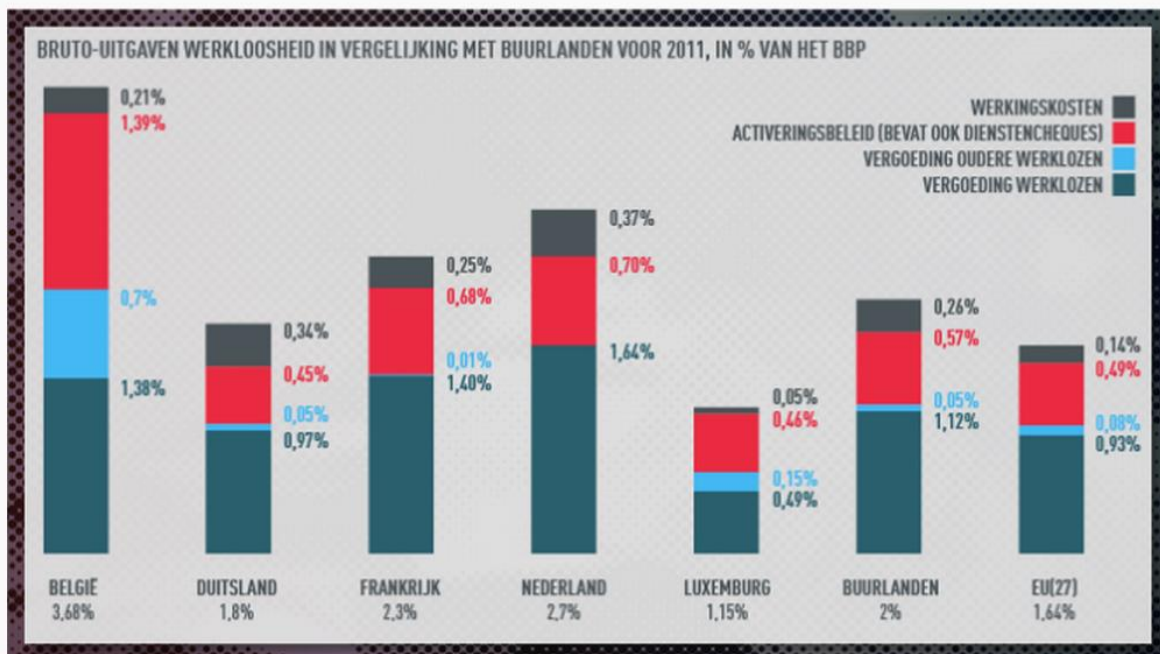
Deze studie werd tijdens de verkiezingsdebatten in België, midden 2014, door de latere informele premier van het land, Bart de Wever, misbruikt om uit te roepen dat België de duurste werklozen van Europa had (**33.443 euro** per werkloze per jaar), en dat het meer dan tijd werd om de werkloosheidsuitkeringen in de tijd te beperken. Zelfs een kwaliteitskrant als *De Standaard*, die de cijfers kritiekloos overnam, blokletterde op 1 februari 2013: "Belgische werklozen het duurst". De populistische krant *Het Laatste Nieuws* maakte er dezelfde dag van: "Belgische werklozen het duurst van heel Europa", net als was Europa beperkt tot amper zes landen, net als klopte er iets van de krakkemiekke cijfers die EFSI liet publiceren. Op de Belgische nationale tv-zender werd het op 16

³²¹ Gerard, Maarten, Daphné Valsamis and Wim van der Beken (2012), *Why Invest in Employment? A Study of the Cost of Unemployment*, Brussels: IDEA Consult NV.

april 2014 zelfs het voorwerp van *Factcheck #14* onder de titel "Spendeert België het dubbele van de buurlanden aan werkloosheid?"³²² Het artikel begint met volgende tekst: "Volgens N-VA-voorzitter Bart De Wever geven we in ons land het dubbele uit aan werkloosheidsuitkeringen in vergelijking met onze buurlanden. Die uitlating leidde tot nogal wat discussie. Hieronder een poging tot opheldering. Afgelopen vrijdag was Bart De Wever te gast in 'Terzake'. Tijdens de uitzending lichtte de N-VA-voorzitter onder andere zijn plannen omtrent de aanpak van werkloosheid toe. Zoals bekend stelt De Wevers partij een beperking van de werkloosheidsuitkeringen voor. Werklozen zouden zo na twee jaar hun uitkering verliezen. Tijdens de uitzending liet de partijvoorzitter zich verder ontvallen dat 'we het dubbele van de buurlanden uitgeven aan werkloosheid'. Die uitspraak ontlokte snel een discussie op Twitter. Econoom Geert Noels liet weten dat ons land zelfs meer dan het dubbele uitgeeft aan werkloosheidsuitkeringen."

Als een land proportioneel twee keer zoveel werklozen heeft dan een ander land, lijkt het logisch dat het dan het dubbele zal aan werkloosheid zal uitgeven. De vraag die de samenstellers hadden moeten beantwoorden was niet of België dubbel zoveel aan werkloosheid uitgeeft als zijn buurlanden, wel of een werkloze in België dubbel zoveel kost als een werkloze in de buurlanden – een voorstelling die De Wever in zijn kiescampagne graag naar voren schoof. Dat doen de onderzoekers helaas niet. Ze vertrekken van volgende tabel:

Tabel 24: Bruto kost werkloosheid in België en zijn buurlanden volgens Factcheck #14 van 16 april 2014 (cijfers voor 2011)



Bron: Eurostat, DG EMPL

Het juiste aantal werklozen per land wordt hierbij buiten beschouwing gelaten. Als men werkloosheid definieert als het verschil tussen de beroepsbevolking en de werkende bevolking (zoals gedaan in hoofdstuk 4 en **figuur 12** van dit deel), en men zich niet beperkt tot het aantal uitkeringsgerechtigde werklozen, zoals Eurostat doet, dan krijgt men wel een ander beeld. Dan blijkt plots dat België niet de duurste werklozen heeft in vergelijking met zijn buurlanden. Geactualiseerd voor 2014 blijkt dan dat een doorsnee werkloze in België **27.343 euro per jaar** kost (en helemaal niet de 33.443 euro als de onderzoekers van EFSI vonden: zij werkten niet met alle werklozen, enkel met de uitkeringsgerechtigde), en dat het land daarmee helemaal geen koploper is. In Nederland kost een doorsnee werkloze immers **32.750 euro per jaar**. Het NRC had het op 3 april 2015 trouwens nog over 38.411 euro voor een werkloze jongere in Nederland.³²³ Voorts blijkt nog dat een doorsnee werkloze in Luxemburg **32.216 euro per jaar** kost, wat ook meer is dan in België. Enkel in Frankrijk en in Duitsland kost een doorsnee werkloze gevoelig minder, respectievelijk 15.969 euro en 16.865 euro per jaar. In vergelijking met het gemiddelde voor de Europese Unie is de jaarlijkse kost per

³²² Bauwens, Daan, Charlotte Van Driessche en Roel Peters (2014). "Spendeert België het dubbele van de buurlanden aan werkloosheid", *Deredactie.be*, URL: <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/VK14-formatie/1.1940564>.

³²³ Kooyman, Jonas (2015), "Eén werkloze kost 38.411 euro. Jeugdwerkloosheid", *NRC*, 3 april. URL: <http://www.nrc.nl/handelsblad/van/2015/april/03/een-werkloze-kost-38411-euro-1473003>.

werkloze bijna het dubbele in Duitsland en Frankrijk, bijna het driedubbele in België, en ongeveer 3½ keer zo hoog in Nederland en Luxemburg.

Tabel 25: Doorsnee jaarlijkse kost per werkloze in de Benelux, Frankrijk en Duitsland, vergeleken met de gemiddelde jaarlijkse kost per werkloze in de EU28

	2011 Kost werkloosheid	2014 Kost werkloosheid	2011 Aantal werklozen	2014 Aantal werklozen	BBP 2014	2014 Kost werkloosheid	2014 jaarkost per werkloze	gemiddelde uitkering per werkloze 2014
	% BBP	% BBP	x 1000	x 1000	x mld €	x mld €	x 1 €	x 1 €
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
België	3,68	4,02	541	591	402	16,16	27343	15455
Nederland	2,70*	3,22*	540*	644	655	21,09	32750	17467
Frankrijk	2,30	2,6	3086	3488	2142	55,7	15969	9790
Duitsland	1,80	1,6	3108	2762	2904	46,58	16865	9557
Luxemburg	1,15	1,39	16,02	19,36	45	0,624	32216	17929
EU28	1,64	1,62	24269	23973	13921	225,76	9417	7440

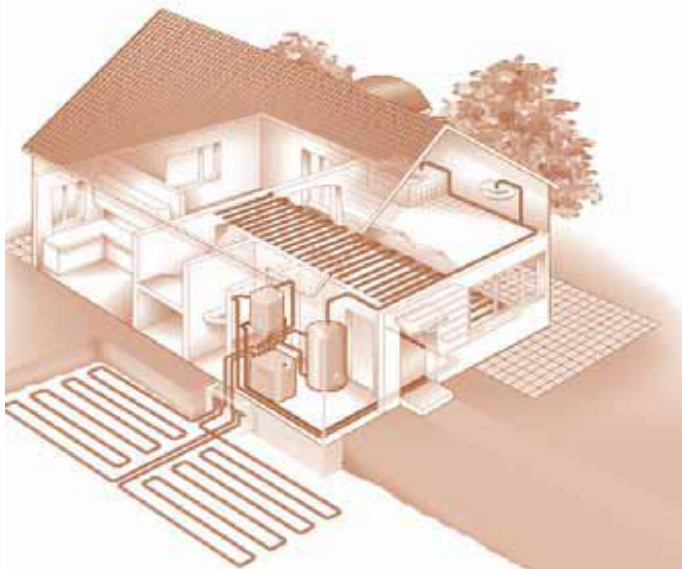
Bronnen: (1) Eurostat & Factcheck #14; (2) = (1) x (4)/(3); (3) en (4) = cijfers corresponderend met figuur 12 voor België en Nederland, BBC voor Frankrijk, *Destatis.de* rubriek 'registered unemployed' voor Duitsland; (5) = Eurostat GDP at current market prices 2003-2004 and 2014-2015; (6) = 0,01 x (5); (7) = 1.000.000 x (6)/(4); (8) = [(vergoeding werklozen + vergoeding oudere werklozen, tabel 24)/(1)] x (7).

Als politici in landen met een kapitalistische productiewijze zich zo bekommerd tonen om het creëren van jobs dan is dit minder geïnspireerd door bekommernis om de werkloosheid, dan wel dat kapitalistische landen een hoop inkomsten mislopen bij aanhoudende hoge werkloosheid. Ze hebben er, met het oog op hun begroting, belang bij dat er jobs gecreëerd worden, maar weten vaak in het geheel niet hoe er aan jobcreatie kan worden gedaan – anders dan dankzij directe buitenlandse autonome investeringen – in periodes van structurele crises van lange duur. Zelf niet in staat een ordentelijke macro-economische analyse van de werkelijke kost per werkloze te maken, citeren bepaalde politici van neoliberale huize graag die informatie die hen het zoetst in de oren klinkt, zonder zelf na te gaan of hun bronnen (hier EFSI) in werkelijkheid wel kloppen. Zo bezondigen zij zich aan een vorm van systeemdenken in de zin die Niklas Luhmann aan dat woord gaf. De werkloosheidsuitkering afschaffen met 591.000 werklozen voor 89.000 vacatures kan moeilijk anders worden geïnterpreteerd dan als diefstal ten nadele van de beroepsbevolking.

Waarnaar moet worden gezocht is wat private ondernemingen (zonder toename van de private schulden) kunnen produceren dat kooplustigen aanspreekt, maar waarbij **massaal** werkgelegenheid wordt geschapen. *Conditio sine qua non* is (i) dat het gaat om producten die aantrekkelijk genoeg zijn zodat er weldegelijk **vraag** naar zou zijn **van consumenten** anders dan de overheid. (ii) Voorts moeten de aangeboden producten op de markt **prijsconcurrentieel** zijn. (iii) Ook moet het gaan om producten die een **arbeidsintensieve vervaardiging** vereisen. (iv) Ten slotte moet het gaan om producten die technisch niet te ingewikkeld zijn, zoniet vallen **laaggeschoolde arbeidskrachten** uit de boot. Er zijn vast wel projecten te vinden in de groene sector, maar opdat die voldoende kopers zouden vinden moet de overheid in de meeste gevallen de burgers wel verplichtingen opleggen. Zo kan je iedereen verplichten auto's uit te rusten met roetfilters van de tweede generatie om dan massaal nieuwe roetfilters te bouwen, maar daarmee zet je uiteraard geen 100.000 mensen aan het werk. Al veel moeilijker zou je eigenaars van vrachtwagens of bussen kunnen verplichten binnen de vijf jaar allen met CO2 vrije motoren te rijden in de hoop massaal CO2 vrije motoren te bouwen: dat zou immers een concurrentieel nadeel zijn indien die verplichting niet voor de hele EU gold. Ook zou een groene coöperatieve zelf elektrische stroom kunnen verkopen die ze wint uit windturbines of fotonvoltaïsche cellen, maar vermits de windturbines en zonnepanelen meestal importproducten zijn, zou zo'n groene coöperatieve onmogelijk arbeidsintensief genoeg kunnen zijn om massaal werklozen aan werk te helpen. Hetzelfde geldt voor het aanleggen in de buurt van autosnelwegen van immense kweekvijvers van algen waaruit biobrandstoffen van de derde generatie kunnen worden geproduceerd. Dit zou weliswaar leiden tot een hoge absorptie van uitgestoten broeikasgassen, maar zou weer niet arbeidsintensief genoeg zijn om tot een hoge absorptie van werklozen te leiden.

● **De Groene Holding** — een verzameling van "coöperatieven" die ecologische producten fabriceert – die in mijn crisisboek van 2009 nog centraal stond, lijkt achteraf beschouwd niet het ideale middel

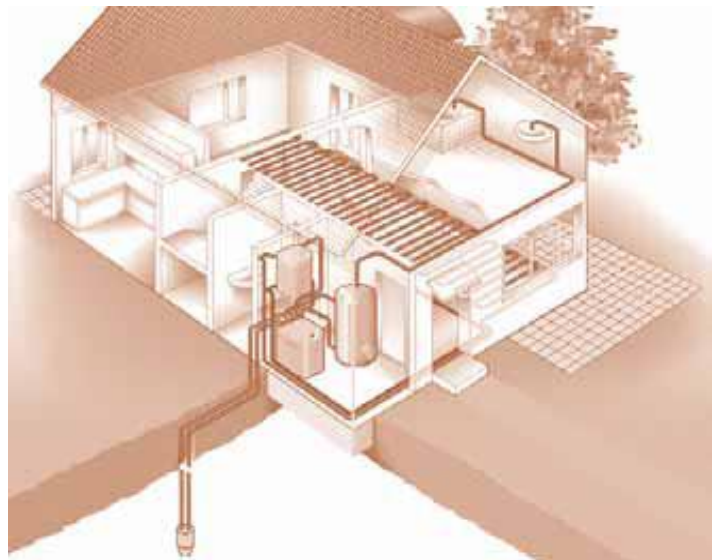
om én minstens 100,000 werklozen vanaf het eerste jaar aan het werk te stellen, én een vlotte afzet van de productie te kunnen garanderen. Bovendien vereisen de meeste ecologische producten een technische kennis die het gros van de ongeschoolde werklozen niet heeft. Toch bestaat er, zeker met het oog op de toekomst, een toepassing die aan een driedubbele voorwaarde voldoet – gevraagd product, produceerbaar met laaggeschoolde arbeidskrachten (tenminste voor de grondwerken) in een arbeidsintensief proces – namelijk de plaatsing van **geothermische systemen** waarbij de verwarming van woningen mogelijk wordt gemaakt door benutten van aardwarmte. Hierbij kan men werken met een *horizontale warmtewisselaar* maar dan moet men minstens over een grondoppervlakte van 300 tot 500 m² beschikken al naargelang de bodemsamenstelling. Een beter alternatief is het gebruik van een *verticale grondwarmtewisselaar* waarbij een sonde soms tot meer dan 100 meter diep in de bodem gaat. Zulke systemen laten op termijnen van zeven tot vijftien jaar – tijd benodigd voor de afschrijving – **85 procent besparingen** toe op de energiefactuur. **Aerothermische warmtepompen** met lucht als warmtebron voor vloerverwarming zijn een ander alternatief. Prijzen voor een volledige installatie – isolering van de woning niet inbegrepen – schommelen tussen de 20.000 tot 30.000 euro. Toepassingen zijn beter geschikt voor nieuwbouw woningen dan bij renovatie van (meestal slecht geïsoleerde) woningen.



Momenteel worden in Vlaanderen ongeveer 4,000 woningen verwarmd met warmtepompen goed voor 108 TJ/jaar (TJ = terajoule) groene warmte. Bij een proactieve politiek is er ruimte voor het twintigvoudige, dus voor verwarming van ongeveer 80,000 nieuwbouw woningen. Plaatsing van warmtepompen is een werk voor gespecialiseerde installateurs, maar daarbij is ook behoefte aan een hoeveelheid laaggeschoolde grondwerkers, vooral bij de plaatsing van **horizontale grondwarmtewisselaars** als afgebeeld op deze schets. Voor woningen met een bewoond oppervlak van 124 m² is er minstens 300 m² tot 500 m² grondoppervlakte nodig voor het buizenstelsel. Het systeem vertoont wel een reeks nadelen die men niet heeft als er wordt gewerkt met een verticale warmtewisselaar. Het systeem is ook geschikt voor kantoren, ziekenhuizen en scholen (76 % van het jaarlijkse TJ verbruik) tegen amper 17 % voor residentieel verbruik.

Bij verwarming van residentiële woningen met **verticale grondwarmtewisselaars** is er geen nood aan een groot grondoppervlak, maar is er nauwelijks werk voor ongeschoolde arbeiders. De boringen zijn werk voor gespecialiseerde firma's. Het systeem heeft volgens Kelly Cuypers (2013) wel een reeks voordelen:

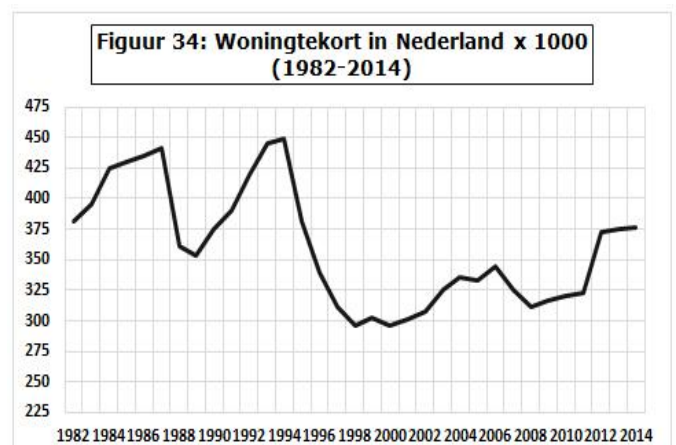
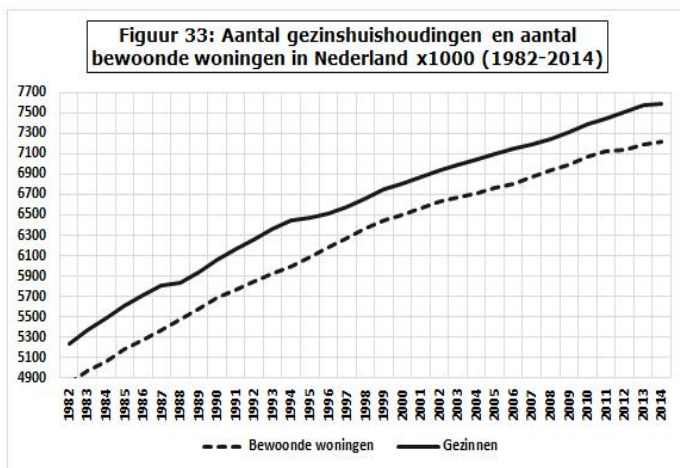
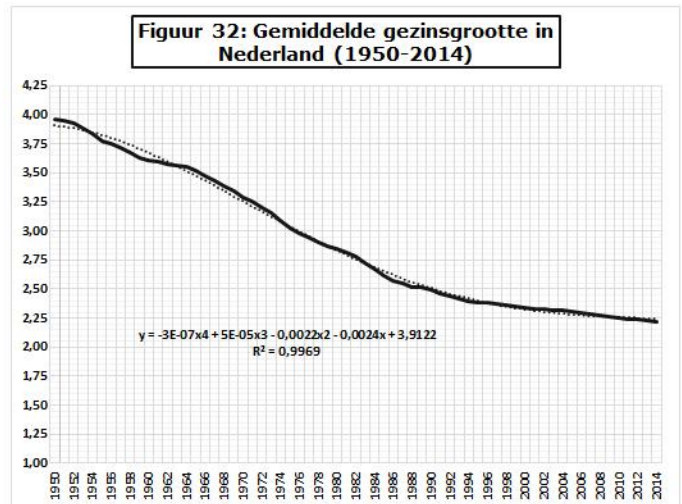
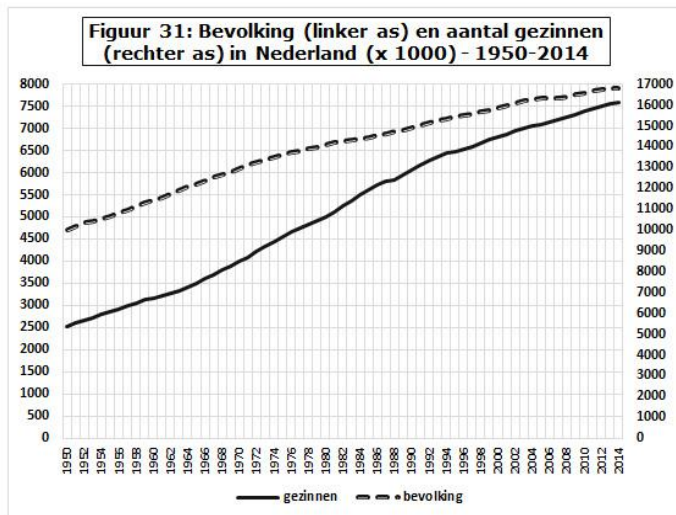
- “Constance temperatuur het ganse jaar door met 12°C als hoge brontemperatuur
- Goed seizoensrendement
- Perfect geschikt voor kleine oppervlaktes (beperkte grondopslag)
- Bijna overal toepasbaar
- Mogelijkheden om verschillende kleinere boringen te doen
- Onderhoudsvrij
- Lange levensduur, onbeperkt beschikbaar
- Koeling mogelijk wat energieopslag mogelijk maakt CO₂-neutraal.”



Men mag zich eraan verwachten dat, in het kader van energiebezuiniging, er in de toekomst richtlijnen zullen worden uitgevaardigd dat nieuwbouwwoningen moeten uitgerust zijn met een geothermisch verwarmingssysteem. Maar zelfs dan zal dit nooit 100,000 arbeidsplaatsen scheppen.

Eigenlijk wijst de **westerse postmoderniteit** de te bewandelen weg aan. Die postmoderniteit gaat gepaard met een sterk gewijzigde sociale dynamica die de sociologie behoorlijk beschrijft.

In de hele westerse samenleving **stijgt het aantal gezinshuishoudingen sneller dan de bevolking** (zie **figuur 31** voor Nederland). Het *traditionele gezin* van de jaren 1950 maakte plaats voor het *kernegezin* dat steeds kleiner wordt. Het aantal eenpersoonsgezinnen loopt jaarlijks op. Het aantal echtscheidingen is sterk toegenomen, het aantal huwelijken daalt en het gezin is niet langer de hoeksteen van de gezonde samenleving. Het klassieke tweeoudergezin is steeds minder van deze tijd. De gemiddelde gezinsgrootte daalt (zie **figuur 32** voor Nederland). Een resultaat daarvan is dat bij langdurige crises, als het met de bouw slecht loopt, het aantal gezinnen sneller stijgt dan het aantal woningen (zie **figuur 33** en **34** voor Nederland) waardoor de huurprijzen oplopen. In Nederland zijn tussen 2007 en 2014 ongeveer 400.000 nieuwe gezinnen bij gekomen, dat zijn er gemiddeld **57.000** per jaar (vaak nieuw samengestelde gezinnen na echtscheiding, nog vaker eenoudergezinnen en inwijkelingen uit het buitenland). In België kwamen er tussen 2010 en 2015 liefst **50.000** gezinnen per jaar bij. Als men wil voorkomen dat de huren verder blijven stijgen, dat nieuwe gezinnen slachtoffer worden van huisjesmelkers, dat ze hun toevlucht moeten nemen tot logies, tot multi-gezinnen binnen dezelfde wooneenheid, tot wonen in caravans of woonboten, enzovoort, dan moet er gedacht worden aan de bouw gedurende vijf jaar van minstens 60.000 prijsconcurrentiële wooneenheden per jaar in Nederland en van minstens 50.000 per jaar in België. Daarbij moet het hoofdzakelijk gaan om **huurwoningen** die verkocht kunnen worden aan beleggers met de bedoeling er een hoger rendement mee te verwezenlijken dan met de gangbare beleggingen.



7.2. Basisgedachte: Werken met een Sociale Holding en Volkskapitaal

In Nederland kan zo iets het best gebeuren door een tijdelijke vereniging van *wooncorporaties* en van *ontwikkelaars en bouwers*, in België door een tijdelijke vereniging van *aannemers en immobiliënvennootschappen*. Laten we die tijdelijke verenigingen in wat volgt de **Sociale Holding** noemen. Bedoeling is dat die prijsconcurrentiële energiezuinige wooneenheden bouwen met 150 m² woonruimte (450 m³) die onder de prijs verkocht kunnen worden aan

beleggers van het type dokter, notaris, advocaat, loodgieter, bakker, slager, etc., die ze meestal met eigen middelen als een beleggingsobject kopen en ze des te makkelijker zullen kunnen verhuren aangezien ze verondersteld worden uitgerust te zijn met zonneboiler en verticale grondwarmtewisselaar (waardoor de huurder circa 85 procent kan besparen op zijn energiefactuur). Met 450 m³ woonruimte liggen ze boven het gemiddelde van een doorsnee Nederlandse of Belgische huurwoning. In Nederland is de gemiddelde woonruimte van een huurwoning volgens het CBS 365 m³ (tegen 526 m³ voor een doorsnee koopwoning). In Vlaanderen is de gemiddelde woonruimte volgens VRIND (*Vlaamse Regionale Indicatoren* van het Vlaamse gewest) 315 m³ (105 m² x 3). In het Waalse gewest gaat het om gemiddeld 292 m³ (97,2 m² x 3), in Brusselse gewest om 280 m³ (93,45 m² x 3).

De hamvraag blijft natuurlijk van waar zo'n Sociale Holding in Nederland of België het kapitaal kan halen om gedurende vijf jaar gemiddeld resp. 45.000 en 37.500 nieuwbouwwooneenheden, en resp. 15.000 en 12.500 renovatiewoningen, bestemd voor beleggers, te financieren. Zes jaar geleden stelde ik reeds voor dat een groot deel van de financiering kan geschieden met **volkskapitaal**. Dat kan perfect als zo'n Sociale Holding een afspraak maakt met de regering. De gedachte die er achter schuil gaat is dat de overheid royaal verdient aan dergelijke bouwprojecten, meer bepaald aan:

- BTW op de *verkochte gronden voor nieuwbouw* (voorlopig 21 procent). Bemerkt nog dat het voorstel van Maxime Verhagen in Nederland, om de BTW op bouwgrond te laten zakken van 21 naar 6 procent,³²⁴ niet werd aanvaard.
- BTW op *nieuwbouw* van 21 procent in Nederland en *registratierechten* van 10 tot 12,5 procent in België op zowel nieuwbouw als gerenoveerde woningen (helpt minder bij zogenaamd klein beschrijf).
- BTW op *bouwmaterialen* voor renovatie van 21 procent.
- BTW op *renovatiewerken* van 6 procent op arbeid in Nederland en 6 procent in België voor renovatiewoningen meer dan 10 jaar oud of 21 procent voor jongere renovatiewoningen.
- *Overdrachtsbelasting* van 2 procent bij de verkoop van gerenoveerde woningen in Nederland.
- *Besparing op werklozen* van 32.750 euro per tewerkgestelde werkloze in Nederland en van 27.343 euro per tewerkgestelde werkloze in België (zie **tabel 25**); aangezien het de bedoeling is op die manier 120.000 gewezen werklozen aan het werk te stellen gedurende minstens vijf jaar in Nederland en 100.000 in België zijn hier grote bezuinigingen bij mogelijk.

Verderop (zie 7.4) zal blijken dat, na uitsluiting van dubbeltellingen, de Nederlandse overheid eraan voor minstens **5,6 miljard euro per jaar** verdient, en dit gedurende vijf jaar, tegen minstens **3,3 miljard euro per jaar** voor België gedurende vijf jaar.

Dit laat dus een deal toe waarbij de Sociale Holding zich engageert uitsluitend geregistreerde werklozen aan te nemen als de overheid een bankgarantie geeft aan het belegde volkskapitaal met 3 procent rente per jaar. Wat wordt hiermee bedoeld? In Nederland heeft de Sociale Holding nood aan een startkapitaal van 25 miljard euro, in België van 20 miljard. De bedoeling is dat een vijfde daarvan rechtstreeks wordt ingebracht door de wooncorporaties (Nederland) of de aannemers (België) die zich engageren in het collectieve bouwproject. De resterende vier vijfden (**20 miljard euro** voor Nederland en **16 miljard euro** voor België) zou gemakkelijk kunnen worden gevonden bij het **volkskapitaal** wanneer de Sociale Holding beleggers een obligatie met looptijd vijf jaar aanbiedt met 3 procent rente, dit alles gewaarborgd door de overheid.

Als men bedenkt dat er in Nederland voor minstens **383,5 miljard euro** uitstaat op spaarboekjes die er amper 0,30 procent per jaar opbrengen, dan moet er toch gemakkelijk 20 miljard euro (= 5,22 procent van het beschikbare spaargeld) kunnen worden gevonden dat door de spaarders wordt weggetrokken van hun bijzonder slecht renderende spaarrekening bij de banken en wordt belegd in een door de overheid gewaarborgde obligatie, uitgegeven door de Sociale Holding, die tien keer meer opbrengt (3 procent). In België staat er momenteel (eind april 2015) voor minstens **260,8 miljard euro** uit op spaarboekjes en moet er toch gemakkelijk 16 miljard euro (= 6,13 procent van het beschikbare spaargeld) kunnen worden gevonden dat belegd wordt in de Sociale Holding. Bemerkt trouwens dat dit de private schuld geenszins verhoogd: een schuld aan de bank wordt hierbij vervangen door een schuld aan de Sociale Holding.

³²⁴ Polman, Joris (2014), "Verhagen: branche, gemeente en consument beter af. 'Btw bouwgrond van 21 naar 6 procent' ", *DFT (De Financiële Telegraaf)*, 2 mei.

7.3. Benodigde Bouwgrond en Verkoopprijzen per Wooneenheid

Wil men op vijf jaar tijd 225.000 nieuwe wooneenheden bouwen in Nederland en 187.500 in België dan is daarvoor nodig dat er voldoende beschikbare bouwgrond wordt gevonden. (De overige 75.000 wooneenheden in Nederland en 62.500 in België, op vijf jaar tijd, zijn renovatiewoningen waarvoor geen extra bouwgrond vereist is.) Het is bijzonder moeilijk statistische gegevens te vinden omtrent het areaal onbebouwde bouwgrond, zowel in Nederland als in België, ondanks de inspanningen van het Kadaster om dit in kaart te brengen.

- Voor **Nederland** weet men uit een studie van 2009 door het Planbureau van de Leefomgeving (in samenwerking met het Kadaster) dat er toen 4.800 hectare bouwgrond beschikbaar was in handen van *woningcorporaties*. Het grootste deel daarvan was *ruwe bouwgrond* die nog *bouwklaar* moest worden gemaakt. Van die hoeveelheid beschikbare bouwgrond moest 1.300 hectare in mindering worden gebracht omwille van bouwrestricties met betrekking tot het ruimtelijke ordeningsbeleid voor natuur, landschap en externe veiligheid. Van de resterende 3.500 hectare moet nog eens 1.250 hectare in vraag worden gesteld omdat volgens de Nieuwe Kaart onduidelijk is of er binnen een redelijke termijn kan worden opgebouwd. Uiteindelijk is dus 2.250 hectare bouwgrond, in eigendom van de corporaties (met sociale inslag) beschikbaar voor de bouw van (vooral) huurwoningen. Een groter deel, geraamd op 6.200 hectare bouwklaare grond deel is in bezit van wat men *ontwikkelaars en bouwers* noemt. Het deel in handen van particulieren zal buiten beschouwing worden gelaten omdat we uitsluitend wensen te bouwen op gronden van wooncorporaties, bouwers en ontwikkelaars. Ruw geschat gaat het voor heel Nederland dus om **8.450 tot 9.700 hectare** onbebouwde bouwgrond die dan nog "scheef is verdeeld". In Amsterdam bijvoorbeeld is amper 4 hectare vrij, in Rotterdam 6 hectare, maar in Zeewolde wel 700 hectare.³²⁵

- Wat **België** betreft is er in Vlaanderen volgens een studie van VRIND minstens **42.836 hectare** onbebouwde bouwgrond beschikbaar, dat is vier keer meer dan in heel Nederland. Relatief kleine gemeenten als Beringen en Aalst beschikken over 50 keer meer onbebouwde bouwgrond dan Amsterdam en Rotterdam samen. Een groot deel van de Vlaamse onbebouwde bouwgronden is in bezit (niet steeds in eigendom) van immobiliënvennootschappen (als de N.V. Matexi), maar minstens de helft is eigendom van particulieren. Uit een parlementaire vraag van de Vlaamse volksvertegenwoordiger Lorin Parys aan Vlaams minister van Omgeving Joke Schauwvlieghe blijkt dat 2.526 hectare eigendom is van Vlaamse besturen.³²⁶ Een probleem om alle vrije bouwgrond in kaart te brengen is dat niet alle gemeenten cijfers meedelen aan het Register Onbebouwde Percelen (ROP). Daarover bericht VRIND: *"Volgens een actualisering van de gegevens in mei 2013, zijn er nog 311.615 onbebouwde percelen beschikbaar met een bestemming die bebouwing toelaat. Het gaat hierbij om een totale oppervlakte van 42.836 ha. In deze cijfers zijn de woonuitbreidingsgebieden inbegrepen. De voorwaarden om deze reservegebieden aan te snijden, zijn strenger dan die voor andere woongebieden. Deze gegevens worden jaarlijks geactualiseerd en alsmaar verfijnd, in die zin dat steeds meer gemeenten zelf een register aanleveren of actualiseren, zodat steeds minder 'simulatieoefeningen' moeten worden gedaan om gebied dekkende gegevens te bekomen."*³²⁷ In het Waalse Gewest gaat het naar schatting om meer dan **55.000 hectare**, al blijft dat een ruwe raming. In het Brusselse Gewest is bouwgrond zeer schaars, niet met enige precisie gekend, en enkel betaalbaar in de Brusselse Rand. Berichten als verspreid door Marc Dillen van de Confederatie Bouw in *Het Nieuwsblad* van 18 februari 2015, als zou over tien jaar alle bouwgrond op zijn in België, zijn compleet uit de lucht gegrepen en helpen niet de slabakkende bouwnijverheid uit het slop te halen.

In vergelijking met België baart de toestand in Nederland wel zorgen. Behalve in de provincies Groningen, Friesland, Drenthe (landsdeel Noord-Nederland), Limburg (landsdeel Zuid-Nederland) en Zeeland (landsdeel West-Nederland) blijft bouwgrond er zeer schaars. De nieuwe in de maak zijnde *Omgevingswet*, die het makkelijker moet maken om ruimtelijke projecten op te starten, komt dus niet te vroeg. Een deel van de oplossing kan bijvoorbeeld gevonden worden in het gebruik van verlaten fabrieksterreinen voor woningbouw om de scheefgroei van de onbebouwde bouwgronden

³²⁵ Planbureau voor de Leefomgeving (PLB) (2009), *De nieuwbouwproductie van woningcorporaties. Het belang van lokale omstandigheden*, Den Haag/Bilthoven: PLB.

URL: http://www.pbl.nl/sites/default/files/cms/publicaties/Woningcorporaties_web.pdf.

³²⁶ NVA (2015), "Meer dan 5000 voetbalvelden bouwgrond in bezit van de overheid moeten op de markt", 18 februari, URL: <https://www.n-va.be/persbericht/meer-dan-5000-voetbalvelden-bouwgrond-in-bezit-van-overheid-moeten-op-de-markt>.

³²⁷ VRIND (2013), *De resultaten van het Vlaamse beleid en de impact op de omgeving*, Brussel: Studiedienst Vlaamse Regering, p. 285. URL: <http://www4.vlaanderen.be/dar/sr/afbeeldingennieuwtjes/algemeen/bijlagen/vrind2013/2013-10-14-vrind2013-4-stedengewest.pdf>.

te corrigeren. Een vereenvoudiging van het ingewikkelde omgevingsrecht met een waslijst van belemmeringen drong zich in Nederland in elk geval op.

Een oplossing voor Nederland zou er kunnen uit bestaan de zeer schaarse ruimte te gebruiken voor hoogbouw onder de vorm van appartementsblokken van tientallen flats per verdieping. Daarbij verdwijnt het meest aantrekkelijke van het project, namelijk de geothermische verwarming waarbij de toekomstige huurder 85 procent kan besparen op zijn energiefactuur. Hoe meer flats per appartementsblok hoe meer of hoe dieper er moet worden geboord, iets waar Nederland – vooral Groningen dan – meer dan genoeg ellende heeft gekend. Daarom stel ik voor dat er in die provincies met de hoogste kosten voor bouwgrond zou worden gewerkt met appartementsblokken van vier flats van 150 m² per verdieping en nooit hoger dan drie verdiepingen (dus maximum twaalf flats per appartementsblok). Zulke appartementsblokken met een woonruimte van 450 m³ (150 m² x 3 meter hoog) zouden kunnen worden gebouwd op kavels van 1000 m², waarbij de dure bodemprijs over twaalf kopers wordt verdeeld. In die provincies of gewesten waar de gemiddelde prijs van de bouwgrond hoger is dan 400 euro per vierkante meter zou voor die formule kunnen worden gekozen. Het betreft hier de provincies Utrecht, Noord-Holland en Zuid-Holland en het Brusselse Gewest. Waar de prijs van de bouwgrond minder is dan 400 euro maar meer dan 175 euro per vierkante meter zou men kunnen werken met appartementsblokken met vier flats per verdieping en twee hoog op kavels van 1000 m². Dat is het geval voor de provincies Overijssel, Flevoland, Gelderland, Zeeland en Noord-Brabant en voor het Vlaamse Gewest. Waar de bouwgrond minder dan 175 euro per vierkante meter kost kunnen er drie bungalows (in L vorm) van 150 m² worden gebouwd op een kavel van 800 m². Dat is het geval in de provincies Groningen, Drenthe en Limburg en in het Waalse Gewest.

Voor de plaats waar de nieuwe gebouwen moeten worden neergezet werd er rekening gehouden met de grootte van de bevolking per provincie of per gewest. Het percentage nieuw te bouwen wooneenheden moet kloppen met het percentage van de bevolking willen de wooneenheden straks vlot verhuurbaar zijn.

Uiteraard gaat het hier om een theoretisch model dat in praktijk wel meerdere aanpassingen zal vergen. Maar het laat op zijn minst toe te berekenen hoeveel areaal aan bouwgrond men jaarlijks, gedurende vijf jaar, zal benodigd hebben per provincie en per gewest. Uit **tabel 25** volgt dan dat er in Nederland behoefte zat zijn aan 579 hectare bouwgrond per jaar, gedurende vijf jaar, en in België aan 623 hectare. Gespreid over vijf jaar komt dat neer op **2.895 hectare** voor Nederland en **3.115 hectare** voor België. Voor Nederland komt dat neer op 29,8 à 34,3 procent van de gekende beschikbare bouwgrond. Als men er ook rekening mee houdt dat in Nederland, zonder het collectief bouwproject van de Sociale Holding, jaarlijks nog eens 66,21 hectare (cijfer CBS voor 2014) aan nieuwbouwvergunningen wordt uitgereikt, dus afgerond voor 331 hectare per jaar, dan laat het hier voorgestelde bouwproject nog voldoende ruimte over voor de nieuwbouw van bedrijfsgebouwen, hallen en loodsen, winkels, scholen en overheidsgebouwen, ondanks de krappe ruimte.

Voor de gemiddelde grondoppervlakte per kavel heb ik mij gesteund op de doorsnee oppervlakte van kavels in Vlaanderen die voor het grootste deel eigendom zijn van particulieren. Volgens VRIND is de gemiddelde grondoppervlakte per kavel er 914 euro per vierkante meter.³²⁸ Aangezien we in Nederland willen werken met bouwgronden die er eigendom zijn van de wooncorporaties of van ontwikkelaars en bouwers, en vermits die bouwgronden er in gemiddelde oppervlakte veel groter zijn, is daar ruimte voor verkaveling. Over de gemiddelde oppervlakte per beschikbare kavel in het Waalse en het Brusselse Gewest zijn, voor zover ik dit kon nagaan, geen betrouwbare cijfers voor handen.

Het is allicht niet overbodig er aan te herinneren dat het de bedoeling is grote en kwaliteitsvolle wooneenheden te bouwen. Voor bungalows en voor appartementen gaat het om effectief 135 m² woonruimte. De bungalows worden voorzien van een individuele garage van 15m². In de appartementsblokken gaat 7,5 m² per appartement naar een midden gang van minstens 1 meter breed en de overige 7,5 m² per appartement (60 m² in appartementsblokken met 2 verdiepingen en 90 m² in blokken met 3 verdiepingen) naar een ruime inkomhall en de nodige trapruimte. We hebben het daarbij wel over goed geïsoleerde wooneenheden met 3 slaapkamers, met dubbele beglazing, met ingerichte keuken, met badkamer, geothermisch verwarmd en met zonneboiler, met internetaansluiting en met ruime parkeermogelijkheid (minstens 200 m² voor de ingang bij appartementsgebouwen en 50 m² voor de triple bungalows). In crisistijd, waar welstellende burgers niet weten waar hun (wit) geld geparkeerd wegens de onzekerheid van de financiële markten, kunnen dergelijke woningen, mits de nodige reclame, best ondersteund door de overheid, een zeer

³²⁸ VRIND (2013), *De resultaten van het Vlaamse beleid en de impact op de omgeving*, op.cit., p. 286.

gegeerd beleggingsobject worden. Voor de gerenoveerde woningen zullen we gemakshalve dezelfde verkoopprijzen aanhouden als voor de nieuwbouw woningen.

Uit de cijfers in **tabel 26** blijkt dat als we een bruto winst van 15 procent voor de Sociale Holding incalculeren de gebouwde woonheden in Nederland kunnen worden verkocht tussen 179.980 euro (Friesland) tot 222.752 euro (Noord-Brabant) wat telkens beneden het provinciale gemiddelde ligt. Het nationale gemiddelde voor koopwoningen in april 2015 ligt volgens CBS op 224.376 euro voor alle woningen door elkaar, ongeacht hun ouderdom (zie cijfers gepubliceerd voor 2015 door het CBS: <http://statline.cbs.nl/StatWeb/publication/?PA=81884NED>). In België kunnen de nieuwbouweenheden worden verkocht tegen 168.722 euro in Wallonië; tegen 200.005 euro in Vlaanderen en 242.159 euro in het Brussels Gewest. Als men die prijzen vergelijkt met deze voor nieuwbouw appartementen en bungalows in België, dan liggen die er een flink stuk onder, ondanks dat het om grotere woonruimten gaat die zeer energiezuinig zijn.

Tabel 26: Berekening jaarlijkse kosten en verkoopprijzen voor nieuwbouw woonheden Lage Landen

	Prijs grond/m ²	Bevolking	% Bevolking	nieuwe woon-eenheden	Blokken 3 hoog 12 w-e	Blokken 2h hoog 8 w-e	3 woon-eenheden per kavel	m ² grond	Prijs grond incl. BTW	Bouw kost/m ³	Totale bouwkost	Totale kost	Prijs per woon-eenheid
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
	x 1 €	x 1000	%	x 1	x 1	x 1	x 1	x 1 m ²	mln €	x 1 €	mln €	mln €	x 1 €
Groningen	140	583,3	3,46	1556			519	414902	69,12	226	158,23	227,36	193.046
Friesland	195	649,5	3,85	1732		217		216500	42,22	226	176,19	218,41	179.980
Drenthe	170	489,2	2,90	1305			435	347968	70,39	226	132,71	203,10	203.994
Overijssel	260	1143,3	6,78	3050		381		381000	117,88	234	321,12	439,01	200.548
Flevoland	260	406	2,41	1083		135		135000	41,77	234	114,04	155,80	200.450
Gelderland	320	2017,5	11,96	5381		673		673000	256,28	234	566,67	822,94	210.861
Utrecht	450	1257,5	7,45	3354	280			280000	149,94	250	377,35	527,29	215.782
Noord-Holland	450	2752,1	16,31	7341	612			612000	327,73	250	825,85	1153,58	215.715
Zuid-Holland	450	3594,4	21,31	9588	799			799000	427,86	250	1078,61	1506,47	215.696
Zeeland	230	378,9	2,25	1011		63		63000	17,24	250	113,70	130,94	183.995
Noord-Brabant	320	2482,7	14,72	6622		828		828000	315,30	257	765,87	1081,17	222.752
Limburg	175	1116,1	6,62	2977			992	793883	165,33	257	344,30	509,62	221.861
Nederland	346	16870,5	100	45000	1690	2080	2523	5789743	2066,05	246	4974,63	7040,68	
Vlaanderen	179,01	6410,7	57,49	21560		2695		2695000	574,09	279	2706,82	3280,91	200.005
Brussels Gewest	618,69	1163,5	10,43	3913	326			326000	240,01	264	464,86	704,87	242.159
Wallonië	50,66	3576,3	32,07	12027			4009	3207200	193,35	242	1309,78	1503,13	168.722
België	117,4	11150,5	100	37500	326	2695	4009	6228200	1007,46	265	4481,46	5488,92	

Bronnen: kolom 1 Nederland: gebaseerd op <http://landprijzen.nl/bouwgrond-2/>; België: Officiële statistieken van de overheid op http://statbel.fgov.be/nl/binaries/immo2014sem1_nl_tcm325-253878.pdf. Kolom 2: Nederland: CBS, regionale prognose bevolkingscijfers 2014-2010, de cijfers voor 2015; België: officiële cijfers Structuur van de bevolking volgens de huidige nationaliteit,

http://statbel.fgov.be/nl/statistieken/cijfers/bevolking/structuur/huidige_nationaliteit/belgisch_vreemd/#.VYb2iPntI8M. Kolom 4 Nederland 0,01 x kolom 3 x 45.000; België: 0,01 x kolom 3 x 37.500. Kolom 5 = kolom 4/12. Kolom 6 = kolom 4/8. Kolom 7 = kolom 4/3. Kolom 8 = kolom 5 of kolom 6 x 1000 m² of kolom 7 x 800 m². Kolom 9 = kolom 1 x kolom 8/1000000. Kolom 10 Nederland gebaseerd op CBS, Gemiddelde bouwkosten per m³ voor koopwoningen; België eigen raming rekening houdend met het verschil in loonlasten per uur. Kolom 11 = kolom 4 x kolom 10/1000000. Kolom 12 = kolom 9 + kolom 11. Kolom 13: voor bungalows = 1,15 x 1000000 x kolom 12/kolom 4 met 25.000 euro toeslag voor verticale grondwarmtewisselaar (twee voor drie wooneenheden) plus zonneboiler; voor flats in appartementen 1,15 x 1000000 x kolom 12/kolom 4 met toeslag van 35.000 euro voor verticale grondwarmtewisselaar (één per flat) plus zonneboiler; de 1,15 was nodig om de bruto winst van 15 procent bij te tellen voor de Sociale Holding.

7.4. Wat verdient de Sociale Holding aan het Project?

Bij de berekening van de kostprijs van de te bouwen wooneenheden werd er gewerkt met een bruto winstmarge van 15 procent.

● Voor **Nederland** zal het, 15.000 renovatie woningen per jaar inbegrepen, over een omzet van $1,15 \times 7.040.680.000$ gaan te vermenigvuldigen met $60.000/45.000$, dus om een gebudgetteerde omzet van 10.795.709.330 euro, afgerond 10,8 miljard euro per jaar. Een fractie van 15 procent daarvan correspondeert met een overschot van 1.619 miljoen euro. Hiervan moet wel jaarlijks een 3 procent uitgekeerde rente aan de uitstaande obligatielening van 20 miljard euro worden afgetrokken, zijnde 600 miljoen euro. Het totaal van alle bouwkosten, de 15.000 renovatie woningen inbegrepen komt jaarlijks neer op $4.974.330.000 \times 60.000/45.000$, dus gaat het om 5.996.577.333 euro, afgerond 6 miljard euro. Gezien de massale aankoop van bouwmaterialen en een geboden werkzekerheid gedurende minstens 5 jaar zou een korting van 5 procent op de bouwkosten (zowel materiaal als loonkost) kunnen worden bedongen, dus 300 miljoen euro per jaar, een bedrag dat gereserveerd kan worden om de rentelast te delgen. De resterende 300 miljoen euro, nodig voor het delgen van de rentelast, moet dan in mindering worden gebracht van het overschot van 1.619 miljoen euro, zodat de winst vóór vennootschapsbelasting zal neerkomen op 1.319 miljoen euro per jaar. Als men daar de 20 procent vennootschapsbelasting (**264 miljoen euro**) van aftrekt dan is de jaarlijkse **netto winst** voor de Sociale Holding, en dit gedurende vijf jaar **1.055 miljoen euro**, afgerond één miljard euro voor een inlage aan kapitaal van 5 miljard euro. Dit correspondeert met een **netto winstvoet van 20 procent** voor de Nederlandse Sociale Holding (van wooncorporaties en van ontwikkelaars en bouwers). Dus een meer dan aantrekkelijke winstvoet die boven het gemiddelde van de Nederlandse nijverheid ligt. De **netto-winstmarge** (dat is de verhouding tussen de netto winst en de omzet) komt dan neer op 1.055 miljoen euro gedeeld door 10.976 euro, dat is **bijna 10 procent**.

● Voor **België** zal het, 12.500 renovatie woningen per jaar inbegrepen, over een omzet van $1,15 \times 5.488.920.000$ gaan te vermenigvuldigen met $50.000/37.500$, dus om een gebudgetteerde omzet van 7.318.560 euro, afgerond 7,3 miljard euro per jaar. Een gedeelte van 15 procent daarvan correspondeert met een overschot van 1.086 miljoen euro. Hiervan moet jaarlijks wel een rente van 3 procent op 16 miljard uitstaande obligatieleningen worden afgetrokken corresponderend met 480 miljoen euro. Ook hier kan er jaarlijks een korting van 5 procent op de bouwkosten worden gereserveerd voor de aflossing van de rente. Het totaal van alle bouwkosten, de 12.500 renovatie woningen inbegrepen komt jaarlijks neer op $4.481.460.000 \times 50.000/37.500$, dus gaat het om 5.975.280.000 euro, afgerond 6 miljard euro. Een korting daarop van 5 procent correspondeert met de schijf van 300.000 miljoen euro die de Belgische Sociale Holding kan reserveren voor de delging van de rentelast op de uitstaande obligaties. De resterende 180 miljoen moet in mindering worden gebracht van de overschot van 1.086 miljoen euro, zodat de winst vóór vennootschapsbelasting zal neerkomen op 906 miljoen euro. In België bedraagt de vennootschapsbelasting in principe 33,99 procent verminderd met 3 procent notionele rente op het geïnvesteerde kapitaal. Dat betekent dat de Belgische Sociale Holding, zelfs zou ze geen gunstige deal met de fiscus bedingen zoals multinationals dat kunnen, **188 miljoen euro** vennootschapsbelasting in mindering moet brengen, zodat de jaarlijkse **netto winst** er **898 miljoen euro** zal zijn voor een ingezet kapitaal van 4 miljard euro. Dit correspondeert met een **netto winstvoet van 22,45 procent** en met een **netto winstmarge** van $898/7329 = 12,25$ procent.

7.5. Wat verdient de overheid aan het project?

Winstvoet en winstmarge zijn zowel in Nederland als in België aantrekkelijk genoeg voor de Sociale Holding om in het project te stappen. Maar hoe aantrekkelijk is het voor de Nederlandse en de Belgische overheid om in het project mee te stappen en de terugbetaling van de obligatielening te garanderen.

● **De Nederlandse overheid** — In **Nederland** gaat het om een staatswaarborg van 20 miljard euro. Overheden zijn niet bepaald scheutig met informatie over hoeveel zij de banken moeten betalen voor het geven van een staatswaarborg. Toch krijgen we daar een goed idee van als we kijken hoeveel de Belgische overheid van het zieltogende Dexia vroeg voor de kosten van een staatswaarborg van 54,5 miljard op 8 november 2012. Toen rekende de Belgische overheid hiervoor initieel 491 miljoen per jaar aan Dexia. Dat correspondeert met een kost van 0,89 procent per jaar.

(Dat de Belgische overheid de kost aan Dexia daarna moest laten zakken tot 0,05 procent doet er niet toe; dat werd enkel toegestaan omdat de restbank Dexia de kosten niet kon betalen en omdat een faillissement van Dexia helemaal geen optie was omdat de Belgische staat dan minstens 54,5 miljard euro had moeten afdokken; het illustreerde enkel hoezeer de toenmalige premier Yves Leterme en zijn minister van Financiën, Didier Reynders, de bevolking hadden voorgelogen dat de overheid aan het debacle van Dexia nog schoon zou verdienen).

Als we aannemen dat de Nederlandse overheid 0,89 procent per jaar zou moeten betalen voor een staatswaarborg van 20 miljard euro met een uitstaande rente van 3 procent, dus van 20,6 miljard euro per jaar, dan moet ze daarvoor dus **183 miljoen euro** per jaar betalen. Maar wat krijgt ze daarvoor terug? Hierna volgt een opsomming:

- Op de voor 7.041 miljoen euro jaarlijks verkochte *nieuwbouw* woningen beurt de Nederlandse overheid 21 procent BTW, dus jaarlijks, vijf jaar lang **1.479 miljoen euro**.
- Op de voor 3.755 miljoen euro jaarlijks verkochte *renovatie* woningen beurt de Nederlandse overheid 2 procent overdrachtsbelasting, wat correspondeert met **75,1 miljoen euro**.
- Op de gepresteerde arbeidstijd voor de renovatie beurt de Nederlandse overheid 6 procent BTW. Als we ruwweg schatten dat de loonkosten voor rennovatie de helft van de bouwkosten (verminderd met 5 procent) uitmaken, dan kunnen we de arbeidskosten ramen op $0,95 \times 3.775 \times 0,5$ ($4974,63/7040,68$) = 1.267 miljoen euro, zodat 6 procent daarvan correspondeert met **76,02 miljoen euro**.
- Het project is goed voor 75.000 nieuwe arbeidsplaatsen bij de Nederlandse Sociale Holding. Vermits het om tewerkgestelde werklozen gaat doet de Nederlandse overheid hierbij een besparing van 32.750 euro per werkloze (zie **tabel 25**), dus in totaal voor **2.456 miljoen euro**.
- In de toeleveringsnijverheid van bouwmaterialen en in de economie in het algemeen zorgt het voorgestelde collectieve bouwproject, rekening houdend met een multiplicatoreffect van 4,59 (zie **tabel 10** in hoofdstuk 3 van dit deel) voor minstens 54.000 nieuwe banen.³²⁹ Gesteld dat 75 procent daarvan wordt ingenomen door vroegere werklozen (dus 40.000) doet de Nederlandse overheid hierbij een besparing van **1.310 miljoen euro**.
- Voorts verdient de overheid nog **264 miljoen euro** aan de jaarlijkse vennootschapsbelasting van de Nederlandse Sociale Holding.

Het netto saldo van de winst voor de Nederlandse overheid komt per jaar neer op $1.479 + 75 + 76 + 2.456 + 1.310 + 264 - 183 =$ **5.649 miljoen euro**, afgerond 5,6 miljard per jaar. Het effect over vijf jaar zal dus minstens goed zijn voor **28,2 miljard euro**. Daarbij wordt dan nog niet eens rekening gehouden met een gevoelige verhoging van het nationaal inkomen nu minstens $75.000 + 60.000 = 135.000$ personen meer zullen verdienen dan voorheen, zodat ze meer zullen consumeren, waardoor er meer BTW ontvangsten zullen zijn. Gaat men minder primitief te werk en giet men dit alles in een econometrisch model dan wint de overheid in Nederland in vijf jaar tijd ongeveer 31 miljard euro door mee te werken aan het project.

● **De Belgische overheid** — En wat verdient de overheid in **België** er aan? Het project kost er de overheid wel jaarlijks **146 miljoen euro** voor het geven van een staatswaarborg voor een obligatielening van 16 miljard euro tegen 3 procent rente? Hiervoor krijgt de overheid minstens het volgende terug:

- In Vlaanderen, waar de registratierechten op de verkoop van wooneenheden 10 procent zijn, komen er volgens het project voor 3.290 miljoen euro nieuwbouw woningen bij. Dit is goed voor een totaal aan registratierechten van 329 miljoen euro. In het Waalse gewest komen er voor 1.503 miljoen euro nieuwbouw woningen bij. De registratierechten belopen er 12,50 procent er zijn er dus goed voor 188 miljoen euro. In het Brussels Gewest bedragen de registratierechten ook 12,50 procent maar met een vrijstelling voor de eerste 60.000 euro. Daar worden 3.913 nieuwe appartementen gebouwd aan 242.159 euro. De daarop verschuldigde registratierechten belopen er 12,50 procent van 3.913 keer 242.159 euro verminderd met 60.000 euro wat neerkomt op 89 miljoen euro. Het totaal van alle te innen *registratierechten* in België bedraagt dan **606 miljoen euro**.
- Vanaf 1 januari 2016 wordt in België de BTW op renovatiewerken verhoogd tot 21 procent voor woningen van minstens vijf en maximum 10 jaar oud. Voor woningen van 10 jaar oud of meer blijft

³²⁹ In Nederland bedroeg het BBP eind 2014 afgerond 650 miljard euro, geproduceerd door 7,27 miljoen tewerkgestelden. Dat impliceert dat er 89.409 euro per tewerkgestelde wordt geproduceerd. Door het collectieve bouwproject – een autonome investering – stijgt het BBP met 10,796 miljard euro. Bij een multiplicatoreffect van 4,495 is dit goed voor een stijging van het BBP met 48,528 miljard euro. Deel dat bedrag door 89.409 euro en men kan daaruit afleiden dat er theoretisch 54.276 arbeidsplaatsen zullen bijkomen, afgerond 54.000.

het BTW tarief 6 procent. In totaal gaat het voor 1097 miljoen euro aan renovatiewoningen in het Vlaamse Gewest, voor 501 miljoen euro in het Waalse Gewest en voor 316 miljoen euro renovatiewoningen in het Brussels Gewest. Gesteld dat drie kwart daarvan ouder dan tien jaar is en één kwart jonger, vertegenwoordigt dit voor de staatskas **187 miljoen euro**.

- In België is het bouwproject goed voor 61.000 rechtstreekse arbeidsplaatsen bij de Belgische Sociale Holding, allemaal ex-werklozen. Volgens **tabel 25** kost iedere werkloze de overheid er 27.343 euro, wat zorgt voor een totale besparing van **1.668 miljoen euro**.

- Het multiplicatoreffect, in België 3,815 (zie **tabel 10**) zorgt voor additionele werkgelegenheid die geraamd kan worden op 36.400 personen. De autonome investering bedraagt er 5.488 miljoen euro in nieuwbouw en 1.829 miljoen euro in renovatie, dus 7.317 miljoen euro, wat goed is voor een stijging van het BBP dat 3,815 keer groter is, dus voor een stijging van 27,9 miljard euro. In België wordt een BBP van 402 miljard euro geproduceerd door een actieve beroepsbevolking van 5,25 miljoen tewerkgestelden, dus 765.714 euro per tewerkgestelde. Dus is een stijging van het BBP met 27,9 miljard euro goed voor 36.400 nieuwe arbeidsplaatsen. Als driekwart daarvan ex-werklozen zijn, dus 27.300, dan doet de Belgische overheid daarbij een besparing van **746 miljoen euro**.

- Het collectief bouwproject is in België goed voor **188 miljoen euro** aan vennootschapsbelasting.

Het netto saldo van de winst voor de Belgische overheid komt per jaar neer op $606 + 187 + 1.668 + 746 + 188 - 146 = \mathbf{3.269 \text{ miljoen euro}}$, afgerond 3,3 miljard per jaar. Het effect over vijf jaar zal dus minstens goed zijn voor **16,4 miljard euro**. Daarbij wordt dan nog niet eens rekening gehouden met een gevoelige verhoging van het nationaal inkomen nu minstens $61.000 + 36.400 = 97.400$ personen meer zullen verdienen dan voorheen, zodat ze meer zullen consumeren, waardoor er meer BTW ontvangsten zullen zijn, enzovoort. Aangezien ik – in tegenstelling tot Nederland – over geen recent econometrisch model voor België meer beschik kan ik de cijfers niet econometrisch controleren, maar dat kan het Planbureau er zeker doen.

Wat leren we daar uit? Dat Keynes gelijk had toen hij schreef dat geld in crisistijd opnieuw aan het rollen moet worden gebracht. Waarom de werkende bevolking pijn doen met allerlei vormen van bezuiniging als het helemaal anders kan. Mijn voorstel is een win-win situatie voor iedereen zonder dat iemand ervoor moet bloeden. Het bedrijfsleven, de overheid en de werklozen verdienen er goed aan. Wat ik voorstel is de werkelijke kracht van verandering, niet de illusie van verandering. Als politici echt jobs willen creëren in plaats van eindeloos te herhalen hoe nauw dit hen aan het hart ligt, dan moeten zij *out of the box* leren denken en dit soort paden gaan bewandelen. Maar dan moeten zij ook de eerlijkheid hebben om toe te geven dat de huidige structurele crisis daarmee nog lang niet opgelost is, dat dit niet kan zolang de gevaren die de wereldeconomie bedreigen niet weggewerkt zijn. Maar dat vergt een consensus op wereldschaal waar geen enkele nationale economie – tenzij die van de grote mogendheden – invloed op heeft.

7.6. Quid na vijf jaar?

In discussies met vakeconomen en met de gewone burger wordt geregeld de vraag gesteld of na afloop van de voorgestelde bouwprojecten – het bouwen gedurende vijf jaar van telkens 37,500 tot 45.000 concurrentieel geprijsde (geothermische, dus groene) nieuwbouw woningen, plus 12.500 tot 15.000 renovatie woningen door de Sociale Holding – de werkloosheid niet opnieuw zal stijgen waardoor we in een nieuwe crisis terecht zullen komen? Het is goed eraan te herinneren dat bij het project van de Sociale Holding het gaat om een **autonome investering** van 10,8 miljard euro per jaar in Nederland en van 7,3 miljard euro per jaar in België. Met *autonome investering* wordt bedoeld dat ze niet tot stand kwam door een stijging van het nationaal inkomen, door een stijging van de welvaart, door een stijging van de bestedingen, maar dat het een op zich zelf staand project is. Van autonome investeringen weten we dat ze bijdragen tot economische groei. Een stijging van de autonome investeringen leidt inderdaad tot een stijging van de bestedingen (dus van alles wat we met zijn allen uitgeven). De verhouding tussen de wijziging van die bestedingen en de wijzigingen in de autonome investeringen noemen we, als uitgelegd in hoofdstuk 3 van dit deel, met een vakterm de (bestedings)**multiplicator**. Zowel in Nederland (4,595) als in België (3,815) zijn die behoorlijk hoog. Een deel van de "oplossing" van de crisis houdt verband met het beroep dat er wordt gedaan op het **volkskapitaal** waardoor de bestedingsmultiplicator op zijn minst wordt **gestabiliseerd**. Doet men dit niet dan heeft de multiplicator de neiging te dalen.

Men herinnere zich uit hoofdstuk 3 van dit deel dat de bestedingsmultiplicator (μ) de omgekeerde is van de som van de marginale spaarquote (s), de marginale belastingsquote (t) en de marginale invoerquote (m), weergegeven door de formule

$$\mu = \frac{1}{s+t+m}$$

Maar wat gebeurt er juist in crisistijd? Het vervelende is dat wanneer het vertrouwen van de burger in de economie daalt, hij zijn uitgaven (vooral voor duurzame consumptiegoederen als auto's, meubels, verbouwingen, etc.) tot een later tijdstip zal uitstellen en integendeel meer zal sparen (leidend tot een stijging van s). In dit verband spreekt men van *animal spirits*: het dalende consumentenvertrouwen zadelt de samenleving op met een serieuze groeivertraging. In Nederland bijvoorbeeld zijn de besparingen sinds het begin van de crisis tot april 2015 gestegen van 315 miljard tot 383,5 miljard euro; in België van 186 naar 260,8 miljard euro, veel sneller dan de groei van het nationaal inkomen. Het betreft hier het fameuze spaarparadox waarover Keynes het had.

Van de overheid zou men verwachten dat die in crisistijd de belastingen laat dalen. Het tegendeel is echter waar. De crisis leidt tot minder inkomsten voor de overheid uit BTW, uit vennootschapsbelastingen, uit directe belastingen en uit parafiscale lasten. Om dit te compenseren zoekt de overheid eerder naar nieuwe fiscale inkomens dan naar bezuinigingen. Daarenboven moet in Europees opzicht het begrotingstekort worden teruggeschroefd wat de belastingdruk nog verder doet toenemen. Al die fiscale maatregelen (leidend tot een stijging van t) zorgen dus voor een groeivertraging omdat ze de multiplicator doen dalen.

Door een beroep te doen op het **volkskapitaal** voor grote autonome investeringen zwakt men de daling van de bestedingsmultiplicator af, waardoor de economische groei minder wordt afgezwakt dan het geval zou zijn zonder een beroep te doen op het volkskapitaal. Houdt men gedurende meerdere jaren zulke grote autonome investeringen vol, zonder daarvoor een beroep te doen op buitenlands kapitaal, dan zal het **vertrouwen in de economie** – een sleutelbegrip in iedere conjunctuurtheorie – zich langzaam gaan herstellen, aanvankelijk nog traag, na enkele jaren volgehouden inspanning des te meer. Noch proactief bezuinigen, noch pogingen de concurrentiekracht van een economie te herstellen door loonmatiging zijn de juiste uitweg uit de crisis omdat geen van beiden het geld weer doet rollen in crisistijd. Is wat de trojka Griekenland aandoet daar niet het beste voorbeeld van? Men laat de Grieken zich kapot bezuinigen, maar langs een achterdeur schuift de ECB de Griekse banken in moeilijkheden desnoods wel 86 miljard euro toe, dezelfde ECB die zo moeilijk doet als de Griekse regering straks geen 7,1 miljard euro schulden kan terugbetalen. Men herstelt het vertrouwen in een economie niet door zich in crisistijd arm te bezuinigen.

Het door mij voorgestelde project om de crisis tijdelijk op te lossen door te werken met een Sociale Holding en volkskapitaal komt erop neer dat men vijf jaar lang inspanningen doet om het vertrouwen in de economie te herstellen. Ik nodig het Planbureau in Nederland en in België uit een *critical path analysis* door te voeren op hun bestaande econometrische modellen om proefondervindelijk vast te stellen dat het project daadwerkelijk werkt. En het is niet omdat na vijf jaar het multiplicatoreffect van de autonome investeringen door de Sociale Holding zal verdwijnen dat de economische groei meteen stil zal vallen. Bouwt men in de bestaande econometrische modellen een variabele **accelerator** in, als destijds beschreven door Leendert Koyck, dan zal men zien dat de groei minstens nog vijf tot zeven jaar zal doorgaan, zij het jaar na jaar tegen een lager tempo. In werkelijkheid duurt het tien tot twaalf jaar alvorens het gecombineerde multiplicator- en acceleratoreffect uitgedoofd zijn.

De vijf jaar volgehouden autonome investeringen die het vertrouwen in de economie moeten herstellen zullen ertoe bijdragen dat de accelerator weer gaat werken naarmate alle overproductie verdwijnt. De **accelerator** is de verhouding tussen een wijziging van de (geïnduceerde) investeringen ten gevolge van een wijziging in het nationaal inkomen. Als het nationaal inkomen gestegen is (dankzij het multiplicatoreffect) zal de vraag naar goederen en diensten ook stijgen, maar zal dit pas tot nieuwe investeringen zal leiden nadat de overproductie verdwenen is. Nemen we een voorbeeld. Een reële stijging van het nationaal inkomen kan de vraag naar schoenen best verhogen, maar als er aanzienlijke onverkochte voorraden zijn in de schoenindustrie zal de sector NIET gedwongen zijn nieuwe investeringen te doen om aan de vraag te beantwoorden. De (geïnduceerde) investeringen zijn dan nihil. In feite is de accelerator zowat de startmotor van de economie. Werkt hij niet dan kan een groeiproces, op gang gebracht door het multiplicatoreffect, niet worden doorgezet, maar gaat het snel stagneren. Is de overproductie in de sector echter verdwenen dan zullen de (geïnduceerde) investeringen niet nihil zijn en kan de schoenindustrie die

zonder voorraad zit de gestegen vraag moeilijk beantwoorden zonder de kapitaalratio op te trekken of zonder nieuwe werknemers in dienst te nemen. Er moet dan effectief in nieuwe machines worden geïnvesteerd. Dit zal des te meer het geval zijn naarmate het consumentenvertrouwen stijgt – iets wat een vijf jaar lang volgehouden multiplicatoreffect in de hand zal werken – en naarmate de werkloosheid daalt. Toegepast op de Sociale Holding betekent dit: als de voorraden aan bakstenen, aan dakpannen, aan inbouwkeukens, aan warmtepompen, aan elektriciteitsonderdelen, aan (verticale) grondwarmtewisselaars, aan cement, aan noem maar op, uitgeput zijn zal het door het multiplicatoreffect gegroeide nationaal inkomen zorgen voor een gestegen arbeidsaanbod en voor nieuwe investeringen. Doorgaans stijgen die investeringen sneller dan het nationaal inkomen en is de accelerator groter dan één.

Het nationaal inkomen moet dus meerdere jaren na elkaar kunnen stijgen, opdat de consumptieneiging zou toenemen en het consumentenvertrouwen zich kan herstellen. Dat duurt doorgaans een paar jaar. Met het herstellende consumentenvertrouwen herstelt zich ook het producentenvertrouwen en zullen er nieuwe en andere autonome investeringen tot stand komen, waardoor er een versterkend multiplicatoreffect zal ontstaan. Die wisselwerking tussen multiplicator en accelerator kan daarna nog een paar jaar aanhouden (langer dan de duur van de initiële autonome investeringen). Er moet dus niet gevreesd worden dat het groei-effect van een Sociale Holding werkend met volkskapitaal na het vijfde jaar meteen zal uitdoven. Het effect zal in totaal tien tot twaalf jaar voelbaar zijn.

7.7. Een paar onvermijdelijke kanttekeningen

● **De provinciale of regionale bouwvergunning** — Het voorgestelde project van de bouw van massaal veel energiezuinige groene woningen kan onmogelijk een succes worden zolang het verstrekken van **bouwvergunningen** een louter gemeentelijke aangelegenheid blijkt zoals thans het geval is. Sommige gemeenten treuzelen ettelijke jaren alvorens een bouwvergunning toe te kennen. De architecten van de Sociale Holding zouden hun plannen op zijn minst moeten kunnen laten goedkeuren door de provincies (Nederland) of de gewesten (België), met op de achtergrond een nationaal coördinerend ministerie, in plaats van afhankelijk te blijven van de willekeur van de gemeenten.

● **De gedaalde waarde van bestaande woningen** — De laatste jaren heb ik mijn project van een Nationale Holding werkend met volkskapitaal al enkele keren voorgesteld in beperkte kring. Een hierbij regelmatig weerkerend bezwaar is dat zoveel goedkope woningen zullen leiden tot een **daling van de waarde van bestaande woningen**. Maar is dit niet juist de bedoeling? Heeft de woningmarkt zichzelf niet uit de markt geprijsd? Iemand, werkzaam in de immobiliën sector – zijn naam is Guy Evens – stuurde mij volgende bedenking: *"Veertig jaar geleden was er de vader die geld binnenbracht en voor de moestuin zorgde. Moeder zorgde voor de kroost en maakte zelfs nog eten klaar. Die konden zich een nieuwbouw veroorloven. Nu gaat iedereen uit werken, heeft niemand tijd (gelukkig zijn er kant-en-klaar schotels uit de micro) en kunnen mensen zonder hulp van de vorige generatie geen huis meer kopen of bouwen. Jaja, wij zijn er sterk op vooruit gegaan ... en nu gaan mensen zeggen: 'Jamaar vroeger hadden ze geen tv, geen auto, geen reizen etc...' Klopt, maar vroeger kostte een tv ook een half jaarloon – nu een half maandloon. Daarentegen hoefde toen het huisbezoek van een loodgieter geen aanslag te betekenen op het familiefortuin. (Waarschuwing - dit is een beetje simpel & populistisch maar....) Er klopt iets niet: een werknemer gaat naar huis met (netto) 2.000 euro (wat iemand bruto verdient kan hem of haar onmogelijk interesseren). De werkgever betaalt 5.000 euro. De werknemer komt amper rond en de werkgever betaalt zich blauw (of sluit of vertrekt). En... de overheid komt ook niet rond... Mijn bescheiden mening: ik denk dat er ergens een kraan open staat."*

Ik denk dat dit de ziekte van de huidige postmoderniteit met zijn resem van onzekerheden schitterend blootlegt. Een veel te groot gedeelte van het budget van het modale gezin gaat naar huisvesting. Voor jongeren, zonder hulp van hun ouders, worden hypotheekleningen onbetaalbaar – tenzij ze vrede zouden nemen met een bouwvallig krot van 75.000 euro – evenzeer voor éénverdienergezinnen of voor alleenstaanden. En ook de huur wordt onbetaalbaar. Het procentueel deel van het inkomen dat een modaal gezin thans uitgeeft aan huisvestingskosten ligt – merkwaardig! – aanzienlijk hoger dan meer dan een eeuw geleden. Daar komt nog bij dat iedereen met meer vaste kosten opgescheept zit dan vroeger. We willen allemaal een auto, allemaal een internetaansluiting, allemaal de nieuwste gsm, allemaal honderd posten op onze tv (terwijl we er zelden meer dan vijf daarvan bekijken),

of nog, Herbert Marcuse had groot gelijk toen hij schreef dat we ons allemaal laten opzadelen met waardeloze consumptierommel. En zei Thorstein Veblen niet driekwart eeuw eerder net hetzelfde? Moet het dan verwonderen dat in België steeds meer enkelingen uit de boot vallen, dat steeds meer personen een beroep moeten doen op de collectieve schuldbemiddeling waarbij ze hun vrijheid beknopt zien door advocaten die schuldbemiddelaar spelen? Natuurlijk moeten de kosten voor huisvesting worden verlaagd en mag dit niet beknot worden door het egoïsme van diegenen die nu staan te jammeren dat de waarde van hun woning straks zal dalen mocht een regering overgaan tot de aanvaarding van het voorgesteld project.

● **Welke ex-werklozen als werknemers van de Sociale Holding** — Wat de **ex-werklozen als werknemers** betreft moet men niet enkel denken aan metsers. Er is ook nood aan burgerlijk ingenieurs, architecten, technisch ingenieurs, loodgieters, elektrikers, lassers, voegers, schrijnwerkers, glazeniers, administratieve bedienden, verkopers, enzovoort, waarbij er moet worden gestreefd naar een gelijke verdeling tussen mannen en vrouwen. Hier zouden afspraken kunnen worden gemaakt tussen de Sociale Holding en de overheid waarbij het UWV (*Uitvoeringsinstituut Werknemersverzekeringen*) in Nederland, de RVA (*Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening*) in Vlaamstalig België, het ONEM (*Office National de l'Emploi*) in Franstalig België en het LfA (*Landesamt für Arbeitsbeschaffung*) in Duitstalig België ingeschakeld worden als bemiddelaar bij de aanwerving. Een deel van dat personeel zal geschoold moeten worden tijdens de eerste maanden na de oprichting van de Sociale Holding. Tenzij voor de kaderfuncties zou het hele personeel uit ex-werklozen moeten bestaan waarbij de Sociale Holding in ruil voor de staatsgarantie voor de uitgegeven obligaties zich ertoe verbindt niet te werken met 'ingevoerde' Polen of Roemenen die onder de prijs werken. Hierbij moet de **Europese wetgeving** in acht worden genomen. UWV, RVA, ONEM en LfA zouden hierbij kunnen zorgen dat vooral jongeren en langdurig werklozen worden aangeworven. Navraag bij meerdere grote bouwondernemingen maakte duidelijk dat de aanwerving van 75.000 Nederlandse en 61.000 Belgische werklozen geen probleem kan zijn. Het is zelfs mogelijk om met een multinationale Sociale Holding te werken met een Nederlands en een Belgisch filiaal.

● **Quid bij onvoldoende verkoop?** — Een veel gestelde vraag bij de presentatie van mijn bouwproject gefinancierd met volkskapitaal in beperkte kring luidde: **"Hoe weet men of alle gebouwde appartementsblokken en alle gebouwde of gerenoveerde huizen wel verkocht zullen geraken?"** Het voorstel om de crisis te bestrijden via een Sociale Holding is, behalve voor het werken met volkskapitaal, niet innoverend. In 1850 stelde een gewezen metser, Martin Nadeau, ondertussen volksvertegenwoordiger geworden in de Franse *Assemblée Législative*, al: "Quand le bâtiment va, tout va." En als er iets is wat voorlopig niet draait in Nederland, ondanks een bescheiden herleving van de economie, is het wel de bouwnijverheid. In Nederland zakte de omzet van wooncorporaties & overheid in gereedgekomen bouwwerken tussen 2009 en 2014 volgens het CBS, in lopende prijzen van 4,11 miljard naar 2,56 miljard euro (daling met 38 procent); die van bouwers voor de markt van 7,62 miljard naar 2,93 miljard euro (daling met 62 procent); die van particulieren van 10,28 miljard naar 5,80 miljard euro (daling met 44 procent). De werkgelegenheid in de bouwnijverheid zakte er in zes jaar tijd van 492.000 tot 412.000 in 2014: een verlies van 80.000 jobs. Voor de crisis werden er nog 80.000 woningen per jaar gebouwd tegen amper 45.000 in 2014. In België daarentegen hield de bouwnijverheid ogenschijnlijk wel stand. Tussen 2008 en 2013 bleef de werkgelegenheid er stabiel op 215.000 werknemers. Toch gingen er 17.000 arbeidsplaatsen verloren die werden ingenomen door vroegere Oostbloklanden die aan de hoge bijdragen voor sociale lasten ontsnappen door zich *zogezegd* tijdelijk in België te vestigen waardoor ze veel lagere sociale bijdragen kunnen betalen in het land van herkomst. In volume, dus in prijzen van een vast basisjaar (concreet van 2012), steeg de productie er van 18,21 miljard euro in 2008 naar 19,64 miljard euro in 2013, een bescheiden groei van 7,8 procent in vijf jaar tijd, of van 1,5 procent per jaar. Tussen 2008 en 2013 werden er gemiddeld 78.000 wooneenheden (woningen en appartementen) per jaar gebouwd.

Het is bijzonder moeilijk in te schatten of men in Nederland gedurende vijf jaar 45.000 nieuwbouw wooneenheden en in België 37.500 nieuwbouw woonheden verkocht zal krijgen. Het gaat daarbij wel om scherp geprijsde energiezuinige groene wooneenheden, meestal appartementen met 135 m² woonoppervlak, waarbij gemikt wordt op beleggers. Deze wooneenheden zijn goed voor een jaarlijkse huuropbrengst van 10.200 tot 12.000 euro per jaar met een gemiddeld rendement van ongeveer 4 tot 5 procent per jaar. In onzekere tijden is dit een ideale belegging voor dokters, notarissen, advocaten, slaggers, bakkers, loodgieters, enzovoort die behoren tot de categorie van **beleggers met een grote risico-aversie**. Als men verder bedenkt dat de doorsnee deposito

spaarder 25.000 euro per rekening aanhoudt dan is ook de verkoop denkbaar aan **mini-coöperatieven** van acht tot tien personen mogelijk die jaarlijks 1.000 euro rendement van hun spaargeld zouden kunnen maken, een rendement van 4 procent dat behoorlijk hoger ligt dan het huidige extreem lage rendement op depositosparen.

Alle cijfers in **tabel 26** ogen bijzonder mooi, *maar men dient zich wel te realiseren dat ze enkel gelden op voorwaarde dat vijf jaar lang alle geplande wooneenheden daadwerkelijk aan de man kunnen worden gebracht*. Zouden er minder dan 85 % kunnen worden verkocht dan doet de gemengde bouwcoöperatieve reeds verlies. Die onzekerheid mag dus in geen geval worden verwaarloosd. Als de verkoop niet zo vlot verloopt als verwacht kan de verkoopprijs desnoods wel met 15.000 tot 30.000 euro worden verlaagd ten opzichte van de **groene woningen** met verticale warmteuitwisselaar en zonneboiler, door ook woningen daarzonder aan te bieden, dan wel tegen prijzen die totaal buiten concurrentie zijn. In het slechtste geval zou de overheid een deel van zijn te realiseren winst over vijf jaar – van **28,2 miljard euro** (Nederland) of **16,4 miljard euro** (België) – te gebruiken om zonder het maken van nieuwe schulden voor 30 procent van de gebouwde wooneenheden (= 90.000 wooneenheden in Nederland of 75.000 in België) desnoods zelf op te kopen om ze later te verhuren als sociale woning. Want ook daaraan is een immens tekort in beide landen als men de ellenlange wachtlijsten van kandidaat-huurders van een sociale woning ziet. Er zou in ieder geval kunnen worden gestart met een proefproject over één jaar om de te bouwen wooneenheden voor de vier komende jaren te plannen.

8. Besluit

Dit hoofdstuk liet zeer duidelijk zien waarom een robuust herstel onmogelijk is zolang een aantal problemen van wereldformaat niet opgelost geraken. Voorts hebben economen er schuld aan dat de politiek nog nauwelijks naar hen luistert omdat veel te veel economie *politieke economie* is, veel te weinig economie *économie pure* is. Ook is er een nijpend tekort aan economen die kozen voor een opleiding in de *algemene economie*. Met dat soort diploma valt nauwelijks geld te verdienen. Dus kiest de grote meerderheid voor de richting van de *toegepaste economische wetenschap* die wel beter bezoldigde banen laat verhoppen. Het flagrante gemis aan macro-economisch inzicht dat bij bedrijfseconomen duidelijk merkbaar is maakt van hen **bijvoegseleconomen** die de politiek niet zelden de verkeerde richting uit sturen. Informele machtsgroepen zoals het Amerikaanse militair-industrieel complex, de Eurogroep en allerlei denktanks zitten vergeven van bijvoegseleconomen die belangen van broodheren verdedigen, niet het algemeen belang dat de *économie pure* zoveel beter kan verdedigen. Als algemene economen als Keynes, Davidson, Stiglitz, Greenwald of Lin eerbare pogingen ondernamen of ondernemen om een probleem van globale omvang als het **no system** van na de val van Bretton Woods op te lossen, dan wordt er nauwelijks naar hen geluisterd omdat een leger van bedrijfseconomen, die specifieke belangen van hun broodheren verdedigen, altijd klaar staat met een arsenaal aan tegenargumenten dat meestal flagrant naast de kwestie is. De wereld zou er in elk geval veel te winnen bij hebben als universiteiten bij de opleiding van bedrijfseconomen een lijvige cursus macro-economie zouden inlassen, minstens de cursus macro-economie die Gregory Mankiew in Amerika doceert.

De problemen van de wereldeconomie, die een uitweg uit de huidige crisis verhinderen, zijn overwegend van **financiële aard**. Onze financiële instellingen die centrale en private banken zijn hebben ervoor gezorgd dat de wereldeconomie balanceert op een flinterdunne koord. Als we er niet in slagen de **geldschepping** van private banken drastisch bij te sturen, door te kiezen voor een veel beperktere vorm van fractioneel reserve bankieren, zal de wereld op steeds meer schulden blijven zitten – schulden die een robuust herstel onmogelijk maken. Nu de risico-aversie van bankiers drastisch is gedaald en ze de wereld hebben opgezaaid met een onbeheersbare berg aan **bankderivaten**, zijn de financiële markten steeds verder versukkeld in een vorm van **casinokapitalisme** dat voorheen niet bestond. Daardoor is de wereldeconomie aan gevaren blootgesteld die voorheen niet bestonden. Binnen die wereldeconomie is het Europese continent er samen met Afrika nog het ergst aan toe. Het vertrouwen in de gemeenschappelijke munt die de euro is, blijft laag. Problemen rond de Griekse staatsschuld en het zielige spektakel dat daarbij werd opgevoerd, met Duitsland, Nederland en Finland in de hoofdrol, degradeerden **Europa** tot een neurotisch kibbelkabinet waar solidariteit een leugen van formaat is. Europa teert niet langer op de grote staatshoofden van weleer, moet het doen met dwergen die hoofdzakelijk aan het eigen politiek belang denken, niet langer aan het algemeen belang. Het grote Europese project waarvoor grote staatshoofden van weleer ooit met heel veel enthousiasme hebben geijverd is uitgelopen op een

sisser van formaat, waarbij Duitsland ten derde male dacht de eerste viool te kunnen spelen en waarbij het Verenigd Koninkrijk steeds meer aan de kant is gaan staan.

Robuuste oplossingen voor de huidige crisis zijn er niet zolang het op mondiale schaal niet komt tot een consensus om de dringendste globale economische problemen op te lossen. Het enige wat voorlopig mogelijk is zijn *tijdelijke oplossingen*. Wil men de misinvesteringen, waarvoor Ludwig von Mises gewaarschuwd heeft, vermijden dan moet het om een injectie van schuldvrije grote autonome investeringen gaan. Dan moet het niet langer gaan om grote openbare werken, wel om **grote private werken**, uit te voeren door nieuw op te richten holdings, gefinancierd met **volkskapitaal** gewaarborgd door de overheid. Voor Nederland en België werd zo'n voorbeeld rudimentair uitgewerkt. Het is op zijn minst werkbaar voor jobcreatie op grote schaal en is een *out of the box idee* geïnspireerd door de Oostenrijkse School. Dit soort tijdelijke oplossingen, met een groei-effect over tien tot twaalf jaar, vereist alleen een medewerking van de overheid bij het verstrekken van een bankgarantie. Of de politiek, gewoon als ze is het altijd opnieuw bij *piecemeal engineering* te houden (een term van de filosoof Karl R. Popper), dit soort projecten straks een kans wil geven, zal afhangen van de politieke wil om in kleine landjes eindelijk eens op een grotere schaal te leren denken.

VOORAANSTAANDE ECONOMEN (7)



Paul Krugman
(°1953)



Steve Keen
(°1953)



Jean Tirole
(°1953)



Carmen M. Reinhart
(°1955)



N. Gregory Mankiw
(°1958)



Nouriel Roubini
(°1959)



Willem Buiter
(°1959)



Daron Acemoğlu
(°1967)



Noreena Hertz
(°1967)



Gunther Schnabl
(°1967)



Lee Rong-Wang
(°1968)



Jörg Bibow
(°1969)



Patrick Chovanec
(°1970)



Bas Jacobs
(°1973)



Gert Peersman
(°1973)



Ricardo Reis
(°1978)

ALGEMEEN BESLUIT

De huidige crisis is reeds de vierde globale structurele crisis van het kapitalisme – de vijfde structurele crisis indien men er ook de Japanse crisis van 1987-2003 bijtelt. Hoewel een prille herleving zich sedert de tweede helft van 2014 aftekent, en hoewel men met Gert Peersman mag gewagen van een nieuwe prille economische lente (zoals hij midden 2015 deed op een tv uitzending van *Terzake*) blijft het een illusie dat de huidige crisis, die de naam *Grote Recessie* opgeplakt kreeg, straks, na acht jaar, definitief voorbij is. Ook in de Verenigde Staten of Canada kan men niet spreken van een **robuuste herleving** zoals Olivier Blanchard beweerde voor rekening van het IMF. Dat komt omdat een reeks mondiale economische problemen niet opgelost geraken.

1. Onbeheersbaar geworden casinokapitalisme (derivaten en gestructureerde kredieten)

Zo is de huidige fase van het kapitalisme er één waarbij banken allemaal investeringsbanken zijn geworden, zeker nadat de demarcatie tussen spaarbanken en investeringsbanken, op het einde van de vorige eeuw, met de opheffing van de *Glass-Steagall Act*, definitief verdween. Hierdoor konden banken die dat wilden desnoods met deposito's van de kleine spaarder gokken op de nieuwste monetaire banksnuffjes die de **bankderivaten** en de **gestructureerde kredieten** zijn. Tot eigen scha en schande leerden banken na 2008 hoe toxisch zulke producten als herverpakte kredieten zijn. Ze bleken een lepe uitvinding te zijn van de gladde zeer slimme mannen en vrouwen van Goldman Sachs die ze via *credit default swaps* lieten verzekeren bij AIG (*American International Group*), wel wetend dat AIG nooit de schadeclaims zou kunnen honoreren. Terwijl ze hun gestructureerde kredieten, vaak CDO's (*collateral debt obligations*), aan andere banken en pensioenfondsen verkochten, weerhield niets hen ervan te speculeren tegen wat ze verkochten, waardoor ze AIG in een onvermijdelijke val meesleurden, om daarna nog eens 2,9 miljard dollar te verdienen aan de bailout van AIG. Naarmate CEO's van banken beter begrepen dat "gestructureerde kredieten" een mooi eufemisme voor *rommelkredieten* waren viel de handel daarin zo goed als stil, maar werd er nu steeds meer gespeculeerd op een waslijst van bankderivaten, waarvan het grootste deel over the counter (OTC) wordt verkocht. De vaak zeer hoge hefboomeffecten verbonden aan weinig transparante bankderivaten zorgden ervoor dat grootbanken steeds meer derivaten in omloop brachten. Heel even werd gehoopt dat die handel na de bankencrisis van 2008 zou stilvallen, maar na een lichte terugval behaalde die handel in 2013 een recordhoogte van notioneel 710.000 miljard dollar. Dat dit acht keer het volume van het wereld-BNP is, is minder relevant dan dat de werkelijke risico's die ermee gepaard gaan verpletterend zijn. Die risico's die schommelen tussen de *gross credit exposure* van 3.358 miljard in 2014 in het minst ongunstige geval en 22.880 dollar, de *gross capital value* van de derivaten, in het slechtste geval. Op die manier ontaardde het kapitalisme, in minder dan een kwart eeuw tijd in een waar **casinokapitalisme** dat finaal **onbeheersbaar** is geworden, hoezeer het duistere ISDA (*International Swaps and Derivates Association, Inc*) het tegendeel ook moge blijven beweren.

Hoe hard de BIS (*Bank for International Settlements*) en het *Basel Committee on Banking Supervision* zich ook inspannen om terug controle over de banken te krijgen, zowel bankderivaten als gestructureerde kredieten ontsnappen aan die controle. Enerzijds omwille van de niet gestandaardiseerde vorm van OTC verhandelde bankderivaten, anderzijds omwille van het balansmatig oncontroleerbaar zijn van zulke transacties als SPV's (*special purpose vehicles*). Hoe verziekt de banksector geworden is blijkt bijvoorbeeld uit wat de Europese Unie in 2010 heeft gedaan om banken in zwaar weer te redden. Hiervoor zette de Europese Commissie de EFSF (*European Financial Stability Facility*) op, een SPV naar Luxemburgs recht, genietend van een *orphan structure* en *bankruptcy remoteness* en boekhoudkundig oncontroleerbaar. Dat zoiets kan is verklaarbaar doordat zelfs de ministers van Financiën binnen de Eurogroep nauwelijks inzicht hebben in de nieuwste monetaire technieken die ze nooit aangeleerd kregen en die ook hun eigen kabinetsmedewerkers nauwelijks verstaan.

De bankwereld van nu is een totaal andere bankwereld geworden dan tijdens de vier vorige structurele crises. Het is een wereld gedomineerd door de zeer slimme en zeer goed betaalde medewerkers van Goldman Sachs, Deutsche Bank, Citigroup, JP Morgan Chase en Bank of America die politici, ministers van Financiën inclusief, al kunnen wiismaken wat ze willen. Het beste bewijs daarvan is de Griekse schulden crisis (die hierna, in Appendix II, afzonderlijk wordt behandeld).

Reeds lid van het EMU – en geheel niet *dankzij* het gesjoemel met Goldman Sachs zoals een reeks ministers van de Eurogroep tot op vandaag blijven verkondigen – had de EMU Griekenland, met een veel te hoge publiekschuldratio, in 2001 gesommeerd zijn publieke schuld op te schonen. Maar het land kwam wel liquiditeiten tekort voor de organisatie van de Olympische Spelen in 2004. Twee Goldman Sachs alumni, ondertussen werkzaam voor de Nationale Bank van Griekenland, stuurden daarop een aantal vertegenwoordigers van Goldman Sachs naar Nikos Christodoulakis, de toenmalige Griekse minister van Financiën. Die legden hem uit hoe een nieuwe buitenlandse schuld van 2,8 miljard euro, volstrekt legaal!, buiten de nationale boekhouding gehouden kon worden. Dus liet de minister zich het nieuwste bankderivaat *made by GS, USA* aansmeren, zonder dat hij beseftte welk vergif hem werd verkocht. De naam van dit vergif luidt *cross-currency swap*. Als Europa nu Griekenland verwijt dat het destijds gesjoemeld heeft met zijn nationale boekhouding dan is dat naar de letter juist, maar zeker niet naar de geest. Het ging amper om minder dan 1,5 procent van de totale schuld (dus was zeker niet de oorzaak van de Griekse schulden crisis), maar het toppunt is dat Eurostat, dat voor de Europese Commissie de nationale rekeningen van de lidstaten opstelt, het verborgen hield voor de rest van de wereld, door stilzwijgend zijn boekhoudregels ESA95 aan te passen, zodat de zo verborgen nieuwe Griekse schuld met terugwerkende kracht werd gecorrigeerd.

Dat zoiets kan is enkel mogelijk omdat de ministers van Financiën van de Eurogroep gewoon geen inzicht hebben in het soort derivaten dat OTC wordt verkocht. Het is niet omdat iemand een tijd lang hoofdredacteur van een beursweekblad was, en in die hoedanigheid hartstochtelijk een grexit bepleitte, dat hij, eens gepromoveerd tot minister van Financiën, bekwaam geworden is. Ook hem kunnen de slimme jongens van Goldman Sachs straks zoveel bedotten als ze willen, zodat hij wel de laatste is om zijn vroegere collega Nikos Christodoulakis en diens volk continu te blijven beschuldigen dat ze sjoemelaars zijn. In de nieuwe wereld van het casinokapitalisme is er nood aan ministers van Financiën die weten waarover ze spreken en die daarvoor de nodige opleiding hebben gekregen in de nieuwste inzichten van de macro-economie en van de monetaire economie. Zowel Nederland als België hebben dit soort mensen – dan denk ik aan Willem H. Buiter en Bas Jacobs in Nederland, aan Koen Schoors en Gert Peersman in België – maar die staan te hoog boven een zo platvloers gebeuren als politiek om zich in dat kakelende nest te wagen.

Ook dit nog. Wat bij die welig tierende handel in bankderivaten opvalt, is dat Europese banken, met een veel geringere kapitalisatiegraad dan Amerikaanse en Aziatische banken, met hun portfolio van bankderivaten op de grootste *gross credit exposure* zitten. Voor Deutsche Bank is die blootstelling zelfs vijf keer groter dan het eigen vermogen. Van alle banken zijn de Europese banken uitgesproken de grootste goktenten, waardoor een nieuwe bankencrisis, aanzienlijk groter dan die van 2007-2008, veel waarschijnlijker wordt in Europa dan elders in de wereld. Daarom alleen al is Europa het zieke been van de wereldeconomie. Verder zal blijken dat dit ook het geval is bij de andere bedreigingen van globale aard waaraan de continenten bloot staan. Overal staat Europa op de eerste rij waar er klappen dreigen te vallen.

Ondertussen is de derivatenhandel te groot geworden om nu nog de klok te kunnen terugdraaien. Kredietverzekering via *credit default swaps* is een illusie geworden, omdat de uitstaande bedragen groter zijn dan het kapitaal van alle verzekeraars samen, die op hun beurt gokkers zijn die enorme risico's nemen. Neem nu al die kredietverzekeringen die werden afgesloten op de Griekse schuld; onder meer door Deutsche Bank, door Barclays, door HSBC. Wat zijn die waard als morgen het schimmige ISDA beslist dat er enkel wordt uitbetaald bij een failliet van Griekenland om daarna te stellen dat staten eigenlijk nooit echt failliet kunnen gaan, welk soort verzekering kochten Deutsche Bank, Barclays en HSBC dan eigenlijk? En waar blijft dan het heilige rechtsbeginsel "*nemo iudex in re sua*" als ISDA – zelf een betrokken partij die ijvert voor een zo groot mogelijke verkoop van bankderivaten – mag bemiddelen of er wel dan niet moet worden uitbetaald? Op die manier zijn banken gewoon afhankelijk van de *goodwill* van ISDA dat finaal kan doen wat het wil, dat kan goochelen met zulke termen als *events* en *god's acts*. Een klui voor peperdure advocatenbureaus. Bekijkt men de structuur van ISDA – met kantoorjes versholten in torengedebouwen in New York, Washington, Londen, Brussel, Tokyo, Singapore en Hong Kong – dan valt op dat de grootbanken er stuk voor stuk een directeur zitten hebben. Op die manier kunnen grootbanken beslissen of kleinere banken straks nog wel vergoed worden voor het genomen kredietrisico. Dat diezelfde grootbanken – en ook dat is nieuw in vergelijking met vorige crises – niet de geringste ethische scrupules meer hebben, werd duidelijk bewezen door de libor fraude die uitgesproken de grootste banken tussen 1991 en 2008 hebben gepleegd.

2. Geen muntstabiliteit zonder een geregeld internationaal betalingsverkeer

De explosie van de handel in bankderivaten heeft de girale geldomloop enorm verhoogd. Dit effect werd nog versterkt door de globalisering van de economie waardoor de internationale handel steeds belangrijker is geworden. Overal is de girale geldhoeveelheid circulerend tussen banken veel sneller opgelopen dan het BBP (wat trouwens wijst op een ferme daling in de omloopsnelheid van het geld). Nooit eerder was er wereldwijd zoveel geld in omloop. Daarom is er een dringende noodzaak aan een **regeling van het internationale betalingsverkeer**. Toen in 1971, twee jaar vóór het uitbreken van de *Petroleumcrisis*, de goudwisselstandaard met de dollar werd opgeheven, en het internationaal muntstelsel een **no system** werd, was dit ettelijke keren onschuldiger dan thans het geval is. De toenemende synchronisatiegraad van de wereldeconomie, en de explosie van de internationale handel, in een **no system** muntstelsel, maakt dat er nu eindeloos veel meer gespeculeerd wordt dan vroeger. Zo zijn er aanwijzingen dat de vorige structurele crisis, de *Petroleumcrisis*, nauwelijks beïnvloed was door het verdwijnen van de goudwisselstandaard van de dollar. Ondertussen is er, nu al 44 jaar lang, niets fundamenteels gewijzigd aan ons muntstelsel waar niet enkel de wisselkoersen, maar ook de rentevoeten en de beursindices, niet bestand zijn tegen **toenemende onzekerheid** op de financiële markten. Eigenlijk zijn de wisselkoersen van de verschillende valuta hoofdzakelijk afhankelijk van het **vertrouwen** dat de markten hebben in de in omloop zijnde valuta. Geruststellers van het burgerlijk geweten houden bijvoorbeeld vol dat er helemaal geen **besmettingsgevaar** meer uitgaat van de PIIGS landen op de wisselkoers van de euro. De mogelijkheid van een grexit heeft aangetoond dat het economisch zieke Europa dat besmettingsgevaar nog steeds niet onder controle heeft. Het volstond dat de Griekse Financiënminister Yanis Varoufakis op zaterdag 27 juni de onderhandelingstafel van de Eurogroep verliet, nadat de Griekse premier Alexis Tsipras één dag eerder een referendum aankondigde waarbij het Griekse volk zich mocht uitspreken of het nog langer instemde met de austeriteitspolitiek van de trojka, opdat de daaropvolgende maandag de beurzen bloedrood kleurden. En dit ondanks het feit dat de Griekse economie amper voor 1,29 procent bijdraagt tot het BBP van de EU28, en voor minder dan 0,30 procent tot het wereld BNP.

Opvallend was dat de rentevoeten voor Zuid-Europees overheidspapier onmiddellijk opliepen, wat een aanwijzing was dat het vertrouwen in de staatsfinanciën van Portugal, Spanje en Italië – drie PIIGS landen – nog steeds onvoldoende is hersteld. Voorts was het impact op de wisselkoersen van de euro tegenover de Amerikaanse en Australische dollar, tegenover de yen en het pond sterling, oneindig veel groter dan het geringe impact van de Griekse economie in de wereldeconomie. Doordat de verschillende valuta niet langer door goud zijn gedekt, maar enkel door elkaar, is de muntstabiliteit niet langer gegarandeerd. Een terugkeer naar goud als dekkingsmiddel is niet langer mogelijk omdat het opdelven van goud onmogelijk nog gelijke tred kan houden met de groei van de wereldhandel.

De afwezigheid van een gereguleerd betalingsverkeer na de val van Bretton Woods in 1971 maakt dat **global imbalances** een gevaar inhouden voor de muntstabiliteit. Als het gehele westelijk halfrond, van Alaska tot Vuurland, worstelt met een chronisch tekort op de lopende rekeningen, impliceert dit dat de besparingen er lager zijn dan de investeringen, zodat de landen van Noord- en Zuid-Amerika hun economische groei moeten kunnen blijven financieren met de overschotten op lopende rekeningen ergens anders in de wereld. Typisch daarvoor is de situatie in de Verenigde Staten dat voor de financiering van zijn investeringen afhankelijk is van de overschotten op de lopende rekeningen van China. Het volstaat dat het overschot op de lopende rekeningen van China daalt – wat nu al het geval is – opdat de investeringen in de Verenigde Staten minder aantrekken waardoor de economische groei afgeremd wordt. Zou het Chinese overschot op de lopende rekeningen verdwijnen dan zou de Amerikaanse economie opnieuw achteruit boeren. Maar de Amerikaanse dollar is wel de eerste reservemunt in de wereld en is in die zin afhankelijk van de ontwikkeling van de Chinese economie, wat zeker geen garantie is voor muntstabiliteit in de wereld.

Opdat het gevaar voor nieuwe spanningen op de financiële markten zou verminderen is noodzakelijk dat er voor het internationaal betalingsverkeer een nieuwe internationale munt in omloop wordt gebracht, gecontroleerd door een mondiale centrale bank. Zolang dit niet gebeurt zal de kapitalistische economie bloot staan aan monetaire gevaren die kunnen leiden tot een heropflakking van de crisis die we opgelost wanen. Ook hier staat Europa weer in het oog

van de storm omdat het een gemeenschappelijke munt invoerde zonder al een Bankunie te hebben en omdat het de publieke schuldgraad van de lidstaten ver liet uitstijgen boven wat overeen gekomen was in het Verdrag van Maastricht. Het verenigd Europa is er één dat steeds meer gekneet wordt naar Duits model – een model waar lidstaten een steeds groter deel van hun soevereiniteit moeten afstaan om in de pas te lopen met wat Angela Merkel en haar (met de dag meer akelig en onverzettelijk wordende) minister van Financiën Wolfgang Schäuble voor ogen hebben: een neoliberale Europa waar de desiderata van het patronaat zoveel belangrijker zijn geworden dan wat de algehele bevolking wenst. Om puur politieke redenen, die steeds minder rekening houden met wat economisch al dan niet mogelijk is, lost men allocatievraagstukken op die steeds verder afwijken van wat het Europese volk van zijn politieke klasse zou mogen verwachten. In plaats van te onderzoeken hoe men met de bestaande middelen de welvaart van Europa kan optimaliseren lost men bij voorkeur het keuzevraagstuk op hoe men met de bestaande middelen kan produceren tegen de laagste kosten. Solidariteit met de lidstaten is er lipbelijdenis die in werkelijkheid solidariteit met het bankkapitaal is geworden. Daarbij is men afgegleden naar een vorm van kapitalisme die **onbeheersbaar** is geworden omdat, alle Merckels en Schäubles ten spijt, men met geen middel nog de voortdurend stijgende hoeveelheid bankderivaten weet af te remmen. Dat in het land van Merkel en Schäuble toevallig de grootste Europese bank staat, die het meest blootgesteld is aan een *gross credit exposure*, die vijf keer groter is dan het kapitaal van Deutsche Bank, wordt daarbij al te gemakkelijk uit het oog verloren.

3. Geen rem op geldschepping en schulden

Opdat er een robuuste oplossing van de huidige structurele crisis zou ontstaan is vereist dat men de oorzaken van die structurele crisis bestrijdt. Eén van die oorzaken was een ongebreidelde geldschepping door de private banken waardoor de private schulden van bedrijven en particulieren scherp zijn gestegen, evenveel of meer dan de publieke schulden – publieke schulden waarvan men zich kan afvragen of die ooit wel zullen afbetaald geraken. Geheel in de lijn van wat de Oostenrijkse School hierover schrijft is de te gemakkelijke geldcreatie van de private banken er oorzaak van dat investeringen, met schulden gefinancierd, onvoldoende bijdragen tot economische groei omdat een groot deel ervan **misinvesteringen** blijken te zijn – investeringen die door excessieve kredieten de crisis alleen maar verergeren in plaats van die te bestrijden. Anderzijds is het betoog van de Oostenrijkers om het fractioneel reservebankieren te vervangen door *full reserve banking* evenmin een oplossing omdat de geldmultiplicator dan nul wordt waarbij krediet niet langer mogelijk is. Wat zeker is, is dat een stijging van de **kasreservedekkingscoëfficiënt** – nu circa 18 procent in de eurozone, rond de 12 procent in de Verenigde Staten, amper 5 procent in het Verenigd Koninkrijk en ondertussen al boven de 25 procent in Japan – noodzakelijk is als men een rem wil zetten op excessieve kredieten en op de schier ongebreidelde geldschepping door de private banken.

Voorts mag niet uit het oog worden verloren dat veel banken, vooral in Europa, nog steeds *too big to fail* zijn, zeker als men bekijkt op wat voor berg aan bankderivaten grootbanken zitten. En omdat uitgerekend die banken (spaar)deposito's van klanten gebruiken om doodgewoon te gokken, heeft men binnen de eurozone, naar aanleiding van de Cypriotische bankcrisis, zijn toevlucht moeten nemen tot de *haircutmethode* die geen spaander heel laat van het heilige rechtsbeginsel *pacta sunt servanda*. Nu laat de Eurogroep klanten van banken geloven dat bij een volgend bankroet van een bank 100.000 euro per rekeninghouder gewaarborgd is, een belofte die Europa allicht nooit waar kan maken zonder de rekening finaal bij de belastingbetaler te leggen. Het wordt tijd dat klanten van banken gaan beseffen dat we zijn beland bij de fase van het casinokapitalisme en dat de tijd de deposito's bij banken 100 procent veilig waren nog dateert van vóór de doorbraak van de postmoderniteit (gekenmerkt door een resem onzekerheden, zowel op economisch als op maatschappelijk vlak). Wil men klanten van een bank een waterdichte garantie geven dat ze bij het omvallen van hun bank minstens de helft van hun tegoed zullen terugvinden dan moet men de kasreservedekkingscoëfficiënt verhogen tot **50 procent**.

Wat moet men dan van de huidige structurele crisis verwachten? Aangezien de grootste problemen een oplossing op wereldschaal vereisen (reduceren van het volume aan bankderivaten, een opnieuw gereguleerd internationaal muntstelsel, wegwerking van de global imbalances, reduceren van het fractioneel bankieren) – oplossing die een

wereldconsensus vereist – is een robuuste herleving een illusie. Op ieder ogenblik kan die herleving abrupt worden afgebroken, zodat wat we de *Grote Recessie* noemen een vervolg kan krijgen in een reeks elkaar snel opvolgende kleinere crises (mogelijks zelfs grotere crises bij een nieuwe bankencrisis). In het verleden slaagde de kapitalistische economie er in de controle te bewaren over structurele crises omdat de *autoregulerende mechanismen* bleven werken. Waar men nu de controle over het systeem verliest is hoofdzakelijk in de financiële sector waar de **marktefficiëntie zoek** is geraakt. In die zin heeft de Zweedse econoom Axel Leijonhufvud blijkbaar gelijk dat het kapitalisme buiten de **veilige corridor** is geraakt waar de marktefficiëntie nog werkzaam is. De financiële markten zijn een **verpletterende rol** gaan spelen in het kapitalisme van vandaag. Centrale banken die voorheen nog met de rentevoet konden spelen om ons economisch systeem bij te sturen slagen daar nu niet meer in. Het monetarisme is een dood hoofdstuk in het economisch denken geworden. Historisch lage rentevoeten hebben feitelijk niet geholpen om uit de crisis te kruipen. Ze moesten worden aangevuld met *quantitative easing* waardoor er voortdurend meer geld in de economie werd gepompt, dit alles in de hoop dat de investeringen weer zouden stijgen. Maar leerde John Maynard Keynes ons niet dat enkel van de **autonome investeringen** een groeiversterkend multiplicatoreffect uitgaat? Dan gaat het om investeringen die niet met schulden worden gefinancierd. *Quantitative easing* zorgt er enkel voor dat er nog meer geld in circulatie komt, terwijl het juist de excessen van geldschepping zijn die crisisversterkend werkend. Op de korte termijn kunnen ze de economie wel een *boost* geven maar op de lange termijn lost dit de structurele problemen van de economie niet op.

Net zoals keynesiaanse deficit spending tijdens de *Petroleumcrisis* neerkwam op het blussen van de brand met petroleum, zijn verlagingen van de rentevoet en QE tijdens de *Grote Recessie* een vorm van bluswerk van branden met petroleum: op lange termijn werken ze crisis versterkend in plaats van crisis reducerend. Op nationaal vlak weten politici zich geen raad met de huidige crisis. Vluchten in een procyclisch beleid en vormen van loonmatiging zijn zeker niet de juiste uitweg omdat het geld moet blijven rollen om (tijdelijk) uit de crisis te geraken. Of met de woorden van de 2001 Nobelprijswinnaar Economie, Joseph E. Stiglitz: "*Austerity is a mistake.*" Is Griekenland daar niet het mooiste bewijs van? Vijf jaar van bezuinigen, op *Diktat* van de instellingen, heeft er het BBP met meer dan een kwart doen dalen. Als men dus op nationaal vlak zoekt naar een *voorlopige uitweg* uit de crisis dan moet er werk worden gemaakt van grote autonome investeringen, niet gefinancierd met nieuwe schulden. Aan het slot van hoofdstuk 7 van deel II werd voor de Lage Landen een voorbeeld uitgewerkt. Daarbij moeten de grote openbare werken met staatsschulden gefinancierd die Keynes voorstelde worden vervangen door **grote private werken** gefinancierd met **volkskapitaal** door spaargelden weer actief te maken. Het is een vorm van niet-keynesiaans denken, gebaseerd op heterodoxe inzichten van de Oostenrijkse school, een vorm van **out of the box** denken.

4. Het gevaar van een Chinese beurs- en bankencrisis

Een groot gevaar voor de gehele wereldeconomie ontstaat als de Chinese overheid er niet in slaagt de in juli 2015 duidelijk geworden beurs- en bankencrisis onder controle te houden. En er zijn voldoende redenen om te stellen dat de Chinese overheid daarin niet zal slagen. In China ontwikkelde zich immers een ander soort **casinokapitalisme** dan in het Westen. Daar zijn de gokkers niet de door *greed* verteerde bankiers die *met andermans geld* gokken op allerlei soorten bankderivaten, wel de *gokverslaafde* begoede jongeren van beneden de 35 uit de steden die *met eigen geld* – vaak geleend geld – gokken op allerlei binnenlandse aandelen. Dit heeft geleid tot een onverantwoorde inflatie ter beurze. Met de verlaagde risico-aversie van de westerse bankiers, correspondeert in China een quasi risico-aversieloze economie waar de Rede en de goede huisvader ver te zoeken zijn. VRT journalist Stefaan Blommaert schrijft hierover:

"Het zijn vooral kapitaalkrachtige jongeren die zich op de aandelenmarkt hebben gestort. In het eerste kwartaal van dit jaar werden ruim 60% van de nieuwe aandelenrekeningen in China geopend door mensen van onder de 35. In tegenstelling tot de Chinese ouderen – die zich traditioneel met sparen en investeren bezighouden – hebben ze weinig ervaring, en beschouwen ze beleggen op de beurs vaak letterlijk als een spel. Een spel waar behoorlijk veel mee te verdienen valt. De Chinese regering heeft de publieke belangstelling voor de aandelenmarkt de voorbije jaren enthousiast gestimuleerd. In door de overheid gecontroleerde kranten verschenen met de regelmaat van de klok artikels en commentaren over de opportuniteiten op de beurs. Er werden fondsen ter beschikking gesteld waaruit geld kon worden geleend om er vervolgens aandelen mee te kopen. Individuele investeerders die niet in aanmerking

kwamen voor dergelijke leningen vonden wel schaduwbedrijfjes die geld aanboden, tegen een torenhoge interest wel te verstaan. En natuurlijk waren er ook de grote beleggers, privébedrijven en banken maar vooral overheidsagentschappen die massaal inzetten op de beurs."³³⁰

Dat dit een reuzengroot probleem wordt voor de wereldeconomie valt gemakkelijk in te zien. De Verenigde Staten zijn wegens hun chronisch tekort op de lopende rekeningen voor hun investeringen deels aangewezen op de chronisch gewaande overschotten op de lopende rekeningen van China. Als het tot een ineenstorting van de beurzen van Shanghai en Shenzhen komt – die zich tot elkaar verhouden als de S&P500 en de Nasdaq100 – gevolgd door een onvermijdelijke Chinese bankencrisis, zal dit de pril herlevende Amerikaanse economie in zijn val meesleuren. De vraag is niet zozeer of dit al dan niet zal gebeuren, dan wanneer het zal gebeuren. En als het gebeurt zal het vertrouwen in de Amerikaanse dollar, de eerste reservemunt in de wereld, een enorme deuk krijgen op het eigenste ogenblik dat in het **no system** van het internationaal muntverkeer geen enkele andere valuta klaar staat om de rol van de dollar over te nemen: niet de euro van het (twist)zieke door Duitstand geleide Europa, niet de yen van de door schulden verteerde Japanse economie, niet het pond sterling van een Britse economie die denkt eeuwig te kunnen blijven verder werken met een geldmultiplicator van rond de 20.

De groeivoeten van 10 tot 12 procent van de Chinese economie die tussen 1992 en het begin van de *Grote Recessie* in 2008 nog schering en inslag waren, behoren definitief tot het verleden. Het IMF voorziet het deze keer wel correct als het stelt dat een groeivoet van 5 tot 6 procent van de Chinese economie tegen 2020 meer dan waarschijnlijk is. Tussen 2013 en medio 2015 was die groeivoet al gedaald tot een gemiddelde van 7,2 procent (6,9 procent in juli 2015). De SCI (*Shanghai Composite Index*) steeg over dezelfde periode van 2½ jaar wel met 250 procent, dat is tegen een jaargemiddelde dat meer dan tien keer hoger ligt dan dit van de economische groei. Binnenlandse aandelen zijn daardoor grenzeloos overgewaardeerd. Heel anders verging het de Chinese beurzen tussen 1994 en 2013: toen steeg de SCI met amper 24 procent in 20 jaar tijd, veel trager dus dan de economische groei.

In de week van 2 tot 8 juli 2015 ging er volgens **Patrick Chovanec** (zie hoofdstuk 5 van deel I) al 3.900 miljard yuan van de 43.000 miljard yuan Chinees spaargeld (als berekend door de Chinese econoom **Wu Jinglian**) verloren. Op maandag 27 juli ging er op Shanghai nog eens in één dag tijd, bij een daling van de SCI met 8,5 procent, nog eens 1.040 miljard yuan verloren, dat is drie keer zoveel als de complete Griekse staatsschuld waarmee het zieke Europa hopeloos worstelt (zie Appendix II). De Chinese overheid koestert de illusie dat door haar kapitaalcontrole de binnenlandse beurshandel nog steeds controleerbaar is als had ze nooit de verhelderende analyse van de marxistische economen **Kōzō Uno** en **Thomas T. Sekine** (zie hoofdstuk 4 van deel I) gelezen. Het is niet omdat men bij een verlies van meer dan 10 procent de beurshandel kan stilleggen en institutionele beleggers kan verplichten in prijs gezakte aandelen op te kopen dat men in China door overheidsingrijpen een aan de qanq zijnde beurskrach kan blijven controleren. Stefan Blommaert schrijft: *"Alles is controleerbaar in een communistische biotoop, dus ook de hoogmis van het kapitalisme, de aandelenmarkt."* Ik laat hem graag die illusie, maar mijn algemene theorie van de langdurige economische crises bewijst dat ook in een communistische biotoop, die evenzeer verworden is tot casinokapitalisme, de crisis **onbeheersbaar** is geworden. Voorts is ook duidelijk dat de RMB zijn koppeling aan de Amerikaanse dollar zal moeten loslaten eens die begin te schuiven.

De volgende stap is trouwens even voorspelbaar. Chinese banken zullen zich straks willen indekken tegen te verwachten beursdalingen door een beroep te doen op de bankderivaten die de westerse economie deden ontaarden in casinokapitalisme. Tot nog toe waren de 710.000 miljard dollar bankderivaten hoofdzakelijk het speeltje van Europese en Amerikaanse bankiers. Als Chinese banken straks hetzelfde perverse spel meespelen, en zich bijvoorbeeld gaan storten op *credit default swaps*, wordt de Chinese economie een tweevoudig casinokapitalisme: een eerste keer door de gokkende beleggers, een tweede keer door de gokkende banken. En dan zou ik niet mogen zeggen dat ik wel de kop van deze crisis zie, maar nergens de staart. Ik vrees dus dat het ergste nog moet komen. Hoe beschadigd de wereldeconomie straks uit de Chinese bank- en beurscrisis zal komen zal afhangen van de wijze hoe de Amerikaanse economie er zal op anticiperen. Krijgt zij het gat op de lopende rekeningen dichtgereden nog vóór de Chinese economie heel rake klappen krijgt als de beurscrisis veel erger wordt, dan kan het best nog meevallen zoals de Delftse China-econoom Peter P.S. Ho onlangs op *Nieuwsuur*

³³⁰ Blommaert, Stefan (2015), "De Chinese Beurs Kraakt in haar Voegen", *Redactie.be*, 30 juli, URL: <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/opinieblog/analyse/1.2403257>.

kwam vertellen. Geraakt het gat niet dichtgereden, dan dreigt de Chinese crisis de Amerikaanse economie en de rest van de wereldeconomie in zijn val mee te sleuren.

5. Talloze andere onzekerheden die de wereld bedreigen

En dan heb ik nog angstvallig gezweven over een reeks problemen die de wereldeconomie te wachten staat en waarover ik het later wil hebben in een apart boek. Dan denk ik bijvoorbeeld aan de **groei van de wereldbevolking** die de wereld wacht. Dan heb ik het niet in malthusiaanse zin over de angst dat dit tot voedseltekorten moet leiden, een stelling die de Gentse moraalfilosoof Etienne Vermeersch (°1932) lijkt te delen, ook niet over de ermee verbonden ecologische problemen die Vermeersch al langer aankaart³³¹, maar over de ermee samenhangende problemen qua energievoorziening en tewerkstelling. Als men het met de demografen van het Oostenrijkse IIASA (*International Institute for Applied Systems Analysis*) en de Verenigde Naties eens is dat de wereldbevolking tegen 2050 zal stijgen tot 9,1 miljard³³² om daarna een top zal bereiken onder de 10 miljard, en dan te dalen, dan komen er straks wel 2 miljard mensen bij die allemaal verwarming zullen nodig hebben en waarvan een groot deel over eigen vervoermiddelen zal willen beschikken, uitgerekend op het moment dat de limiet van de fossiele brandstoffenvoorraad zal zijn bereikt en de robotisering de arbeidsmarkt zal doen krimpen. Waar zullen die 2 miljard nieuwe mensen straks werk vinden?

De Leuvense geograaf Gerard Govers, die zich daarvoor baseert op de theorieën van Amartya Sen, vindt niet dat dit automatisch tot problemen op grote schaal moet leiden. Hij schrijft immers: *"Maar goed, in 2050 zijn er nog altijd ongeveer 2 miljard aardbewoners meer dan de huidige wereldbevolking en de vraag of die er nog bij kunnen is dan ook terecht. Nu al leven er ongeveer 1 miljard mensen in onaanvaardbare armoede en dat aantal moet dringend naar beneden. De vraag is of dat met een (nog) steeds groeiende bevolking wel kan: het antwoord daarop is, enigszins verrassend, een volmondig ja. Maar het zal niet vanzelf gaan. Ten eerste moeten we objectief durven kijken naar de oorzaken van die extreme armoede: die is niet het gevolg van het feit dat de hulpbronnen van de aarde ontoereikend zijn om iedereen van voldoende voedsel (en drinkbaar water) te voorzien. Er wordt op dit ogenblik meer dan voldoende voedsel geproduceerd op aarde: de almaar toenemende buikomtrek van de gemiddelde westerling is maar één van de indicaties dat een gebrek aan geproduceerde calorieën niet het basisprobleem is. Het probleem is dat dit voedsel niet terecht komt bij een aantal groepen die er een grote nood aan hebben, terwijl er in andere samenlevingen een zodanig overschot is dat ongeveer 30 procent van het geproduceerde voedsel niet wordt opgegeten, maar tot afval verwordt."*

Dit onverholen optimisme kan ik niet delen. Het impliceert dat de wereldproductie tegen 2050 met meer dan een kwart méér moet kunnen stijgen boven de normale economische groei van de wereldeconomie met 3,94 procent per jaar – groei die vooral hoog is dankzij India en China. Dit betekent ook dat de inzet van machinale energie gevoelig zal moeten stijgen. Als we niet snel genoeg zullen overschakelen op andere dan fossiele brandstoffen zal dit leiden tot een ondragelijke uitstoot van koolstof. Die toenemende CO₂ uitstoot zal leiden tot een nog grotere **opwarming van de aarde**. Lange-termijnmodellen van werkgelegenheid zullen dus rekening moeten houden met extra ecologische determinanten die we NU al moeten inbouwen als we de wereld van morgen niet onherroepelijk willen beschadigen. We kennen NU al de problemen van morgen. Maar in plaats van ze te helpen oplossen schuiven we ze voor ons uit. Dit is typisch voor de wijze waarmee de postmoderniteit de **toenemende onzekerheid** in de wereld verhoogt in plaats van ze te reduceren. Zal het dan verwonderen dat onze kleinkinderen ons in 2050 zullen verwijten dat we de problemen in 2015 al kenden, maar dat we er niets – in elk geval veel te weinig – tegen hebben gedaan?

³³¹ Vermeersch, Etienne (2011), "Wanhopig op Weg naar 10 Miljard", *De Morgen*, 12 maart.

URL: <http://www.demorgen.be/wetenschap/wanhopig-op-weg-naar-10-miljard-a1234890/>.

Vermeersch, Etienne (2010), *De Ogen van de Panda. Een Kwarteeuw Later*, Antwerpen: Houtekiet.

Vermeersch, Etienne (1988), *De Ogen van de Panda. Een Milieu filosofisch Essay*, Brugge: Van de Wiele in samenwerking met Stichting Leefmilieu vzw onder auspiciën van de Kredietbank.

³³² Lutz, Wolfgang and Samir KC (2013), "Demography and Human Development: Education and Population Projections" in: Malik, Khalid and Maurice Kugler (2013), *Human Progress and the Rising South*, New York, NY: UNDP Human Development Report Office, pp. 113-139.

Dat de toename van de wereldbevolking zal leiden tot een **toename van armoede** in de wereld, is gemakkelijk te voorspellen bij een vernauwing van de arbeidsmarkt ten gevolge van de robotisering. Dit impliceert dat de **vluchtelingenstroom** uit Afrika en het Midden-Oosten naar Europa, vooral naar Italië en Griekenland, nog zal toenemen. Europa weet zich met het probleem geen raad, *a fortiori* niet zolang het Verenigd Koninkrijk niets doet aan zijn systeem waarbij inwijkelingen geen identiteitsbewijs hoeven voor te leggen en zolang er een uitgebreide secundaire arbeidsmarkt voor zwartwerk blijft bestaan. Bovendien heeft het zieke Europa het bewijs geleverd dat het eigenbelang van de lidstaten er groter is dan de solidariteit met de rest van de wereld toen bleek dat er niet eens een consensus kon worden gevonden voor een proportionele opvang van vluchtelingen per lidstaat.

Ondertussen ontwierp vooral Europa een aanvankelijk lucratieve bezigheid van ter beurze verhandelde emissierechten, waaraan vooral de elektriciteitsproducenten door *grandfathering* en *windfall profits* het best verdienden, zonder de **lucht- en waterverontreiniging** efficiënt om te buigen. Het EU ETS (*Emission Trading System*)³³³ ter bestrijding van de uitstoot van broeikasgassen heeft deerlijk gefaald omdat het voornamelijk leidde tot beurspeculatie, wat niet het geval zou zijn geweest indien men radicaal had geopteerd voor *carbon taxes*. EU ETS, een *cap & trade system*, is vanaf de start in 2005 nooit meer geweest dan een *second best*, als uitgelegd bij de uiteenzetting van mijn energiewaardetheorie in hoofdstuk 4 van deel II. In fase 3 moest het in 2013 trouwens compleet worden herzien. Of het daadwerkelijk heeft geleid tot die *abatement of greenhouse gasses* die de Europese Commissie publiceert mag worden betwijfeld. De gepubliceerde cijfers lijken veeleer op een vorm van *wishful thinking*. Bovendien omvat het ETS programma dat de 28 lidstaten van de EU plus Noorwegen, IJsland en Liechtenstein onderschreven, maar 45 procent (CO₂, N₂O en PCFs) van de uitstoot van alle broeikasgassen en moeten de te realiseren quota bestendig worden bijgestuurd.

De door mij voorgelegde energiewaardetheorie werd zo geformuleerd dat het mogelijk is de neveneffecten van de productie – de uitstoot van broeikasgassen – te kwantificeren. Die uitstoot heeft een negatieve energetische waarde. Door de energetische waarden te vermenigvuldigen met de bijhorende transformatiecoëfficiënt bekomt men niet enkel de geldwaarde van de productie (dat is de turnover), maar ook de negatieve geldwaarde van de uitstoot van schadelijke stoffen. Deelt men de turnover door de differentiatiecoëfficiënt dan bekomt men het bruto binnenlands product. Doet men hetzelfde met de negatieve geldwaarde van de uitstoot van schadelijke stoffen, en trekt men het af van het BBP dan bekomt men wat ik het **sociaal binnenlands product** (SBP) noem. Daarbij zal het SBP altijd kleiner zijn dan het BBP. Hoe groter het verschil tussen beiden, hoe meer men de wereld opzadelt met schadelijke stoffen die bijdragen tot de opwarming van het klimaat. Helaas komt die benaderingswijze nooit ter sprake op de verschillende **klimaatconferenties**. Nochtans zou het een waardevolle aanvulling in de discussies hebben kunnen zijn. Planning voor de toekomst vereist dat men afstapt van het BBP als voornaamste richtsnoer, en dat men leert werken met SBP grootheden. Dit wordt stof voor een volgend boek dat ik misschien ooit zal uitschrijven.

En dan is er nog het probleem van het toenemend **terrorisme** in de wereld, waartegen staten quasi machteloos staan, hoezeer ze ook proberen eenieders **privacy** in naam van het algemeen belang te beknotten. Terroristen betwisten het monopolie van het recht op geweld dat staten alléén denken te bezitten. Oorlogen tegen het terrorisme dreigen keer op keer te mislukken omdat staten, ondanks de meest gesofisticeerde staatsveiligheidsdiensten, de naam van de vijanden vaak te laat achterhalen.

Hoe moet het trouwens straks met de **oorlogsbeheersing** in een wereld waar de Verenigde Staten evenveel wapens bezitten als de rest van de wereld, en instaan voor de aanmaak van twee derden ervan in een land waar het **militair-industrieel complex** (Charles Wright-Mills) over oorlog en vrede beslist? Al vergeten hoe datzelfde militair-industrieel complex de Veiligheidsraad buiten spel zette om in Irak de totaal nutteloze Tweede Golfoorlog te beginnen? Hoe de contracten voor de wederopbouw met Halliburton al getekend waren nog voor de oorlog moest beginnen? Hoe het leger er na de val van Saddam Hussein werd ontmanteld – niet zonder een nieuw rekrutenleger te hebben opgescheept met 150 miljard dollar gesofisticeerde Amerikaanse wapens die voor een deel in handen vielen van gewetenloze salafisten van **ISIS**, Al-Nusra en andere godsdienstwaaninnigen? De logica van de situatie ware geweest dat de Verenigde Staten, die in Irak de catastrofe hadden gecreëerd, er de puinhopen hadden opgeruimd door grondtroepen te sturen. Maar dat vond het Amerikaanse militair-industrieel

³³³ European Commission (2013), *The EU Emissions Trading System (EU ETS)*, Brussels. URL: http://ec.europa.eu/clima/publications/docs/factsheet_ets_en.pdf.

complex veel minder lonend dan de beter renderende luchtaanvallen waaraan de Amerikaanse wapenindustrie zoveel meer kan verdienen. In plaats van het Kwaad met de wortel uit te rukken toen Abu Bakr al-Baghdadi zich op 29 juni 2014 uitriep tot de zelfverklaarde kalief van de denkbeeldige Islamitische Staat – door onmiddellijk grondtroepen te sturen – liet men toe dat de salafistische olievlek verder kon uitdijen zodat straks niemand meer weet hoe ze te stoppen.

Met het **salafisme** werd de *Oemma* – dat is de wereldwijde eenheid van de islamitische gemeenschap – alles behalve bereikt en namen de spanningen tussen soennieten en sjiieten alleen maar toe, wat in het Westen heeft geleid tot een toenemende **islamofobie** en in het Midden-Oosten tot een ware **godsdienstoorlog** waarbij het onthoofden van religieuze tegenstanders hét middel tot religieuze dictatuur werd. Nooit leek een uitspraak van Karl Marx, dat godsdienst opium van het volk is, zozeer actueel. Zowat overal in Europa is de **multi-culturele samenleving** mislukt op dezelfde manier waarop in de Arabische wereld later de **Arabische lente** (tenzij misschien in Tunesië) mislukte.

De wereld – een wereld waar meer dan 60 miljoen mensen op de vlucht zijn voor geweld en armoede – die wij straks in de postmoderniteit onze kinderen en kleinkinderen nalaten is een sterk beschadigde wereld die al te lang de verkeerde allocatievraagstukken heeft opgelost en grenzeloos te weinig aandacht had voor de aan de gang zijnde sociale dynamica. Het is een onzekere vervuilde en opgewarmde wereld geworden die we lieten verkommeren en waarvoor we nauwelijks zorg hebben gedragen. Foei!

6. *Waarom er geen econometrie in het boek voorkomt*

Tot slot nog een laatste opmerking. Als econometrist, met meer dan veertig jaar ervaring in het bouwen van grote econometrische, sociometrische en criminometrische modellen, heb ik nagelaten om ook maar de geringste econometrische vergelijking in het boek op te nemen. Ik heb dit niet zozeer gedaan omdat aanhangers van de Oostenrijkse School econometrie verdacht hebben gemaakt, wel naarmate ik de geschriften van Hyman Minsky meer in detail ben beginnen te studeren. Minsky had duidelijk de nodige bagage om zijn instabiliteitstheorie, indien hij dat wilde, econometrisch te onderbouwen. Hij deed het niet. Waarom niet? Omdat hij inzag dat financiële macro-economie zo al moeilijk genoeg is om in mensentaal aan de burger uit te leggen, laat staan dat men de burger ook nog zou moeten uitleggen wat autocorrelatie of heteroskedasticiteit zijn, wat eigenvectoren of impactmultiplicatoren zijn. Erg is dat binnen het kapitalistisch systeem hoofdzakelijk bedrijfseconomen worden geschoold (klaargestoomd om straks het patronaat beter te kunnen dienen) en veel te weinig specialisten in de theoretische economie. Als die theoretische economie dan gaat overdrijven, door te jongleren met stochastische differentiaalvergelijkingen in DSGE modellen gegoten, dan hebben ze een geheel eigengereide taal ontwikkeld, die buiten hen straks niemand nog verstaat. En het mag dan al mode zijn om tegenwoordig geen doctoraal proefschrift meer te schrijven zonder dat daarin een DSGE model voorkomt, dit is zeker niet de juiste weg om de burger duidelijk te maken hoe een volkshuishouding functioneert en wat er allemaal misloopt of dreigt mis te lopen bij structurele crises. Daarom heb ik in dit boek dus afgezien van econometrische uitweiding. Al te veel boeken over economie zijn driekwart wiskundeboeken geworden. Dit heb ik willen vermijden.

VOORAAANSTAANDE ECONOMEN UIT DE LAGE LANDEN (1)



Silvio Gesell
(1862-1930)



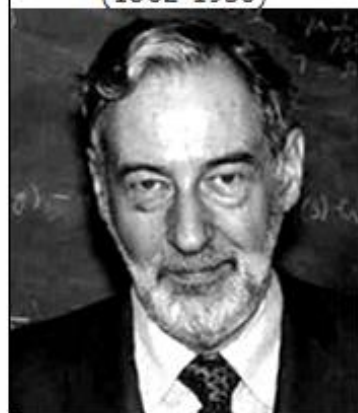
Coenraad Verriijn Stuart
(1865-1947)



Marius W. Holtrop
(1902-1988)



Jan Tinbergen
(1903-1994)



Tjalling Koopmans
(1910-1985)



Robert Triffin
(1911-1993)



Jan Pen
(1921-2010)



Ernest Mandel
(1923-1995)



Henri Theil
(1924-2000)



Mark Blaug
(1927-2011)



Alexandre de Lamfalussy
(1929-2015)



Jacques Drèze
(°1929)



Arnold Heertje
(°1934)



Alexis Jacquemin
(1938-2004)



Françoise Thys-Clément
(°1942)



Henk Plasmeijer
(1946-2014)

APPENDIX 1: HET DEXIA SCHANDAAL

WAT VOORAF GING (1996-2006)

Tot 1996 was het *Gemeentekrediet* een kerngezonde Belgische spaarbank die zich gespecialiseerd had in het verstrekken van kredieten aan lokale overheden en die dit hoofdzakelijk financierde met de spaardeposito's van zijn klanten. Historische aandeelhouders van het Gemeentekrediet waren o.m. de Gemeentelijke Holding, de verzekeringsmaatschappij Ethias en de Groep Arco (met Arcopar, Arcofin en Arcoplus). In 1996 echter werd de – zo blijkt achteraf – onzalige beslissing genomen te gaan samenwerken met *Crédit Local de France* (CLF) dat in Frankrijk eveneens kredieten verschafte aan lokale besturen, evenwel zonder die te kunnen financieren met eigen spaardeposito's zoals het Gemeentekrediet dat in België deed. Uit de fusie ontstond dus de **Dexia Bank Groep N.V.** met twee CEO's, François Narmon van het vroegere Gemeentekrediet (nu: Dexia Bank) en Pierre Richard die sinds 1987 aan het hoofd stond van CLF – dat vanaf de fusie *Dexia Crédit Local* (DCL) wordt. In enkele jaren tijd evolueert de Dexia Groep in de richting van een investeringsbank die niet enkel lokale besturen geld leent maar ook een beleggingsvehikel wordt voor meer dan louter steden en gemeenten. Snel wordt duidelijk dat vooral de Franse tak van de Groep met Pierre Richard megalomane plannen heeft om de absolute #1 te worden in de wereld van financiering van lokale overheden. In 2000 wordt de meer gematigde François Narmon aan de kant geschoven en wordt Pierre Richard de enige CEO van de Groep.

De buitenlandse expansie begint al een jaar eerder als de Groep in 1999 een minderheidsparticipatie neemt in de *Banque Internationale de Luxembourg* (BIL). Daarna gaat de internationalisering spoorwegs vooruit: in drie fases verwerft Dexia tegen 2001 liefst 70 procent van de Italiaanse bank *Crediop*, gespecialiseerd in kredietgeving aan Italiaanse openbare besturen. Een jaar eerder nog verwerft de groep, onder druk van de Fransen, het Amerikaanse *Financial Security Assurance* (FSA), gespecialiseerd in "credit enhancement" voor uitgifte van gemeentelijke obligatieleningen in de States, en wordt zo wereldleider op de markt van financiering van de openbare sector. Die positie wordt nog verstevigd als de groep in 2001, onder druk van de Belgische tak, via een kapitaalverhoging, de complete *Artesia Banking Corporation* (voorheen met Arcofin als zowat enige aandeelhouder) overneemt met daarbij de spaarbank BACOP, de verzekeringsmaatschappij DVV en de beheersmaatschappij Cordius. Het komt tot een versmelting van Dexia Bank, Artesia Banking Corporation, BACOB bank en Artesia Services in de spaarbank Dexia Bank Belgium. In 2002 wordt in Israël de bank *Otzar Hashilton Hamekomi* overgenomen, ook gespecialiseerd in de financiering van lokale besturen. Het wordt *Dexia Israël*. Eind 2003 neemt de Dexia Groep het deel van de minderheidsaandeelhouders in zijn Duitse dochter *Dexia Hypotheken Bank* Berlin over.

In 2004 komt Dexia voor het eerst negatief in het nieuws. Kort na de eeuwwisseling kocht de groep in Nederland én de *Banque Labouchère* (eigenaar van de verzekeringsmaatschappij Aegon) én de zakenbank *Kempen & Co* op en legt ze enkel nog maar voor laatstgenoemde zakenbank meer dan een miljard euro op tafel. Beide banken gaan daarna een fusie aan en worden *Dexia Nederland*. Hierbij worden door wanbeleid van het vroegere *Kempen & Co* honderdduizenden Nederlandse klanten gerold in een leasingschandaal. Bevreesd voor het imagoschade wordt *Kempen & Co* voor amper 83 miljoen verkocht aan een drietal financiële instellingen, maar het verlies is nog veel groter: tot 2008 moet Dexia Nederland puinen ruimen in het leasingschandaal. Het valt op dat het *Dexia Crédit Local* is, het bastion van Pierre Richard, dat de voortdurend nieuwe acquisities leidt en controleert en dat de Belgische tak van de *Dexia Groep* steeds minder controle heeft over de nieuwe filialen. Ook wordt er gaandeweg meer en meer afgeweken van de historische taken die het vroegere Gemeentekrediet en het vroegere CLF hadden gevolgd. Zo vallen (i) de fiftyfifty joint venture met de *Royal Bank of Canada* om gezamenlijk de zakenbank *RBC Dexia Services aux Investisseurs* op te richten en dienstverlening te verkopen aan institutionele beleggers in 2005 en (ii) de aankoop van de succesrijke Turkse *Denizbank* in 2006, geheel buiten het klassieke stramien van Dexia Groep als financier van lokale overheden.

DER WEG NACH UNTEN (2006-2008)

Bevreesd compleet controle te verliezen over de buitenlandse filialen, slaagt de Belgische tak van de Dexia Groep er in 2006 in Alex Miller te benoemen tot nieuwe CEO van de Groep, al blijft de megalomane Pierre Richard wel voorzitter van de beheerraad. Snel blijkt dat Miller hoegenaamd de capaciteiten niet heeft om orde op zaken te stellen. Ondertussen veel te groot geworden om de gemakkelijk toegestane leningen nog langer te financieren met de spaardeposito's van een eigen retailbank, van *Dexia Bank Belgium* dus, is de Franse aanpak, als reeds jaren toegepast door *Dexia Crédit Local*, algemene lijn geworden: langlopende kredieten worden niet langer gefinancierd door een eigen vaste retailbank, wel met goedkope leningen op de daggeldmarkt bij een waslijst van banken. Hierdoor riskeert de Groep voortdurend nijpende liquiditeitsproblemen. Vooral de Amerikaanse groep, kredietverzekeraar FSA had, Miller kopzorgen moeten baren. Bij de overname van FSA hadden de Amerikanen onafhankelijkheid van het moederschap bedongen en de Dexia leiding had nagenoeg geen inspraak in het financieel beleid van FSA. Datzelfde FSA, dat destijds door de Franse tak van Dexia, dus door DCL, was aangetrokken verkeerde in moeilijkheden toen aan het licht kwam dat een dochter van FSA, *FSA Financial Products*,

minderwaardige hypotheeken uit de oververhitte Amerikaanse huizenmarkt had aangekocht. Hoewel er vanaf 2007 duidelijk voortekenen waren dat de explosie van de Amerikaanse huizenbubbel nabij was, en hoewel de meeste banken vanaf nu de rem op toegestane leningen begonnen te zetten, gingen Miller & Cie ondertussen maar lustig door met het verstrekken van kredieten, zonder daarbij de eigen liquiditeitspositie in vraag te stellen. In de eerste helft van 2008 verstrekke de Dexia Groep 48 procent meer leningen dan tijdens de eerste helft van 2007!

Hoe precair de situatie van de hele Dexia Groep geworden is blijkt op 19 augustus 2008 als de Amerikaanse kredietverzekeraar *Blue Point* – een dochter van de in moeilijkheden verkerende *Wachovia Bank* – failliet gaat. Opeens komt aan het licht dat de Dexia Groep daar voor 8,7 miljard dollar toxische kredieten heeft verzekerd. Als in september 2008 het Amerikaanse Lehman Brothers over de kop gaat staat de Dexia Groep opeens zelf aan het randje van het failliet. De interbancaire daggeldmarkt gaat opeens potdicht. Voor de Dexia Groep, die soms tot 80 miljard dollar per dag op die interbancaire markt leent, een ware ramp als ook de Fed stopt met de Groep nog krediet te verstrekken. Het geboden onderpand blijkt voor 111,7 miljard euro uit CDO rommelkredieten te bestaan, kredieten die de Groep zich door tussenkomst van haar filiaal FSA liet aansmeren – kredieten die bijna zeven keer zo groot zijn als het kapitaal van de Groep (15,7 miljard euro). De Groep is opeens zelfs niet meer in staat geld neer te tellen voor de verzekering van zijn toegestane kredieten – verzekering onder de vorm van credit default swaps. Opeens kan de Groep die in onvoorstelbare liquiditeitsproblemen zit geen kant meer op, dus gaan CEO Miller en Jacques Guerber, de voorzitter van de beheerraad die Pierre Richard is opgevolgd, in paniek aankloppen bij de Belgische, de Franse en de Luxemburgse regering. De koers van het Dexia aandeel is ondertussen gezakt van **24 euro** in oktober 2007 naar 9,20 euro, en op 28 september, in één dag tijd, zelfs met 30 procent tot **6,62 euro**.

EEN LAWINE VAN REDDINGSOPERATIES ZONDER SOELAAS (28.09.2008-09.11.2011)

Op maandag 28 september geeft de Amerikaanse kredietbeoordelaar Moody's de Dexia Groep een C-rating wat neerkomt op een dreigend faillissement. Wat nu volgt is een verhaal van onvoorstelbaar geklungel waarbij premier Yves Leterme en zijn minister van Financiën Didier Reynders zich over de gehele lijn laten rollen door de Franse president Nicolas Sarkozy en zijn minister van Financiën Christine Lagarde. *Par personnes interposées* slagen zij erin dat in de nacht van 28 op 29 september 2008 de Belgische Staat net als de Franse Staat 3 miljard euro in Groep Dexia pompt, wel wetend dat het debacle hoofdzakelijk te wijten was aan de graaicultuur van de Franse tak *Dexia Crédit Local*. Omdat Leterme zijn deel van 3 miljard niet eens bij elkaar vindt dwingt hij de historische aandeelhouders van de Groep, gezamenlijk goed voor 41,4 procent van de aandelen, haast manu militari, het ontbrekende deel zelf in te brengen: 150 miljoen door *Ethias* (6,3 procent van het kapitaal), 495 miljoen door de *Gemeentelijke Holding* (17 procent van het kapitaal) en 150 miljoen door de *Groep Arco* (18,1 procent van het kapitaal). Hoewel de koers van het aandeel ondertussen gezakt is naar 6,62 euro verplicht Leterme hen de aandelen te kopen tegen 9,20 euro, de slotkoers op vrijdagavond.

We zijn amper een week later als Miller en Guerber opnieuw komen aankloppen bij de regeringen van België, Frankrijk en Luxemburg. Nu blijkt dat de voorgeschoten 6,4 miljard euro (376 miljoen door Luxemburg) slechts een druppel op een kokende plaat waren – druppel die inmiddels al lang is verdampt. Of de heren politici niet *stante pede* een bankgarantie van ... 150 miljard euro kunnen geven. Op 7 oktober worden Miller en Guerber – de ene nog onbekwamer dan de andere – prompt bij het oud huisvuil gezet. De Fransman Pierre Mariani – van 1993 tot 1995 nog kabinetschef van Sarkozy toen die minister van Begroting was – wordt de nieuwe CEO van de Groep en Jean-Luc Dehaene – zonder de geringste ervaring in bankzaken – wordt tegen heug en meug de nieuwe voorzitter van de beheerraad van de Groep. Welke kast ze ook opentrekken, overal vallen er lijken uit. De Dexia Groep blijkt opeens de bank met 's werelds hoogste schulden te zijn. Met het mes op de keel kan de politiek niet anders dan de gevraagde 150 miljard euro staatsgaranties op tafel te leggen. De Dexia Groep is immers een systeembank geworden: als die omvalt, dreigt er een systemische bankcrisis los te barsten waarbij banken omvallen van Alaska tot Tasmanië. Dat is althans wat door de Fransen wordt beweerd om de zwakke Belgische onderhandelaars (Leterme, Reynders, Dehaene en Luc Coene, op dat moment vicegouverneur van de Nationale Bank van België) de daver op het lijf te jagen. In de nacht van 8 op 9 oktober laten ze zich nog meer rollen dan elf nachten eerder: nu aanvaarden ze zowaar dat België voor **60,5 procent** van de staatsgaranties zal bezorgen, tegen **36,5 procent** voor Frankrijk en 3 procent voor Luxemburg – en dit op het eigenste moment dat de schulden van de Dexia Groep anderhalve keer groter zijn dan het bruto binnenlands product van België. Van de 150 miljard euro staatsgaranties mag de Dexia Groep een eerste schijf van **90 miljard euro** gebruiken om liquiditeiten te lenen. Voor de verkregen waarborgen moet 0,89 procent interest op jaarbasis worden betaald. Wel moet de Europese Commissie via zijn commissaris van Mededinging, op dat ogenblik Neelie Kroes, de constructie wel nog goedkeuren. Op 31.12.2008 heeft Dexia al 52,23 miljard euro van de Staatsgaranties aangewend, waarvan 35,83 miljard lastens België. Dit staat te lezen in het Jaarverslag van 2010 van het Agentschap van de Schuld (p. 41).

Eens zo ver kan België het zich niet langer veroorloven de Dexia Groep te laten omvallen, want dan moet er prompt 90,7 miljard euro worden opgehoest (60,5 procent van 150 miljard), een bedrag dat het niet

eens heeft, zelfs niet indien de staat al zijn activa te gelde zou maken. Inderdaad, eind 2008 bedragen de Belgische activa 22,9 procent (OESO) van het BBP dat toen 344,2 miljard euro (NBB) groot was, dus amper 78,8 miljard euro. Tot zoveel waanzin, verkocht voor *good governance*, was het viertal Letermereynders-Dehaene-Coene in de nacht van 8 en 9 oktober dus in staat. Het is zonneklaar dat de juiste oplossing de afsplitsing van Dexia Bank Belgium ware geweest waarbij men de Fransen kon laten stikken met hun kadaver filiaal *Dexia Crédit Local* waar alle buitenlandse filialen mee waren verbonden. Ondertussen wil Neelie Kroes de ontvangen tijdelijke staatsgaranties van Dexia maar voor zes maand verlengen op voorwaarde dat de Dexia Groep een herstructureringsplan kan voorleggen waarbij wordt overgegaan tot de uitverkoop van minstens een derde van zijn activa. Het zal nog tot februari 2009 duren alvorens de Dexia Groep zo'n plan op tafel kan leggen.

Hierover schrijft Bernard Ardaen: *"Om de ongebreidelde internationale expansie terug te draaien, zette Mariani (...) een indrukwekkend aantal Dexiadochters in de etalage. Voor 2012 moest Dexia's 70 procent in de Italiaanse financier van lokale besturen Crediop de deur uit, een bank met een balanstotaal van 61.2 miljard euro. Dexia zette ook 60 procent in het Spaanse Sabadell te koop, zijn 20 procent in het Franse Crédit du Nord en zijn participaties in energieproducent SPE. De afdelingen van Dexia in India, Jersey, de Bahama's en Chili gingen dicht. In Mexico, Japan en Australië moesten de andere vestigingen sluiten en ook in Zweden en Zwitserland werden nog meer Dexiadochters opgedoekt. In Oostenrijk werd Kommunalkredit verkocht, in de VS staat FSA te koop en in Slowakije de Centraal-Europese Dexiadochter Slovenska Banka. Eigenlijk werd de hele internationale expansie die onder Pierre Richard zo vurig gepropageerd werd, in één klap geofferd om de toekomst van Dexia veilig te stellen. (...) Als de blootstelling van de groep op FSA werd meegeteld, zou Dexia op zes jaar tijd meer dan gehalveerd worden."* Veel daarvan zijn onrealiseerbare beloften, want *Crediop* en *Sabadell* bijvoorbeeld zijn aan de straatstenen niet kwijt te geraken. Wat op 30 juni 2009 wel verkocht geraakt is het Amerikaanse filiaal van DCL, FSA, dat bij de Fed voor 50 miljard dollar in het rood staat, en dat voor liefst 468 miljard dollar kredieten heeft herverzekerd, waaronder meer dan een kwart rommelkredieten. Koper is de 72-jarige Wilbur Ross van *Assured Guaranty* die bereid is er 722 miljoen dollar voor neer te tellen waarvan 361 miljoen cash. De operatie, bedoeld om van 117 miljard euro rommelkredieten af te geraken, gaat voor de Dexia Groep wel gepaard met een verlies van meer dan 5,2 miljard euro. Op 31.12.2009 heeft de Dexia Groep nog steeds 50,44 miljard euro aangewende staatsgaranties uitstaan, waarvan 30,52 miljard lastens de Belgische Staat.

Daarna wordt de periode van het uitstaan van de staatsgaranties nog een keer voor zes maanden verlengd maar op 5 februari 2010 beslist de Europese Commissie via Joaquim Almunias, die Neelie Kroes is opgevolgd, dat de staatsgaranties moeten worden beëindigd tegen 30 juni van hetzelfde jaar en dat de Groep zich niet meer mag uitbreiden door nieuwe filialen aan te trekken: Dexia moet worden afgebouwd en moet zich beperken tot het realiseren van zijn oorspronkelijk maatschappelijk doel. Wel weet Mariani van de Commissie te realiseren dat de twee beste delen van de Dexia Groep – de Turkse *Deniz Bank* en het Canadese *RBC Dexia Services* – niet moeten worden verkocht. Om aan liquiditeiten te geraken worden 12,5 miljard obligaties van DCL verkocht. De geleden verliezen bij de talloze andere verkopen van DCL filialen wreten het kapitaal van de Dexia Groep volledig weg. Eind 2008 nog 15,7 miljard euro, is dat kapitaal al gezakt naar 10,7 miljard euro eind 2010. Op 30 juni laat de Belgische regering de pers weten dat Dexia vanaf nu op eigen benen kan staan en dat het geen verdere staatsgaranties meer nodig heeft om op eigen benen te staan. Dat zou erop neerkomen dat van de op 8 oktober 2008 toegekende staatsgaranties van 90 miljard euro niets meer door Dexia wordt gebruikt om aan liquiditeiten te geraken. Dat wordt echter flink tegengesproken in het Jaarverslag van 2011 van het Agentschap van de Schuld. Daarin lezen we dat Dexia op 31.12.2010 nog steeds 26,89 miljard euro staatsgaranties heeft uitstaan lastens de Belgische staat, m.a.w. dat nog steeds 44,44 miljard euro staatsgaranties worden aangewend om zich in liquiditeiten te voorzien.

Sinds de injectie van 90 miljard staatsgaranties op 8 oktober 2008 is de koers van het Dexia aandeel blijven verder zakken: van 6,62 euro op 9 oktober 2008 naar **3,10 euro** eind december 2009, naar **1,85 euro** op 20 februari 2010, naar **1,21 euro** op 5 maart 2010 en **0,62 euro** eind september 2010. Ondertussen heeft kredietbeoordelaar Moody's de bank *financial strength rating* voor *Dexia Bank Belgium*, *Dexia Banque International Luxembourg* en *Dexia Crédit Local* van C- tot D afgewaardeerd. Begin oktober 2011 zijn er ernstige geruchten dat hetzelfde Moody's de rating nog eens wil verlagen. Op maandag 3 oktober 2011 laat de *Wall Street Journal* zich bijzonder pessimistisch over de steeds verder aftakelende Dexia Groep. Op dinsdag 4 oktober ontstaat hierdoor een ware run op de Dexia Bank Belgium. In één dag tijd wordt meer dan 300 miljoen euro spaargelden afgehaald. De Belgische regering in lopende zaken vindt dat er moet worden ingegrepen, zeker nu Mariani is komen aankloppen om ... een nieuwe schijf van 90 miljard euro staatsgaranties te kunnen binnenrijven. Diezelfde dinsdagavond laat een stoere Yves Letermere, nog steeds aan het hoofd van een regering in lopende zaken nu de coalitievorming blijft aanslepen, de wereld weten dat noch België, noch Frankrijk, *Dexia Bank Belgium* in de steek zullen laten, dat Dexia klanten niets te vrezen hebben, dat hun spaargeld veilig is, dat er nieuwe staatsgaranties voor Dexia in de maak zijn, maar dat er wel geen sprake kan zijn van een 60,5-36,5 verhouding als in 2008. Over zijn dood lijkt!

De geruststellingen van Letermere halen bitter weinig uit. De woensdag blijven klanten maar geld weghalen bij Dexia en zakt de koers van het aandeel dieper. Voor de beurswaakhond FSMA (*Financial Securities*

and Markets Association) is dit genoeg om de beurskoers van het Dexia aandeel op donderdag te schorsen. Donderdag 6 oktober is een dag van woelige, meestal telefonische onderhandelingen. Luc Coene, gouverneur van de NBB, houdt voet bij stuk dat Dexia Bank Belgium hoe dan ook van de Dexia Groep moet worden afgescheiden als men wil beletten dat DCL de Belgische bank compleet leegzuigt. Hans D'Hondt, vroeger kabinetschef van Leterme, maar nu bij FOD Financiën, volgt het inzicht van UBS dat de Belgische Bank finaal slechts 1,5 miljard euro waard is. De Fransen van hun kant, die de Belgische bank liever in de groep willen behouden, houden het bij 7,9 miljard euro. Ook zij beseffen wel dat de bank moeilijk nog veel langer door DCL kon worden leeggemolken, want datzelfde DCL staat ondertussen al voor 50 miljard euro in het krijt bij de Belgische bank. Na heel wat getouwtrek besluit de Belgische Staat, op aandringen van Luc Coene, *Dexia Bank Belgium* uit de *Dexia Groep* te lichten. Uiteindelijk komen Leterme en premier François Fillon op vrijdag 9 oktober 2011 in een afzonderlijk onderhoud tot een compromis van 4 miljard (bijna drie keer te duur betaald!). In welke mate Leterme een politicus op flanellen benen is bewijst Mariani kort daarna. Voor die prijs wil Mariani *Dexia Asset Management*, dat voor 49 procent gecontroleerd werd door DBB uit de korf van de bank lichten. Leterme hij slikt. Mariani eist meer: het sociaal passief van de *Dexia Holding* (323 ontslagen werknemers) moet DBB voor zijn rekening nemen. Leterme, hij slikt nog eens.

En er moet 90 miljard aan staatswaarborgen aan de nieuwe *Dexia Holding* worden gegeven, waarvan 45 miljard onmiddellijk, weldegelijk in de verhouding 60,5 procent door België, 36,5 procent door Frankrijk en 3 procent door Luxemburg. Leterme, hij slikt ten derde male (en vergeet daarbij zijn "dood lijk" van twee dagen eerder). Het is al over middernacht, al zondag, als aan het Rogierplein, in de Dexiatoren, de voltallige Raad van Bestuur onder leiding van Jean-Luc Dehaene bijeenkomt. Het duurt nog tot drie uur van de vroege morgen alvorens de splitsing wordt aanvaard. Op maandagochtend 10 oktober 2011 melden Dehaene en Mariani dat Dexia gered is nu de vroegere Dexia Groep wordt gesplitst in *Dexia Bank België* (dat later van naam zal veranderen in *Belfius*, vanaf nu een staatsbank) en de *Dexia Holding*. Tegen het einde van het jaar kijkt *Dexia Holding* aan tegen een verlies van 11,6 miljard euro. Voor de restbank *Dexia Holding* blijft de situatie dus bijzonder precair: het eigen vermogen is ondertussen zelfs negatief geworden: -2.06 miljard euro als blijkt uit het Jaarverslag van 2012. Op 31.12.2011 heeft de restbank 24,32 miljard euro van de in 2008 toegekende staatsgaranties uitstaan (waarvan 14,72 miljard lastens België) en nog eens 21,60 miljard euro (waarvan 13,07 miljard lastens België) van de nieuw toegekende staatsgaranties, 45,92 miljard euro in totaal, dus nog een verslechtering t.o.v. de situatie eind 2010. In zijn val heeft Dexia én de *Gemeentelijke Holding* én de *Groep Arco* meegesleurd die op 7 en 8 december beiden in vereffening gaan. Voor de 780.000 mensen, een meerderheid afkomstig van het ACW, die gemiddeld 1.650 euro spaargeld hadden toevertrouwd aan Arcopar is dit wel een heel bittere teleurstelling. Hun 1,5 miljard euro schijnen, ondanks tegenstrijdige berichten uit de hoek van de opstappende premier Leterme, in rook te zijn opgegaan. Wel zal het ACW, tegen alle regels van het recht in, er later in slagen het geld te recupereren. Maar het failliet van de *Gemeentelijke Holding* dreigt de Vlaamse regering wel op te zadelen met een schuld van 265 miljoen euro die uit de zakken van de burger zal moeten worden gehaald.

2012: VERDERE UITVERKOOP, KAPITAALVERHOOGING EN NOG MEER STAATSGARANTIES

Wat na de splitsing van de Dexia Groep overblijft, is dus enkel de Franse poot van *Dexia Crédit Local* met zijn Franse en buitenlandse filialen, een DCL dat liefst 50 miljard euro schulden heeft bij de *Belfius Bank*. In maart komt de Kamercommissie onder leiding van Marie-Christine van Marghem (MR) bijeen om zich over het geval-Dexia te buigen, maar er komt niets concreets uit de bus. Ondertussen heeft de restbank tijdens het eerste kwartaal al de hele 45 miljard euro staatsgaranties aangesproken die ze op 11 november 2011 kreeg en het ziet er steeds duidelijker naar uit dat er meer nodig zal zijn om het hoofd boven het maaiveld te houden. Mariani en Dehaene willen een bijkomende schijf van 10 miljard euro opnemen, maar de Europese Commissie wil daar niet eerder op ingaan dan dat DCL zijn kroonjuwelen effectief gaat verkopen. Daarvan werd de Luxemburgse *BIL Bank* al eind 2011 in de etalage gezet, maar het zal nog duren tot begin juni 2012 alvorens die kan worden verkocht. Om die verkoop mogelijk te maken moet er eerst nog 300 miljoen euro in de bank worden gepompt. Uiteindelijk nemen het Qatarese *Precision Capital* en de Luxemburgse staat de bank wel over voor resp. 90 en 10 procent en wordt er 730 miljoen euro voor neergeteld, minder dan de 899 miljoen die de restbank hoopte ervoor te krijgen. CEO Pierre Mariani en voorzitter Jean-Luc Dehaene houden het nu wel voor bekeken nadat op 7 mei het kernkabinet andere beheerders wil aanstellen. Eerst nog wordt Karel de Boeck, oud-afgevaardigde bestuurder van Fortis, als nieuwe voorzitter van de beheerraad aangesteld, maar vanaf 22 augustus wordt hij de nieuwe CEO van de groep en volgt Robert de Metz hem op als voorzitter van de Raad van Bestuur.

Na de verkoop van de *BIL Bank* worden op 5 juni de in 2011 toegekende staatsgaranties opgetrokken van 45 naar 55 miljard euro, evenwel zonder dat daar in de pers veel ruchtbaarheid wordt aan gegeven – in elk geval veel minder dan toen de kersverse minister van Financiën Steven Vanackere op de *Zevende Dag* toegaf toen hij her slechts de helft van de toegestane 90 miljard staatsgaranties had. Wel herneemt De Boeck de jeremiade van Mariani door te verklaren dat de restbank systematisch verliezen zal blijven lijden als er voor de toegekende staatsgaranties een premie van 0,50 procent bij gebruik van minder

dan een jaar en van 0,865 procent bij gebruik van langer dan een jaar zal moeten worden neergeteld. Onder druk van de Fransen wil hij dat de premie zakt naar 0,05 procent. Om niet geheel ten onder te gaan wordt de uitverkoop van de laatste kroonjuwelen nu versneld. De *RBC Dexia Investor Services*, dat Dexia in een joint venture met de *Royal Bank of Canada* voor 50 procent bezit, wordt in juli 2012 tegen een bedrag van 837,5 miljoen euro van de hand gedaan, meer dan de begrote 796 miljoen. Op 28 september 2012 verkoopt de restbank zijn laatste kroonjuweel, de Turkse *Deniz Bank*, voor 3,02 miljard aan de Russische *Sberbank*. Toch is de Turkse bank verkocht met een verlies van 744 miljoen euro. Wat er nu van het haast compleet ontmantelde Dexia nog overblijft zijn, naast de onverkoopbare Franse Dexia toren, het onverkoopbare *Sabadell*, en het al even weinig gegeerde *Crediop*, de nog in de etalage staande *Dexia Kommunalbank Deutschland*, *Dexia Sofaxis*, *Dexia Israel*, *Dexia Asset Management* (Dexam) en *Dexia Municipal Agency* (Dexma). Vraagprijs voor Dexam is voorlopig 750 miljoen, maar van de kandidaat-kopers – *Permira*, *Bain Capital*, *Advent International*, en *CVC Capital Partners* – heeft voorlopig nog niet één toegehaapt. Van Dexma, ondertussen ondergebracht in SFIL (*Société de Financement Local*), weten we in oktober 2012 dat de restbank zich hiervan wil ontdoen aan een joint venture tussen De Franse overheid, de *Caisse des Dépôts* en *La Banque Postale* tegen 380 miljoen euro, ... wat bij verkoop goed is voor een verlies van anderhalf miljard euro.

Dat Dexia hoegenaamd nog niet gered is blijkt al op vrijdag 6 juli 2012. Die dag wil de Spaanse bank *Sabadell Banco* dat Dexia haar deel in de eertijdse joint venture inbrengt. *Sabadell* bestaat sinds 1881, stelt 10.700 man tewerk (2011), is gespecialiseerd in kredieten aan lokale besturen en in verzekeringen, en ging op aandringen van DCL in 2001 een joint venture aan met Dexia. Daarin is bepaald dat Dexia een participatie van 60 procent heeft in *Sabadell Banco* en dat, als de Spaanse bank erom vraagt, Dexia de 40 procent resterende aandelen dient over te nemen. Nu de vastgoedcrisis de ene Spaanse bank na de andere aan het wankelen bracht, wil *Sabadell* zo snel mogelijk aan het infuus van de Belgisch-Franse bad bank. Zou Dexia Holding op het verzoek ingaan, dan werd *Sabadell Banco* integraal eigendom van de bad bank, en werd er een klein kadaver aan het grote kadaver toegevoegd. Op papier is *Sabadell* in 2012 wel een 100 procent dochter van de restbank, maar Dexia vecht dit aan voor de rechter. Al evenzeer gaat het de verkeerde kant op met *Crediop*, de grootste private bank in Italië en financier van lokale overheden, waarin de Dexia Holding een aandeel van 70 procent heeft (oorspronkelijk 40 procent in 1997). Dexia-Crediop, eigenlijk een kleindochter geworden van DCL, wordt sinds eind 2011 systematisch afgewaardeerd door de Amerikaanse ratingbureaus. Omdat Dexia Crediop eind 2011 liefst voor 13,4 miljard Italiaans overheidspapier in portefeuille heeft leiden die afwaarderingen tot een steeds groter risico voor Dexia Holding. Op 2 augustus 2012 wordt de langetermijnrating van Crediop door Standard & Poor's nog eens verlaagd. De Europese Commissie neemt er aanstoot aan dat Crediop zich via DCL liquiditeiten verschaft door vooral goedkoop te gaan lenen bij de Franse centrale bank om dan zelf een deel van de gelden tegen fors hogere interesten uit te lenen aan Italiaanse klanten. Die vorm van oneerlijke concurrentie kan volgens Europa niet.

In de eerste helft van 2012 maakt de restbank opnieuw een verlies van 1,2 miljard euro en in het derde kwartaal lijdt Dexia nog eens 1,2 miljard verlies aan zijn hoerige dochter DCL. Hiermee zakt het eigen vermogen dat eind 2011 nog minus 2,06 miljard was naar minus 4,5 miljard. Waarvoor Luc Coene het kernkabinet al twee keer gewaarschuwd had, namelijk dat de Dexia Holding nood zal hebben aan vers kapitaal, wordt hierdoor onontbeerlijk. Na samenspraak met de Franse president François Hollande stemt premier Elio di Rupo er in de nacht van 7 op 8 november mee in dat er een kapitaalverhoging van 5,5 miljard euro moet komen. In tegenstelling tot de eerste kapitaalverhoging met 6 miljard van september 2008 zal er geen fiftyfifty verdeling zijn maar moet België instaan voor 2,9 miljard euro tegen 2,6 miljard euro voor Frankrijk. In ruil daarvoor wordt overeengekomen dat als er nieuwe staatswaarborgen aan de restbank moeten worden verstrekt dit voortaan zal geschieden in een verhouding van **51,4 procent** (i.p.v. 60,5 procent) voor België en **45,6 procent** (i.p.v. 36,5 procent) voor Frankrijk. Aangezien de koers van het aandeel op 7 november 0,19 euro was moeten er dus $5.500.000.000/0,19 = 28,94$ miljard nieuwe aandelen bij komen boven de 1,95 miljard die reeds in omloop zijn. Hierdoor zakt het aandeel van de historische aandeelhouders *Gemeentelijke Holding*, *Groep Arco* (allebei in vereffening) en *Ethias* – met ooit 41,4 procent van het kapitaal naar 2,6 procent. Hun aandelen zijn de facto niets meer waard omdat Frankrijk en België preferente aandelen krijgen die, zou er ooit nog een dividend worden uitgekeerd, alle winst zouden opstrijken. Die constructie – die een claimrecht voor de oude aandeelhouders uitsluit – wordt verdedigd als een eis van Europa die waarborgende staten een liquidatiebonus toekent. Voorts stemmen België en Frankrijk in met een verlaging van de door Dexia te betalen waarborgpremie van 0,89 procent naar 0,05 procent zoals voorheen herhaaldelijk bepleit, eerst door Mariani en later door De Boeck. Voor de Belgische schatkist een aderlating want in 2012 ontving die nog 882,3 miljoen euro premie voor de verstrekte waarborgen, terwijl die in 2013 zal zakken tot 49,6 miljoen euro. Ondertussen is België na de kapitaalsverhoging via de FPIM (*Federale Participatie en Investeringsmaatschappij*) hoofdaandeelhouder van de *Dexia Holding* geworden met 50,02 procent van het kapitaal. Na de kapitaalverhoging wordt het op 11 november overeengekomen plafond voor de staatswaarborgen van 90 miljard euro verminderd tot 85 miljard euro.

Op donderdag 8 november 2012 komt de minister van Financiën, Steven Vanackere, gereserveerd als altijd, zonder triomfalisme (hij is geen Leterme), in het programma Ochtendradio sober vertellen dat Dexia vanaf nu zijn eigen boontjes moest kunnen doppen. (Kortom, Dexia was nu al voor de vijfde keer

"definitief" gered.) Het is niet uitgesloten dat hij tot die conclusie kwam omdat één week eerder de *Financial Stability Board* (FSB), de organisatie die de hervorming van het internationale bankentoezicht coördineert, Dexia had geschrapt van de lijst met systeembanken. Op 15 november 2012 doet CEO Karel de Boeck nog heel stoer en blijkt hij een ra optimist te zijn als hij in een interview met het weekblad *Trends* verklaart: *"In 2012 en 2013 zullen de verliezen nog in miljarden uitgedrukt zijn, daarna spreek je over enkele honderden miljoenen. Vanaf 2018 willen we weer winstgevend zijn."* Maar als de interviewer hem vraagt of Dexia nu definitief gered is, is het antwoord minder geruststellend: *"Zoals de wereld er nu uit ziet, is er een redelijke kans dat 5,5 miljard volstaat. Maar niemand weet wat de toekomst brengt."*

Wel moet de kapitaalsverhoging op 21 december nog worden goedgekeurd door de oude aandeelhouders. Onzeker of ze die goedkeuring wel zullen geven stellen Karel de Boeck en Robert de Metz een tekst op waarbij ze de oude aandeelhouders verantwoordelijk proberen te stellen voor een bankcrisis in de hele eurozone mocht de Dexia Holding omvallen. Zo herinneren ze er aan dat de restbank naast meer dan 400 miljard gewone schulden ook nog op 605 miljard *notionele schulden* zit voortspruitend uit aangegane renteswaps. Journalist Bert Broens van dagblad *De Tijd* heeft een verslag van de raad van bestuur aan de aandeelhouders, met het oog op de algemene vergadering, kunnen inkijken en vat samen: *"Het falen van Dexia zou de stabiliteit van het hele Europese financiële systeem bedreigen, met aanzienlijk risico op besmetting van de eurozone. De redenen? De omvang van de balans, het erg hoge bedrag aan niet gedekte schulden, het volume van de derivaten overeenkomsten en de impact van de verplichte verkoop van de obligatieportefeuille op de financiële markten. (...) De entiteiten van Dexia torsten eind september een portefeuille staatsobligaties van 20 miljard euro. De ontbinding van de restbank zou dan ook de markt voor overheidspapier destabiliseren. Inclusief die van de eurozone: ruim 70 procent van de portefeuille bestaat uit papier uit de eurozone."* Veel keuze hebben de oude aandeelhouders dus niet die 21 december: het is of de kapitaalverhoging aanvaarden of het voor de belastingbetaler nog duurdere faillissement op de hals halen. Of met de woorden van Karel de Boeck in *Trends* van 15 november 2012: *"Veel opties zijn er niet. Ofwel aanvaarden de aandeelhouders het voorliggende herstelplan met de bijbehorende kapitaalinjectie, waardoor hun belang verwatert en Dexia de facto genationaliseerd wordt. Ofwel kiezen ze voor een faillissement, en dan worden de overheidswaARBorgen geactiveerd en moet de belastingbetaler nog veel dieper in de buidel tasten. Om nog maar te zwijgen over het schokeffect en de gevolgen voor talloze andere financiële instellingen. Ik denk niet dat iemand dat op zijn geweten wil hebben."*

Maar het grote probleem blijven de renteswaps waarop de bad bank zit. In zijn boek *Tijdbom Dexia* heeft Bernhard Ardaen het over ... 1.000 miljard euro: *"Dexia's restbank is in essentie een financiële instelling in afbouw met een balans van 250 miljard euro, plus meer dan 1000 miljard euro aan swaps die de portefeuilles tegen renteschommelingen moeten indekken (maar ook elk winstpotentieel fnuiken)."*³³⁴ (p. 182). Renteswaps zijn derivaten waarmee men het renterisico kan beperken: het betreft financiële instrumenten waarbij banken interesten kunnen ruilen (= swap) met andere banken. Omdat DCL massaal langetermijnkredieten toestond aan lokale besturen, overal ter wereld, dachten de bestuurders (hetzij omdat ze risico zoekend waren, hetzij omdat ze onbekwaam waren) dat ze een even massaal beroep moesten doen op uiterst risicovolle renteswaps. Daaraan kon vet worden verdiend zolang de marktrente bleef stijgen, maar kon er ontieligelijk worden verloren van zodra die rente daalde. Aangekochte renteswaps zijn inderdaad winstgevend zolang de referentierente (meestal één van vijftien soorten EURIBOR rentes naargelang de termijn: van één week tot twaalf maanden) stijgt, maar worden des te verlieslatend naarmate die rente daalt. De rentedaling op de financiële markten was dus een ramp voor de bad bank die vanaf nu miljarden euro's verlies boekte aan zijn aangegane renteswaps. Koen Schoors berekende dat van 2008 tot 2011 liefst 45 miljard euro van Dexia in rook opging door het gokken met renteswaps. Blijkbaar wilde niemand van de beheerders inzien dat renteswaps veel gevaarlijker zijn dan CDO's (rommelkredieten) en werd Dexia erdoor letterlijk leeggezogen. Geen wonder dus dat de restbank het jaar afsluit met een verlies van 2,89 miljard euro ondanks een kapitaalverhoging van 5,5 miljard euro.

Op 31.12.2012 heeft de Dexia Holding al 54,0 miljard euro staatswaARBorgen, toegekend op 11 november 2011 en verhoogd van 45 naar 55 miljard op 5 juni 2012, aangesproken. Daarnaast blijft nog steeds 19,66 miljard euro van de op 8 oktober 2008 toegekende staatswaARBorgen gebruikt, wat het totaal op 73,66 miljard brengt waarvan 11,9 + 32,7 = **44,6 miljard euro lastens België** als blijkt uit cijfers afkomstig van *Het Agentschap van de Schuld*, Jaarverslag 2012.

Neemt men er de andere waARBorgen bij, die in 2008 werden verstrekt toen KBC, Fortis en zijn bad bank *Royal Park Investments* in moeilijkheden kwamen, dan realiseert men hoe lichtzinnig Leterme-Reynders-Dehaene en Coene met het verstrekken van staatswaARBorgen zijn omgesprongen. Vier jaar later wordt nog steeds **59,1 miljard euro** van die staatswaARBorgen door de drie banken gebruikt. Die lichtzinnigheid is des te schrijnender als men onderstaande tabel bekijkt. Daaruit blijkt dat België van alle staten van de eurozone het laagste percentage van eigen activa ten opzichte van het bruto binnenlands product heeft: amper 21,2 procent.

³³⁴ Ardaen, Bernard (2012), *Tijdbom Dexia, de inside story*, Vilvoorde: Persgroep Productions, p. 182.

Als men weet dat het Belgisch BBP voor 2014 402 miljard euro groot is, dan bedragen alle activa van de staat samen amper 85,2 miljard euro (21,7 procent). Wanneer een staat met zo'n geringe buffer vijf jaar na de bankencrisis nog steeds voor 59,1 miljard staatswaarborgen heeft uitstaan, dan betekent dit dat men bijna driekwart van de nationale activa riskeert om ondergekapitaliseerde banken te redden en dan moet er inderdaad heel weinig misgaan in de financiële wereld om een volk in de ellende te laten belanden.

2013: LAATSTE SOLDEN EN STEEDS NIEUWE VERLIEZEN

De laatste commerciële entiteit van formaat in de portefeuille van de Dexia Holding, het in SFIL ondergebrachte *Dexma* met een balanstotaal van 95 miljard euro wordt op 30 januari 2013 verkocht aan de Franse staat, de Franse *Caisse des Dépôts* en *La Banque Postale*. De verkoop brengt helemaal niet de verhoopte 380 miljoen euro op, vermits *Dexma* voor de symbolische euro de deur uitgaat. Dat geschiedt met een verlies van 1,85 miljard euro. Voor de restbank, die van Europa de opdracht kreeg te ontmantelen indien zij een verlenging van de staatswaarborgen wil verkrijgen, is het een middel om het balanstotaal van de Holding in één klap te laten zakken van 357,2 miljard euro naar 262,2 miljard. Bovendien is het een handig middel om aan liquiditeiten te geraken, een probleem waarmee de groep nu al kampt sedert september 2008. *Dexma* moest immers nog 11,2 miljard opgenomen krediet terugbetalen aan *Dexia Crédit Local*, iets wat het onmogelijk kon wegens een tekort aan liquide middelen. Nu *Dexma* is overgenomen door een Franse publieke joint venture zal dat geld gauw binnenstromen. Volgens minister Steven Vanackere zal daarvan 5,8 miljard euro worden gebruikt om de laatste schulden van de Dexia Holding terug te betalen aan de *Belfius Bank NV*. Een ander voordeel van het afstoten van *Dexma* is ook dat het filiaal nog zat op een berg van circa 8,6 miljard gestructureerde kredieten (in de boekhouding "derivaten" genoemd, in de minder eufemistische volksmond "rommelkredieten" genoemd) en dit zonder enige garantie voor de overnemende publieke joint venture. Hierdoor kunnen de derivaten in het actief van de restbank verminderen van 59,7 miljard euro eind 2012 naar 51,1 miljard euro één maand later. (Na de verkoop verandert SFIL van naam: voortaan heet het de *Caisse Française de Financement Local*).

Met de verkoop van *Dexma* zijn de activa aangehouden voor verkoop, die op 31.12.2012 nog voor 84,6 miljard euro in de boeken stonden drastisch gedaald naar 0,9 miljard euro. Buiten de lokale Franse bank *Sofaxis* is er niets meer te verkopen nu niemand nog geïnteresseerd is in het niet langer in de etalage staande *Dexma* (*Dexia Asset Management*). Op 28 juni wordt *Sofaxis* dan verkocht voor 180 miljoen euro aan een consortium onder de leiding van de *Société Hospitalière d'Assurances Mutuelles*. Twee andere kleine verkopen, van de *Dexia Kommunikalkreditbank Polska* op 28 maart en van *Dexia Bail* op 2 april hebben nauwelijks enig impact op de halfjaarlijkse balans. Op 12 juli wordt de Oostenrijkse *Dexia Kommunikalkreditbank* (DKB) vereffend en worden actief en passief ervan overgenomen door DCL. Uit de halfjaarlijkse balans van 2013 blijkt nog maar eens dat de restbank verliezen blijft opstapelen en hoezeer ze aan het infuus blijft hangen van nationale overheden. Op 30 juni 2013 was het halfjaarlijks verlies alweer 905 miljoen euro, was het eigen vermogen alweer gezakt van de 5,5 miljard die de Franse en de Belgische staat er een half jaar eerder hadden ingepompt tot 3,56 miljard euro, was de koers van het aandeel nog amper **0,04 euro** (wat impliceert dat men voor 1 euro 25 aandelen kon kopen) en werden nog steeds **69,2 miljard euro** staatsgaranties gebruikt (Halfjaarlijks Verslag van 30 juni 2013, p. 10) om zich vooral langs centrale banken in liquide middelen te financieren. Daarvan was nog steeds 10,1 miljard euro gefinancierd met waarborgen van 2008, ondanks het feit dat de Europese Commissie geëist had dat die waarborgen op 30 juni 2010 volkomen zouden zijn afgebouwd. Hiermee werd het plafond van 55 miljard dollar, bepaald op 5 juni 2012, officieel met 4,1 miljard euro overschreden. Van de aangewende 69,2 miljard euro staatsgaranties waren er **41,5 miljard** lastens de Belgische staat. Bekijkt men de evolutie van de door Dexia aangewende staatswaarborgen, dan is er niet het geringste teken van beterschap, wel integendeel leunen de gebruikte waarborgen tegen de toegestane plafonds aan en overschreden ze in 2013 zelfs het toegelaten plafond.

Tegen eind 2013 dreigen de verliezen opnieuw rond de 2 miljard euro op te lopen nu gebleken is dat de restbank nog een aantal dubieuze leningen in portefeuille heeft, onder meer aan Amerikaanse steden die op het randje van het faillissement staan of al failliet zijn en bescherming tegen hun schuldeisers hebben aangevraagd. Op 22 juli komt aan het licht dat Dexia in 2006 aan het ondertussen failliete Detroit 305 miljoen dollar heeft uitgeleend waarvan slechts een deel herverzekerd is. Minister van Financiën Koen Geens, die Steven Vanackere heeft opgevolgd, is er in zijn hoedanigheid van geruiststeller van het burgerlijk geweten als de kippen vroeg bij om de bevolking kond te doen dat het failliet van Motor City Dexia lang geen 100 miljoen euro zal kosten, en zeker niet de 110 miljoen euro die het financieel dagblad *De Tijd* becijferde. Enige argumentatie voor die stelling kan de minister evenwel niet geven. Het valt trouwens op hoe de regering continu liegt als ze – noodgedwongen – al eens iets over Dexia moet zeggen (want liefst van al blijft de regering het complete Dexia dossier onder de mat vegen). Neem nu het geval van de *Dexia Israel Bank Ltd* waarvan minstens al twee jaar geweten is dat ze een deel van de illegale nederzettingen in Palestina voor 150 miljoen euro heeft gefinancierd. In de loop van oktober 2011 is Dexia Israel een volledige dochter van DCL geworden en was het DCL,

onderdeel van een restbank in leven gehouden door o.m. de Belgische staat als hoofdaandeelhouder, die Dexia Israel de 760 miljoen shekel ontleende om de illegale nederzettingen in Palestina te financieren. Dit staat dan wel in schril contrast tot een bewering van Jean-Luc Dehaene dat de financiering gebeurde met eigen deposito's van de joodse bank.

Ondertussen lopen er wereldwijd overal processen tegen Dexia, vaak van lokale overheden die koudweg bedrogen werden toen Dexia hen goed rentende gestructureerde derivaten aanbood die achteraf niets waard bleken te zijn. In Italië maakte Dexia Crediop dat voor 70 procent eigendom is van de restbank zich aan soortgelijke wanpraktijken schuldig en ook daar regent het processen. En dan is er nog het Spaanse Dexia Sabadell dat op een berg niet terugbetaalde hypotheekleningen zit en dat tegen wil en dank een 100 procent dochter van de restbank is geworden. Voor deze puinhopen bedacht de regering een aardig eufemisme: We laten Dexia rustig uitdoven. Hoeveel grijze haren dit uitdoven Karel de Boeck en zijn staff al heeft verkocht verzwijgt de overheid gaarne. En dan zijn er nog wat *De Tijd* op 29 oktober de "schaamteloze pesterijen" van Arco noemt. Die dag blijkt dat de in vereffening gegane Arco van het ACW 40 miljoen euro terugeist van de *Dexia Holding* als zou de overname van Dexma tegen de interne afspraken tussen Arco en Dexia indruisen. Blijkbaar heeft het ACW nooit genoeg: nadat het tegen alle regels in er toch in is geslaagd op kosten van de belastingbetaler 1,5 miljard te recupereren voor de 780,000 investeerders in Arcopar eist Francine Swiggers van Arco nu nog 40 miljoen extra. De krant schrijft: *"Als er één partij is die een onwaarschijnlijke voorkeursbehandeling heeft gekregen bij het debacle van Dexia, dan is het wel Arco, het investeringsvehikel van de christelijke werknemersbeweging. Arco heeft als enige Dexia-aandeelhouder verkregen dat zijn coöperanten door de Belgische overheid grotendeels vergoed worden voor de schade die ze door het omvallen van Dexia hebben geleden. Het prijskaartje voor die compensatie bedraagt ongeveer 1,5 miljard euro, te betalen door de Belgische belastingbetalers. Maar dat volstaat blijkbaar niet voor Arco. De vereffenaars van de investeringsmaatschappij hebben bij Dexia een claim ingediend van 40 miljoen euro om een oude lening te recupereren die Arco vroeger heeft toegestaan. Het is uiteraard de opdracht van de vereffenaars om zo veel mogelijk geld te recupereren voor de coöperanten. Maar deze demarche getuigt toch wel van een grote schaamteloosheid. De argumenten waarop Arco zijn claim baseert, zijn immers ver gezocht. Arco voert aan dat Dexia de leningafspraken heeft geschonden door zijn Franse filiaal Dexia Municipal Agency (Dexma) te verkopen. Dat gebeurde als onderdeel van het in 2011 afgesproken ontmantelingsplan. Dat is juridische haarkloverij. Helemaal absurd is bovendien dat de claim uitgaat van de vereffenaars van Arco. Twee van hen, Francine Swiggers en Marc Tinant, hebben destijds als bestuurders van Dexia de ontmanteling van de groep en de verkoop van het filiaal DMA mee goedgekeurd. Deze claim mag dan ook gerust gezien worden als een vorm van pesterij."*

"MINSTENS NOG VERLIESLATEND TOT 2018"

Begin november 2013 is een aandeel van Dexia nog amper **0,031 euro** waard. Alleen bevoorrechte speculanten die toegang hebben tot de markt verdienen aan de doffe ellende van Dexia een aardige cent aangezien de prijs het aandeel dat voortdurend fluctueert tussen 1 tot 4 eurocent. De brave belastingbetaler die moet opdraaien voor de kosten heeft die toegang tot de markt niet. CEO **Karel de Boeck**, van nature een toptoptimist, moet het toegeven, het balanstotaal van de restbank zal tegen 2025 wel dalen tot 150 miljard euro, maar minstens tot 2018 zullen de verliezen zich blijven opstapelen. Hij sluit niet uit dat dat Dexia vóór 2018 nog een nieuwe kapitaalinjectie zal nodig hebben. Ondertussen zat de restbank, die – op *Dexia Asset Management* en op een obligatieportefeuille en 30,5 miljard dubieuze derivaten na – zowat alles heeft uitverkocht wat er nog uit te verkopen viel, eind 2013 nog steeds op 250 miljard euro gewone schulden en op 450 miljard notionele schulden voortspruitend uit lopende renteswaps en vooral uit de aangegane verbintenissen met derivaten waar hefboomeffecten op zitten van vijftien of meer die in beide richtingen werken. Dexia is alleen op papier nog een bank maar in werkelijkheid een **hefboomfonds** dat teert op staatswaarborgen en uiteindelijk op geld van de belastingbetaler. Hoe er na 2018 nog winst zou kunnen worden gemaakt is een volslagen raadsel want Karel de Boeck is weinig meer dan de conciërge van het sterfhuis die de graven mag onderhouden, zelf geen zaken meer mag doen.

De ellende is dat België zich niet kan veroorloven de restbank – ondertussen wel een rotbank geworden – in failliet te laten gaan omdat dan prompt meer dan **49 miljard euro** van de 85 miljard waarborgen op tafel moet worden gegooid (**60,5 procent** van de eerste 55 miljard en **51,4 procent** van de resterende 30 miljard), geld dat er doorgewoont niet is "puisque la liste des biens saisissables de la Belgique est vide." Dus blijft de regering lijdzaam toezien hoe jaar na jaar de verliezen zich opstapelen. Voorts zou bij een liquidatie, na uitverkoop van alle activa, het tekort bijna meer bedragen van de toegekende staatswaarborgen van 85 miljard euro. Van de "legacy portefeuille" is minstens 25 miljard onverkoopbaar en via *Dexia Crediop* dreigt 32 miljard euro verloren te gaan, via *Dexia Sabadell* nog eens 23 miljard. Voorts zijn de derivaten op het actief in werkelijkheid ongeveer 25 miljard minder waard dan waarvoor ze in de boeken staan. Er dreigt dus 105 miljard euro verloren te gaan indien men tot een liquidatie van de restbank zou overgaan.

Een andere "ziekte" van Dexia is dat men er vastzit aan een stelsel van renteswaps die de restbank jaarlijks pakken geld kost. In het Jaarverslag van 2012, p. 4, windt men er geen doekjes om: *"Bijna alle*

verplichtingen met vaste rentevoet, hetzij leningen, hetzij obligaties, hebben systematisch het voorwerp uitgemaakt van renteswaps teneinde Dexia te beschermen tegen eventuele renteverhogingen. Door dit beleid konden zowel het risiconiveau van de portefeuilles en het vereiste niveau voor het reglementair eigen vermogen verlaagd worden. Maar de historische verlaging van de rentevoeten als gevolg van de financiële crisis heeft Dexia verplicht om deposito's of substantiële activa te immobiliseren teneinde de contractuele verplichtingen van deze Swaps na te leven (voor een maximaal bedrag van 37,3 miljard EUR en bedroeg 33,4 miljard EUR op 31 december 2012), waarvan de herfinanciering kostelijk is en op de resultaten weegt. Bovendien maakt het bestaan van deze swaps, voor een netto blootstelling van een nominaal bedrag van 450 miljard EUR, het moeilijker om de onderliggende activa te verkopen, zonder een zeer belangrijk verlies te lijden. Wat, gezien de huidige rentevoeten, een versnelde verkoop van de portefeuilles, lang voor hun vervaldag, onuitvoerbaar maakt. Tenzij zich een belangrijke kredietgebeurtenis voordoet, zou de kredietkwaliteit van de portefeuille mettertijd tamelijk stabiel moeten blijven. De balans van de groep zal worden gefinancierd door schulden met staatswaarborg die hoofdzakelijk in de markt worden geplaatst, door op korte en middellange termijn gedekte marktfinancieringen, en door financieringen van centrale banken."

DE SITUATIE EIND MAART 2015 (LAATSTE TUSSENTIJDSE BALANS)

In de loop van februari 2014 kon de verkoop van *Dexia Asset Management* (Dexam) aan *Popular Banca Privata* gefinaliseerd worden, waarmee de winkel nu wel helemaal uitverkocht was. Wat er eind 2014 van Dexia nog overblijft, is beperkt tot de puinhopen van *Dexia Crédit Local* dat drie onverkoopbare dochters heeft: *Dexia Crediop* voor 70 procent, *Dexia Sabadell* en *Dexia Kommunalbank Deutschland* voor 100. Finaal zijn die puinhopen nog steeds voor 50,02 procent eigendom van de Belgische overheid. Frankrijk is nog voor 44,40 procent eigenaar nadat het, net zoals Luxemburg deed, een deel van de waardeloze aandelen wist te verkopen aan institutionele beleggers en gewone aandeelhouders die nu voor 5,58 procent eigenaar zijn. Ondertussen is het aantal medewerkers gezakt tot 1.265 van wie 600 in Frankrijk en 83 in België. Het totale verlies in 2014 bedroeg 606 miljoen euro (tegen 1,08 miljard eind 2013 en 1,36 miljard in 2012). Het kapitaal is ondertussen teruggelopen tot 500 miljoen euro vertegenwoordigd door 30.896.352.895 aandelen zonder nominale waarde. Hierdoor bedraagt de geldwaarde per aandeel nog **1,6 eurocent**. Of nog, met 1 euro kocht je eind 2014 liefst 62 (waardeloze) aandelen van Dexia. Volgens het door Europa voorgeschreven **uitdovingsscenario** zou het balanstotaal moeten zijn verminderd. Het liep echter op van 222,9 miljard euro in 2013 tot **247,1 miljard euro** in 2014. Dat verklaren de beheerders als volgt:

"De rentedaling die in 2014 werd vastgesteld en zich begin 2015 heeft voortgezet tot een historisch laag niveau, heeft in de eerste plaats de balans van de Groep en haar financieringsbehoefte doen stijgen, ondanks de natuurlijke afschrijving van de activa en de verkopen die in de loop van het jaar hebben plaatsgevonden. Samen met de evolutie van de wisselkoersen, leidde dit onder meer tot een toename met 9,8 miljard EUR van het netto collateral gestort door Dexia als waarborg voor zijn derivatencontracten dat in totaal opliep tot 31 miljard EUR eind 2014. Hierdoor moest vaker dan aanvankelijk werd verwacht, een beroep worden gedaan op Staatsgewaarborgde financieringen. Dexia is ook gevoelig aan de evolutie van de reglementaire omgeving. De eerste toepassing van de nieuwe Basel III-normen leidde tot een afname van het reglementair eigen vermogen van 1,1 miljard EUR en een toename van de gewogen risico's van bijna 7 miljard EUR, wat een weerslag had op de solvabiliteitsratio's van de Groep en van haar dochterondernemingen. Toch liggen deze ratio's nog altijd boven de minimale niveaus die de regelgevers opleggen. Op reglementair gebied werd het jaar anderzijds." ³³⁵

Ondertussen zat de restbank eind 2014 nog op 89,5 miljard euro schuld papier, op 44,6 miljard euro schulden aan banken, op 33,8 miljard effectieve schulden op bankderivaten (de notionele schuld is niet af te lezen uit de boeken), en op 8 miljard euro schulden aan cliënten. Het jaarverslag van 2014 leest, zoals alle vorige jaarverslagen, nog steeds als een doodsbrieven. Consulteer men het jaarverslag van het *Agentschap van de Schuld* (2014 nog niet beschikbaar) dan blijkt dat Dexia eind 2013 nog steeds op **5,88 miljard euro** van de in 2008 toegekende staatsgaranties zit en op **33,90 miljard euro** van de tussen 2011 en 2013 toegekende staatsgaranties, dus dat eind 2013 nog steeds 39,78 miljard euro van de Belgische staatsgaranties van in totaal 43,70 miljard euro, door Dexia effectief werden gebruikt. ³³⁶ In de loop van 2014 is dat verder opgelopen, maar uit het jaarverslag van Dexia van 2014 valt niet precies af te leiden met hoeveel. Het enige wat wel overduidelijk is, is dat Dexia, ondertussen gereduceerd tot DCL, enkel kan worden recht gehouden met staatsfondsen die in principe tegen 2023 zouden moeten kunnen worden afgelost. Dexia wordt dus **kunstmatig in leven gehouden** en is virtueel eigenlijk al zeven jaar failliet.

In de loop van het eerste trimester van 2015 is het balanstotaal, ten gevolge van de daling van de rentevoeten en wisselkoersschommelingen verder opgelopen tot **268 miljard euro**, een stijging met 21 miljard euro in drie maanden tijd. CEO Karel de Boeck verklaart dit als volgt:

³³⁵ Dexia (2015a), *Jaarverslag 2014*, Brussel/Parijs, p. 4. URL:

http://www.dexia.com/NL/journalist/publicaties/jaarverslagen/Documents/RA_2014_NL.pdf.

³³⁶ Agentschap van de Schuld (2014), *Jaarverslag 2013 Federale Staatsschuld*, Brussel: Ministerie van Financiën. URL:

http://www.jaarverslag.financien.belgium.be/sites/default/files/content/download/files/agentschap_van_de_schuld_2013.pdf, p. 49.

"Ondanks de heel lage rente is Dexia de verbintenissen nagekomen die de Staten zijn aangegaan in het kader van de geordende ontmanteling van de Groep in termen van liquiditeitsbeheer. We hebben met succes de geleidelijke afbouw aangevat van het afwijkende financieringsmechanisme toegestaan door de Europese Centrale Bank, gekoppeld aan de terugbetaling van de laatste uitstaande bedragen onder Staatswaarborg onderschreven door Belfius in 2011. Daardoor zijn de financieringskosten gedaald. Dit positieve effect op de resultaten van het 1e kwartaal van 2015 werd echter tenietgedaan door de stijging van de risicokosten en het grote gewicht van de verschillende heffingen en bijdragen aan steunfondsen die op 1 januari 2015 werden geboekt."

En Robert de Metz, voorzitter van de raad van bestuur van Dexia NV, schrijft: *"De toename van de balans van de Groep over het kwartaal, die niet vanzelfsprekend is voor een Groep in ontmanteling, toont hoe gevoelig Dexia is voor de evolutie van exogene parameters, wat van bij het begin van de ontmanteling werd vastgesteld. Ondanks die impact gaat de ontmanteling voort volgens de verwachtingen, in een sterk veranderende omgeving".*³³⁷

Zoveel is dus duidelijk: de financieringsbehoefte van Dexia loopt jaar na jaar verder op, en hoe het met Dexia verder moet gaan eens alle geld afkomstig van staatswaarborgen moet worden terugbetaald (2023) weet allicht enkel Karel de Boeck – als hij het al mocht weten. *Dexia Crediop*, *Dexia Sabadell* en *Dexia Kommunalbank Deutschland* staan dan wel in de boeken, maar zijn in werkelijkheid niets waard. Zelfs zou men ze wegschenken voor nul euro wil niemand die. Maar per 31 maart 2015 zit Dexia wel opgezadeld met **264,4 miljard euro schulden** (tegen 244,0 miljard euro eind 2014) waarvan 101,3 miljard schuldpaper (89,5 miljard euro eind 2014), 48,2 miljard euro schulden aan banken (tegen 44,6 miljard eind 2014), 38,4 miljard euro effectieve schulden op bankderivaten (tegen 33,8 miljard euro in 2014) en 28,2 miljard euro aan centrale banken (tegen 33,8 miljard eind 2014). Om die schulden terug te betalen kan het enkel nog rekenen op een deel van de 140,9 miljard euro tegoeden van openbare besturen en op een resterende aandelenportefeuille geschat op 26,5 miljard euro. De netto schulden bedroegen eind maart **182,2 miljard euro** waarvan 38,8 miljard euro aan de Verenigde Staten en Canada, 27,5 miljard euro aan Frankrijk, 25,3 miljard euro aan Duitsland, 20,8 miljard euro aan het Verenigd Koninkrijk en 18,1 miljard aan Spanje. Lang zal het niet meer duren alvorens Karel de Boeck zal moeten aankloppen bij de Belgische nieuwe minister van Financiën Johan van Overtveldt en diens Franse collega Michel Sapin opdat zij opnieuw verse liquiditeiten zouden storten in de rotbank die Dexia N.V. geworden is.

IS ER EEN OPLOSSING?

Het eerste waarvoor gezorgd moet worden is dat België noch Frankrijk meer dan 30 procent van het kapitaal van Dexia in handen hebben – wat nu NIET het geval is aangezien België via de FPIM voor 50,02 procent aandeelhouder is en Frankrijk via de APE/SPPE voor 44,40 procent aandeelhouder is. Waarover gaat het? Op 27 april 2012 schreef Pieter Boutens in *De Tijd* een striemend artikel onder de titel *Het horrorscenario: hoe Dexia de Belgische overheidsschuld kan doen exploderen*. Daaraan is toen weinig aandacht besteed omdat niemand er belang bij had dit horrorscenario in gang te zetten. Het scenario vloeit nochtans rechtstreeks voort uit de internationale wetgeving: indien iemand meer dan 30 procent van het kapitaal van een bank in handen heeft is hij verplicht een bod uit te brengen op de resterende aandelen. Wat impliceert dat de schulden van Dexia (op 30.06.2013 was dat 247,21 miljard euro) moeten worden geconsolideerd. Is de aandeelhouder een staat dan houdt de consolidering in dat de bankenschuld bij de staatsschuld zal moeten worden gevoegd. Tot op heden had werkelijk niemand belang bij zo'n rampscenario. Geheel anders wordt het mocht er of een nieuwe bankencrisis uitbreken of Dexia omvallen, dan hebben de schuldeisers er alle belang bij voor de rechter toepassing van de wet te eisen.

Hoe kunnen we nu het aandeel van de Belgische staat in het kapitaal van Dexia onder de 30 procent laten zakken? Een techniek daarvoor is de overhandiging van **coco bonds** aan de schuldeisers. Het gaat dan om hybride converteerbare obligaties die in kapitaal kunnen worden omgezet. Momenteel zijn er voor een kapitaal van 500 miljoen euro (op 31.12.2014) liefst 30,90 miljard aandelen in omloop waarvan 15,456 miljard in handen van de Belgische staat. Opdat dit zou corresponderen met 29 procent van alle aandelen moet het aantal aandelen dus worden opgetrokken van 30,90 miljard stuks naar 53,30 miljard, derwijze dat 15,456 miljard 29 procent van het kapitaal wordt, dus moeten er 22,44 miljard euro coco bonds worden verstrekt aan de schuldeisers. Iedere coco bond is dan theoretisch 1,6 eurocent waard, waardoor het kapitaal wordt opgetrokken tot 53,3 miljard maal 0.016 = 853 miljoen euro, dus met 353 miljoen euro. Dat correspondeert met 0,13 procent van de totale schuldeis van 264,4 miljard euro. Of nog: 0,13 procent van het tegoed van de schuldeisers is dan in kapitaal omgezet. Gezamenlijk hebben ze dan 42 procent van het kapitaal wat minder is dan het kapitaalsonderdeel van de Franse en Belgische overheid samen, zodat niet de schuldeisers maar wel de gezamenlijke overheden het beleid van de restbank kunnen blijven bepalen.

Karel de Boeck, de CEO van de Dexia restbank, mag dan wel de conciërge op het sterfhuis zijn, hij slaagt er op zijn minst in de puinen te ruimen die onbekwame voorgangers als Pierre Richard, Alex Miller,

³³⁷ Dexia (2015b), *Persbericht van 20 mei 2015: Tussentijdse Verklaring T1-2015*, Brussel/Parijs, pp. 1-2. URL: <http://hugin.info/152020/R/1922727/689382.pdf>.

Jacques Guerber, Bruno Deletré, Gérard Bayol en Alain Delouis door hun onstelpbare graaihonger hebben aangericht. Geen van hen werd strafrechtelijk vervolgd, maar zij tekenden wel voor de atoombom onder de Belgische welvaartstaat.

Daarmee is het Dexia probleem natuurlijk nog niet opgelost, maar is de lont wel uit het kruitvat gehaald. Men zou kunnen denken dat het volstaat dat de Europese Commissie het gebruik van staatswaarborgen verbiedt, maar dat is echter geen oplossing. In de loop van de komende jaren vervallen nog een aantal kredieten die moeten kunnen worden terugbetaald. Dus zal De Boeck een beroep moeten blijven doen op de 85 miljard toegekende staatswaarborgen. Het gevaar zit echter in het speculeren met derivaten en met credit default swaps. De daaraan inherente hefboomeffecten kunnen bij foutieve speculatie een deel van de notionele schuld doen omslaan in een kolossale effectieve schuld die geen enkele belastingbetaler nog kan torsen. Wel laat de Europese Commissie het duo De Boeck-De Metz weinig ademruimte om liquiditeiten te verzamelen als ze weinig anders mogen doen dan puin ruimen. De derivaten en renteswaps zijn een andere lont die dringend moet worden gedoofd voor de boel ontploft.

Bankiers blijven klagen dat Dexia een **systeembank** is die mocht ze omvallen slachtoffers zal maken van Alaska tot Tasmanië. Dat soort leugens moet dringend worden gecounterd. Na de verkoop van FSA in Amerika, van het deels Canadese RBC, van de vestingen in India, Israël, Mexico, Japan en Australië, heeft de rest van de bankwereld weinig meer te vrezen van een omvallend Dexia. De enige landen die iets te vrezen hebben, die kunnen daveren op hun grondvesten bij het omvallen, zijn de 18 van de eurozone die voor meer dan driekwart schuldeiser zijn. Helemaal te gek is dat alle problemen veroorzaakt zijn door de Franse poot van de vroegere Dexia Groep, door *Dexia Crédit Local* – waar de aanbidders van de graaicultuur allemaal kind aan huis waren – dat de huidige restbank niet eens nog een Belgische poot heeft, maar dat men wel België wil laten opdraaien voor het leeuwendeel van de schulden. Zeker, dat het ooit zo ver kon komen, was onmiskenbaar de fout van de onderhandelaars op flanellen benen die Leterme, Reynders, Dehaene en Coene waren. Als een stel kastaatzangers lieten ze zich de broek uitdoen door de lepe Christine Lagarde – meesterpion van Nicolas Sarkozy. Maar had Yves Leterme bij wijze van spreken wat minder diep gekeken in de diepe décolleté van de bevallige Christine Lagarde, en des te dieper in de cijfers van de jaarverslagen, dan had de verdeling nimmer of nooit 60,5/36,5 mogen zijn tussen België en Frankrijk zoals dat in 2008 het geval was.

Omdat gedane zaken nu eenmaal geen keer nemen moet er dus worden geroeid met de voorhanden zijnde riemen. Welaan dan, als de Dexia restbank een bedreiging is voor alle banken van de eurozone, pas de nieuwe bailin principes dan correct toe en laat niet de Belgische, Franse en Luxemburgse belastingbetaler opdraaien voor de mesthoop die de heren Pierre Richard, Alex Miller, Jacques Guerber, Bruno Deletré, Gérard Bayol en Alain Delouis straffeloos hebben achtergelaten, wel de bedreigde banken van de eurozone. Die realiseren momenteel een omzet van 32.772 miljard euro. Het volstaat dat de ECB hen verplicht drie jaar lang 0,10 procent van hun omzet in een speciaal verzekeringsfonds te stoppen – goed voor 98,3 miljard euro – en laat dat hulpfonds in drie jaar tijd de gegeven staatswaarborgen vervangen, pro rata van 32,8 miljard euro per jaar, en pas dan kan de restbank “rustig uitdoven”. Dan moet die restbank niet langer via risicovolle speculatie op zoek gaan naar potentiële opbrengsten uit hefboomfondsen, en kan ze in vijf jaar tijd door De Boeck & Co worden geliquideerd. Die 0,10 % verzekeringspremie kunnen banken uit de eurozone probleemloos verhalen op hun klanten en als de liquidatie succesvol verloopt, niet met 105 miljard verliezen gepaard gaat, dan kunnen de banken uit de eurozone nog een deel van het opgehoeste geld – de prijs voor de angst – recupereren. Als zij het slachtoffer dreigen te worden van een omvallend Dexia, dan zegt de logica zelf dat ZIJ daar de prijs voor moeten betalen en NIET de onschuldige belastingbetaler.

Zelfs als Dexia alles van de in 2008 toegestane kredieten zou hebben terugbetaald – wat in elk geval nog niet gebeurde vermits er eind 2013 nog 5,88 miljard euro openstond volgens het Agentschap van de Schuld – loopt de Belgische Staat tot op vandaag een risico van **43,69 miljard euro** (51,4 procent van 85 miljard), dat is **4.000 euro** per inwoner indien Dexia failliet zou gaan. Men kan dit zeer reële risico niet negeren door het onder de mat te blijven vegen. In plaats van er naast te kijken, zoals tot nu systematisch gebeurt, wordt het tijd dat er werk wordt gemaakt van een begin van de hierboven voorgestelde oplossing.

VOORAANSTAANDE ECONOMEN UIT DE LAGE LANDEN (2)

			
Paul de Grauwe (°1946)	Cl. d'Aspremont-Lynden (°1946)	Henri Bogaert (°1948)	Henk Don (°1954)
			
Henriette Prast (°1955)	Lans Bovenberg (°1958)	Coen Teulings (°1958)	Willem H. Buiter (°1959)
			
Mathias Dewatripont (°1959)	Arnoud Boot (°1960)	Esther-Mirjam Sent (°1967)	Koen Schoors (°1968)
			
Barbara Baarsman (°1969)	Bas Jacobs (°1973)	Gert Peersman (°1973)	Peter Heem eijer (°1978)

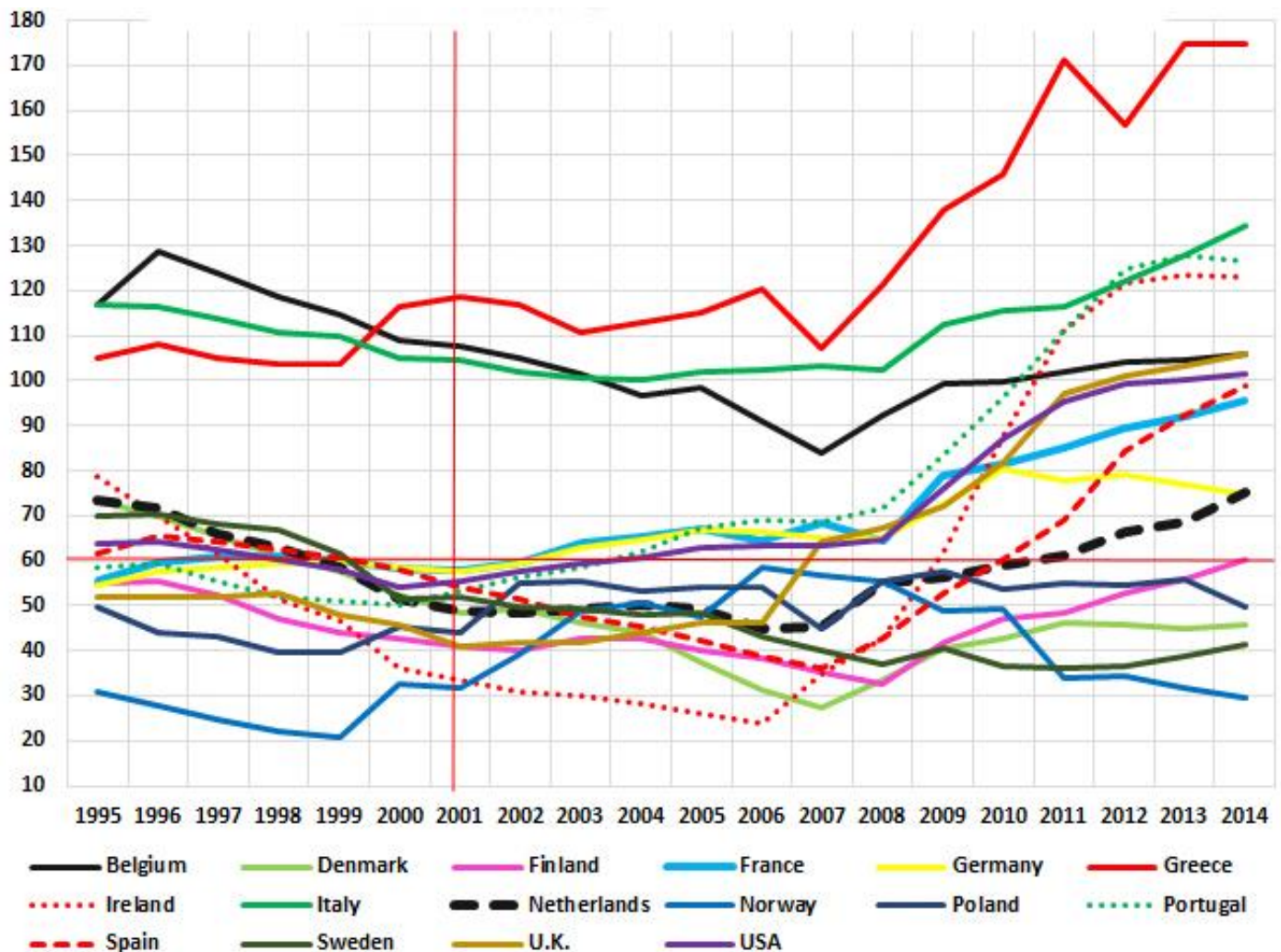
APPENDIX 2: DE GREXIT PANTOMIME

1. EEN VERVALSTE NATIONALE BOEKHOUDING

In 1975, na het verdwijnen van het kolonelsregime, dat stand hield van 1967 tot 1973, had Griekenland, op Spanje en Frankrijk na, de laagste publieke schuldratio van Europa. De staatsschuld was er 22,4 procent van het bruto binnenlands product tegen 13,4 procent in Spanje en 21,8 procent in Frankrijk. Vergelijk met 41,3 procent in Nederland en 60,7 procent in België. Tijdens de *Petroleumcrisis* worstelde de Griekse economie in de periode 1974-1982 met een veel te lage te lage schaaelasticiteit van gemiddeld 0,921, op het Verenigd Koninkrijk na (0,917) de laagste van Europa. Hierdoor werd de Griekse economie zowat het hardst getroffen in Europa. De inflatie was er bijna net zo hoog als in het Verenigd Koninkrijk, maar omdat Griekenland zich, in tegenstelling tot de Britten, uit de crisis probeerde te worstelen door keynesiaanse *deficit spending*, die toen duidelijk de verkeerde uitweg was, liep de publieke schuld er op van 22,4 procent van het BBP in 1975 tot 85,7 procent in 1991. Hierdoor zat het plots, op Italië (103,8 procent) en België na (136,4 procent), met de hoogste schuldgraad in Europa. Vergelijk met 37,7 procent voor Frankrijk, 43,8 procent voor Spanje, 43,9 procent voor Duitsland, 52,5 procent voor het Verenigd Koninkrijk en 79,8 procent voor Nederland. Net als de Belgen moesten de Grieken lenen tegen een veel te hoge rentelast waardoor de rentesneeuwbal³³⁸ er hard aan het rollen was gegaan. Waar België er in slaagde zijn publieke schuld af te toppen tot 107,8 procent in 2001 bleef die door slecht economische beleid in Griekenland oplopen tot 118 procent.

Toen in 2001 de euro werd ingevoerd binnen de Europese Unie waren, zoals blijkt uit **figuur 35** drie Europese landen niet in orde met het Verdrag van Maastricht dat vereiste dat de publieke schuldgraad lager dan 60 procent moest zijn: Italië, België en Griekenland. Toch werden ze, hoofdzakelijk om politieke redenen tot de EMU toegelaten.

Figuur 35: Evolutie van de publieke schuldgraad in Europa (1995-2014)



³³⁸ Bogaert, Henri (1984), "Déficit des finances publiques: l'effet boule de neige", 6ème Congrès des économistes de langue française, ClFoP.

Over het ontstaan van de Griekse schulden crisis bestaat een hardnekkig misverstand, als zou Goldman Sachs er de hand in hebben gehad om via vervalsing van de nationale boekhouding Griekenland binnen te loodsen in de eurozone. Zo schreef Stephen Foley van *The Independent* in 2011: *"Mr. Draghi has been dogged by controversy over the accounting tricks conducted by Italy and other nations on the Eurozone periphery as they tried to squeeze into the single currency a decade ago. By using complex derivatives, Italy and Greece were able to slim down the apparent size of their government debt, which euro rules mandated shouldn't be above 60 per cent of the size of the economy. And the brains behind several of those derivatives were the men and women of Goldman Sachs. The bank's traders created a number of financial deals that allowed Greece to raise money to cut its budget deficit immediately, in return for repayments over time. In one deal, Goldman channeled \$1bn of funding to the Greek government in 2002 in a transaction called a cross-currency swap. On the other side of the deal, working in the National Bank of Greece, was Petros Christodoulou, who had begun his career at Goldman, and who has been promoted now to head the office managing government Greek debt. Lucas Papademos, now installed as Prime Minister in Greece's unity government, was a technocrat running the Central Bank of Greece at the time."*³³⁹

Dat is een onjuiste weergave van de feiten. Griekenland **was al lid** van de EMU toen Goldman Sachs op het Griekse toneel verscheen. Wel had Europa het land in 2001 verplicht zijn veel te hoge publieke schuld op te schonen. Een deel van die schuld werd aangegaan in het buitenland en moest worden terugbetaald in dollar, in yen, in Zwitserse frank. De EMU zou zeker niet hebben geduld dat het armlastige Griekenland, dat in 2001 al op een publieke schuldenberg van 118,40 procent van het BBP zat, nog eens geld in het buitenland zou gaan lenen onder meer om tegen 2004 de Olympische Spelen in Athene te kunnen financieren. Met zulke economen Loukas Papadimos (°1947) en Petros Christodoulou (°1960), twee alumni van Goldman Sachs binnen de Nationale Bank van Griekenland, nam de Amerikaanse investeringsbank contact op om uit te leggen hoe Griekenland **2,8 miljard euro** kon lenen zonder dat het EMU er weet van had. Die maakten het voorstel over aan hun minister van Financiën, Nikos Christodoulakis (°1951), met de melding dat Goldman Sachs een (legale) techniek had gevonden om een nieuwe buitenlandse lening van 2,8 miljard euro buiten de nationale boekhouding te houden. Het enige wat daar nodig voor was, dat Griekenland ermee akkoord ging hierover een **cross-currency swap** af te sluiten, een nieuw soort bankderivaat dus. Dat kwam erop neer dat Goldman Sachs de nieuwe buitenlandse schuld volgens een eerste contract opkocht tegen zeer lage wisselkoersen, en dat volgens een tweede contract de Griekse regering alle tijd ter wereld kreeg om achteraf Goldman Sachs tegen de juiste wisselkoersen te vergoeden, vermeerderd met een jaarlijkse premie. Kostprijs van de operatie: 2,3 tot 3,1 miljard euro winst voor GS aangezien er tussen 4,8 tot 5,6 miljard euro moest worden terugbetaald, te vermeerderen met 300 miljoen euro voor de *over the counter deal*.

Het lijkt onwaarschijnlijk dat Christodoulakis zich realiseerde met welk soort banderivaat zijn land opgezadeld werd. Anders had hij toch moeten weten dat er al vanaf de dag van de ondertekening een bedrag van 600 miljoen euro moest worden betaald om uit het cross-currency swapcontract te kunnen stappen en dat – per jaar dat het duurde om de verplichtingen van het tweede contract na te komen – het Griekenland, afhankelijk van de wisselkoersen, nog eens 400 tot 500 miljoen euro extra zou kosten. Maar wie verdomd goed wist wat een cross-currency swap inhield waren dus de economen Papadimos en Christodoulou, maar geen van beide tekende bezwaar aan tegen de lichtzinnigheid waarmee hun minister van Financiën de onderhandse deal aanvaardde. Hiermee maakte de Griekse centrale bank zich medeplichtig aan de vervalsing van de nationale boekhouding. In een voor het overige zeer verhelderende reportage op VPRO, maar onder de sensationele en fout gekozen titel *Goldman Sachs: de Vernietiging van Griekenland*, leet de Britse financiële journalist Nick Dunbar uit hoe de complete operatie verlopen is.³⁴⁰ Bepaald cynisch is dat Goldman Sachs het kredietrisico verzekerde via een credit default swap en dat het de kosten daarvoor aanrekende aan de Griekse overheid. Voor de terugbetaling rekende Goldman Sachs via renteswaps een vaste rentevoet aan die liefst 6,6 procent boven de libor lag. Dat de Griekse ministers en de Griekse centrale bank daarmee in 2001 instemden is wel symptomatisch voor de geldnood waarin Griekenland toen al zat.

Bijzonder interessant is wat **Yanis Varoufakis**, toen nog geen minister van Financiën, maar enkel een klaar kijkend economieprofessor³⁴¹, daarover in de VPRO reportage vertelt: *"Well if you had asked them (= Goldman Sachs, ipvr) at the time, they would have given you the official story which is minimising risks. And something like 'We are managing the portfolio of Greek foreign currencies as well as the Greek state future income stream.' In reality, what you need to do here is to apply the method of a sociologist or anthropologist. This were people that had worked abroad, outside of Greece, in an investment bank. This was what they had grown up to do, what they were educated to do. When they came here with their bright ideas, which they presented to the minister of Finance, they were saying such a thing as: 'Look,*

³³⁹ Foley, Stephen (2011), "What Price the New Democracy? Goldman Sachs conquers Europe". *The Independent*, 18 November.

³⁴⁰ VPRO (2013). *Tegenlicht. Goldman Sachs: de Vernietiging van Griekenland*, URL: <http://www.economiedocu.nl/goldman-sachs-en-de-vernietiging-van-griekenland/>.

³⁴¹ Varoufakis, Yanis (1998), *Foundations of Economics: A Beginner's Companion*. London en New York, NY: Routledge.

Varoufakis, Yanis (ed) (2000). *Game Theory: Critical Concepts*. Vol. 1-5. London: Routledge.

Varoufakis, Yanis (2011). *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*, London: Zed Books.

minister, if we utilize those swaps here, and everywhere, then I know that your main problem is how you make your budget looking better if you have to present it to the Parliament next month. And I can help you to do that.' The minister usually would not understand precisely what was going on because it concerned very complex instruments that those golden boys and girls had trained to understand and to use them in a way that they maximize their monopoly of power through that they alone could understand what was in it. And the ministers were very easily to be convinced, simply because the arguments seemed quite powerful. The arguments were: 'You are using a risk. Secondly Eurostat doesn't mind because it is legal: everybody does it.' It would take a seriously higher intellect on the part of the minister, or someone with very strict ethical objections to going on, combined with knowledge, to say: 'No I am not doing it.' Finally it went on a relatively small amount which is not significant. What is significant is the way that those transactions tell a story about the ethics of that period; not just in Greece, but around. What hurts me is that, as far as the European Union and Eurostat were concerned, it is a perfectly legal transaction, a transaction that was going on through Europe. You can even not point out the finger and say that what was going on violated the rules of the European Union."

Er kan inderdaad niet over heen worden gekeken dat de Europese Unie (en de statistici van Eurostat die voor de Europese Commissie de cijfers van de overheidsschuld in de lidstaten berekenen) dit soort praktijken, op poten gezet door een gewiekste Amerikaanse investeringsbank – waar Lloyd Blankstein dus *the work of God* vervult – oogluikend toeliet. Het gebeurde niet enkel in Griekenland, via een oudgediende van Goldman Sachs, de latere premier Mario Monti (°1943), gebeurde het ook in Italië, en weer zonder dat de Europese Commissie ingreep. Toen Griekenland niet bij machte was zijn schulden aan Goldman Sachs, die het tot 2019 mocht aflossen, te betalen, werd er in 2005 een nieuwe deal gemaakt die toeliet de betalingen te spreiden tot 2037. De complete rekening bestond uit regelmatige betalingen met een kunstmatig gemanipuleerde variabele rente erop. In deze hoge variabele rente waren de 'lening' plus de afgesproken rente erop samen met de provisie en onkosten verwerkt. Dit alles werd door Goldman Sachs verkocht aan de Nationale Bank van Griekenland die sedertdien de betalingen voor zijn rekening neemt. Varoufakis beschrijft in 2013 de rol van Goldman Sachs in dat onfrisse verhaal als volgt: *"It is not so much that Goldman Sachs is ruling the world, but it is like a great parasite that is threatening to stop the world from rebalancing itself and recovering a sense of democratic control over the future."*

De Europese Commissie, die nu deel uitmaakt van de trojka die Griekenland onder de knoet en onder controle houdt, verdedigde zich later dat zij en de ambtenaren van Eurostat in het geheel geen weet hadden van dat soort transacties tot premier Gorgis Papandreou (°1952), die bij zijn aantreden in november 2009 op een begrotingstekort van 15,4 procent zat (tekort dat volgens het Verdrag van Maastricht maar 3 procent mocht bedragen), moest toegeven dat Griekenland acht jaar lang zijn nationale boekhouding had vervalst. Dat is natuurlijk flink gelogen. De financiële markten wisten via Nick Dunbar al sinds 2003 dat swapakkoorden werden misbruikt om publieke schulden te maskeren. Trouwens is het zeer merkwaardig dat Eurostat ondertussen ESA95 – dat zijn de regels voor het opstellen van de nationale boekhouding – had aangepast om dergelijke transacties niet langer te maskeren. In een vraaggesprek met de VPRO van 2012 vertelt Dunbar hierover: *"Het is schokkend. Eurostat, het statistisch bureau van de EU, zegt dat ze van niets wisten. Ik geloof het niet. Misschien waren West-Europese landen wel minder streng voor Griekenland omdat hun industrie profiteerde van de euro's uit Griekenland. Volgens de letter van de wet was het niet verboden. Italië had dezelfde constructie al eerder toegepast met een andere bank. Maar het is duidelijk dat het tegen de geest van de euroregels was."*³⁴²

2. GRIEKSE SCHULDENCRISIS OF CRISIS VAN EUROPA?

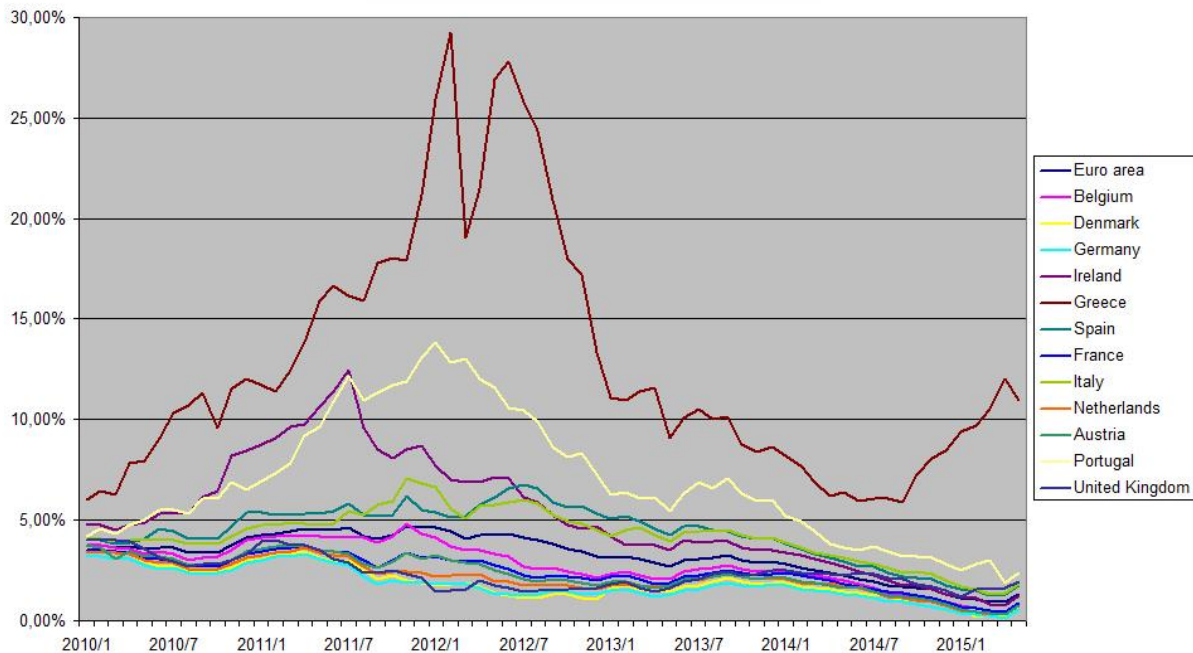
De *credit crunch* van 2007, minder een gevolg van de Amerikaanse vastgoedcrisis dan wel van de handel in gestructureerde kredieten en in derivaten, barstte los op het ogenblik dat de drie zieke broertjes uit euroland – Griekenland, Italië en België – hun veel te hoge publieke schuldgraad uit 2001 hadden gereduceerd. België van 107,80 tot 84,01 procent in 2007; Italië van 104,70 tot 103,28 procent en Griekenland van 118,40 tot 107,23 procent. Maar ondertussen zaten ook Duitsland (na de kostelijke eenmaking), Frankrijk, Portugal en het Verenigd Koninkrijk al een eind boven de veilig gewaande grens van 60 procent uit het Verdrag van Maastricht. Europa met zijn ondergekapitaliseerde banken en zijn overmaat aan zowel publieke als private schulden werd steeds meer het zieke been van de wereldeconomie. Het gros van de banken kwam er in moeilijkheden toen de van Goldman Sachs overgenomen CDO's doorgewoond rommelkredieten bleken te zijn. Tegen 2009 was de situatie in Europa danig verslechterd dat er – in afwezigheid van een Europese Bankunie – steeds meer getwijfeld werd aan de houdbaarheid van de euro. In Griekenland was de publieke schuld ratio in twee jaar tijd opgelopen van 107,23 naar 137,9 procent; in Italië van 103,28 naar 112,5 procent; in België van 84,01 naar 99,3 procent; in Frankrijk van 68,56 naar 78,1 procent; in Duitsland van 65,22 naar 72,4 procent en in het Verenigd Koninkrijk van 64,01 naar 72,10 procent. De veilige grens van 60 procent als vastgelegd in het Verdrag van Maastricht werd door steeds meer landen overschreden zonder dat de Europese Commissie

³⁴² Mulder, Frank (2012), "Hoe Goldman Sachs Staatsschuld Wegtovert", VPRO Gids artikel, 7 februari, URL: <http://tegenlicht.vpro.nl/nieuws/2012/februari/Hoe-Goldman-Sachs-staatsschuld-wegtovert.html>.

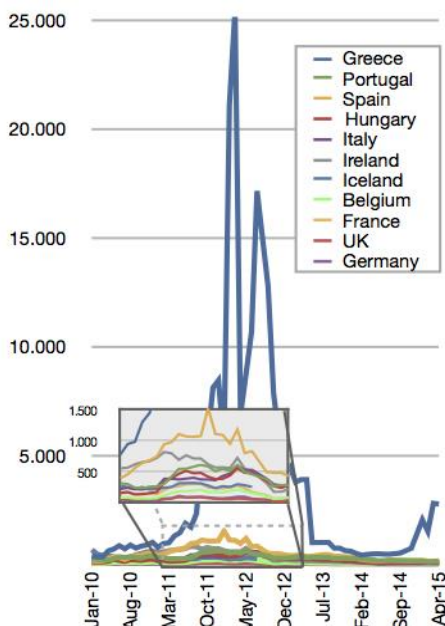
ingreep. Bovendien gingen Amerikaanse ratingbureau's, door niemand gecontroleerd, als Standard & Poor's, Fitch en Moody's nu Europees overheidspapier steeds verder afwaarderen waardoor de speculatie tegen de euro en tegen het pond sterling zienderogen toenam.

Door die speculatie, aangewakkerd door de Amerikaanse ratingbureau's, liep de stijging van de rentelasten op het Europese schuld papier van de overheid alarmerend op waardoor de rentesneeuwbal weer aan het rollen ging. Dit blijkt duidelijk uit **figuur 36**. Steeds meer Europese banken, allen *to big to fail*, kwamen in moeilijkheden en moesten aan het infuus van de overheid worden gehangen. De prijs voor de *credit default swaps*, die bepaald wordt door het kredietrisico, liep verder op en bereikte vooral voor Griekenland een nooit eerder geziene hoogte. Dat blijkt uit **figuur 37** gepubliceerd door Bloomberg.

Figuur 36: Lange-termijn rentelasten op de overheidsschuld in Europa (2010-2015)



Figuur 37: Sovereign Credit Default Swaps



Source: Bloomberg, CNBC

In Griekenland lekte eind 2009 uit wat in financiële kringen al sedert 2003 geweten was, dat het land met de hulp van Goldman Sachs zijn nationale rekeningen al acht jaar had vervalst waardoor de ratingbureau's het Grieks overheidspapier een junk status gingen geven (= ongeschikt voor de gewone belegger). Een gevolg daarvan was dat de rentevoet van het publieke schuld papier er steeg van 6 procent in januari 2010 tot 29 procent in januari 2012 waardoor private banken die Grieks overheidspapier in hun portefeuille hadden kolossale verliezen leden, zodat Europa, bevreesd voor de geloofwaardigheid van de euro wel moest ingrijpen. Ondertussen barstten zowel in Ierland als in Portugal kredietcrises los, later gevolgd door Cyprus, zodat ook daar de rentelasten op het publiek schuld papier gevoelig toenamen en de banken er moesten worden gestut door de ECB, de Europese Commissie en het IMF.

Hierdoor nam het kredietrisico in die landen, maar ook in Spanje en in Italië, gevoelig toe waardoor de prijs voor de 5-jaars *credit default swaps* er steeg, uitgesproken het meest in Griekenland als blijkt uit **figuur 37**. Op de verticale as worden de basispunten uitgedrukt die volgen uit de hoogte van het kredietrisico. Daarbij correspondeert 1000 basispunten met een risico van 10 procent. Het risico is in feite Poisson verdeeld. 25.000 basispunten correspondeert met een risico van 49,28 procent. Dus midden 2012 gingen beleggers er terecht van uit dat er één kans op twee was dat Griekenland zijn schulden niet zou kunnen betalen.

Er is allicht geen dossier dat zo bol staat van politieke desinformatie en vooroordelen als de Griekse schuldenkwesatie. Het zijn vooral de populaire media, stijl *De Telegraaf* in Nederland of *Het Laatste Nieuws* in België die als geen ander de plaatselijke bevolking opruien tegen de "luie" Grieken die op onze kosten liever liggen te zonnekloppen dan te gaan werken en die vermoeid van al dat luieren op hun 55^{ste} met

pensioen gaan, pensioen dat wij ze betalen. Maar ook serieuze kranten spelen die verdachtmakkerij mee. Wat bijvoorbeeld gedacht van de Belgische beurskrant *L'Echo* die een bijvoegseleconoom – Eric Dior is de naam – laat uitrekenen dat België straks 9,43 miljard euro zal verliezen mocht Griekenland op de fles gaan.³⁴³ (Het gaat maximaal om 6,85 miljard euro, nota bene.) Wat door de op sensatie beluste journalisten van *Het Laatste Nieuws*, gespeend van de geringste economische inzichten, onmiddellijk werd verkocht als dat Griekenland iedere Belg 1.000 euro heeft gekost, net als had Eric Dior iets in die zin geschreven. Hij schreef niet. Zelfs als men instemt met een paar storende rekenfouten schreef hij niet meer dan dat, **mocht** Griekenland failliet gaan, of **mocht** het **niets** van zijn schulden kunnen betalen, of **mocht** zijn schuld **integraal** worden kwijtgescholden, het de doorsnee Belg 846 euro **kon** kosten. In Nederland berekende het CBS dat een Griekse uitstap uit de euro 12 miljard euro **kan** kosten, zeg maar 700 euro per Nederlander. Daar maakt *De Telegraaf* er al 20 miljard euro van, als **heeft** de modale Nederlander dat **reeds** betaald en is dat geld **al** verloren. Als dezelfde krant daarna onder zijn lezerspubliek een enquête houdt of men voor of tegen een uitstap van Griekenland uit de euro is, dan moet het toch niet verwonderen dat 88 procent van de ondervraagden vindt dat Griekenland uit de euro moet? Als je eerst bladzijde wijd een reportage over Griekenland publiceert en daarin te lezen geeft "lang uitslapen, uitgebreid lunchen, een middagdutje doen en 's avonds aan de ouzo", zoals *De Telegraaf* zijn verslaggever Charles Sanders op zaterdag 21 mei 2011 liet doen, dan heb je door die politieke desinformatie al je lezers voorgeprogrammeerd opdat ze voor een grexit zouden kiezen. Zeker als je het verslag laat beginnen met: "*Als politici in Den Haag en Brussel om het hardst roepen dat 'het wel goedkomt met de terugbetaling van die EU-miljarden door Griekenland', fronsen de Nederlanders die al jaren in Athene en Thessaloniki wonen de wenkbrauwen. Want, zeggen zij 'Nemen zit verankerd in de Griekse volksaard, corruptie en ledigheid is diep geworteld in de maatschappij, geven kennen de mensen hier niet... Europa stop met het verkwanselen van belastinggeld'.*"³⁴⁴

Voor *Geen Stijl*, een blog met een toepasselijke naam, wordt dit dan: "*Grieken zijn tuig. Allemaal. Terwijl hier te lande macro-economen en Finanzpeeps van achter hun Schreibtisch de een na de andere bangmaak theorie op het Volk loslaten stuurde de Televaag gewoon even een mannetje richting Athene en omstreken om even empirisch en ter plekke te kijken hoe leeg de werkvloeren zijn, hoe vol die terrassen zitten, wie er allemaal doordeweeks in een hangmat hangen (vooral gezonde kerels van 30+) en wat er zich toch allemaal afspeelt met die bankbiljetten in schimmige achterafsteegjes, bij die hospitalen, politiebureaux (sic) en gemeentehuizen. Het resultaat is een ontluisterende reportage over De Griek (...) van de virtuoze Televaag verslaggever Charles Sanders.*" Om het soort voorstellen à la Charles Sanders een vleugje wetenschappelijkheid mee te geven nodigt *De Telegraaf* daarna de economen Maartje Wijffelaars (van Rabo bank) en Eelke de Jong (professor aan de Universiteit van Nijmegen) uit voor een verhelderend debat onder de titel *Grieken gaan ons geld kosten*, terwijl dat onderwerp niet eens ter sprake komt, wel dat het heel Europa gruwelijk meer zal kosten mocht een grexit gevolgd worden door een speculatie tegen de euro. En dat van die luie Grieken in hun hangmat is gewoon een klinkklare leugen. De Griekse beroepsbevolking **werkt gemiddeld 1.824,0 uur per jaar** (overuren niet inbegrepen) tegen 1.658,8 uur per jaar in Duitsland, 1.699,2 uur per jaar in Nederland, en 1.738,8 uur per jaar in België.³⁴⁵ Dat de Grieken meer uren kloppen komt omdat een groot deel van ze in de landbouw of voor de toeristische sector werkt. Dat de Grieken al op hun 55^{ste} met **pensioen** gaan is een zoveelste hardnekkige fabel. Uit een vergelijkende Europese studie gemaakt door de CFDT vakbond blijkt dat de doorsnee Griek op een leeftijd van **60,4 jaar** stopt met werken. In Nederland is dit gemiddeld 61,7 jaar; in België gemiddeld 58,1 jaar. Enkel Luxemburg doet nog slechter met 57,5 jaar. Met 60,4 jaar zit Griekenland rond het Europese gemiddelde van 60,5 jaar. Het langst wordt er in Europa gewerkt in Ierland (64,3 jaar) en in Portugal (64,5 jaar). Ook het verhaal dat Griekenland geen inspanning deed om de **begrotingstekorten** te reduceren is compleet verzonnen. In 2009 ging het nog om een tekort van **15,4 procent** van het BBP (vergelijk met 5,5 procent in Nederland en 5,9 procent in België). Eind 2014 was dit al gezakt tot **3,5 procent** (vergelijk met 2,3 procent in Nederland en 3,3 procent in België).

Het wordt dan ook tijd dat politiek gedesinformeerde Nederlanders en Belgen gaan inzien hoezeer zelfs zulke ernstige politici als Herman van Rompuy (gewezen voorzitter van de Europese Raad), Jeroen Dijsselbloem (voorzitter van de Eurogroep) of Wolfgang Schäuble (Duits minister van Financiën) zichzelf en hun publiek voorliegen als ze zeggen dat Europa de Grieken nooit zal laten vallen. Het is Europa in het geheel niet om de Grieken te doen, wel (i) om Europese banken die schuldeiser zijn van Griekenland, (ii) om de stabiliteit van de euro en (iii) om het vertrouwen van de financiële markten in die gezamenlijke munt die de euro is. De noodleningen die de Europese Commissie, de ECB en het IMF aan Griekenland geven zijn veel minder bedoeld om de Griekse economie weer op het juiste spoor te brengen dan om

³⁴³ Galloy, Philippe (2015), "Un Défaut Intégral de la Grèce Coûterait près de 10 milliards d'Euros à la Belgique", *L'Echo*, 7 janvier.

³⁴⁴ Sanders, Charles (2011), "Grieken lachen ons uit", *De Telegraaf*, 21 mei. URL:

http://www.geenstijl.nl/archives/images/Pagina5_1400.html.

³⁴⁵ Cabrita, Jorge and Camilla Galli da Bino (2013), "Developments in Collectively Agreed Working Time 2012", *EurWork European Observatory of Working Life*.

URL: <http://www.eurofound.europa.eu/observatories/eurwork/comparative-information/national-contributions/eu-member-states/developments-in-collectively-agreed-working-time-2012>

Griekenland in staat te stellen zijn schulden bij de banken af te lossen. Van de 244,6 miljard euro die Griekenland – en geen 400 miljard euro of 37,500 per doorsnee Griek, zoals eurocommissaris Marianne Thyssen op zondag 28 juni nog op de buis kwam vertellen – van de trojka toegestopt kreeg ging tussen 192 tot 215 miljard naar de banken (dat is 80 à 90 procent van alle “hulp”). Voor 25,1 procent gaat het om schulden bij Franse banken, voor 21,1 procent bij Zwitserse banken, voor 14,3 procent bij Duitse banken, voor 5,4 procent bij Amerikaanse banken, voor 4,1 procent bij Britse banken, voor 3,9 procent bij Nederlandse banken (en voor minder dan 0,1 procent, voor 300 miljoen euro, bij de wankelende Belgisch-Franse Dexia bank). Dat Merkel en Schäuble zo bekommerd zijn om Griekenland heeft helemaal niets te maken met de verpauperde Grieken, wel voor de volle korf aan CDS's rond Griekenland waarop Deutsche Bank zit. Het omvallen van Griekenland ware doorgewoone een ramp voor Deutsche Bank dat zo al slechts een vijfde van zijn *gross credit exposure* van bankderivaten met zijn eigen kapitaal kan dekken (zie **tabel 22** in hoofdstuk 7 van deel II). Merkel en Schäuble willen niet opnieuw een debacle als *Hypo Real Estate* dat de Duitse overheid 102 miljard euro heeft gekost. Nu staat er bij Deutsche Bank een risico van minstens 200 miljard euro op het spel.

Wat al die grote eurocraten niet willen inzien is dat het **procyclisch beleid** dat ze oplegden aan Ierland, aan Portugal en aan Spanje, die er door middel van pijnlijke bezuinigingen wel in slaagden het tij te keren, in het geheel niet kon werken voor Griekenland. Snoeien om te groeien is voor Griekenland geheel geen optie. Daar zijn meerdere redenen voor.

De eerste is dat de **arbeidsproductiviteit** per uur er slechts de helft is van de Ierse, twee derden van de Spaanse (en ongeveer gelijk aan de Portugese). De verhouding tussen de inzet in het productieproces van de hoeveelheid machinale energie per eenheid menselijke energie is er uitgesproken lager dan in Ierland, Spanje en Portugal. *Ten tweede* wordt er, behalve in de scheepsbouw, gewerkt met een verouderd machinepark. Griekenland heeft, ook in de mijnbouw, een **onderontwikkelde industrie**. Voorts heeft Griekenland van de vier PIGS landen de laagste **schaalelasticiteit**. *Ten derde*: Als het de bedoeling van Europa ware geweest de Griekse economie weer aan de praat te krijgen, dan had de noodhulp moeten komen van de *Europese Investeringsbank* (EIB), zeker niet van het IMF dat door het verstrekken van noodleningen aan Griekenland flagrant artikel 143 de Akkoorden van Lissabon heeft geschonden, zodat ze later moesten worden geamendeerd. Europa en het IMF waren enkel geïnteresseerd in een *politieke oplossing* voor Griekenland, niet in een *economische oplossing*. Daarover schreef Nobelprijswinnaar voor Economie, Paul Krugman: “I’ve been staying fairly quiet on Greece, not wanting to shout Grexit in a crowded theater. But given reports from the negotiations in Brussels, something must be said — namely, what do the creditors, and in particular the IMF, think they’re doing? This ought to be a negotiation about targets for the primary surplus, and then about debt relief that heads off endless future crises. And the Greek government has agreed to what are actually fairly high surplus targets, especially given the fact that the budget would be in huge primary surplus if the economy weren’t so depressed. But the creditors keep rejecting Greek proposals on the grounds that they rely too much on taxes and not enough on spending cuts. So we’re still in the business of dictating domestic policy. The supposed reason for the rejection of a tax-based response is that it will hurt growth. The obvious response is, are you kidding us? The people who utterly failed to see the damage austerity would do (...) are now lecturing others on growth? Furthermore, the growth concerns are all supply-side, in an economy surely operating at least 20 percent below capacity.

Talk to IMF people and they will go on about the impossibility of dealing with Syriza, their annoyance at the grandstanding, and so on. But we’re not in high school here. And right now it’s the creditors, much more than the Greeks, who keep moving the goalposts. So what is happening? Is the goal to break Syriza? Is it to force Greece into a presumably disastrous default, to encourage the others? At this point it’s time to stop talking about ‘Graccident’; if Grexit happens it will be because the creditors, or at least the IMF, wanted it to happen.”³⁴⁶

Voorts, en dit *ten vierde*, moet erop gewezen worden dat het niet helpt de concurrentiepositie van Griekenland door extreme bezuinigingen te verbeteren als het land nauwelijks exporteert – een probleem waarmee noch Ierland, noch Portugal, noch Spanje werden geconfronteerd. Griekenland voert per hoofd van bevolking zeven tot acht keer minder uit dan Nederland of België: **1.016 euro** per inwoner per kwartaal tegen 7.873 euro pp in Nederland en 7.262 euro pp in België. Een vaak gehoorde redenering is dat bezuinigingen de concurrentiekracht van de economie zouden verbeteren omdat de loonlasten naar beneden gingen. Als aangetoond in hoofdstuk 1 van dit deel kan loonmatiging de concurrentiekracht van een economie enkel verbeteren indien (i) de bezuiniging erg fors is en (ii) indien een economie voldoende exporteert. En dan begrijpt men onmiddellijk waarom in Griekenland niet is gelukt wat in Ierland, Spanje en Portugal wel lukte. Per inwoner per kwartaal (en dit tegen vaste prijzen van 2010) voert Ierland **9.560 euro** uit, Spanje **5.587 euro** en Portugal **3.997 euro**. Vergelijk dit met de schamele **1.016 euro** in Griekenland (berekend op basis van cijfers van Eurostat voor 2015Q1). Door van Griekenland dezelfde offers te eisen als van Ierland, Spanje en Portugal, maakten Europa en het IMF een zware inschattingfout. Als een land bijna niets te exporteren heeft kan men het zich lam laten bezuinigen zonder groei te bereiken. Doorgaan met het austeriteitsprogramma is synoniem van het uithongeren van een volk zonder dat dit voor enig groei-effect kan zorgen. Als Luc Coene, gewezen gouverneur van de NBB en momenteel toezichthouder van de ECB, begin juli 2015 op de buis kwam vertellen

³⁴⁶ Krugman, Paul (2015b), “Breaking Greece”, *The New York Times*, June 25.

dat Griekenland tijdens het vierde kwartaal op de goede weg was, maar dat Syriza alles om zeep heeft geholpen, dan was dat een *politieke uitspraak*, geen gevolg van enige macro-economische analyse.

Ondertussen is het BBP er na jaren van bezuinigen van 2008Q4 tot 2015Q1, volgens de officiële cijfers van de Europese Commissie, reëel met een **30,96 procent gedaald** zonder dat dit de export heeft doen stijgen. De export daalde er wel integendeel met **12,29 procent**. Dat komt omdat Griekenland, bij wijze van spreken, behalve natuurlijke oliën, ouzo, olijven en dadels niets te exporteren heeft. Veel te lang hebben de ECB en het IMF het scenario van de Argentijnse crisis voor ogen gehouden. Daar leidde de ineenstorting van de peso op de duur tot een sterk gestegen export waardoor het land uit de crisis geraakte. Griekenland heeft geen exportsector die vergeleken kan worden met de Argentijnse. Beweringen dat een grexit de Grieken geen windeieren zal leggen zijn totaal van de pot geruikt. Dat soort redenering werd destijds nog gevolgd door Johan van Overtveldt, nu Belgisch minister van Financiën, toen hij nog hoofdredacteur was van *Trends*. Tijdens een debat in Londen in juni 2012 zei hij nog: *"De nieuwe drachme zal met minstens 50% devalueren en zodoende onmiddellijk het internationaal concurrentievermogen herstellen. Die external demand moeten ze opkrikken, en dat kan enkel met een devaluatie. De sanering van hun interne economie, die absoluut nodig is, zal indien niet begeleid met een devaluatie de afbraak van de Griekse economie nog veel uitgesproken maken. Een devaluatie zullen ze (= de Grieken – jpv) meteen voelen, maar dan zullen ze tenminste licht beginnen zien aan het einde van de tunnel. Dat is er nu helemaal niet."*³⁴⁷ Dit soort redeneringen, een eerstejaarsstudent in economie onwaardig, gaat voorbij aan het gegeven dat 80 procent van de Griekse schuld bestaat uit buitenlandse schuld genoteerd in euro. Zou de drachme na een grexit inderdaad met de helft dalen, dan zou de buitenlandse schuld van Griekenland verdubbelen. Hoe kan zoiets het licht aan het einde van de tunnel zijn?

Hierover schrijft de Nederlandse econoom Bas Jacobs: *"Hoewel een herinvoering van een Griekse munt de Griekse economie in één klap concurrerend zou maken, is dit geen oplossing voor de Griekse schuldenproblematiek. Het nominale bbp in euro krimpt direct door de devaluatie. Maar de schulden van Griekenland staan in euro. Die worden dan nog onhoudbaar. En als schulden zouden worden omgezet in nieuwe Drachmes, zal massale kapitaalvlucht optreden en worden alle banken, overheden, huishoudens en bedrijven afgesneden van financiering. Een financieel-juridische chaos zal ontstaan over de vraag in welke munt financiële verplichtingen moeten worden afgehandeld, in zowel bestaande als nieuwe contracten. De Griekse economische depressie zal alleen maar nog dieper worden."*³⁴⁸

3. FALEND GRIEKS BELEID EN ECONOMISCHE ONKUNDE VAN EUROPA

Centraal staat het probleem van de corrupte en geprivilegieerde **Griekse ambtenarij** die diensten *à la tête du client* verkoopt (in plaats van ze doodgewoon te verstrekken). De Griekse economie is een economie met een waterhoofd van 900.000 ambtenaren, minstens 400.000 te veel. De Griekse ambtenaren profiteerden van het lakse beleid van de regeringen Kostas Smitis en Kostas Karamanlis om tussen 1996 en 2009 hun lonen meer dan te verdubbelen (een stijging met 132 procent). Het doorsnee uurloon van de Griekse burger daarentegen daalde sedert 2009 wel met 12,5 procent. Onder de regeringen van Giorgos Papandreou, Loukas Papadimos en Antonis Samaras werd het aantal ambtenaren, als geëist door Europa, met 225.000 eenheden teruggedrongen, maar zonder dat de **corruptie** en het **cliëntelisme** hierdoor verdween. Die ambtenarij met banden met de rijkste Grieken, met de vakbonden en met de orthodoxe kerk, heeft er schuld aan dat de **belastingen**, wegens een duistere vriendjespolitiek, niet correct worden geïnd. Zo heeft de overheid liefst 76,6 miljard euro van de Griekse belastingbetaler tegoed zonder dat dit tegoed geïnd geraakt. Nergens anders ter wereld, of het zou in een bananenrepubliek moeten zijn, is zoiets denkbaar.

Toen begin 2015 het links-radicalen Syriza van Alexis Tsipras met de steun van de rechtse scheurpartij Onafhankelijke Grieken (wegens één zetel tekort voor de meerderheid) de macht veroverde hoopte Europa dat er orde op zaken zou worden gesteld, ware het maar dat de hoge belastingtegoeden bij de rijken zouden worden geïnd. In plaats van de rijken en de grootgrondbezitters (onder wie de kerk) ordentelijk aan te pakken, of de akkoorden met Zwitserse banken in verband met kapitaalvlucht op te zeggen, bleef alles bij het oude. Begin 2015 stond er nog **164 miljard euro** op Griekse spaarrekeningen. Dat volkskapitaal is, naarmate de Griekse schuldenlast weer in het oog van de storm kwam te staan, gedaald met **44 miljard euro** tot **120 miljard euro**, in de week van 22 tot 28 juni zelfs met 8 miljard ineens. Ook aan het **corrupte pensioenstelsel**, waarbij pensioenen worden uitbetaald aan mensen die al jaren overleden zijn, zonder dat de ambtenarij daartegen optreedt, werd zo goed als niets gedaan. Bovendien konden de Griekse ambtenaren, in tegenstelling tot de rest van de bevolking die tot op zijn 62^{ste} moest werken, al op zijn 55^{ste} met pensioen. Onthutsend is de vaststelling dat de weduwe en de dochters van een overleden ambtenaar levenslang recht hebben op een overlevingspensioen (op voorwaarde dat de weduwe niet hertrouwd en de dochters niet trouwen). Dit alles zette kwaad bloed bij de schuldeisers die bleven aandringen op een verhoging van de BTW en een verlaging van de pensioenen, als waren dat maatregelen die de corruptie of het cliëntelisme aan banden zouden hebben kunnen leggen. Dat er ook fors moest worden bezuinigd op Defensie getuigde echt van een totale miskenning

³⁴⁷ Demeulemeester, Simon (2012), "De euro zal door de democratie omver worden geworpen", *Knack*, 19 juni.

³⁴⁸ Jacobs, Bas (2015), "Grexit: Economische Ramp voor de Grieken, Blamage voor de Eurolanden", *Follow the Money*, 18 juni.
URL: <http://www.ftm.nl/column/grexit-economische-ramp-voor-de-grieken-blamage-voor-de-eurolanden/>.

van de Griekse soevereiniteit. Eigenlijk ging het om een pakket maatregelen dat, economisch beschouwd, geheel naast de kwestie was en die de echte problemen van corruptie en cliëntelisme niet aanpakte. Dat er tussen 2010 en 2015 niets zou zijn gebeurd is onwaar. Alleen heeft het niet geholpen de Griekse economie weer op het juiste spoor te zetten of de publieke schuld te verlagen.

Hierover schrijft Bas Jacobs (2015): *"In 2010 stonden zowel Griekenland als de eurolanden met de rug tegen de muur, nadat duidelijk werd dat de Grieken hadden gefraudeerd met de cijfers. Begrotingstekorten voor 2009 bleken begin 2010 geen 3,7 procent maar 12,5 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Er werd vervolgens voor ongeveer 240 miljard euro in twee grote noodpakketten aan steun verleend aan Griekenland. Dit alles onder voorwaarde van gigantische bezuinigingen en allerlei hervormingen. Dit was een kapitale blunder. Griekenland was vanaf dag één failliet. De eurolanden en het IMF hebben een failliet land geld geleend. Dat kon niet goed gaan en dat hebben we geweten. Griekenland heeft nimmer uitzicht gehad op houdbare overheidsschulden of op een draaiende economie.*

Waarom is dit in vredesnaam gebeurd? Waarom is de Griekse staatsschuld niet per direct gesaneerd? De enige reden is dat een Grieks faillissement roekeloze crediteuren – onze wankele Europese banken – direct in grote problemen zouden hebben gebracht. Immers, om het roekeloze leenedrag van de Grieken te financieren zijn er vele, even roekeloze crediteuren geweest. (...). En banken waren dom of gokten domweg op de bail-out, die er ook kwam. Zo'n 80 procent van de noodleningen is gebruikt om de crediteuren van Griekenland te betalen. Europa heeft dus vooral haar banken geholpen en nauwelijks de Grieken. En private partijen hebben als het maar even kon hun obligaties verkocht aan overheden. Pas in 2012 is eindelijk een schuldherstructurering doorgevoerd. Maar het was te laat en te weinig. Griekse schulden zijn afgeschreven ter grootte van ongeveer 50 procent van het Griekse bbp. Mede daardoor is nu ongeveer 80 procent van de Griekse staatsschuld in handen van de publieke sector, via bilaterale leningen, noodfondsleningen, IMF-leningen of de ECB (die Griekse obligaties heeft opgekocht). Griekenland werd met een ongekend bezuinigingsprogramma gedwongen een gat te graven waar het nooit meer uit zou komen. Het Griekse begrotingssaldo werd teruggedrongen van een tekort van 15,2 procent van het bbp in 2009 naar een tekort van naar schatting 0,8 procent bbp in 2015. Het primaire begrotingssaldo – belastinginkomsten minus alle overheidsuitgaven behalve de rente op de staatsschuld – vertoonde een tekort van 10,2 procent bbp in 2009 en is teruggelopen naar een verwacht overschot van 3,0 procent bbp in 2015."

Voor noodhulp werkte de ECB aanvankelijk met het op 7 juni 2010 opgerichte EFSF (*European Financial Stability Facility*) een ... *special purpose vehicle* (**ongehoord!**) naar Luxemburgs recht waarin niet enkel de eurolanden maar ook het IMF voor kapitaal moesten zorgen. Als uitgelegd in hoofdstuk 5 van dit deel was het EFSF, waarvan de boekhouding niet te controleren viel (inderdaad een SPV die door Nouriel Roubini terecht *"a giant CDO squared that will not work"* werd genoemd) op 2 juli 2012 omgevormd tot het **ESM** (*European Stability Mechanism*) een financieringsmechanisme dat door alle eurolanden werd goedgekeurd en dat vanaf 27 september 2012 in werking trad. Griekenland kreeg in twee beurten voor **244,6 miljard euro** krediet, aanvankelijk gespreid over een veel te korte periode van drie jaar, en in schijven uitgekeerd. (Van dit bedrag heeft Griekenland momenteel nog 16,4 miljard noodhulp tegoed; het IMF rekende op 2 juli 2015 uit dat dit minstens 50 miljard euro te weinig zal zijn.) Van die 244,6 miljard euro engageerde het IMF, dat de economische na het ontslag van Dominique Strauss-Kahn, de situatie van Griekenland compleet verkeerd zich voor 52,9 miljard euro. In een interview met Bloomberg van mei 2015 noemde Nobelprijswinnaar Joseph E. Stiglitz de modellen waarmee het IMF werkt een eerstegraads student economie onwaardig). Van die 244,6 miljard euro werd maar 18,2 miljard euro gebruikt om iets anders te doen dan lopende rekeningen en bankschulden te betalen. Eind juni 2015 was de schatkist zo goed als leeg en kon Griekenland de broodnodige schijf van 7,2 miljard euro van de trojka niet krijgen zolang de 1,6 miljard euro, verschuldigd aan het IMF niet was terugbetaald. Daar hield Christine Lagarde het been stijf in plaats van de schuld te herschikken. Een resem onderhandelingen met de Eurogroep leidde tot niets, tot Financiënminister Yanis Varoufakis op zaterdag 27 juni 2015 de onderhandelingstafel verliet nadat Alexis Tsipras bij verrassing besliste het Griekse volk op 5 juli te laten stemmen of het al dan niet akkoord gaat met de bezuinigingsregels die de trojka bleef eisen alvorens met 7,2 miljard euro over de brug te komen.

In de media werd dit verkeerd voorgesteld als vroeg Tsipras het Griekse volk om al dan niet in de euro te blijven. Hij kondigde wel integendeel aan dat Griekenland niet zinnens was uit de euro te stappen, wel dat hij niet akkoord ging nog langer te bezuinigen zoals de trojka dat eiste. Hiermee ontstond een *catch 21* situatie waarmee Europa – dat zich geen grexit kan veroorloven als het het vertrouwen in de euro niet op het spel wil zetten – al even verveeld zit als Griekenland met de onmogelijkheid het IMF tegen 1 juli 2015 de verschuldigde 1,6 miljard euro te betalen.

Waar de meeste ministers van de Eurogroep alle schuld bij de Griekse regering leggen, zijn de meeste economen het daarmee oneens. Hierop anticiperend schreef Paul de Grauwe al op 5 januari 2015: *"The European Union chose to resolve the debt crisis by punishing the Greeks and by saving the Northern banks. A punitive austerity program was imposed on Greece, whose effects are now visible everywhere in this country. A decline in GDP of close to 25% since 2010, a rise in unemployment to a level we have not seen since the nineteen thirties, and impoverishment of large parts of the Greek population.*

The banks went largely unpunished. True there was a restructuring of the Greek debt held by private investors. Some banks paid the price of excessive credit granted to Greece, but most banks escaped this fate by dumping their Greek claims onto the public sector. Those claims are now in the hands of national governments and the European Central Bank. And these want to have their money back whatever the consequences may be for the Greek people and the Greek political system.

The official narrative of this approach is that the intense austerity that was imposed on the Greek population is inevitable and in the end will bear fruit. Inevitable? Yes, of course, if the intention is to safeguard the interests of the creditors then there is indeed only one possibility: the Greeks have to pay the full price. Will it pay off in the end? Yes, of course if austerity is maintained long enough it will succeed in creating surpluses and transfers of resources from Greece towards the rich North of the Eurozone.

This narrative, however, loses sight of the political upheavals triggered by the human misery that results from intense austerity. The millions of people who are pushed into misery by the creditors from the North of Europe are not passive subjects. They not only protest in the streets, something the creditors can easily live with. They also vote for those political parties that promise them that there is a better way to deal with the problem. And these are the parties that are out to break the established political and social order.”³⁴⁹

Wat onbegrijpelijk is, is dat Europa en het IMF vijf jaar lang geld gepompt hebben in Griekenland zonder dat de publieke schuld er zakte. Dat is ten minste wat de kliek bijvoegseleconomen van de Eurogroep op het publiek loslaten. Hierbij verwarren ze intentioneel het begrip **schuld** met **schuldgraad**. Inderdaad in plaats van te zakken steeg de staats**schuldgraad** er van 121,3 procent van het BBP in 2008 tot 177,1 procent half 2015 – dus bijna met bijna de helft, **46 procent**. Wat men daarbij vergeet te vermelden is dat de noemer in het begrip “schuldgraad” (= schuld gedeeld door BBP) met nominaal 26,03 procent is gedaald (reëel met 30,96 procent) tussen 2008Q4 en 2015Q1. Of nog: men moet de schuldgraad vermenigvuldigen met het BBP als men de publieke schuld wil kennen. Doet men dit dan vindt men voor 2008Q4 een Griekse publieke schuld van 293,7 miljard euro en voor 2015Q1 van 317,2 miljard euro – dat is een stijging met **8 procent** in plaats van met 46 procent. Verwonderlijk hoeft dit niet te zijn. Europa en het IMF hebben – louter economisch gezien – een kolossale blunder gemaakt bij de aanpak van de Griekse schulden crisis. Ze hielden in het geheel geen rekening met de specificiteit van de Griekse economie die een embryonale exportquote heeft. Ze hadden al te zeer het Argentijns scenario in het hoofd, die van een land dat zich arm moest bezuinigen om daarna via een herstelde competitiviteit, dankzij gestegen exporten, weer uit de put te kruipen. Als Financiënministers uit de Eurogroep nu vrijwel *uni sono* declameren dat Ierland, Spanje en Portugal dankzij opgelegde bezuinigingen hun schulden wisten te saneren, en dat Griekenland nu maar hetzelfde moet doen, dan bewijzen ze, met Jeroen Dijsselbloem en Wolfgang Schäuble op kop, hoezeer het slechts kortzichtige bijvoegseleconomen zijn (en zelfs nog niet eens dat in het geval van de jurist Schäuble), geen macro-economen. Zij vergaten dat bezuinigingen onmogelijk kunnen werken als een land geen uitlaatklep heeft via zijn exporten. Het enige wat ze bereikten is – zwaar tegengesteld tot wat in Ierland, Spanje en Portugal gebeurde, het BPP er in zes jaar tijd met 30 procent daalde. Als Dijsselbloem en zijn gezellen in de Eurogroep afkomen met het verhaal dat ze Griekenland op de goeie weg hielpen, want dat dankzij de loonmatiging de exportquote er flink was gestegen, dan draaien zij het volk een rad voor de ogen. Zeggen dat de exportquote er steeg van 19,65 procent in 2008Q4 tot 25,25 procent in 2015Q1 is laten uitschijnen dat de export dankzij loonmatiging is gestegen. In werkelijkheid is de export per kwartaal *gedaald*, van 12.334 miljoen euro tot 10.941,6 miljoen euro.

De technuten van de ECB en van het IMF hebben nog steeds niet begrepen dat je geen crisis oplost door je arm te bezuinigen. Als er iets is waarin ik Keynes volledig gelijk geef – ook al is mijn voorstel om de crisis in de Lage Landen *tijdelijk* op te lossen verre van keynesiaans – dan is het wel dat geld opnieuw moet rollen in tijden van crisis. Maar hoe kan geld weer rollen in Griekenland als het ontvangen geld moet dienen om op veel te korte termijn schulden af te lossen ten einde ondergekapitaliseerde banken niet in zwaar weer te laten belanden? De internationale instellingen die ECB, de Europese Commissie en IMF zijn hebben het Griekse schuldenprobleem verkeerd aangepakt omdat ze het reduceerden tot een **politiek probleem** in plaats van tot een **economisch probleem**. Zij hadden, in samenwerking met de Europese Investeringsbank, moeten zoeken hoe de autonome investeringen in Griekenland konden worden opgetrokken om er de werkgelegenheid te verhogen in plaats van door een resem dwaze bezuinigingen de werkloosheidsgraad er te doen oplopen van 7,8 procent in 2008 tot 26,5 procent in 2014 (cijfers van Eurostat), en de jeugdwerkloosheid van een kwart tot meer dan vijftig procent. Of met de woorden van Bas Jacobs (2015): “Alleen maar bezuinigen, lasten verhogen en te weinig hervormen heeft de Griekse economie in puin gelegd. De diepe economische depressie in Griekenland bewijst het totale failliet van het gevoerde macro-economische beleid van de eurolanden. Het Griekse nationale

³⁴⁹ Grauwe, Paul de— (2015a), “The Greek Election 2015 – Revolt of the Debtors”, *Social Europe*, January 5, URL: <http://www.socialeurope.eu/2015/01/greek-election-2015/>.

Grauwe, Paul de— (2015b), “De ECB Zal Moeten Beslissen over een Grexit, en dat Is Dramatisch voor de Eurozone”, *De Morgen*, 15 juni.

Grauwe, Paul de— (2015c), “In de Onderhandelingen over Griekenland Zijn er Alleen Waaghalzen en Dommeriken”, *De Morgen*, 22 juni.

inkomen is sinds 2008 meer dan een kwart gekrompen. De Griekse economie komt, nadat het even was opgekrabbeld, volgens de ramingen weer tot stilstand in 2015. Ik vermoed dat Griekenland nu alweer in recessie is beland. De werkloosheid staat in 2014 op 26,5 procent en de jeugdwerkloosheid was in 2013 al opgelopen naar 58,3 procent."

Toeconomen als Paul Krugman en Joseph E. Stiglitz, die mijlenver verwijderd zijn van het politieke gekibbel in het zwaar zieke Europa, en die het Griekse schuldenprobleem als macro-economen bekeken, en niet door de politieke bril van Merkel en Schäuble, die alleen geïnteresseerd zijn in een Europa naar Duits model, hebben van de eerste minuut begrepen dat de austeriteitspolitiek die Europa en het IMF Griekenland oplegden een economische blunder van formaat moest worden. In Griekenland ging het niet om een herstel van de competitiviteit, omdat Griekenland niets uit te voeren heeft, moest het gaan om een herstel van de private koopkracht. In tegenstelling tot de landen van de Eurogroep, die vrijwel allemaal politiek gebonden Financiënministers hebben met te weinig macro-economisch doorzicht, kreeg Griekenland na de verkiezingsoverwinning van het radicaal-linkse Syriza een Financiënminister, gepokt en gemazeld in de macro-economie als gedoceerd aan de beste Amerikaanse universiteiten, die helemaal niet politiek gebonden is als zijn collega's in de Eurogroep. Dat dit tot een open botsing moest komen was onvermijdelijk. Varoufakis, zelf geen lid van Syriza, begreep als geen ander binnen de Eurogroep dat de opgelegde austeriteitspolitiek economisch van geen kanten kon werken in Griekenland.

De complete gedachte om het Griekse schuldenprobleem over te laten aan de ECB, het IMF en de Europese Commissie, was vanaf de eerste dag fout. Hadden ze hun eigen standregels toegepast dan konden ze niet doen wat ze nu wel deden: geld lenen aan een staat die vanaf de eerste dag virtueel in staat van faillissement verkeerde. Willem H. Buiter, topeconoom van de Amerikaanse Citigroup, die in 2012 samen met Ebrahim Rahbari de term "grexit" bedacht³⁵⁰ – en die als ieder econoom die naam waardig een tegenstander is van een grexit – heeft hierover een interessant voorstel gedaan in de *Financial Times*. Ik citeer het in extenso.

"First, as regards fiscal austerity and structural reforms, the Greek government should be told it is free to do as it pleases. The awkward ritual of oversight by international institutions (formerly known as the troika) should end. Second, the debts owed by the Greek state to the European institutions and the International Monetary Fund have to be dealt with. The European Central Bank feels itself unable to extend these debts, arguing that doing so would amount to the monetary financing of a eurozone government, which is proscribed by treaty. Instead, they should be bought by the European Stability Mechanism, the emergency fund established by eurozone states in 2012. This could be done via a loan to Athens that involves no debt service for the next few years. Since most of Greece's other sovereign liabilities have long maturities and deferred interest payments, payments to creditors would fall sharply.

Third, international institutions would not lend the Greek state any more money. The remaining €7.2bn committed to the existing bailout programme would not be disbursed. The Greek government would be on its own. Fourth, to prevent money from international monetary institutions finding its way into Greek government coffers by the back door, the ECB would strictly enforce its risk-management framework, no longer accepting exposure to the country's sovereign debt. Such debt would be excluded from its programme of asset purchases, launched earlier this year to provide a monetary stimulus to the eurozone economy. It would no longer be accepted as collateral for lending to eurozone banks, either in the course of routine funding operations or emergency assistance to banks facing liquidity problems. These actions by the ECB would result in many Greek banks being unable to fund themselves.

*So the fifth element of the plan would entail recapitalising and restructuring these banks, to enable them to function without relying on government collateral. This work should be carried out by the European authorities. Greek banks would continue to have access to routine ECB funding, and to emergency liquidity assistance if necessary, provided they are deemed solvent and can offer adequate collateral, unrelated to the government. The ECB would bar Greek banks from making new loans to the state; existing bank holdings of Treasury bills and other Greek sovereign debt would run off as they mature. Any attempt by the state to expropriate money from the banks via a capital levy would be treated as a hostile act. This proposal returns ownership of Greek policies to the Greek population. It establishes a drastic form of banking union for Greece, making it possible to rescue the banks without rescuing the government. It reinforces the principle that monetary union is no obstacle to an orderly restructuring of the sovereign debt of one of its members. It ends the soft bailouts of the Greek banks and government that have been conducted under the guise of liquidity assistance, thereby capping the damage done to the ECB's credibility."*³⁵¹

³⁵⁰ Buiter, Willem H. and Ebrahim Rahbari (2012), "Global Economics View. Raising Risks of Greek Euro Area Exit", *Citi*, February 6. URL: <http://www.webcitation.org/682hCm51X>.

³⁵¹ Buiter, Willem H. (2015), "There is a Way Past the Insanity over Greece", *The Financial Times*, June 21.

Zie ook de commentaar van Bernard Delbecq van het plan dat Larry Summers voor Griekenland voorstelde in: Delbecq, Bernard (2015b), "Two Alternative Plans to Avoid a Grexit", *EconoMonitor*, June 22.

URL: <http://www.economonitor.com/blog/2015/06/two-alternative-plans-to-avoid-a-grexit/>.

Delbecq, Bernard (2015a), "Greece's Syriza Deserves the Benefit of the Doubt", *EconoMonitor*, February 17. URL: <http://www.economonitor.com/blog/2015/02/greeces-syriza-deserves-the-benefit-of-the-doubt/>. Zie verder nog:

Delbecq, Bernard (2013), "Proposal for a Stabilisation Fund for the EMU", UCL, *CEPS Working Documents*, N° 385.

Blanchard, Olivier (2015), "Greece: A Credible Deal will Require Difficult Decisions by All Sides", *Vox CPER's Political Portal*, June 15, URL: <http://www.voxeu.org/article/greece-credible-deal-will-require-difficult-decisions-all-sides>.

4. DE TRIESTE TRIOMF VAN DE BIJVOEGSELECONOMEN³⁵²

In de afgesprongen onderhandelingen van zaterdag 27 juni 2015 hebben **beide partijen verloren**. Allebei zaten ze muurvast in hun eigen logica. Voor Dijsselbloem en 18 andere Financiënministers was dat een **politieke logica**, overtuigd als ze waren dat er geen andere oplossing is dan die van een austeriteitspolitiek. Voor Varoufakis, een gewezen hoogleraar economie aan de Texas University, was dat een **economische logica**: het inzicht dat een austeriteitspolitiek geen uitweg is, dat het de dingen alleen maar erger maakt. Het ongeluk wil dat er geen Herman van Rompuy meer is die achter de schermen een verzoening weet te bepleiten. Hij is als president van de EU ondertussen opgevolgd door de Pool Donald Tusk die, voor zover bekend, geen bemiddelende rol in het conflict heeft gespeeld. Die onderhandelingen hadden snel niets meer met economie te maken. Met Alexis Tsipras – een politicus – erbij, ontaardden ze in zielige politieke spelletjes van partijen die onder geen beding **gezichtsverlies** wilden lijden. Tsipras, die de verkiezingen van 5 januari 2015 had gewonnen onder het motto dat zijn partij niet zou blijven plooiën voor de eisen van de trojka, ging als eerste door de mand. Hopeloos op zoek naar liquiditeiten, alvorens straks te moeten gaan aankloppen bij het Rusland van Vladimir Poetin, had hij al zoveel toegevingen gedaan aan de eisen van de trojka, dat er steeds meer tegenstand kwam van de extreem-linker vleugel van Syriza. Dus had hij een *deus ex machina* nodig om zijn gezicht te redden en bedacht hij de truc met het democratisch referendum waar de Grieken op zondag 5 juli mochten beslissen of ze de door de trojka opgelegde bezuinigingen al (= NAI = ja) dan niet (= OXI = neen) nog langer wilden slikken. Hiermee zette hij zijn minister van Financiën, Varoufakis, voor een voldongen feit. Wat anders kon die doen – alweer om het eigen gezicht te redden – dan opstappen bij de besprekingen van de Eurogroep, geleid door Jeroen Dijsselbloem? Langs de andere kant konden de 18 andere ministers van Financiën van de Eurogroep (waaronder een hoop economische lichtgewichten) niet anders doen dan verdere toegevingen aan Griekenland te weigeren, nu zowel Christine Lagarde namens het IMF en Mario Draghi namens de ECB omwille van standrechtelijke redenen gewoon geen verdere toegevingen meer konden doen aan een land dat virtueel failliet was. Op die manier konden de ministers van de Eurogroep hun gezicht redden door uit te pakken met het verhaal dat zij al gedaan hadden wat ze konden, maar dat de Grieken niet wilden luisteren. Dat het om een politiek spelletje gaat, dat niets met economie te maken heeft, wordt goed en wel bewezen door de uitspraken na de afgesprongen vergadering van Pierre Moscovici (de Franse eurocommissaris voor Economische en Financiële Zaken) en van Luis de Guindos (de Spaanse minister van Financiën die getipt wordt als opvolger van Dijsselbloem als voorzitter van de Eurogroep). Volgens het klaar kijkende tweetal stond Athene inderdaad “op enkele centimeters” (Moscovici) en “op minder dan een duimbreedte” (de Guindos) van een akkoord met zijn schuldeisers.

Hierover schrijft *De Morgen* op 26 juni 2015: “Op papier lijken de verschillen overbrugbaar. Zo vraagt de trojka 1,8 miljard euro meer btw-opbrengst en is Athene nu bereid tot bijna 1,7 miljard te gaan. Verder wil Athene de pensioenhervorming iets verzachten en langzamer invoeren, halveert het de voorgestelde defensiebezuiniging (geen 400 maar 200 miljoen) en trapt het op de rem bij verdere privatiseringen. Volgens een nauw betrokken Commissie-amttenaar zijn deze tegenstellingen geen Grexit (vertrek Griekenland uit de eurozone) waard en moet een akkoord snel op tafel kunnen liggen.” Om het compleet economisch onverantwoord te maken eisten de schuldeisers, aldus Reuters, op het laatst nog een hogere tonnagebelasting voor de Griekse scheepvaart en het afschaffen van een reeks belastingvoordelen voor diezelfde scheepvaart, toevallig samen met het toerisme de hoogste bron van inkomsten en de enige sector waar de werkgelegenheid nog stijgt. Ook dat toont aan dat hier geen economen aan het werk zijn maar **politici met een kruideniersmentaliteit**.

Nadat het politieke kalf verdrongen was gingen beide protagonisten, Griekenland en Europa, doodgewoon verder met datgene waarin ze zoveel bekwaamder zijn dan in monetaire economie, namelijk met een politiek steekspel. Terwijl Tsipras voor de camera's zijn volk opriep om “neen” te stemmen, pakte een emotioneel bewogen Jean-Claude Juncker, als president van de Europese Commissie uit met de smeekbede om “ja” te stemmen. En ondertussen hadden de media het over het nakende faillissement van Griekenland, net als bestond er een volkenrechtelijk beginsel dat staten tegenwoordig failliet kunnen gaan. Natuurlijk kan Griekenland niet failliet gaan als het op 30 juni nalaat het IMF te betalen: staten gaan nooit failliet, punt uit. Meer dan over een *failing nation* kan er niet gepraat worden, dus van een staat die faalde zijn

³⁵² De term “bijvoegseleconomen” is een parafrasering op wat de vertegenwoordigers van het *New Criticism* in de literatuurwetenschap “bijvoegselfilosofen” noemden. Dan heb ik het over Ivor Armstrong Richards (1893-1973) en Charles Kay Ogden (1889-1957) in Engeland; over John Crowe Ransom (1888-1974) met zijn boek *The new criticism* (1941) in de Verenigde Staten; over in zijn voetspoor tal van anderen zoals Allen Tate (1899-1979), Cleanth Brooks (1906-1994), en Robert Penn Warren (1905-1989). Structuur en betekenis van teksten verhouden zich volgens hen tot elkaar zoals twee bladzijden van eenzelfde blad papier, dus – aldus de aanhangers van de *New Critics* – moest het nu maar eens uit zijn met boekbesprekingen van bijvoegselfilosofen (“the work of non-academic critics or book reviewers”) die buitentekstuele overwegingen in hun bespreking opnamen. Voortaan mochten literaire teksten enkel nog wetenschappelijk worden benaderd, kwamen er methodologische voorschriften hoe teksten moesten worden geïnterpreteerd, en werd het uiten van waardeoordelen over literaire teksten met alle mogelijke banbliksems overladen. In Nederland werd deze opvatting over literaire kritiek, die ik overigens hoegenaamd niet deel, overgenomen door de literaire beweging rond *Merlyn* met als voornaamste vertegenwoordigers J.J. Oversteegen (1926-1999), H.U. Jessurun d'Oliveira (°1933), Kees Fens (1929-2008) en R.A. Cornets de Groot (1929-1991).

betalingverplichtingen na te komen. Dat grexit nu zeer nabij is, is wel de verzwegen hoop van een aantal politici, maar dat dit voor heel Europa een nederlaag zou zijn leerden de beurzen op maandagmorgen 29 juni. De ministers van de Eurogroep hadden zich sterk gemaakt dat er geen besmettingsgevaar meer van een mogelijk grexit kon uitgaan, maar plots steeg de rente in heel zuidelijk Europa – in Spanje, in Portugal en in Italië – wat er op wijst dat de financiële markten weldegelijk opnieuw zijn gaan twijfelen aan de kredietwaardigheid van die landen. En op alle beurzen zakte de wisselkoers van de euro, zowel tegenover de Australische dollar, de yen, het pond sterling, en de Amerikaanse dollar.

Europa kan zich de luxe van een grexit niet veroorloven als het wil vermijden dat straks banken als Barclays, HSBC, BNP Paribas of Deutsche Bank, die allemaal met *credit default swaps* op de kredietwaardigheid van Griekenland hebben gewed – als gold het een soort paardenwedrennen – straks zwaar in de problemen komen in een wereld waar een door niemand gekozen snertinstelling als ISDA (*International Swaps and Derivates Association, Inc.*) naar eigen goeddunken zou mogen beslissen of de kredietrisico's al dan niet moeten gehonoreerd worden. En zo komt het dat een landje dat instaat voor amper 1,29 procent van de productie van de Europese Unie wereldwijd kan zorgen voor groeiende onrust op de financiële markten en dat het de euro kan doen wankelen. Alsof iemand daarbij iets te winnen had. Of de *laus stultitiae* van een macaber spel dat "politiek" heet.

Ondertussen kramen allerlei beursbladen, misleid door politieke verblindings, de grootste economische onzin uit. Zo schrijft de anders zo behoedzame Daan Killemaes, hoofdredacteur van *Trends*: "*Voor de euro en de Europese economie is een grexit geen ramp. Integendeel: de euro komt er sterker uit als de lidstaten die niet bereid zijn de spelregels te volgen, de uitgang wordt gewezen. Vergeet niet dat vooral Spanje, Portugal, en Ierland – de eurolanden die wel al fors hebben hervormd het minst flexibel waren in de onderhandelingen met Griekenland. De euro kan het zich niet veroorloven regimes te belonen die er de kantjes aflopen. Een euro met zwartrijders als Syriza heeft geen toekomst. Nee, de euro zonder Griekenland kan een hechter blok vormen, zeker als het wedervaren met Griekenland de euroleiders inspireert om de volgende stappen te zetten in de uitbouw van een politieke unie boven de euro en om de constructiefouten minstens gedeeltelijk te corrigeren. Een grexit hoeft niet het einde van de euro in te luiden, het is een unieke kans op een nieuwe start.*"³⁵³ Hier is opeens niet langer een vakeconoom aan het woord, plots een politieke spreekbuis in het verlengde voorganger (ondertussen Belgisch minister van Financiën). Dat de spelregels voor Spanje, Portugal en Ierland geen ramp waren, voor Griekenland duidelijk wel, is iets wat Killemaes plots over het hoofd ziet. En wat er straks met al die verarmde Grieken moet gebeuren ontsnapt ook aan zijn aandacht. De Europese solidariteit houdt voor Daan Killemaes, opeens politicus, niet langer econoom, op waar radicaal-links begint. Dat is een politiek statement, geen economisch inzicht. Hiermee schrijft hij zich in, in de gedragslijn die Merkel en Schäuble voor Europa hebben uitgestippeld, dat er in een door Duitsland gedictieerd Europa geen plaats kan zijn voor *Die Linke*. Maar inzicht, een econoom waardig, dat Europa en het IMF de Griekse schulden crisis verkeerd hebben aangepakt, dat vind je bij Killemaes niet. Hij valt plots uit zijn rol van goed beursanalist. Natuurlijk weet hij als econoom dat de financiële markten huiveren voor onzekerheid en chaos, dat er dan een situatie ontstaat die heel onvoorspelbaar is. Maar plots gevangen in een politieke logica, vergeet hij dat. Als nieuwe start van een Europa zonder Griekenland dreigen beleggers, die verkeerd speculeerden, plots fortuinen te kunnen verliezen.

Verrassend was wat Jeroen Dijsselbloem, voorzitter van de Eurogroep, het Nederlandse parlement op 2 juli 1915 kwam vertellen. Ik citeer de *Financial Times*: "*One illusion must be swept from the table: that if the outcome (of the Greek referendum – jpv) is negative then everything can be renegotiated and you will end up with an easier and more attractive package. If people say they don't want that, there is not only no basis for a new programme, there is also no basis for Greece in the euro zone.*" Hiermee vallen de politieke maskers ogenschijnlijk af. Een verzameling van economische lichtgewichten geeft hier blijkbaar de verborgen agenda van de Eurogroep prijs: Griekenland moet uit de EMU. Wegens het **onomkeerbaar** van het Verdrag van de Unie kan Europa Griekenland niet dwingen tegen zijn zin de eurozone te verlaten. Maar Europa kan er via de zwakke banken Griekenland wel toe dwingen. Hoezo? Na een wanbetaling van 1,6 miljard euro aan het IMF heeft Griekenland wel de plicht om per 20 juli 2015 een som van 3,46 miljard terug te betalen aan de ECB, wat bij niet naleving gebruikt kan worden om alle verdere noodhulp aan het land definitief op te schorten, zei RTL-Z beursanalist Mathijs Bouman.

"*Griekse banken hebben al langere tijd te maken met mensen en bedrijven die geld van hun rekening halen. In feite hebben de banken niet genoeg geld in kas om uit te betalen. Dat zij dat nog wel kunnen, komt doordat de ECB steeds toestemming heeft gegeven aan de Griekse nationale bank om geld uit te lenen aan de Griekse banken. Dat heet Emergency Liquidity Assistance (ELA). De ECB mocht die toestemming om geld te lenen alleen geven aan solvabele - dus financieel stabiele - banken en tegen voldoende onderpand. Het is de vraag of banken die voor hun solvabiliteit afhankelijk zijn van door overheid gegarandeerde obligaties, na wanbetaling door de Griekse overheid nog wel stabiel zijn. ELA is dan echter nog steeds wel mogelijk. Afgelopen weekend besloot de ECB het bedrag aan noodsteun niet te verhogen en te bevriezen op de huidige circa 89 miljard. (...) Vooral Nederland en Duitsland zouden het wel genoeg vinden en zouden willen dat het noodkrediet per direct wordt stopgezet, omdat ze bang zijn dat het geld nooit meer terugkomt. Op 20 juli moet Griekenland de ECB 3,5 miljard euro terugbetalen. Als ze dat niet doen, dan kan de ECB onmogelijk volhouden dat het onderpand*

³⁵³ Killemaes, Daan (2015), "Grexit is een Nieuwe Start voor Euro", *Trends Opinion*, 1 juli. URL: <http://trends.knack.be/economie/beleid/grexit-is-nieuwe-start-voor-euro/article-opinion-583469.html>.

van de Griekse banken voldoende is om te accepteren voor noodleningen. Als ze dat niet meer kunnen volhouden, dan ligt de stekker uit de noodleningen."³⁵⁴

Tsipras vergiste zich dus als hij dacht dat hij bij een massaal OXI bij het referendum in een betere onderhandelingspositie zou komen te staan. Voor macro-economen – en zeker voor Varoufakis – was het al langer duidelijk dat Griekenland eindeloos veel meer nodig had dan de 7,2 miljard euro van de instellingen. Minstens het tienvoudige was nodig nadat Europa Griekenland vijf jaar lang misbruikte om zijn Europese banken de redden op de kap van de Griekse bevolking. Het referendum, waarbij 61,2 procent van de Grieken op zondag 5 juli tegen verdere bezuinigingen stemde, werkte bij zulke politici als Angela Merkel, Mark Rutte, Borut Pahor (premier Slovenië), en de Financiënministers Wolfgang Schäuble (D), Jeroen Dijsselbloem (NL), Alexander Stubb (SF), Peter Kažimír (SK) en Johan van Overtveldt (B), als een rode lap op een stier. Het stond in de sterren geschreven dat ze de "communist" Tsipras een lesje zouden leren dat hij niet licht zou vergeten. In plaats van versterkt aan de onderhandelingstafel te verschijnen zouden ze hem tot moes prakken. Varoufakis beseftte dit beter dan wie ook en hield de eer aan zichzelf. Daags na het referendum stapte hij op als minister van Financiën. Hij werd opgevolgd door Euclides Tsakalotos, een hoogleraar economie, minder flamboyant, minder arrogant dan zijn voorganger. Wat hem en Tsipras zwak deed staan was dat zij in de loop van juli 2015 nog 452 miljoen euro moesten terugbetalen aan het IMF, 3,46 miljard euro aan de ECB en dat er voor 2 miljard euro staatsbons moesten worden geherfinancierd. In de loop van augustus 2015 moest er nog eens 176 miljoen euro aan het IMF worden betaald, een nieuwe schijf van 3,2 miljard euro aan de ECB en moesten er voor 1 miljard euro staatsobligaties worden geherfinancierd. Telt men er de achterstallige 1,6 miljard euro bij het IMF bij dan moest Griekenland in twee maand tijd in totaal 8,888 miljard op tafel kunnen leggen. De 7,2 miljard euro noodhulp dat Griekenland zou hebben gekregen (ware het IMF tijdig betaald) volstond dus niet eens om de voortdurend nieuwe schulden af te lossen, laat staan dat voor 3 miljard waardepapieren zouden geherfinancierd kunnen zijn geworden. Deze cijfers tonen glashelder aan hoezeer de Griekse regering met de rug tegen de muur stond als het bij het ESM om nieuw geld moest bedelen.

5. HET EUROPA VAN SCHÄUBLE EN VAN DE BIJVOEGSELECONOMEN VAN DE EUROGROEP

Aan de vooravond van de Eurotop van de regeringsleiders over de Griekse schulden crisis, op 12 juli 2015, was de toon al gezet binnen de Eurogroep. Daar was het Wolfgang Schäuble die met zijn *no nonsens* politiek de bakens uitzette. Hij verscheen aan de onderhandelingstafel met de eis dat Griekenland, als het een derde noodlening van Europa wilde, bereid moest zijn voor 50 miljard euro staatseigendommen³⁵⁵ over te maken aan een *onafhankelijk privatiseringsfonds*, een **garantiefonds** onder zijn leiding, die ze zou te gelde maken, inclusief havens, vliegvelden en overheidsbedrijven, om zo alvast de helft te reserveren voor de redding van de Griekse banken. Dat het ogenschijnlijk de bedoeling was de Grieken te vernederen werd door een aantal waarnemers afgeleid uit het feit dat Schäuble als garantiefonds dacht aan een filiaal van de Deutsche Bank in Luxemburg om de uitverkoop tegen braderieprijzen te organiseren. Bevestiging daarvan is er niet geweest. Wel kwam ter sprake in een programma met de Nederlandse econoom Arnoud Boot in *Nieuwsuur* op npo2. Mij is niet bekend waar Schäuble heeft leren rekenen, maar als ik lees dat het eigen vermogen van de Griekse overheid 32 procent van het Griekse BBP van 179,1 miljard euro is, dan gaat het om 57,3 miljard euro. En daarvan wil Schäuble 50 miljard euro privatiseren! Voorts was hij uiterst categoriek: als de Grieken die deal niet aanvaardden dan moesten ze prompt voor vijf jaar uit de eurozone worden gezet. Opeens werd een grexit bespreekbaar binnen de Eurogroep, iets wat voorzitter Dijsselbloem eerder kwam vertellen in de Nederlandse Tweede Kamer.

Tegen de avond had de Eurogroep een voorstel van vier bladzijden klaar dat de Eurotop van regeringsleiders er op zondag maar moest zien door te drukken. In totaal ging het om twaalf hervormingen waarvan enkele economisch te verdedigen waren. Dat de inning van de belastingen in Griekenland nu maar eens ordentelijk moest geschieden was voor iedereen aanvaardbaar. Dat een grote schoonmaak in de corrupte ambtenarij zich opdrong was werd door niemand betwist. Ook werd er terecht een digitaal kadaster van alle eigendommen geëist – iets waarvoor Europa eerder al 100 miljoen euro had uitgetrokken en dat in niet-digitale vorm nog voor geen vijfde af was. Voorts moest het nationaal instituut voor de statistiek, dat in het verleden goochelde met cijfers, onder Europese controle komen te staan. Dat de pensioenleeftijd voor de ambtenaren – met 55 jaar zowat het laagste in Europa – omhoog moest was eveneens economisch verdedigbaar, maar niet dat de

³⁵⁴ RTL-Z (2015), "Eventuele Grexit zal gaan via Banken", 1 juli. URL: <http://www.rtlnieuws.nl/economie/home/eventuele-grexit-zal-gaan-banken>.

³⁵⁵ Die eis was trouwens niet nieuw, was al bedongen bij het toekennen van de tweede noodlening aan Griekenland. Maar omdat de uitverkoop voorlopig slechts 4 miljard euro had opgebracht wilde Schäuble – zwaar tegen de mening van de Franse minister van Financiën Michel Sapin (die enkel steun kreeg van zijn Italiaanse en Cypriotische collega van Pier Paolo Padouan en van Harris Georgiades) – van de wanhoopsituatie van Griekenland gebruik maken om de eis deze keer zeer expliciet te hernieuwen.

Grieken met zijn allen tot 67 jaar zouden moeten blijven werken, want dan komt er geen ruimte om de torenhoge jeugdwerkloosheid (meer dan 50 procent) te bestrijden. De economisch volslagen onzin dat de BTW moest worden verhoogd, ook op de afgelegen eilanden, bij lagere lonen en hogere belastingen, kreeg Tsipras eveneens in de maag gesplitst, terwijl iedere econoom zal beamen dat je geen crisis oplost door verder te snoeien in de private koopkracht als er geen reële exportmogelijkheden zijn. Dat wat in Ierland, Spanje en Portugal nog (gedeeltelijk) werkte, in Griekenland onmogelijk kan werken, is iets wat je er bij het kransje Financiënministers van de Eurogroep onmogelijk in krijgt. Voor iedere macro-econoom is het zonneklaar dat de austeriteitspolitiek die Europa Griekenland oplegde vijf jaar lang heeft gefaald. Het heeft niet belet dat men met dezelfde desastreuze politiek – die aanvankelijk vooral bedoeld was om de Europese banken op de kap van de Grieken te redden (stelling van Koen Schoors) – wil blijven doorgaan, nu wel om de Griekse banken te redden.

Ik volg Paul de Grauwe als hij stelt dat Duitsland een hele natie wou afstraffen als lesje voor de anderen. Hij schrijft: *"Er is een akkoord tussen de schuldeisers en Griekenland. Dat is positief nieuws. Zonder akkoord zou Griekenland in een ravijn zijn geduwd met nauwelijks te overziene economische en financiële schade, en met nog meer sociale drama's tot gevolg. Voor de rest is dit akkoord een volledige overwinning voor de harde Duitse houding, die zich tot doel had gesteld een hele natie af te straffen. Een voorbeeld moest worden gesteld om de anderen een lesje te leren. In de rij lopen op Duitse wijze wordt het richtsnoer voor de manier waarop de eurozone in de toekomst zal worden geleid."*³⁵⁶ Voor de camera ging zijn collega Koen Schoors, hoogleraar financiële economie aan UGent, nog een stap verder. Hij noemde de aanzet tot akkoord die de Eurotop goedkeurde "bijna crapuleus". Ook had hij het over *bank runs* die door de dwaasheid van de Eurogroep werden uitgelokt. Even scherp was Paul Krugman in *The New York Times*. Hij schrijft: *"Suppose you dearly want to see Syriza out of power. Suppose, even, that you welcome the prospect of pushing those annoying Greeks out of the euro. Even if all of that is true, this Eurogroup list of demands is madness. The trending hashtag ThisIsACoup is exactly right. This goes beyond harsh into pure vindictiveness, complete destruction of national sovereignty, and no hope of relief. It is, presumably, meant to be an offer Greece can't accept; but even so, it's a grotesque betrayal of everything the European project was supposed to stand for."*³⁵⁷ Ook die andere Nobelprijswinnaar Economie, Joseph E. Stiglitz, hoofdeconoom van de Wereldbank, noemde het afgesloten akkoord je reinste waanzin: *"Je kunt geen eurozone beheren zonder een minimum aan solidariteit. Deze crisis ondergraaft volledig de gemeenschappelijke visie en de Europese solidariteit. Het is een ramp."*³⁵⁸ Zelfs Olivier Blanchard, de hoofdeconoom van het IMF bestempelde het akkoord als "an act of folly". Op geoefend kontdraaijer en Belgisch minister van Financiën, Johan van Overtveldt, die destijds als hoofdredacteur van *Trends* een vurig voorstander was van een grexit, maakt het allemaal geen indruk. Hij kent zoveel betere economen die het tegendeel beweren. Namen citeren lukt hem niet. Dan denk ik – stout van mij – was hij maar de Al Bundy van Shoeconfex gebleven in plaats van in de Eurogroep te gaan zetelen. In die groep was Yanis Varoufakis de enige macro-econoom midden een bende bijvoegseleconomen op klompen (naar het voorbeeld van ... landbouweconoom Jeroen Dijsselbloem).

Het beginselakkoord dat na zeventien uren vergaderen uit de bus kwam – en dat tot een botsing tussen Merkel en Hollande leidde – is een draak. Onwerkbaar. Bovendien krijgt Tsipras welgeteld 48 uren tijd om alle geëiste hervormingen door het parlement te sleuren en er precies het omgekeerde te doen van wat hij het volk een week eerder liet stemmen. Het enige wat hij bereikt heeft is dat het privatiseringsfonds niet in handen komt van Schäuble en van Deutsche Bank zoals blijkbaar initieel gepland. Voor de rest wordt Tsipras voor zijn opeenstapeling van politieke blunders genadeloos afgestraft. VRT-journalist Rob Heirbout heeft het over *De ultieme vernedering van Athene*.³⁵⁹ De gedwongen privatisering van overheidsbedrijven en Griekse staatseigendom op Duits Diktat is een verdoken poging om de vrije markteconomie over heel Europa te doen triomferen. Een vrije markteconomie die tijdens de *Grote Recessie* het meest in Europa heeft gefaald. Het blijft neoliberalisme op Duits-Fins-Nederlands-Belgisch bevel zonder inspraak van het Europees parlement. De grootste verliezer van de Griekse tragedie is veel minder de klungelende Tsipras dan wel Europa dat er gehavend uitkomt en dat er vooral in geslaagd is dat Geert Wilders, Marine Le Pen en Gouden Dagenraad er straks electoraal munt uit kunnen slaan.

Over een binnen de Eurogroep plots bespreekbaar geworden grexit zei Varoufakis destijds al: *"A Greek or a Portuguese or an Italian exit from the Eurozone would soon lead to a fragmentation of European capitalism, yielding a seriously recessionary surplus region east of the Rhine and north of the Alps, while the rest of Europe is would be in the grip of vicious stagflation. Who do you think would benefit from this development? A progressive left, that will rise Phoenix-like from the ashes of Europe's public institutions? Or the Golden Dawn Nazis, the assorted neofascists, the xenophobes and the spivs? I have absolutely no doubt as to which of the two will do best from a disintegration of the eurozone."* De afgetreden minister van Financiën, die het 'grakkoord' over de hele lijn verwerpt, besluit met: *"Bij de staatsgreep gebruikten ze tanks als wapen om de democratie neer te halen. Deze keer zijn het de banken."*

³⁵⁶ Grauwe, Paul de— (2015d), "Duitsland wou een hele natie afstraffen, als lesje voor de anderen", *De Morgen*, 13 juli.

³⁵⁷ Krugman, Paul (2015c), "Killing the European Project", *The New York Times*, July 12.

³⁵⁸ Waard, Peter de— (2015), "Nobelprijswinnaars noemen eisen aan Griekenland waanzin", *De Volkskrant*, 14 juli.

³⁵⁹ Heirbout, Rob (2015), "De ultieme vernedering van Athene", *De Redactie*, 13 juli, URL:

<http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/opinieblog/analyse/1.2390073>.

Buitenlandse machten hebben de banken gebruikt om de regering over te nemen. Het verschil is dat ze deze keer alle publieke eigendommen overnemen."

Als politicus hoort Alexis Tsipras – zijn referendum was een misrekening van formaat – thuis in de galerij van belovers van gouden bergen die Europa rijk is. Dat hij het aangedurfd heeft een dergelijk Bloedakkoord te ondertekenen in ruil voor mogelijk **82 tot 86 miljard euro** noodhulp van het ESM was enkel mogelijk omdat de ECB hem dwong de banken te sluiten nadat Mario Draghi & Co besloten hadden geen verdere hulp meer te bieden aan de Griekse centrale bank. Als hij weigerde te aanvaarden haalde hij immers het bankroet van de door de ECB in de steek gelaten Griekse banken op de hals. Feitelijk heeft diezelfde ECB Tsipras tot volksverraad gedwongen. Toch had hij het been moeten stijf houden want het dreigement van Schäuble en Dijsselbloem om Griekenland uit de Eurogroep te zetten had niet de geringste juridische basis: Het Verdrag van Maastricht was immers onomkeerbaar en de Eurogroep is zelf in het geheel niet wettelijk verankerd. Dat werd trouwens bevestigd door een *official* van de Europese instellingen die moest toegeven: "**Well, the Eurogroup does not exist in law, there is no treaty which has convened this group.**" Onbegrijpelijk is dat Tsipras dit niet aanvoerde als contra-argument als Schäuble dreigde met een in de tijd beperkt grexit indien Griekenland zijn Diktat van Versailles niet aanvaardde. Hoe kon een kransje van bijvoegseleconomen, en zelfs nog minder dan dat in het geval van de jurist Schäuble (vooral uit op electoraal gewin voor de CDU in Duitsland), een kransje zonder stevige volkenrechtelijke basis, dreigen met een grexit om Tsipras te doen capituleren? Hierover zei Varoufakis nog dezelfde morgen van het "akkoord" in een interview met Harry Lambert van de *New Statesman*: "There was a moment when the President of the Eurogroup decided to move against us and effectively shut us out, and made it known that Greece was essentially on its way out of the Eurozone. ... There is a convention that communiqués must be unanimous, and the President can't just convene a meeting of the Eurozone and exclude a member state. And he said, 'Oh I'm sure I can do that.' So I asked for a legal opinion. It created a bit of a kerfuffle. For about 5-10 minutes the meeting stopped, clerks, officials were talking to one another, on their phone, and eventually some official, some legal expert addressed me, and said the following words, that 'Well, the Eurogroup does not exist in law, there is no treaty which has convened this group.' So what we have is a non-existent group that has the greatest power to determine the lives of Europeans. It's not answerable to anyone, given it doesn't exist in law; no minutes are kept; and it's confidential. So no citizen ever knows what is said within. ... These are decisions of almost life and death, and no member has to answer to anybody."³⁶⁰

Het heeft trouwens nog tot maanden na het door Varoufakis aangehaalde incident geduurd alvorens de juristen binnen de Europese Raad eruit geraakten. "Volgens de website van de Europese Raad en de Raad van de EU is de Eurogroep een 'informeel orgaan waarin de ministers van de landen van de eurozone aangelegenheden in verband met hun gedeelde verantwoordelijkheden met betrekking tot de euro bespreken.' Maar betekent een informele status dat de Eurogroep formeel helemaal niet bestaat? En is het waar dat de Eurogroep om die reden aan niemand verantwoording hoeft af te leggen? (...) De Eurogroep bestaat formeel wel, op papier en dus ook voor de wet, maar als informeel orgaan."³⁶¹ Er werd immers een A4'tje teruggevonden met protocol 14, artikel 1 van het Verdrag van Lissabon waar wel sprake is van de Eurogroep, maar waarin de werking en bevoegdheden niet werden beschreven, waardoor de groep wel formeel bestaat ... als een informeel orgaan. Met zulke amateuristische teksten, die enkel met haken en ogen aan elkaar hangen, wordt het Europa van Jean Monet, Konrad Adenauer, Robert Schuman, Winston Churchill, Paul-Henri Spaak, Alcide de Gasperi, Johan Willem Beyen, en zovele anderen, bijeen gehouden.

Uiteindelijk heeft het economisch zieke Europa, tegen de verwachtingen van de meeste economen in, gekozen voor wat Bas Jacobs een **doormodderscenario** heeft genoemd: "Zowel de Grieken als de eurolanden zijn het na vijf jaar doormodderen zat. Dit scenario zal zich alleen voltrekken als de huidige generatie politieke leiders zo bang is voor de economische en politieke consequenties van de andere twee scenario's dat ze macro-economische en politieke incompetentie blijven prefereren boven alles. In het doormodderscenario zijn de problemen rond Griekenland totaal niet opgelost en keren binnen afzienbare tijd weer terug. Het talent voor doormodderen maar in Europa echter nooit worden onderschat."³⁶² Eerder besloot hij al: "Het getuigt van collectieve waanzin de moraaltheologie van schuld en boete te verheffen tot de macro-economische politiek van de eurozone. Europa dient onverwijld onvermijdelijke verliezen uit het verleden te aanvaarden en de voorwaarden te scheppen voor een vruchtbare toekomst. Ik blijf daarom hopen – en misschien tegen beter weten in – dat het toch nog goed komt. Als het toch niet zou lukken om de Griekse toestand op te lossen, dan voel ik mij arm en beschaamd om Europeaan te zijn."³⁶³ Een schaamte die ieder ernstig econoom met hem zal delen.

Ondertussen houden de ieremiades in de goedkope kranten dat we met zijn allen weer eens moeten betalen om het corrupte Griekenland recht te houden maar niet op. Twee bedenkingen daarbij. *Primo* hoe komt het dat geen enkel land van de EU19 al dat aan Griekenland te storten geld in zijn begroting

³⁶⁰ Lambert, Harry (2015), 'Yanis Varoufakis Full Transcript: our Battle to Save Greece', *New Statesman*, July 13, URL: <http://www.newstatesman.com/world-affairs/2015/07/yanis-varoufakis-full-transcript-our-battle-save-greece>.

³⁶¹ Barbier, Jennie (2015), "Bestaat de Eurogroep formeel of niet?", *De Volkskrant*, 16 juli, URL: <http://www.volkskrant.nl/wetenschap/bestaat-de-eurogroep-formeel-niet~a4102086/>.

³⁶² Jacobs, Bas (2015b), "Drie Scenario's voor Griekenland voor Na het Referendum", *Follow the Money*, 5 juli. URL: <http://www.ftm.nl/column/drie-scenarios-voor-griekenland-na-het-referendum/>.

³⁶³ Jacobs, Bas (2015a), "Grexit: Economische Ramp voor de Grieken, Blamage voor de Eurolanden", *Follow the Money*, 18 juni.

moet inschrijven? Doodgewoon **omdat we al betaald hebben**, omdat er al 80 miljard in het ESM werd gestort, en omdat wat er nog zal moeten bijbetaald worden uit de kas van het garantiefonds moet komen, het fonds dat straks Griekse staatseigendommen tegen braderieprijzen mag uitverkopen. Dus laat die stemmenmakerij van *Het Laatste Nieuws* en *De Telegraaf* nu eindelijk eens ophouden. Het enige wat ermee bereikt wordt is dat – *secundo* – het euroscepticisme bij de gewone burger exponentieel toeneemt. En als Marianne Thijsen – eurocommissaris voor Werk, Sociale Zaken, Vaardigheden en Arbeidsmobiliteit in de commissie-Juncker – tot twee keer toe op de buis mag komen jammeren dat we nu al 35.000 euro per Griekse inwoner hebben moeten storten, dan zit daar geen enkel interviewer bij die repliceert dat de Griekse burger daarvan quasi geen cent heeft gezien, dat het hoofdzakelijk moest dienen om op de kap van de verpauperde Griekse bevolking onze banken recht te houden.

En ook quasi niemand die reageert als de nieuwe Duitse Bismarck, Wolfgang Schäuble dus, blijft beweren dat de Grieken er beter af van zouden zijn gekomen indien ze voor een grexit hadden gekozen. Als betreurde hij dat de murw geslagen Griekse parlementsleden ingestemd hebben met zijn eigen Bloedakkoord. Het siert Varoufakis trouwens dat hij als grote mijnheer heeft tegengesteld, tegen het Duitse Diktat. Ook quasi niemand die openlijk durft te beweren dat de ECB van Mario Draghi en consoorten, een politiek vuil spel heeft gespeeld door de geldkraan voor de Griekse centrale bank dicht te draaien tot het Griekse parlement van lieverlee met het Diktat van Schäuble had ingestemd. Nauw was het Diktat aanvaard of de geldkraan ging weer open: plots was er 900 miljoen euro voor de Griekse banken beschikbaar.

De ellende met het kransje bijvoegseleconomen van de Eurogroep is dat het blinde gelovers zijn. Neem een simpel econometrisch model van de Griekse economie, stop er de geëiste hervormingen in, en bekijk als uitkomst de matrix van impactmultiplicatoren: dan zal je een wetenschappelijk bewijs krijgen dat het doormodderscenario doodgewoon niet werkt. Maar ik durf betwijfelen dat met de cijfers in de hand je nog steeds niemand van het kransje zult overtuigen. Dan spreek je een taal die zij, moraalridders en boekhouders met stropdas en brilletje, niet zullen verstaan, omdat het niet hun kruidenierstaal is. En ondertussen werd de leider van het kransje uit dank voor de bewezen hand-en spandiensten aan Herr Schäuble beloond met een nieuw mandaat als voorzitter, weer voor twee en een half jaar. Leuk vooruitzicht voor schildknaap Dijssebloem, voorzitter van iets dat formeel wel bestaat maar informeel geen inhoud heeft. Of hoe virtueel het Europa van de collectieve waanzin wel kan zijn.

*Hoegaarden en Kapelle-op-den-Bos
9 september 2014-2 augustus 2015*

NAAR MIJN INZICHT DE 12 MEEST INNOVERENDE ECONOMEN

Mijn tweede passie, naast economie, is literatuur. Omdat ik altijd wilde weten wat nu eigenlijk de beste literaire teksten waren, ontwikkelde ik een systeem, dat ik *lettrometrie* heb genoemd, en dat in staat moest zijn de graad van innovatie van een literaire tekst uit te drukken in een cijfer van 0 tot 100. Daarbij steunde ik mij op het feit dat taal bestaat uit een veelheid van literaire codes (iconiciteit, indexicaliteit, symbolischeiteit, binaire oppositie) die naast wereldvisie, intertextualiteit en openheid meetbaar zijn. Dus met behulp van semiotiek en semantiek is de graad van vernieuwing van een tekst meetbaar door die te vergelijken met alle gedecodeerde teksten die ouder zijn dan de nieuw gedecodeerde tekst. Dan scoort *Ulysses* (1922) van James Joyce 99,13: dat wil zeggen dat als ik een willekeurig boek uit een imaginaire Wereldbibliotheek, geschreven vóór 1922, uit de kast zou halen er 99,13 procent kans is dat het minder innovatief is dan *Ulysses*. Ik heb – louter voor mezelf – daaraan gewerkt van 1968 tot 2013 en op die manier 3537 literaire teksten gedecodeerd. Zou ik het systeem even punctueel hebben toegepast – ik heb niet – op de paar duizend economische teksten die ik las dan zou ik een rangschikking hebben kunnen maken van de meest innoverende economische teksten die ik las. Het ging evenwel om zo'n veelheid van bladzijden dat ik mij – steeds gewoon voor mezelf – beperkte tot de nieuw ingevoerde begrippen of nieuwe theorieën van economen. Dan kwam ik tot de onderstaande 12 economen. Was ik louter subjectief tewerk gegaan, gewoon op mijn gevoel afgegaan, niet op mijn inzicht, dan stonden zulke dwarsliggers als Hyman Minsky, Steve Keen, Robert W. Clower, John E. Roemer, Thorstein Veblen of Joan Robinson er zeker tussen. Niet dat wetenschappelijk gefundeerd is, maar wie onderstaande economen aandachtig leest zal ongeveer weten wat economie de samenleving te bieden heeft.



François Quesnay (F)
(1694-1774)



Karl Marx (D)
(1818-1883)



Knut Wicksell (S)
(1851-1926)



Ludwig von Mises (A)
(1881-1973)



John M. Keynes (GB)
(1883-1946)



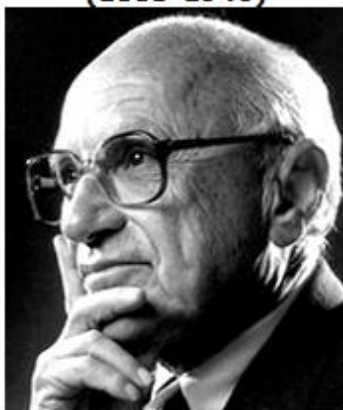
Kozo Uno (J)
(1897-1977)



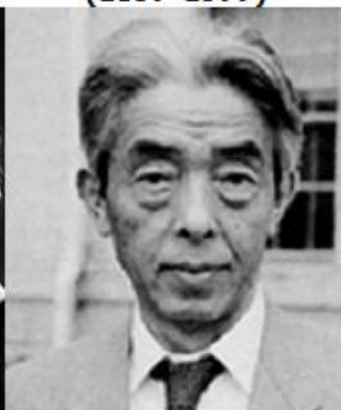
Michal Kalecki (P)
(1899-1971)



Bertil G. Ohlin (S)
(1899-1979)



Milton Friedman (USA)
(1915-2006)



Nobuo Okishio (J)
(1927-2003)



Joseph E. Stiglitz (USA)
(°1943)



Paul Krugman (USA)
(°1953)

HOE LEER IK ECONOMIE UIT AMPER 10 BOEKEN

Onlangs vroeg een jonge man met gezonde hersenen onder zijn schedel, maar die helaas de flierefluiter uithing tijdens zijn jeugd, of je economie op je eentje kan leren. Mijn antwoord is simpel. Wie niet dom is en de moed heeft twee jaar lang, minstens vijf uur per dag, de hierna opgesomde boeken te bestuderen, zal een eindeloos beter econoom worden dan sommige van die bijvoegseleconoompjes die we nu aan onze verkleuterde universiteiten aan het vormen (beter: misvormen) zijn. En onthoud ook dit nog: één van de grootste economen aller tijden, de Pool Michal Kalecki, heeft het ook in zijn eentje moeten leren. En toen waren er nog geen handboeken van zulke monumenten als Paul Krugman, Joseph E. Stiglitz of N. Gregory Mankiw. Alles kan voor wie gezond verstand heeft en een ijzeren wilskracht. Of je er rijk van zal worden? Dat is niet de bedoeling, maar het kan wel een heel stuk helpen, ja.

Opgelet: De meeste hieronder geciteerde werken kosten wel over de US \$ 200. Maar ze zijn het dan ook meer dan waard.

Inleidingen tot de economische wetenschap

Krugman, Paul and Robin Wells (2013a), *Microeconomics*, New York, NY: Worth Publishers, 3rd edition (597 pp).

Krugman, Paul and Robin Wells (2013b), *Economics*, New York, NY: Worth Publishers, 3rd edition (600 pp).

Mankiw, N. Gregory (2013), *Macroeconomics*, New York, NY: Worth Publishers, 8th edition (608 pp).

Stiglitz, Joseph E. and Carl E. Walsh (2006), *Economics*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company, 4th edition (897 pp).

Wolff, Richard D. and Stephen A. Resnick (2012), *Contending Economic Theories: Neoclassical, Keynesian and Marxian*, Cambridge, Mass: MIT Press, 1st (416 pp).

Twee onmisbare klassiekers

Keynes, John Maynard (1936), *The General Theory on Employment, Interest and Money*, New Delhi: Atlantic Publishers & Distributors, 2008 (357 pp).

Mises, Ludwig von— (1949), *Human Action: A Treatise on Economics*, Auburn, Alabama, 2007, 4 volumes (912 pp).

Inleiding tot de wiskunde

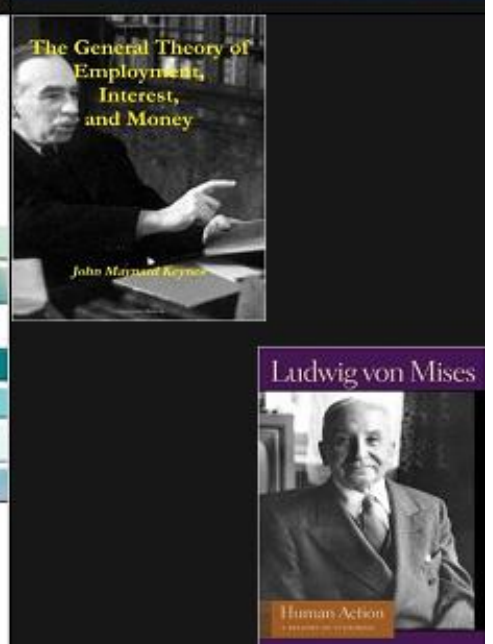
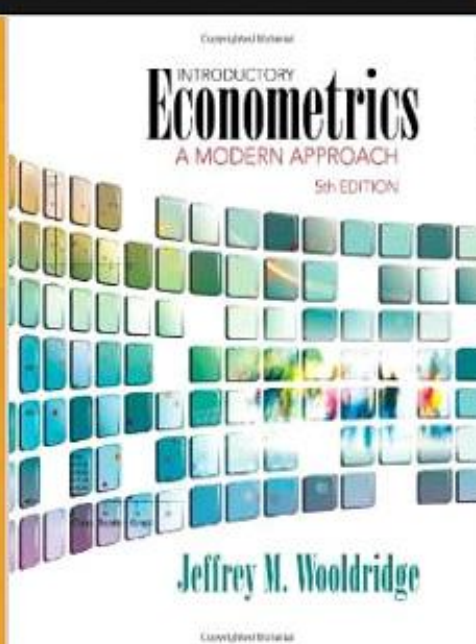
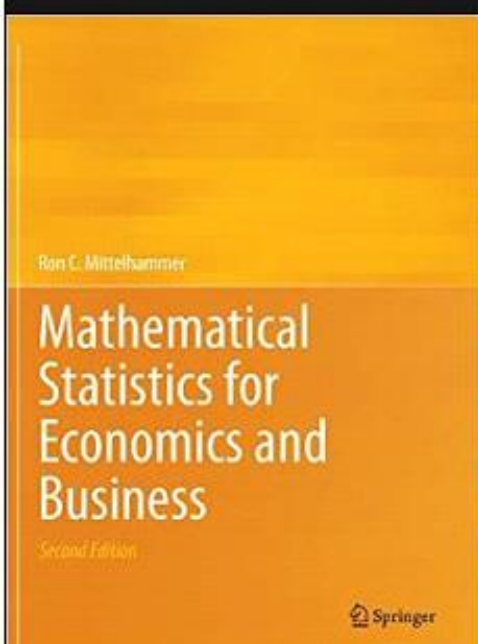
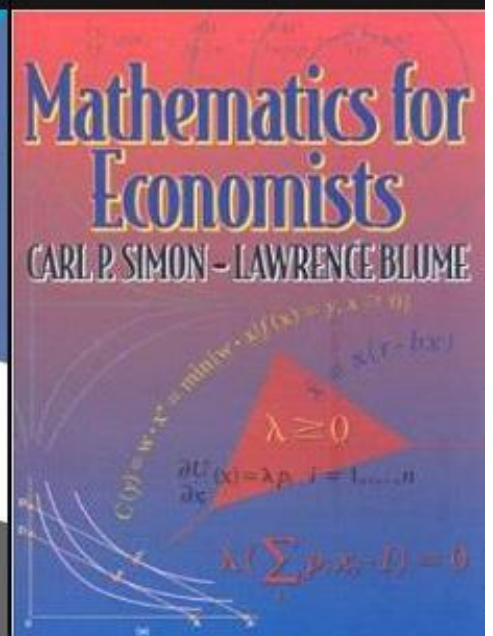
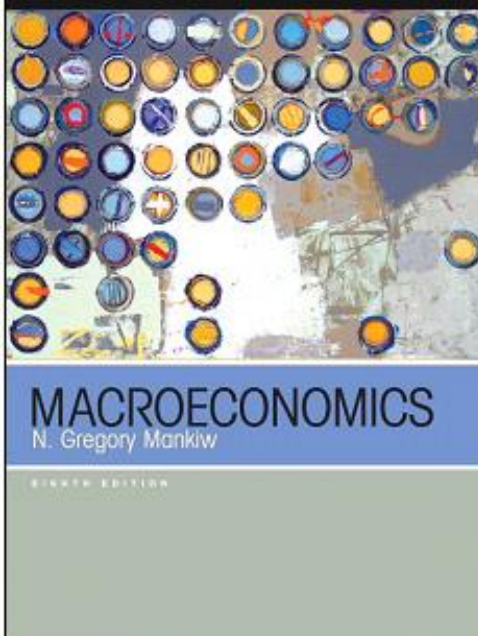
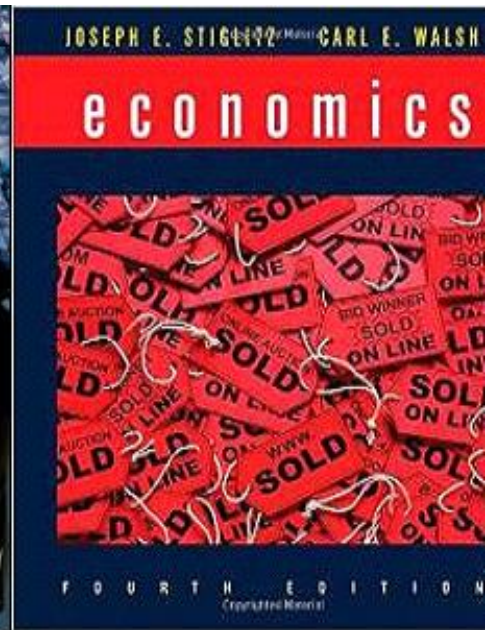
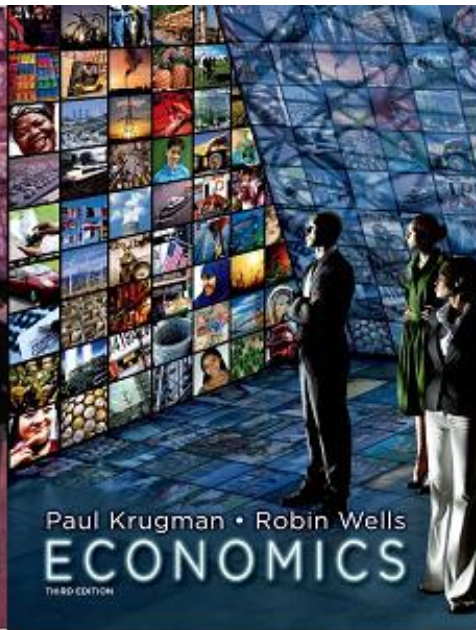
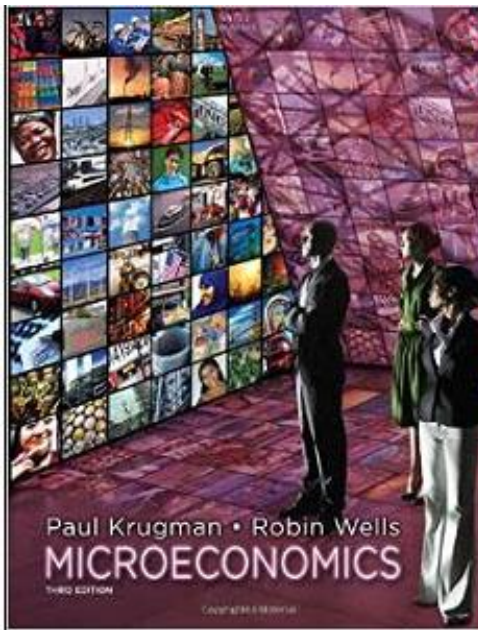
Simon, Carl P. and Lawrence E. Blume (1994), *Mathematics for Economists*, New York, NY/London: W.W. Norton (921 pp.)

Inleiding tot de statistiek

Mittelhammer, Ron C. (2013), *Mathematical Statistics for Economics and Business*, New York, NY/Heidelberg/Dordrecht/London: 2nd edition (748 pp.)

Inleiding tot de econometrie

Wooldridge, Jeffrey M. (2012), *Introductory Econometrics, A Modern Approach*, Mason, OH: South-Western, 5th edition (868 pp.)



BIBLIOGRAFIE

- Acemoğlu, Daron* (2009), *Introduction to Modern Economic Growth*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Acemoğlu, Daron* and James A. Robinson (2012), *Why Nations Fail*, New York, NY: Crown Publishers.
- Adolfson, M., S. Laséen, J. Lindé, and M. Villani (2005), "Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-Through", Sveriges Riksbank, *Working Paper Series N° 179*.
- Agentschap van de Schuld (2014), *Jaarverslag 2013 Federale Staatsschuld*, Brussel: Ministerie van Financiën. URL: http://www.jaarverslag.financien.belgium.be/sites/default/files/content/download/files/agentschap_van_de_schuld_2013.pdf.
- Akerlof, George A.* and Robert J. Schiller* (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Albritton, Robert R. (1986), *A Japanese Reconstruction of Marxist Theory*, London: Macmillan.
- Albritton, Robert R. (1991), *A Japanese Approach to Stages of Capitalist Development*, London: Palgrave Macmillan.
- Albritton, Robert R. (2007), *Economics Transformed, Discovering the Brilliance of Marx*, London/Ann Arbor, MI: Pluto Press.
- Albritton, Robert R. (2009), *Let them Eat Junk: How Capitalism Creates Hunger and Obesitas*, London/New York: Pluto Press, 2010 reprint.
- Albritton, Robert R. and John Simoulidis (eds) (2002), *New Dialectics and Political Economy*, London: Palgrave Macmillan. URL: <http://cnqzu.com/library/To%20Organize/Books/Albritton%20-%20Simoulidis%20%28eds%29%20-%20New%20Dialectics%20and%20Political%20Economy.pdf>.
- Albritton, Robert R. and Thomas T. Sekine (eds) (1995), *A Japanese Approach to Political Economy: Unoist Variations*, London: Macmillan.
- Albritton, Robert R. et.al. (2001), *Phases of Capitalist Development*, London: Palgrave Macmillan.
- Albritton, Robert R., Shannon Bell, Robert J. Bell and Richard Westra (eds) (2004), *New Socialisms, Futures Beyond Globalization*, London/New York, NY: Routledge.
- Alexander, Sydney S. (1940), "Mr. Keynes and Mr. Marx", *Review of Economic Studies*, **7**, N°2, pp. 123-135.
- Allais, Maurice* (1947), *Economie et Intérêt. Présentation Nouvelle des Problèmes Fondamentaux Relatifs au Rôle Économique du Taux de Intérêt et de leur Solutions*, Paris: Imprimerie Nationale, 2 vol.
- Allais, Maurice* (1953) "Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque : Critique des Postulats et Axiomes de l'École Américaine", *Econometrica*, **21**, pp. 503-546.
- Allais, Maurice* (1967), "Growth without Inflation", *Il Politico, Rivista Italiana di Scienze Politiche* (Pavia University), **32**, N°2, pp. 348-354.
- Allais, Maurice* (1978), *La Théorie générale des surplus*, Grenoble: Presses Universitaires de Grenoble.

Allais, Maurice* (1993), "Les Conditions Monétaires d'une Économie de Marché : des Enseignements du Passé pour les Reformes de Demain", *Revue d'Économie Politique*, **3**, mai-juin.

Allais, Maurice* (1999a), *Fondements de la Dynamique Monétaire*, Paris: Clément Juglar, 2001.

Allais, Maurice* (1999b), *La Crise mondiale d'aujourd'hui. Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires*, Paris: Clément Juglar.

Althusser, Louis (1965), *Pour Marx*, Paris : François Maspero.

Althusser, Louis, Etienne Balibar, Roger Establet, Pierre Macherey et Jacques Rancière (1965), *Lire le Capital*, Paris : François Maspero, 2 vols.

Amin, Samir* (1970), *L'Accumulation à l'Échelle Mondiale*, Paris/Ifan Dakar : Éditions Anthropos, 1971, 2nd print.

Amin, Samir* (1973a), *Le Développement Inégal : Essai sur les Formations Sociales du Capitalisme Périphérique*, Paris: Éditions de Minuit.

Amin, Samir* (1973b), *L'Échange inégal et la loi de la valeur*, Dakar : Institut fondamental d'Afrique noire/ Éditions Anthropos, nouvelle édition revue et corrigée, 1988.

Amin, Samir* (1976), *L'Impérialisme et le Développement Inégal*, Paris : Éditions de Minuit.

Amin, Samir* (1995), *La Gestion Capitaliste de la Crise. Le Cinquantième Anniversaire des Institutions de Bretton-Woods*, Paris : L'Harmattan.

Amin, Samir* (1996), *Les Défis de la mondialisation*, Paris : L'Harmattan.

Amin, Samir* (2000), *USA, l'hégémonisme des États-Unis et l'effacement du projet européen*, Paris : L'Harmattan.

Amin, Samir* (2002), *Au delà du capitalisme sénile. Pour un XXI^e siècle non-américain*, Paris : Presses universitaires de France.

Amin, Samir* (2007), "Political Islam in the Service of Imperialism", *Monthly Review*, **59**, N°7, URL: <http://monthlyreview.org/2007/12/01/political-islam-in-the-service-of-imperialism/>.

Amin, Samir*, Alexandre Faire, Mahmoud Hussein et Gustave Massiah (1988), *La Crise de l'Impérialisme*, Paris: Éditions de Minuit.

Anderson, Gary M. and Robert T. Tollison (1984), "Sir James Steuart as the Apotheosis of Mercantilism and his Relation to Adam Smith", *Southern Economic Journal*, **51**, N°2, pp. 456-469, October.

Andrés, Javier, Pablo Burriel en Angel Estrada (2006), "BEMOD: a DSGE Model for the Spanish Economy and the Rest of the Euro Area", *Documento de Trabajo del Banco de España* N° 0631.

Ardaen, Bernard (2012), *Tijdbom Dexia, de inside story*, Vilvoorde: Persgroep Productions.

Arrow, Kenneth* (1951), "An Extension of the Basic Theorems of Classical Welfare Economics", *Proceedings of the Second Berkeley Symposium on Mathematical Statics and Probability*, Chicago, Ill.: University of Chicago Press, pp. 507-532.

Arrow, Kenneth J.* (1962), "The Economic Implications of Learning by Doing," *The Review of Economic Studies*, **29**, N°3, pp. 155-173.

Arrow, Kenneth J. (1963), "Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care", *The American Economic Review*, **53**, N°5, pp. 941-973.

Arrow, Kenneth J.* (1972), "Decision making under ignorance", in: Carter, Charles F. and J.L. Ford (eds) (1972) *Uncertainty and expectations in economics: essays in honour of G.L.S. Shackle*, Oxford/New York, NY: Basil Blackwell/August M. Kelley Publishers.

Arrow, Kenneth J.* and Gérard Debreu, G. (1954), "Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy", *Econometrica*, **22**, N°3, pp. 265-290.

Arrow, Kenneth J.* and Gérard Debreu, G. (2001), *Landmark Papers in General Equilibrium theory, Social Choice and Welfare*, Cheltenham, UK/Northampton, MA: Edward Elgar Publishing.

Asch, Michael and Robert Pollin (2013b), "Supplemental Technical Critique of Reinhart and Rogoff, 'Growth in a Time of Debt' ", *Political Economic Research Institute Massachusetts University Amherst*, April 29, pp. 1-7, URL:

http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/PERI_TechnicalAppendix_April2013.pdf.

Aspremont-Lynden, Claude (d') (1973), *The bargaining set concept for cooperative games without side payments*, Stanford, CA: Stanford University Press.

Azad, Rohit (2014), "The Value of Money, by Prabhat Patnaik. New York: Columbia University Press, 2009", *Rethinking Marxism, A Journal of Economics, Culture & Society*, **26**, N°1, pp. 140-144.

Baarsma, Barbara E., Carl Koopmans en Jules Theeuwes (2014), *Beleidseconomie*, Vianen: Pallas Publications.

Baca, Victor Giudice (2014), "Teoria Monetaria Internacional: De Bretton Woods I a Bretton Woods IV", Universidad Nacional Major de San Marcos, Abril, pp. 11-19.

Bakker, Geert den — (2008), "Economische Crisis van de Jaren Dertig en Tachtig Vergeleken", Amsterdam: Centraal Bureau voor de Statistiek, pp. 123-139 ad p. 134.

Baran, Paul A.* (1957), *The Political Economy of Growth*, New York, NY: Monthly Review Press.

Baran, Paul A.* and Paul M. Sweezy* (1966), *Monopoly Capitalism. An Essay on the American Economic and Social Order*, Harmondsworth: Pelican Books, used edition 1975

Barbier, Jennie (2015), "Bestaat de Eurogroep formeel of niet?", *De Volkskrant*, 16 juli, URL: <http://www.volkskrant.nl/wetenschap/bestaat-de-eurogroep-formeel-niet~a4102086/>.

Barro, Robert J. (1976), "Rational Expectations and the Role of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economy*, **2**, N°1, pp. 1-32.

Barro, Robert J. (2009), "Rare Disasters, Asset Prices and Welfare Costs", *American Economic Review, Papers and Proceedings*, **99**, N°1, pp. 243-264.

Barro, Robert J. and David B. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model", *Journal of Political Economy*, **91**, N°4, pp. 589-610.

Barro, Robert J. and José F. Ursúa (2008), "Consumption Disasters in the Twentieth Century: Rare Disasters and Asset Markets", *American Economic Review*, **98**, N°2, pp. 58-63.

Bazard, Saint-Armand (1831), *Doctrine de Saint-Simon: exposition : première année, 1829*, L. Hauman et Cie., 1831, Bruxelles : Louis Hauman & Compagnie.

BBC News Magazine (2014), "Did Hyman Minsky Find the Secret behind Financial Crashes", 24 March 2014, URL: <http://www.bbc.com/news/magazine-26680993>.

Beckenstein, Edward, Lawrence Narici and Charles Suffel (1977) *Topological algebras*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

- Becker, Gary S.* (1957), *The Economics of Discrimination*, Chicago, Ill: University of Chicago Press, 1971, 2nd.
- Becker, Gary* (1963), *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education*. Chicago, Ill., University of Chicago Press.
- Becker, Gary S.* (1968), "Crime and Punishment: An Economic Approach", *The Journal of Political Economy*, **76**, pp. 169–217.
- Becker, Gary S.* (1976), *The Economic Approach to Human Behavior*. Chicago, Ill.: University of Chicago Press.
- Becker, Gary S.* (1981), *A Treatise on the Family*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Becker, Gary S* and Kevin M. Murphy (1988), "A Theory of Rational Addiction", *Journal of Political Economy*, **96**, N°4, pp. 675-700.
- Bekx, Peter (1989), *Een Theoretisch en Empirisch Onderzoek naar de Koppeling van Econometrische Modellen van Verschillende Landen via Endogene Wisselkoersen, Toegepast op het Europees Monetair Systeem*, VUB: doctoraal proefschrift.
- Bekx, Peter, Anne Bucher, Alexander Italiener and Matthias Mors (1989), "The QUEST Model", *Economic Papers*, **75**, N°3.
- Bell, John R. and John Simoulidis (2001), "The Disintegration of Capitalism: A Phase of Ex-Capitalist Transition" in: Albritton, Robert R. et.al. (2001), *Phases of Capitalist Development*, London: Palgrave Macmillan, pp. 37-55 (chapter 3).
- Bell, John R. (2009), *Capitalism and the Dialectic: The Uno-Sekine Approach to Marxian Political Economy*, London: Pluto Press.
- Bentham, Jeremy (1789); *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, Mineola, NY: Dover Publications, 2007.
- Bernanke, Ben S. (2005), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia", URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>.
- Bernanke, Ben S. (2014), "Some Reflections on the Crisis and the Policy Response", New York, NY: Board of Governors of the Federal Reserve System, Speech at the Russell Sage Foundation and The Century Foundation Conference on Rethinking Finance, URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20120413a.htm>.
- Bettelheim, Charles* (1971), *Calcul Économique et Formes de Propriété*, Paris: François Maspero.
- Bezemer, Dirk J. (2009), "No One Saw it Coming. Understanding Financial Crisis through Accounting Models", Groningen: University of Groningen, SOM Research School, pp. 1-56, paper. URL: [www.rug.nl/research/portal/publications/pub\(b2851c5e-ffd3-4d3d-b840-9780e63725c4\).html](http://www.rug.nl/research/portal/publications/pub(b2851c5e-ffd3-4d3d-b840-9780e63725c4).html).
- Bharadwaj, Krishna R.* (1963), "Value through Exogenous Distribution", *Economic Weekly*, **15**, (August), pp. 1450-54, reprinted in Harcourt Geoff C. and N.F. Laing (eds) (1971), *Capital and Growth. Selected Readings*, Harmondsworth, Middlesex: Penguin Books Ltd., pp. 183-195.
- Bharadwaj, Krishna R.* (1974), *Production Conditions in Indian Agriculture, A Study Based on Farm Management Studies*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Bharadwaj, Krishna R.* (1978), *Classical Political Economy and the Rise to Dominance of Supply and Demand Theories*, Orient Longmans 2nd revised edition, Calcutta: University Press India, 1986.
- Bharadwaj, Krishna R.* (1989), *Theories in Value and Distribution: Classical Theory Reappraised*, London: Unwin Hyman.

Bibow, Jörg* (2009), *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis*, London: Routledge.

Bibow, Jörg* (2010b), "Bretton Woods 2 is Dead, Long Live Bretton Woods 3", *Levy Economics Institute*, working paper 597, May, pp. 7-11.

Bibow, Jörg* (2013), "At the Crossroads: The Euro and its Central Banking Guardian (and Saviour?)", *Cambridge Journal of Economics*, **37**, pp. 609-626, ad p. 624.

BIS, Bank for International Settlements (2015), *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2014*, Monetary and Economic Department, URL: http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf.

Blackhouse, Roger E. and Roger Middleton (2000), *Exemplary Economists, Volume II: Europe, Asia and Australia*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.

Blanchard, Olivier* (2009), "Sustaining a Global Recovery," *Finance & Development*, **46**, September.

Blanchard, Olivier* (2015), "Greece: A Credible Deal will Require Difficult Decisions by All Sides", *Vox CPER's Political Portal*, June 15, URL: <http://www.voxeu.org/article/greece-credible-deal-will-require-difficult-decisions-all-sides>.

Blanchard, Olivier* and David R. Johnson (1997), *Macroeconomics*, New York, NY: Prentice Hall, 6th edition.

Blanchard Olivier* and Gian Maria Milesi-Feretti (2009), "Global Imbalances: in Midstream?", IMF, December 22, SPN 09/29.

Blommaert, Stefan (2015), "De Chinese Beurs Kraakt in haar Voegen", *Redactie.be*, 30 juli, URL: <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/opinieblog/analyse/1.2403257>.

Boettke, Peter J.* (2012), *Living Economics: Yesterday, Today and Tomorrow*, Oakland, CA: The Independent Institute/Universidad Francisco Marroquin.

Boqaert, Henri (1984), "Déficit des finances publiques: l'effet boule de neige", *6ème Congrès des économistes de langue française*, CIFO-P.

Bogaert, Henri et Bernard Delbecque (1994), "L'incidence de la dette publique et du vieillissement démographique sur la conduite de la politique budgétaire : une étude théorique appliquée au cas de la Belgique", *Bureau fédéral du Plan, Planning Paper n° 70*.

Böhm-Bawerk, Eugen von—* (1889), *Kapital und Kapitalzins. Zweite Abteilung: Positive Theorie des Kapitals*, Jena: Verlag von Gustav Fisher, 1921, 4th ed.

Böhm-Bawerk, Eugen von—* (1894), "Über Wert, Kapital und Rente von Knut Wicksell", *Zeitschrift für Volkswirtschaft, Socialpolitik und Verwaltung*, **3**, N°3, pp. 162-165.

Böhm-Bawerk, Eugen von —* (1896) "Zum Abschluß des Marxschen Systems", *Staatswissenschaftliche Arbeiten. Festgaben für Karl Knies*, hrsgb. von Otto von Boenigk, Berlin 1896, pp. 87-205. URL: <https://www.marxists.org/deutsch/referenz/boehm/1896/xx/index.htm>.

Bois, Guy (1983), *The Crisis of Feudalism: Economy and Society in Eastern Normandy c. 1300-1550*, Cambridge, MA/Paris: Cambridge University Press/Édition de la Maison des Sciences de l'Homme.

Bomhoff, Eduard (1990), "Stability of Velocity in the Group of Seven Countries, a Kalman Filter Approach", IMF Working Paper.

Boon, Sander (2012), *De Geldbubbel: Hoe Overheden en Banken ons Spaargeld hebben verkwanseld*, Amsterdam: Business Contact.

Boot, Arnoud W.A. en A. Lans Bovenberg (2012), "Macro-oplossing voor Hypotheekberg", *Economisch Statistische Berichten*, **97**, N° 4636, pp. 326-329.

Boot, Arnoud W.A. and A.V. Thakor (2008), *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, Amsterdam: Elsevier.

Bortkiewicz, Ladislaus von—* (1898), "Die Grenznutzenlehre als Grundlage einer Liberalen Wirtschaftspolitik", *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, **22**, pp. 89-128.

Bortkiewicz, Ladislaus von—* (1900), "Éléments d'Économie Politique Pure de Léon Walras", book review, *Review d'Économie Politique*, **4**, pp. 80-86.

Bortkiewicz, Ladislaus von—* (1906), "Der Kardinalfehler der Böhm-Bawerkschen Zinspolitik", *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, **30**, pp. 61-90.

Bortkiewicz, Ladislaus von—* (1906/1907a), "Wertrechnung und Preisrechnung des Marxschen System", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, **23**, pp. 1-50; **25**, pp. 10-51 and pp. 455-488.

Bortkiewicz, Ladislaus von—* (1906/1907b), *Value and Price in the Marxian System*, London/New York, NY: Macmillan, 1952, URL <http://jphdupre.chez-alice.fr/livre/pdf/bortkiewicz.pdf>.

Bortkiewicz, Ladislaus von —* (1907), "On the Correction of Marx's Fundamental Theoretical Construction in the Third Volume of Capital", in: Sweezy, Paul M.* (ed) (1966), *Karl Marx and the Close of his System by E. von Böhm-Bawerk and Böhm-Bawerks Criticism of Marx by Rudolf Hilferding, Together with an Appendix Consisting of an Article by L. von Bortkiewicz on the Transformation of Values in Prices of Production in the Marxian System*, New York, NY: August M. Kelley, pp. 199-221.

Boughton, James M. (2002), "Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System", Washington: IMF, Technical Report WP/92/52.

Bovenberg, Lans, Coen Teulings en Harry van Dalen (2005), *De cirkel van de goede intenties*, Amsterdam: Amsterdam University Press.

Bowles, Samuel, Herbert Gintis and Erik Olin Wright (1998). *Recasting Egalitarianism: New Rules for Communities, States, and Markets*. London/ New York, NY: Verso.

Bowles, Samuel, Herbert Gintis and Melissa Osborne Groves (2005), *Unequal chances: family background and economic success*, New York, NY/Princeton, NJ: Russell Sage Foundation/Princeton University Press.

Bowles, Samuel, Kenneth Arrow and Steven Durlauf (2000). *Meritocracy and Economic Inequality*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bowles, Samuel, Pranab Bardhan and Jean-Marie Baland (2007). *Inequality, cooperation, and environmental sustainability*. New York, NY/Princeton, NJ: Russell Sage Foundation/Princeton University Press.

Bowles, Samuel, Michael Wallerstein and Pranab Bardhan (2006). *Globalization and egalitarian redistribution*; Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bracke, Thierry, Matthieu Bussière, Michael Fidora and Roland Straub (2008), "A Framework for Assessing Global Imbalances", Frankfurt aM: ECB (Occasional Papers, #78), URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp78.pdf>.

Brainard, William C., John B. Shoven and L. Weiss (1981), "The Financial Valuation of the Return to Capital", *Brooking Papers on Economic Activity*, **2**, pp. 453-502.

Branston, J. Robert, Keith G. Cowling en Philip R. Tomlinson (2014), "Profiteering and the degree of monopoly in the Great Recession: recent evidence from the United States and the United Kingdom", *Journal of Post-Keynesian Economics*, **37**, N°1, pp. 135-162.

Braudel, Fernand (1975), *Capitalism and Material Life 1400-1800*. New York, NY: Harper & Row Publishers Inc.

Braudel, Fernand (1979), *Civilisation matérielle, Économie et Capitalisme XVe-XVIIIe siècle. Tome 1: Les Structures du Quotidien; Tome 2: Le Temps du Monde; Tome 3: Les Jeux de l'Échange*, Paris: Armand Colin.

Brenner, Robert (1976), "Agrarian Class Structure and Economic Development in Pre-Industrial Europe, *Past & Present*, 70 (February), pp. 30-75.

Brunner, Karl en Allan H. Meltzer (1971), "The Uses of Money in the Theory of an Exchange Economy", *American Economic Review*, **61**, (Dec.), pp. 784-805.

Brunner, Karl and Alan H. Meltzer (eds) (1976), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, New York, NY: Elsevier BV, Volume 1, pp. 19-46.

Brunhoff, Suzanne de—* (1967a), *La Monnaie chez Marx*, Paris: Éditions Sociales.

Brunhoff, Suzanne de—* (1978), *State, Capital and Economic Policy*, London: Pluto Press.

Brunhoff, Suzanne de—* (1967b), *Marx on Money*, London : Pluto Press, 1977 (translated from French).

Brunhoff, Suzanne de—* (1971), *L'Offre de Monnaie : Critique d'un Concept*, Paris : François Maspero.

Brunhoff, Suzanne de—* (1973), *La Politique Monétaire, un Essai d'Interprétation Marxiste*, Paris: Presses Universitaires de France.

Brunhoff, Suzanne de—* (1976a), *État et Capital : Recherches sur la Politique Économique*, Paris : Presses Universitaires de Grenoble/François Maspero.

Brunhoff, Suzanne de—* (1976b), *The State, Capital and Economic Policy*, London : Pluto Press, 1979.

Brunhoff, Suzanne de—* (1979), *Les Rapports de l'Argent*, Paris : Presses Universitaires de France.

Brunhoff, Suzanne de—* (2004), " L'instabilité monétaire internationale" dans : Chesnais, François (ed) (2004), *La Finance Mondialisée : Racines Sociales et Politiques, Configuration, Conséquences*, Paris: Éditions la Découverte, pp. 51-70.

Brunhoff, Suzanne de—* *et.al.* (ed), (2006), *La Finance Capitaliste*, Paris: Presses Universitaires de France.

Buiter, Willem H.* (1989), *Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*, Manchester: Manchester University Press.

Buiter, Willem H.* (2003a), "The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics, URL: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/#axzz3RHBty3qW>

Buiter, Willem H.* (2003b), "James Tobin, An Appreciation of his Contribution to Economics", *The Economic Journal*, **113**, N°491, pp. 585-631.

Buiter, Willem H.* (2007), "Global Imbalances. What Global Imbalances?", *power point presentation*.

- Buiter, Willem H.* (2015), "There is a Way Past the Insanity over Greece", *The Financial Times*, June 21.
- Buiter, Willem H.* and Ebrahim Rahbari (2012), "Global Economics View. Raising Risks of Greek Euro Area Exit", *Citi*, February 6. URL: <http://www.webcitation.org/682hCm51X>.
- Butter, Frank A.G. den— and Mary S. Morqan (eds) (2000), *Empirical Models and Policy Making: Interaction and Institutions*, London: Routledge.
- Cabrita, Jorge and Camilla Galli da Bino (2013), "Developments in Collectively Agreed Working Time 2012", *EurWork European Observatory of Working Life*.
URL: <http://www.eurofound.europa.eu/observatories/eurwork/comparative-information/national-contributions/eu-member-states/developments-in-collectively-agreed-working-time-2012>
- Cachanosky, Nicholas and Peter Lewin (2014), "Roundaboutness Is Not a Mysterious Concept: A Financial Application to Capital-Theory", *Review of Political Economy*, **26**, N°4, pp. 648-665
- Cantillon, Richard* (1755), *Essai sur la Nature du Commerce en Générale*, translated as *An Essay on Economic Theory*, Auburn, Alabama : Ludwig von Mises Institute, 2010. URL : http://mises.org/sites/default/files/An%20Essay%20on%20Economic%20Theory_2.pdf .
- Caron, François (1978), "La croissance économique", in: Léon, Pierre (ed.) (1978), *Histoire économique et sociale du monde. La domination du capitalisme 1840-1914*, Paris: Armand Colin, Vol. IV, pp. 69-134.
- Carter, Charles F. and J.L. Ford (eds) (1972) *Uncertainty and expectations in economics: essays in honour of G.L.S. Shackle*, Oxford/ New York, NY: Basil Blackwell/August M. Kelley Publishers.
- Cass, David (1965). "Optimum Growth in an Aggregative Model of Capital Accumulation", *Review of Economic Studies*, **32**, N°3, pp. 233-240.
- Cassel, Gustav* (1918), "Abnormal Deviations in International Exchanges". **28**, N° 112, pp. 413-415.
- Cassel, Gustav* (1924), *The Theory of the Social Economy* translated by S.L. Barron, New York, NY: August M. Kelley Publishers, 1967, Book IV, pp. 533-654. URL: https://mises.org/sites/default/files/The%20Theory%20of%20Social%20Economy_3.pdf.
- Catephores, Georges (1989), *An Introduction to Marxist Economic Theory*, New York, NY: New York University Press.
- Champernowne, David Gawen (1954), "The Production Function and the Theory of Capital, A Comment", *Review of Economic Studies*, **21**, N°2, pp. 112-135.
- Chancellor, Edward (1999), *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation*, New York, NY: Farrar, Straus, Giroux.
- Chang, Ha-Joon (2002), *Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective*, London: Anthem Publishers.
- Chang, Ha-Joon (2008), *Bad Samaritans: The Myth of Free Trade and the Secret History of Capitalism*, London: Bloomsbury.
- Chang, Ha-Joon (2008), *23 Things They Don't Tell You About Capitalism*, Harmondsworth: Penguin (series Pelican Books).
- Charlier, Joseph (1848), *Solution du problème social ou constitution humanitaire, basée sur la loi naturelle, et précédée de l'exposé de motifs*, Bruxelles: Imprimerie Greuse.
- Che Guevara, Ernesto (1967), *Latin America: Awakening of a Continent*, Mineapolis, MN: Ocean Books.

Che Guevara, Ernesto (1963), *Marx & Engels: An introduction (Che Guevara Publishing Project)*, Mineapolis, MN: Ocean Books, 2007.

Chesnais, François (ed) (2004), *La Finance Mondialisée : Racines Sociales et Politiques, Configuration, Conséquences*, Paris: Éditions la Découverte

Chovanec, Patrick* (2011), "WSJ: Chinese Banks are Worse Off than you Think", July 22.
URL: <https://chovanec.wordpress.com/2011/07/22/wsj-chinese-banks-are-worse-off-than-you-think/>.

Chovanec, Patrick* (2009b), *An American Perspective from China* (blog). URL: <http://chovanec.worldpress.com/2009/10/26/chinas-quality-of-GDP>.

Chovanec, Patrick* (2009a), "China's Real Estate Riddle", *Far Eastern Economic Review*, June.
URL: <https://chovanec.wordpress.com/2009/06/11/chinas-real-estate-riddle/>.

Chovanec, Patrick* and Andrew Batson (2012), "Should China be Bracing Itself for a Hard Landing", *The Guardian*, March 22.

Christoffel, Kai, Günter Coenen and Anders Warne (2007), "The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification and First Estimation Results", *Mimeo*, European Central Bank.

Christoffel, Kai, Günter Coenen and Anders Warne (2010), "Forecasting with DSGE models," *Working Paper Series* 1185, European Central Bank.

Cipolla, Carlo M. (ed) (1977), *The Fontana economic history of Europe*, London/Glasgow: Fontana/William Collins Sons, 6th edition.

Claeys, J. en H. Famerée (1989), *Het 'Sneeuwbaaleffect' van de Rentelasten op de overheidschuld*, NBB, Studienota N°4, november.

Clausewitz, Carl von— (1832), *On War, Translated by Colonel J.J. Graham, New and Revised Edition with Introduction and Notes by Colonel F.N. Maude C.B. (Late R.E), in Three Volumes*, London: Kegan Paul/Trench, Trübner & Co, Ltd, 1908.

Cloot, Ivan van de — (2014), *Roekeloos. Over Banken en Politiek*, Tiel: Uitgeverij Lannoo nv.

Clower, Robert W.* (1965), "The Keynesian Counter-revolution: A Theoretical Appraisal", in: Hahn, Frank Horace and Frank P.R. Brechling (eds) (1965), *The Theory of Interest Rates* (Proceedings of a Conference Held by the International Economic Association), London: Macmillan Press.

Clower, Robert W. (1967)*, "A Reconsideration of the Microfoundations of Monetary Theory", *Western Economic Journal*, **6**, pp. 1-9.

Clower, Robert W.* (1975), "Reflections on the Keynesian Perplex", *Journal of Economics*, **35**, N°1, pp. 1-35.

Clower, Robert W.* (1977), "The Anatomy of Monetary Theory," *American Economic Review*, **67**, N°1, pp. 206-212.

Clower, Robert W.* (1995), "On the Origin of Monetary Exchange," *Economic Inquiry*, **33**, N°4, pp. 525-36.

Coase, Ronald* (1937), "The Nature of the Firm". *Economica* (Blackwell Publishing), **4**, N°16, pp. 386-405.

Coase, Ronald* (1960), "The Problem of Social Cost", *The Journal of Law & Economics*, **3**, pp. 1-44,
URL: <http://www.econ.ucsb.edu/~tedb/Courses/UCSBpf/readings/coase.pdf>.

Cohen, Gerald A. (1978), *Karl Marx's Theory of History: A Defence*; Oxford/New York, NY: Clarendon Press/Oxford University Press (Expanded edition), 2000.

Cohen, Gerald A. (1995), *Self-Ownership, Freedom, and Equality*. Cambridge, MA: Cambridge University Press. 1995.

Cohen, Gerald A. (2000), "If You're an Egalitarian, How Come You're So Rich?", *Journal of Ethics*, **4**, N°1-2, pp. 1-26.

Colander, David (1984), "Was Keynes a Keynesian or a Lernerian?", *Journal of Economic Literature*, **22**, pp. 1571-1579.

Commission on Money and Credit (1963), *Stabilization Policies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

Cooper, Jonathan (2014), "OTC Derivatives Market Notional Tops \$700 trillion. But Gross Credit Exposure — the number to watch — drops to \$3 trillion", *Securities Finance Monitor*, June 3, 2014. URL: <https://www.secfmonitor.com/otc-derivatives-market-notional-tops-700-trillion-but-gross-credit-exposure-the-number-to-watch-drops-to-3-trillion/>.

Cooper, Richard N., (ed) (1969), *International Finance*, New York: Penguin Books.

Cournot, Augustin* (1838), *Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses*, Paris: Chez L. Hachette, Librairie de l'Université Royale de France.

Cunningham Wood, John (ed) (1988), *Karl Marx's Economics: Critical Assessments*, London: Routledge, 1991.

Cuyvers, Ludo (2012), "De Monetaire Theorie van Das Kapital", *Vlaams Marxistisch Tijdschrift*, **46**, N°1, pp. 52-59.

Davidson, Paul* (1977), "Post-Keynesian Monetary Theory and Inflation", in: Weintraub, Sydney (ed.) (1977), *Modern Economic Thought*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

Davidson, Paul* (2002), *Financial Markets, Money and the Real World*, Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Debreu, Gerard* (1951), "The Coefficient of Resource Utilization", *Econometrica*, **19**, pp. 273-291.

Debreu, Gérard* (1976), "Excess Demand Functions", *Journal of Mathematical Economics*, **1**, (March), pp. 15-21.

Debreu, Gérard* (1958), "Stochastic Choice and Cardinal Utility." *Econometrica*, **26**, N°3 (July), pp. 440-444.

Debreu, Gérard* (1959), *The Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*, New Haven, CT/London: Yale University Press.

Delarue E., A. Denny Ellerman and W. D'haeseleer (2008), *Short-term CO2 Abatement in the European Power Sector, Working paper n° 2008-008*, Boston, MA: Center for Energy and Environmental Policy Research, MIT.

Delbeque, Bernard (2015a), "Greece's Syriza Deserves the Benefit of the Doubt", *EconoMonitor*, February 17. URL: <http://www.economonitor.com/blog/2015/02/greeces-syriza-deserves-the-benefit-of-the-doubt/>.

Delbeque, Bernard (2015b), "Two Alternative Plans to Avoid a Grexit", *EconoMonitor*, June 22. URL: <http://www.economonitor.com/blog/2015/06/two-alternative-plans-to-avoid-a-grexit/>.

Delbeque, Bernard (2013), "Proposal for a Stabilisation Fund for the EMU", UCL, *CEPS Working Documents*, N° 385.

Demeulemeester, Simon (2012), "De euro zal door de democratie omver worden geworpen", *Knack*, 19 juni.

Derrida, Jacques (1967a), *De la grammatologie*, Parijs: Éditions de Minuit.

Derrida, Jacques (1967b), *L'Écriture et la différence*, Parijs : Éditions du Seuil.

Derrida, Jacques (1981), *Dissemination*, Translation & Introduction Barbara Johnson, Chicago, Ill: University of Chicago Press.

Deutsche Börse Group (2007), *The Global Derivates Market, an Introduction. White Paper*, URL: http://www.math.nyu.edu/faculty/avellane/global_derivatives_market.pdf, pp. 5-6.

Deutscher, Isaac (1949), *Stalin, a Political Biography*, New York, NY: Oxford University Press, 2nd ed., 1967.

Deutscher, Isaac (1954), *The Prophet Armed: Trotsky, 1879–1921*, London/New York, NY: Verso, 2003 (paperback)

Deutscher, Isaac (1959), *The Prophet Unarmed: Trotsky 1921-1929*, London/New York, NY: Verso, 2003 (paperback).

Deutscher, Isaac (1963), *The Prophet Outcast: Trotsky 1929-1940*, London/New York, NY: Verso, 2003 (paperback).

Dewatripont, Mathias and Jean Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, MA :MIT Press.

Dewatripont, Mathias, Jean Claude Rochet and Jean Tirole (2010), *Balancing the Banks: Global Lessons from the Financial Crisis*, Princeton, IL: Princeton University Press.

Dexia (2015a), *Jaarverslag 2014*, Brussel/Parijs. URL: http://www.dexia.com/NL/journalist/publicaties/jaarverslagen/Documents/RA_2014_NL.pdf

Dexia (2015b), *Persbericht van 20 mei 2015: Tussentijdse Verklaring T1-2015*, Brussel/Parijs. URL: <http://hugin.info/152020/R/1922727/689382.pdf>.

Dhondt, Jan and Marinette Bruwier (1970), "The industrial revolution in the Low Countries 1700-1914", in: Carlo M. Cipolla (ed.) (1973), *The Fontana Economic History of Europe*, Glasgow: William Collins Sons & Co Ltd, Fontana Books, vol. IV(1), 1980, 6th edition, pp. 329-366.

Diks, John (2013), "Deutsche Bank is een Financiële Tijdbom", *Gewoon-Nieuws.NL*, 7 mei 2013, URL: http://www.gewoon-nieuws.nl/2013/05/deutsche-bank-is-een-financiele-atoombom#.VXBy58_tI8N.

DNB (2013), "Grensoverschrijdende derivatenposities door lage rente naar recordhoogte", Statistisch Nieuwsbericht van 16 maart 2016, URL: <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/statistisch-nieuwsbericht/dnb286917.jsp> .

Dobb, Maurice* (1943), *Marx as an Economist: An Essay*. London: Lawrence and Wishart.

Dobb, Maurice* (1946), *Studies in the Development of Capitalism*, London: Routledge and Kegan, 1972.

Dobb, Maurice* (1973), *Theories of value and distribution since Adam Smith. Ideology and economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press

Domar, Evsey D.* (1944), "The 'burden of the debt' and the national income." *American Economic Review*, **34**, N°4, pp. 798–827.

Domar, Evsey D.* (1946), "Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment", *Econometrica*, **14**, N°2, pp. 137–147.

- Domar, Evsey D.* (1950), "The effect of foreign investment on the balance of payments." *American Economic Review*, **40**, N°5, pp. 805–826.
- Don, Henk (1991), *Applied General Equilibrium Models*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2003a), "Dollars and Deficits: Where Do We Go From Here?", *Deutsche Bank Global Markets Research*, June.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2003b), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *Deutsche Bank Global Markets Research*, September.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2004a), "The Cosmic Risk: An Essay on Global Imbalances and Treasuries", *Deutsche Bank Global Markets Research*, February.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2004b), "Asian Reserve Diversification: Does It Threaten the Pegs?", *Deutsche Bank Global Markets Research*, February.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2004c), "A Map to the Revived Bretton Woods End Game: Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery", *Deutsche Bank Global Markets Research*, June.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau*, and Peter M. Garber (2004d), "The US Current Account Deficit: Collateral for a Total Return Swap", *Deutsche Bank Global Markets Research*, August.
- Dooley, Michael P.*, David Folkerts-Landau* and Peter M. Garber (2009), "Bretton Woods II still Defines the International Monetary System", *National Bureau of Economic Research*, working paper 14731, URL: <http://www.nber.org/papers/w14731.pdf>.
- Dooley, Michael P.* and Peter M. Garber (2009), "Global Imbalances and the Crisis: A Solution in Search of a Problem", *Vox, CEPR's Political Party*, March 21. URL: <http://www.voxeu.org/article/what-did-not-cause-global-crisis>.
- Doorn, J.A.A. van — (1969), "Pleidooi voor een marktsociologie", *Mens en Maatschappij*, **44**, pp. 330–334.
- Dow, Sheila C. and John Hilard (eds) (2002), *Keynes, Uncertainty and the Global Economy, Beyond Keynes, Volume Two*, Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA: Edward Elgard Publishing Limited.
- Downs, Anthony (1957), *An Economic Theory of Democracy*, New York, NY: Harper and Row.
- Drèze, Jacques H.* (ed) (1974), *Allocation under Uncertainty: Equilibrium and Optimality*, London: Macmillan Press.
- Drèze, Jacques H.* (1976), "Bayesian Limited Information Analysis of the Simultaneous Equations Model". *Econometrica*, **44**, N°5, September, pp. 1045–1075.
- Drèze, Jacques H.* (1987), *Essays on Economic Decisions under Uncertainty*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Drèze, Jacques H.* (1995), "Forty Pears of Public Economics: A Personal Perspective". *Journal of Economic Perspectives*, **9**, N°2, pp. 111–130.
- Drimmelen, Wim van— (1976), *Meerwaarde en winst: over de arbeidswaardeleer van Marx als grondslag voor zijn verklaring van de winst*, Delft: Meinema, (doctoraal) proefschrift Vrije Universiteit Amsterdam.
- Duivenberg, Wim (1965), *De economische gevolgen van de ontwapening*, Groningen: Rijksuniversiteit Groningen, dissertatie.

Dunbar, Nicholas (2011), *The Devil's Derivates, The Untold Story of the Slick Traders and Hapless Regulators Who Almost Blew Up Wall Street . . . and Are Ready to Do It Again*, Boston, MA: Harvard Business School Publishing.

Dworkin, Donald M. (1981a), "What is Equality; Part 1: Equality of Welfare", *Philosophic & Public Affairs*, **10**, pp. 185-246.

Dworkin, Donald M. (1981b), "What is Equality; Part 2: Equality of Resources", *Philosophic & Public Affairs*, **10**, pp. 285-345.

Durkheim, Émile (1893), *De la Division du Travail Social, Étude sur l'Organisation des Sociétés Supérieures*, Paris : Felix Alcan.

Eddie E. Ward (1939), "Marx and Keynes' General Theory", *Economic Record*, **15**, N°3, pp. 152-167, reprinted in: Cunningham Wood, John (ed) (1988), *Karl Marx's Economics: Critical Assessments*, London: Routledge, 1991.

Edge, Rochelle M. and Refet S. Gurkaynak (2011), "How Useful are DSGE Models Forecasts?", *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.*, mimeo.

Edgeworth, Francis Y.* (1881), *Mathematical Physics, An Essay on the Application of Mathematics to the Moral Sciences*, London: C. Kegan Paul & Co. URL: <http://ir.nmu.org.ua/bitstream/handle/123456789/6287/e229c7ac786f1dc236e2f6dd7c4ff410.pdf?sequence=1>

Ekelund, Robert B. Jr en Robert B. Hébert (1975), *A History of Economic Theory and Method*, London: McGraw-Hill, 2nd edition.

Ellerman, A. Denny, Frank J. Convery and Christian de Perthuis (eds) (2010), *Pricing Carbon. The European Union Emissions Trading Scheme*, Cambridge: Cambridge University Press.

Emmanuel, Alghieri (1975), *L'Échange inégal. Essai sur les Antagonismes dans les Rapports Économiques Internationaux*. Paris: François Maspero.

Enevoldsen, Martin (2005), *The Theory of Environmental Agreements and Taxes. CO2 Policy Performance in Comparative Perspective*, Cheltenham, UK/Northampton, MA, ISA: Edward Elgar.

Enfantin, Barthélemy Prosper (1832), *Économie Politique et Politique, Extraits du Globe*, New York, NY : Lenox Hill (Burt Franklin), reprint of 2nd edition, (in French), 1970.

Elster, Jon (1985), *Making Sense of Marx, Studies in Marxism and Social Theory*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.

Elster, Jon (2007), *Explaining Social Behavior: More Nuts and Bolts for the Social Sciences*, Cambridge, MA: Cambridge University Press, pp. 5 and 25.

Engels, Friedrich (1884a), *Der Ursprung der Familie, des Privateigentums und des Staats*, Hottingen Zurich: Verlag der Schweizerischen Volksbuchhandlung.

Engels, Friedrich (1884b), *The Origin of the Family, Private Property and the State*, Chippendale, NSW: Resistance Books, 2004.

Engle, Robert and Clive W.J. Granger (1987), "Co – Integration and Error – Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, **55**, N°3, pp. 251-276.

Epstein, Larry G. (1985), "Risk Aversion and Mean-Variance Analysis", *Econometrica*, **53**, N°4, pp. 945-961.

Epstein, Larry G. and Stanley E. Zin (1989), "Substitution, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Consumption and Asset Returns: A Theoretical Framework", *Econometrica*, **57**, N°4, pp. 937-969.

Epstein, Larry G. and Stanley E. Zin (1991), "Substitution, Risk Aversion, and the Temporal Behavior of Consumption and Asset Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Political Economy*, **99**, N°2, pp. 263-286.

Erceg, Christopher J., Luca Guerrieri and Christopher Gust (2006), "SIGMA: A New Open Economy Model for Policy Analysis", *International Journal of Central Banking* 2, pp. 1-50.

Escrivá, José Luis, Alicia Garcia-Herrero, Galo Nuño and Joaquim Vial (2008), "After Bretton Woods II", *BBVA Working Papers, Economic Research Department*, June, N°0803, pp. 1-38.

European Commission (2013), *The EU Emissions Trading System (EU ETS)*, Brussels. URL: http://ec.europa.eu/clima/publications/docs/factsheet_ets_en.pdf.

Fama, Eugene F.* (1965a), "Random Walks In Stock Market Prices". *Financial Analysts Journal*, **21**, N°5, pp. 55-59.

Fama, Eugene F. (1965b), "The Behavior of Stock Market Prices", *Journal of Business*, **38**, N°1, pp. 34-105.

Fama, Eugene F.* (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, **25**, N°5, pp. 383-417.

Feenstra, Robert C. (2004), *Advanced International Trade: Theory and Evidence*, Princeton, NJ: Princeton University Press, pp. 31-63.

Fekete, Antal E. (2003), "Stop Greenspan from Plunging American into Depression", St.John's, Newfoundland: Memorial University of Newfoundland, URL: <http://www.professorfekete.com/articles/AEFStopGreenspanDepression.pdf>.

Fekete, Antal E. (2011), "Mainstream Economist's Monetary Insanity", paper December 21, 2011, URL: <http://www.professorfekete.com/articles/AEFKrugmansMonetaryMadness.pdf>.

Ferguson, Charles Elmo (1969), *The Neoclassical Theory of Production and Distribution*, Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.

Ferguson, Charles Elmo (1971), "Capital Theory Up To Date: a Comment to Mrs. Robinson's Article", *Canadian Journal of Economics*, **4**, May, pp. 250-253.

Fetter, Frank A. (1905), *Principles of Economics with Applications to Practical Problems*, New York, NY: The Century Company, URL 2005: <https://mises.org/library/principles-economics-applications-practical-problems>.

Fetter, Frank A. (1977), *Capital, Interest and Rent, Essays in the Theory of Distribution*, Edited by Murray N. Rothbard, Kansas City: Sheed, Andrews and McMeel.

Finkelstein, Amy and Raj Chetty (2013), "Social Insurance: Connecting Theory to Data" in: *Handbook of Public Economics*, Vol. 5: 111-193.

Fisher, Irving* (1896), *Appreciation and Interest, A Study of the Influence of Monetary Appreciation and Depreciation on the Rate of Interest with Applications to the Bimetallic Controversy and the Theory of Interest*, New York, NY: Macmillan, 1896; reprinted in *The Works of Irving Fisher* (Fisher, 1997), Vol. 1.

Fisher, Irving* (1906), *The Nature of Capital and Income*, New York, NY: The Macmillan Company, URL 2007: <https://archive.org/details/natureofcapitali00fishuoft>.

Fisher, Irving* (1907), *The Rate of Interest, is Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York, NY: The Macmillan Company, URL: <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/fisher/RateofInterest.pdf>.

- Fisher, Irving* (1911), *The Purchasing Power of Money, its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises*, New York, NY: The Macmillan Company, 1922, 2nd edition.
- Fisher, Irving* (1922), *The Making of Index Numbers: A Study of Their Varieties, Tests, and Reliability*, New York, NY: The Macmillan Company.
- Fisher, Irving* (1926), "A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes", *International Labour Review*, **13**, N°6, pp. 785-792.
- Fisher, Irving* (1930), *The Theory of Interest as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*. New York, NY: The Macmillan Company.
- Fisher, Irving* (1933), "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, **1**, N° 4, pp. 337-357.
- Fitoussi, Jean Paul (ed) (1983), *Modern Macro-economic Theory*, Oxford: Basil Blackwell, pp 64-90.
- Fleming, J. Marcus (1962). "Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates". *IMF Staff Papers*, pp. 369-379. Reprinted in Cooper, Richard N., (ed) (1969), *International Finance*, New York: Penguin Books.
- Fligstein, Neil and Luke Dauter (2006), *The Sociology of Markets*, Berkeley, CA: Department of Sociology, University of California.
- Flood, Robert P. and Peter M. Garber (1994), *Speculative Bubbles, Speculative Attacks and Policy Switching*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Folbre, Nancy* (2009), *Greed, Lust and Gender: A History of Economic Ideas*, Oxford: Oxford University Press.
- Foley, Stephen (2011), "What Price the New Democracy? Goldman Sachs conquers Europe", *The Independent*, 18 November.
- Fourier, Charles (1829), *Le nouveau monde industriel et sociétaire ou invention du procédé d'industrie attrayante et naturelle distribuée par séries passionnées*, Dijon : Les presses du réel, coll. 'L'écart absolu', 2001.
- Fourier, Charles (1831), *Pièges et charlatanisme des deux sectes Saint-Simon et Owen, qui promettent l'association et le progrès*, Paris, Bossange père, URL facsimile 2008 : <http://gallicalabs.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k856025/f1.image>.
- French, Douglas E. (2014), *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institut.
- Friedman, Milton* (1935), "Professor Pigou's Method for Measuring Elasticities of Demand from Budgetary Data", *Quarterly Journal of Economics*, **50**, N°1, pp. 151-163.
- Friedman, Milton* (1948), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, **38**, N°3, pp.245-264. Reprinted in Friedman (1953).
- Friedman, Milton* (1949), "The Marshallian Demand Curve", *Journal of Political Economy*, **57**, N°6, pp, 463-495.
- Friedman, Milton* (1953a), *Essays in Positive Economics*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Friedman, Milton* (1953b), "Choice, Chance, and the Personal Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, **61**, N°4, pp. 277-290.
- Friedman, Milton* (ed) (1956), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, IL: University of Chicago Press.

- Friedman, Milton* (1957), *A Theory on the Consumption Function*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Friedman, Milton* (1959a), "The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results", *Journal of Political Economy*, **67**, pp. 327-351.
- Friedman, Milton* (1959b), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine Publishing Corporation.
- Friedman, Milton* (1960), *A Program for Monetary Stability*, New York, NY: Fordham University Press.
- Friedman, Milton* (1962a), *Capitalism and Freedom*, Chicago, Ill.: University of Chicago Press.
- Friedman, Milton* (1962b), *Capitalism and Freedom*, 40th anniversary edition with a new preface by the author, Chicago, IL: University Press of Chicago, 2002.
- Friedman, Milton* (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, New York, NY: Asia Publishing House.
- Friedman, Milton* (1966), "Interest Rates and the Demand for Money", *Journal of Law and Economics*, **9**, (October), pp. 71- 85.
- Friedman, Milton* (1968), "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, **68**, N°1, pp. 1-17.
- Friedman, Milton (1972), "Have Monetary Policies Failed?", *American Economic Review*, **62**, N°1-2, pp. 11-18.
- Friedman, Milton* and Anna J. Schwartz* (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, NJ: Princeton University.
- Friedman, Milton* and Anna J. Schwartz* (1970), *Monetary Statistics of the United States: Estimates, Sources, Methods*, New York, NY: Columbia University Press for the NBER.
- Friedman, Milton* and Anna J. Schwartz* (1983), *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: Their Relation to Income, Prices, and Interest Rates, 1867-1975*, Chicago, IL: University of Chicago Press for the NBER.
- Friedman, Milton* and Anna J. Schwartz* (1986), "Has Government Any Role in Money?", *Journal of Monetary Economics* **17**, N°1, pp. 37-62.
- Friedman, Milton* and Anna J. Schwartz* (1991), "Alternative Approaches to Analyzing Economic Data", *American Economic Review* **81**, N°1, pp. 39-49.
- Friedman, Milton* and David I. Meiselman (1963) "The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States, 1898-1958", in: Commission on Money and Credit (1963), *Stabilization Policies*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Friedman, Milton* and Rose D. Friedman (1998), *Two Lucky People, Memoirs*, Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Frijns, Jean and Anton Hempenius (1977), "Dynamic Optimal Factor Demand under Financial Constraints", Tilburg University.
- Fromm, Erich (1966a), "The Psychological Aspects of the Guaranteed Income" in: Theobald, Robert (ed) (1966), *The Guaranteed Income*, New York, NY: Doubleday & Co.
- Fromm, Erich (1966b), "The Psychological Aspects of the Guaranteed Income" in: Fromm, Erich (1981), *On Disobedience and Other Essays*, New York, NY: The Seabury Press.

Fromm, Erich (1981), *On Disobedience and Other Essays*, New York, NY: The Seabury Press.

Fujita, Yukihiko (2006), "A Reconsideration of a Correct Interpretation of the Hawkins-Simon Condition", *Center for Advanced Economic Study Fukuoka University*, pp. 1-5. URL: <http://www.econ.fukuoka-u.ac.jp/researchcenter/workingpapers/WP-2006-001.pdf>.

Fukuyama, Francis (1992), *The End of History and the Last Man*, New York, NY: Free Press.

Galbraith, James K.* (1998), *Created Unequal, The Crisis in American Pay*, Chicago, Ill: Chicago University Press, 2000.

Galbraith, John K.* (2001), "How the Economists Got It Wrong", *The American Prospect*, December 19, URL: <http://prospect.org/article/how-economists-got-it-wrong>.

Galbraith, James K.* (2006), "The Predator State. Enron, Tyco, Worldcom ... and the Government?", *Mother Jones*, **31**, N°5 (May-June), URL: <http://www.motherjones.com/politics/2006/05/predator-state>.

Galbraith, James K.* (2008), *The Predator State*, New York, NY: Free Press.

Galbraith, James K.* (2012), *Inequality and Instability: A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis*, London/New York, NY: Oxford University Press.

Galbraith, James K.* (2014a), "Kapital for the Twentieth First Century", URL: <http://www.dissentmagazine.org/article/kapital-for-the-twenty-first-century>, Spring.

Galbraith, John K.* (2014b), *The End of Normal, The Great Crisis and the Future Growth*, New York, NY: Simon & Schuster.

Galbraith, James K.* (2015a), "The Greek Hope", *Social Europe*, 27 January, URL: <http://www.socialeurope.eu/2015/01/greek-hope/>

Galbraith, James K.* (2015b), "A Great German Greek Grexit Game?", *Open Democracy Free Thinking For the World*, 9 March, URL: <https://www.opendemocracy.net/can-europe-make-it/james-galbraith/great-german-greek-grexit-game>.

Galbraith, James K.* and Maureen Berner (eds) (2001), *Inequality and Industrial Change: A Global View*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.

Galbraith, John K.* (1952a), *American Capitalism, The Concept of Countervailing Power*, Boston, MA: Houghton Mifflin.

Galbraith, John K.* (1952b), *A Theory of Price Control*, New York, NY: Harvard University Press.

Galbraith, John K.* (1954), *The Great Crash, 1929*, New York, NY: Houghton Mifflin, 8th ed., 2009.

Galbraith, John K.* (1958), *The Affluent Society*, Boston, MA: Houghton Mifflin.

Galbraith, John K.* (1967), *The New Industrial State*, Boston, MA: Houghton Mills.

Galbraith, John K.* (1994), *A Short History of Financial Euphoria*, New York, NY: Penguin Books USA, Inc.

Galloy, Philippe (2015), "Un Défaut Intégral de la Grèce Coûterait près de 10 Milliards d'Euros à la Belgique", *L'Echo*, 7 janvier.

Gans, Herbert (1972), "The Positive Functions of Poverty", *The American Journal of Sociology*, **78**, N° 2. (September), pp. 275-289.

Gans, Herbert (1992), *The War Against the Poor: The Underclass and Antipoverty Policy*, New York, NY: Basic Books, 1995.

- Garber, Peter M. (2000), *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Garegnani, Pierangelo (1966), "Switching of Techniques", *Quarterly Journal of Economics*, **80**, N°4, pp. 554-567.
- Garegnani, Pierangelo (1970), "Heterogeneous Capital, the Production Function and the Theory of Distribution", *The Review of Economic Studies*, **37**, N°3, pp. 407-436.
- Garcia, Norberto E. (2011), "DSGE Macroeconomic Models: A Critique", *Économie Appliquée*, **1**, N° 1-2. URL : <http://www.itf.org.ar/pdf/documentos/82-2011.pdf>.
- Garrison, Roger J.* (1997), "The Austrian Theory of the Business Cycle", in: Glasner, David (ed) (1997), *Business Cycles and Depressions*, New York, NY: Garland Publishing Company, pp. 23-27. URL: <http://www.auburn.edu/~garriro/a1abc.htm>.
- Gayer, Arthur D., Walt W. Rostow and Anna J. Schwartz* (1953), *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850: An Historical, Statistical, and Theoretical Study of Britain's Economic Development* (2 volumes), with the assistance of Isaiah Frank. New Introduction by W. W. Rostow and Anna Jacobson Schwartz, New York: Barnes and Noble Books, 1975, 2nd edition
- Geeraert, Ann en Martijn Pauwels (2014), KMO – "Een 'nettingovereenkomst' kan u veel geld opleveren", *Deloitte Global Services*, URL: https://www.deloitte.com/view/nl_be/be/beb16c2d7589c210VgnVCM1000001a56f00aRCRD.htm.
- George, Henry (1879), *Progress and Poverty: An Inquiry into the Cause of Industrial Depressions and of Increase of Want with Increase of Wealth: The Remedy*, New York, NY: B. Appleton and Company.
- Gerard, Maarten, Daphné Valsamis and Wim van der Beken (2012), *Why Invest in Employment? A Study of the Cost of Unemployment*, Brussels: IDEA Consult NV.
- Gesell, Silvio (1916), *Die natürliche Wirtschaftsordnung*, Lauf bei Nürnberg: Rudolf Zitzmann Verlag, 1949, 9th edition.
- Glasner, David (ed) (1997), *Business Cycles and Depression, An Encyclopedia*, New York, NY: Garland Publishing Company.
- Goldberger, Arthur S. (1959), *Impact Multipliers and Dynamic Properties of the Klein-Goldberger Model*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- Goodhart, Charles A.E. (2010), "The changing role of central banks", BIS working papers No 326, November 2010.
- Goodwin, Richard M. (1967), "A Growth Cycle," in C. H. Feinstein, C.H. (1967) (ed), *Socialism, Capitalism and Economic Growth: Essays presented to Maurice Dobb*, Cambridge: Cambridge University Press,
- Goudriaan, Jan (1952), *Economie in zestien bladzijden of inleiding tot de analytische economie*, Amsterdam: J.H. de Bussy.
- Gramsci, Antonio (1926), *Selections from Political Writings (1921-1926) with additional texts by other Italian Communist leaders*, London: Lawrence and Wishart, 1978, edited by Quintin Hoare.
- Grauwe, Paul de —* (2008a), "DSGE Modelling when Agents are Imperfectly Informed", *ECB Working Series Paper N° 897*, May.
- Grauwe, Paul de—* (2008b), "The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies", *CEPS, Centre for European Policy Studies*, **178**, pp. 1-11

- Grauwe, Paul de—* (2012), "How not to be a lender of last resort", CEPS Commentaries, 23 March.
- Grauwe, Paul de—* (2015a), "The Greek Election 2015 – Revolt of the Debtors", *Social Europe*, January 5, URL: <http://www.socialeurope.eu/2015/01/greek-election-2015/>.
- Grauwe, Paul de—* (2015b), "De ECB Zal Moeten Beslissen over een Grexit, en dat Is Dramatisch voor de Eurozone", *De Morgen*, 15 juni.
- Grauwe, Paul de—* (2015c), "In de Onderhandelingen over Griekenland Zijn er Alleen Waaghalzen en Dommeriken", *De Morgen*, 22 juni.
- Grauwe, Paul de—* (2015d), "Duitsland wou een hele natie afstraffen, als lesje voor de anderen", *De Morgen*, 13 juli.
- Graziani, Augusto (1990), "The theory of the monetary circuit", *Economies et Societies*, **24**, N°6, pp. 7-36.
- Greenspan, Alan (2007), *The Age of Turbulence in a World*, New York, NY: Penguin Press.
- Greenspan, Alan (2013), *The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting*. New York, NY: Penguin Press.
- Greenwald, Bruce and Joseph E. Stiglitz* (2008), "A Modest Proposal for International Monetary Reform", *Address to the International Economic Association in Istanbul*, June 25-29, 2008. Published in: , pp. 314-351.
- Griffith-Jones, Stephany*, José Antonio O'Campo and Joseph E. Stiglitz* (eds) (2010), *Time for a Visible Hand: Lessons from the 2008 World Financial Crisis*, New York, NY: Oxford University Press.
- Grigorovici, Tatjana* (1901), *Die Wertlehre von Marx und Lasalle: Beitrag zur Geschichte eines Wissenschaftlichen Missverständnisses*, Wien: Bern Phil. Dissertation. 1907-08 (zunächst Selbstverlag, Wien, 1908), URL 2007: <https://archive.org/details/diewertlehrebei00griggoog>.
- Gross, Nachum T., (1972) "The industrial revolution in the Habsburg monarchy, 1750-1914", in: Carlo M. Cipolla (ed.) (1973), *The Fontana Economic History of Europe*. Glasgow: William Collins Sons & Co Ltd, Fontana Books, vol. IV(1), 1980, 6th edition, pp. 228-276.
- Haberler, Gottfried (ed), *Readings in Business Cycle Theory*. Philadelphia: Blakiston, 1951.
- Hahn, Frank Horace and Frank P.R. Brechling (eds) (1965), *The Theory of Interest Rates* (Proceedings of a Conference Held by the International Economic Association), London: Macmillan Press.
- Harcourt, Geoff C. (1969a), "Some Cambridge-Cambridge Controversies on the Theory of Capital", *Journal of Economic Literature*, **7**, N°3, June, pp. 386-393.
- Harcourt, Geoff C. (1969b), *Some Cambridge Controversies in the Theory of Capital*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1972.
- Harrison, Richard J., Kalin Nikolov, Martin Quinn, G. Ramsay, A. Scott, and Ryland S.J. Thomas (2005), "The Bank of England Quarterly Model", Bank of England.
- Harrod, Roy F. (1939), "An Essay in Dynamic Theory", *The Economic Journal*, **49**, N°193, pp. 14-33.
- Hawkins, David and Herbert A. Simon* (1949), "Some Conditions of Macroeconomic Stability", *Econometrica*, **17**, N° 3-4, pp. 245-248.
- Hayek, Friedrich A.* (1929), "Geldtheorie und Konjunkturtheorie", Vienna: *Beitrage zur Konjunkturforschung, herausgegeben vom Österreichisches Institut für Konjunkturforschung*, **1**.
- Hayek, Friedrich A.* (1931), *Prices and Production*, New York, NY: August M. Kelley Publishers.

Hayek, Friedrich A.* (1933), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, London: Routledge, English translation of Hayek (1929) by Nicolas Kaldor and H.M. Croome. URL: http://mises.org/sites/default/files/Monetary%20Theory%20and%20the%20Trade%20Cycle_5.pdf.

Hayek, Friedrich A.* (1941), *The Pure Theory of Capital*, Norwich: Jarrold and Sons Limited, URL 2005: http://mises.org/sites/default/files/Pure%20Theory%20of%20Capital_4.pdf.

Hayek, Friedrich A. (1945a), *The Road to Serfdom*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2005, URL: <http://mises.org/library/road-serfdom-0>.

Hayek, Friedrich A.* (1945b), "The Use of Knowledge in Society", *American Economic Review*, **35**, N°4, pp. 519-530.

Hayek, Friedrich A.* (1976), *Denationalisation of Money, The Argument Refined. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London: The Institute of Economic Affairs, 1990, 3rd edition. URL 2009: http://mises.org/sites/default/files/Denationalisation%20of%20Money%20The%20Argument%20Refined_5.pdf.

Heertje, Arnold (1962), *De Kern van de Economie (Havo)*, Zutphen: Walburg Pers Educatief, 2014, 2 delen.

Heertje, Arnold (2014), *Economie*, Amsterdam: Uitgeverij Prometheus, 6^{de} druk, e-boek.

Heertje, Arnold and Peter Heemeijer (2002), "On the Origin of Samuelson's Multiplier-Accelerator Model", *History of Political Economy*.

Hegel, Georg Wilhelm Friedrich (1830), *Hegel's Logic, Being Part One of the Encyclopaedia of Philosophical Sciences*, translated by William Wallace with a foreword of Andy Blunden, s.l.: Marxists Internet Archive Publications, 2013, URL: <http://www.erythrospress.com/store/hegel.html>.

Heijn, Joris (2014), "Belgische Toezichthouder Grijpt Hard in om 'Plofderivaten' bij MKB", *Follow the Money*, URL: <http://www.ftm.nl/belgische-toezichthouder-grijpt-hard-in-om-plofderivaten-bij-mkb/>.

Heilbroner, Robert (1963), *The Making of the Economic Society*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall Inc., 2001, 11th edition.

Heirbout, Rob (2015), "De ultieme vernedering van Athene", *De Redactie*, 13 juli, URL: <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/opinieblog/analyse/1.2390073>.

Herck, Mischa van— (2001), "Waren & Meerwaarde", *Vonk*, 28 december, URL: <http://www.vonk.org/Economie/waren-a-meerwaarde.html>.

Herndon, Thomas, Michael Asch and Robert Pollin (2013), "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff", *Political Economic Research Institute, JEL, working paper N°322*, April 15, pp. 1-25. URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_301-350/WP322.pdf.

Hertz, Noreena* (2001a), *The Silent Takeover: Global Capitalism and the Death of Democracy*, London: William Heinemann.

Hertz, Noreena* (2001b), *De stille overname: De globalisering en het einde van de democratie*. Contact, Amsterdam/Antwerpen, vertaling van *The Silent Takeover*.

Hertz, Noreena* (2004), *I.O.U., The Debt Threat and Why We Must Defuse*, London/New York, NY: Harper Perennial, 2005.

Hertz, Noreena* (2013), *Eyes Wide Open: How to Make Smart Decisions in a Confusing World*, London: HarperCollins Publishers.

- Hicks, John R. (1937), "Mr. Keynes and the Classics - A Suggested Interpretation", *Econometrica*, **5**, pp.147-159.
- Hicks, John R. (1981), "IS-LM: An Explanation", *Journal of Post Keynesian Economics*, **3**, pp. 139-155.
- Hilferding, Rudolf* (1910), *Das Finanzkapital*, Wien: Verlag der Wiener Volksbuchhandlung Ignaz Brand & Co, 2000, 11th edition.
- Holtrop, Marius W. (1928), *De Omloopssnelheid van het Geld*, Amsterdam, H.J.Paris.
- Hornick, Philip Wilhelm von—* (1684a), *Östereich über Alles, wenn es Nur Will*, pp. 223-243, URL: <http://socserv2.socsci.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/hornick/AustriaOverAll.pdf>,
- Hornick, Philip Wilhelm von—* (1684b), *Austria for All: An Economic Development Strategy for Austria and the Holy Roman Empire*, London/New York, NY: Anthem Publishers, 2015.
- Hotelling, Harold (1929) "Stability in competition", *Economic Journal*, **39**, N°153, pp. 41-57.
- Houthakker, Hendrik S. (1960), "The Capacity Method for Quadratic Programming", *Econometrica*, **28**, pp. 62-87.
- Houthakker, Hendrik S. and Lester D. Taylor (1966), *Consumer Demand in the United States*, Harvard University Press, 2nd & enlarged edition 1970.
- Howard, Michael Charles and John Edward King (ed) (1992), *A History of Marxian Economics, Volume II, 1929-1990*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Hudson, Michael* (1972), *Super Imperialism: The Economic Strategy of American Empire*, Dumfries, NC: Holt, Rinehart and Winston.
- Hudson, Michael* (1992a), *Trade, Development and Foreign Debt, Volume 1*, London, Pluto Press.
- Hudson, Michael* (1992b), *Trade, Development and Foreign Debt, Volume II, International Finance*, London: Pluto Press.
- Hudson, Michael* (2003), *Super Imperialism - New Edition: The Origin and Fundamentals of U.S. World Dominance*, London: Pluto Press.
- Hudson, Michael* (2006a), "The New Road to Serfdom: An illustrated guide to the coming real estate collapse", *Harpers*, **312**, N°1872 (May), pp. 39-46.
- Hudson, Michael*. (2006b), "Saving, Asset-Price Inflation, and Debt-Induced Deflation", in Wray, L. Randall and Matthew Forstater (eds) (2006), *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Cheltenham, UJ: Edward Elgar, pp.104-124.
- Hudson, Michael* (2010a) "From Marx to Goldman Sachs: The Fictions of Fictitious Capital, and the Financialization of Industry", *Critique. A journal of socialist theory*, **38**, N°3, August 2010, pp. 419-444.
- Hudson, Michael* (2010b), "How Brazil Can Defend Against Financialization and Keep Its Economic Surplus for Itself", *CDES Conference, Brasilia, September 16, 2010*, URL: <http://michael-hudson.com/2010/09/how-brazil-can-defend-against-financialization/>.
- Hudson, Michael* (2012), *The Bubble and Beyond. Fictitious Capital, Debt Deflation and Global Crisis*, Dresden: ISLET Publishers.
- Hudson, Michael* (2013), "Government Debt and Deficits Are Not the Problem. Private Debt Is", Remarks at *The Atlantic's Economy Summit*, Washington DC, Wednesday, March 13, 2013. URL: <http://neweconomicperspectives.org/2013/03/government-debt-and-deficits-are-not-the-problem-private-debt-is.html#more-4969>.

- Hudson, Michael* and Dirk J. Bezemer (2012), "Incorporating the Rentier Sectors into a Financial Model", *World Economic Review*, **1**, September, pp. 1-12. URL: <http://wer.worldeconomicsassociation.org/files/WER-Vol1-No1-Article1-Hudson-and-Bezemer.pdf>.
- Hülsmann, Jörg Guido (2013), *Krise der Inflationsdiktatur*, München: FBV.
- Humphrey, Thomas, (1997), "Fisher and Wicksell on the Quantity Theory", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, **83**, N°4, pp. 71-90.
- Hunter, William C., George G. Kaufman and Thomas H. Krueger (eds) (1999), *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, Boston, MA: Kluwer Academic Publishers.
- Hurwicz, Leonid (1973). "[The Design of Mechanisms for Resource Allocation](#)", *The American Economic Review*, special issue: papers and proceedings of the eighty-fifth annual meeting of the American Economic Association, (Richard T. Ely Lecture), **63**, N°2, pp. 1-30.
- IMF (2007), *World Economic Outlook. Globalization and Inequality*, Washington, DC.
- IMF (2010), *Reserve Accumulation and International Monetary Stability Prepared by the Strategy, Policy and Review Department In collaboration with the Finance, Legal, Monetary and Capital Markets, Research and Statistics Departments, and consultation with the Area Departments*, April 13. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>.
- IMF (2015), *World Economic Outlook. Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors*, Washington, DC.
- ISDA (2014), *The Value of Derivates*, New York, NY.
- Itoh, Makato (1980), *Value and Crisis*, New York, NY: Monthly Review Press.
- Itoh, Makato (1983a), "The Great World Depression and Japanese Capitalism", *Capital & Class*, **21**, pp. 49-60.
- Itoh, Makato (1983b), *Waarde en Krisis, Een Japanse Bijdrage aan de Marxistische Politieke Economie*, Groningen: Konstapel.
- Itoh, Makato (1988), *The Basic Theory of Capitalism, The Forms and Substance of Capitalist Economy*, New York, NY: Palgrave Macmillan.
- Jacobs, Bas* (2011), "Maakt CPB een Einde aan Kakafonie van Euro-onzin?", URL: <https://basjacobs.wordpress.com/2011/11/15/maakt-het-cpb-einde-aan-kakafonie-van-euro-onzin/>.
- Jacobs, Bas* (2012), "Alles lekt weg naar het buitenland, toch? (Update)", *Economische Statistische Berichten*, 29 December, URL: <http://www.economie.nl/weblog/alles-lekt-weg-naar-het-buitenland-toch-update>.
- Jacobs, Bas* (2014), "Einde van de crisis of verloren decennium?" *Follow the Money*, URL: <http://www.ftm.nl/column/einde-van-de-crisis-verloren-decennium/>.
- Jacobs, Bas* (2015a), "Grexit: Economische Ramp voor de Grieken, Blamage voor de Eurolanden", *Follow the Money*, 18 juni. URL: <http://www.ftm.nl/column/grexit-economische-ramp-voor-de-grieken-blamage-voor-de-eurolanden/>.
- Jacobs, Bas* (2015b), "Drie Scenario's voor Griekenland voor Na het Referendum", *Follow the Money*, 5 juli. URL: <http://www.ftm.nl/column/drie-scenarios-voor-griekenland-na-het-referendum/>.
- Jacquemin, Alexis, Henri Tulkens et Paul Mercier (1970), *Fondements d'économie politique*, Bruxelles: De Boeck, 2001.
- Javidanrad, Farzad (2003), *The Dynamic of Business Cycle in Kalecki's Theory: Duality in the Nature of Investment*, URL: http://ntu.ac.uk/nbs/document_uploads/109094.pdf

Jevons, William Stanley* (1871), *The Theory of Political Economy*, London: Macmillan & Co., 1971.

Johansen, Leif (1961), "A Note on 'Aggregation in Leontjief Matrices and the Labour Theory of Value' ", *Econometrica*, **92**, N°2, pp. 221-222.

Jong, Eelke de— (2009), *Culture and Economics: On Values, Economics and International Business*, New York, NY: Routledge.

Juglar, Clément (1862), *Des Crises Commerciales et leur Retour Périodique en France, en Angleterre, et aux Etats-Unis*, Paris: Guillaumin.

Kaldor, Nicholas* (1940), "A Model of the Trade Cycle", *Economic Journal*, **50**, pp.78-92. Reprinted in Kaldor, Nicholas* (1960), *Essays on Economic Stability and Growth*, New York, NY: Holmes and Meier, 1980.

Kaldor, Nicholas* (1960), *Essays on Economic Stability and Growth*, London: Gerard Duckworth & Co, Ltd.

Kaldor, Nicholas* and James A. Mirrlees (1962), "A New Model of Economic Growth", *Review of Economic Studies*, **29**, N°3, pp. 174-192.

Kalecki, Michal* (1933a), *Próba teorii koniunktury*, Warsaw: Instytut Badania Konjunktury Gospodarczych i Cen, used edition Kalecki, Michal (1933b).

Kalecki, Michal* (1933b), *Essay on the Business Cycle Theory*, in: Osiatynski, J. (ed) (1990), *Collected Works of Michal Kalecki, Volume 1: Capitalism, Business Cycle and Full Employment*, Oxford: Clarendon Press, pp. 65-108.

Kalecki, Michal* (1933c), "Outline of a Theory of the Business Cycle", partial translation of 1933a by Ada Kalecki with additions from Michal Kalecki of 1935a, in: Kalecki, Michal* (1966), *Studies of the Theory of the Business Cycle, 1933-1939*, Oxford: Basil Blackwell, pp. 3-15.

Kalecki, Michal* (1935a), "Essai du Mouvement Cyclique des Affaires", *Revue d'Économie Polytique*, **2**, mars-avril, pp. 285-305.

Kalecki, Michal* (1935b), "A Macroeconomic Theory of the Business Cycle", *Econometrica*, **3**, July, pp. 327-344.

Kalecki, Michal* (1938), "The determinants of distribution of the national income", *Econometrica*, **6**, N°2, pp. 97-111.

Kalecki, Michal* (1943), "Political Aspects of Full Employment", *Political Quarterly*, **14**, N°4, pp. 322-331.

Kalecki, Michal* (1954), *Theory of Economic Dynamics: an Essay on Cyclical and Long-Run Changes in Capitalist Economy*, Abingdon Oxon, OX/New York, NY: Routledge, used edition 2003

Kalecki, Michal* (1962), "Observations on the theory of growth", *The Economic Journal*, **72** (March), pp. 134-153.

Kalecki, Michal* (1966), *Studies of the Theory of the Business Cycle, 1933-1939*, Oxford: Basil Blackwell

Kalecki, Michal* (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Kalshoven, Frank (2014), *Groeiland: Helder Denken over Economische Bloei in Nederland*, Amsterdam: De Argumentenfabriek.

Kantorovitsj, Leonid* (1939), "Mathematical Methods of Organizing and Planning Production", *Management Science*, **6**, N°4, July, pp. 366-422.

Kantorovitsj, Leonid V.* (1959), *The Best Uses of Economic Resources*. Oxford, N.Y.: Pergamon, 1965.

Kato, M., G. Matsumoto and T. Sakai (1972), "A Note on the Hawkins-Simon Condition", *Hokudai Economic Papers*, **3**, pp. 46-48.

URL: http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/bitstream/2115/30645/1/3_P46-48.pdf.

Kautsky, Karl* (1911), "Finance-Capital and Crisis", London: Social Democrat July-December, transcription, 2000. URL: <https://www.marxists.org/archive/kautsky/1911/xx/finance.htm>.

Keeler, James P. (2001), "Empirical Evidence of the Austrian Business Cycle Theory", *The Review of Austrian Economics*, **14**, N°4, pp. 331-351. URL:

http://www.gmu.edu/depts/rae/archives/VOL14_4_2001/5_keeler.pdf.

Keen, Steve* (2001), *Debunking Economics: The Naked Emperor of the Social Sciences*, New York, NY/Annandale, NSW: Zed Books Ltd/Pluto Press Australia Ltd.

Keen, Steve* (2011), *Debunking Economics: The Naked Emperor Dethroned? Supplement*, New York, NY/London: Zed Books Ltd, URL: http://www.zedbooks.co.uk/debunking_economics.

Keen, Steve* (2012), *The Debtwatch Manifesto*, URL:

http://keenomics.s3.amazonaws.com/debtdeflation_media/2012/01/TheDebtwatchManifesto.pdf.

Keen, Steve* (2015), "What is Money and How it's Created", URL:

<http://www.forbes.com/sites/stevekeen/2015/02/28/what-is-money-and-how-is-it-created/>, February 2, p. 2.

Keen, Steve* and Frederic S. Lee (2004), "The Incoherent Emperor: A Heterodox Critique of Neoclassical Microeconomic Theory", *Review of Social Economy*, **62**, N° 2, pp. 169-199.

Keynes, John Maynard* (1930), *A Treatise on Money*, London: Macmillan, used edition, 1960.

Keynes, John Maynard* (1936), *The General Theory on Employment, Interest and Money*, New Delhi: Atlantic Publishers & Distributors, 2008.

Keynes, John Maynard* (1937), "Alternative Theories of the Rate of Interest", *Economic Journal*, **47**, N°4.

Keynes, John Maynard* (1941), "Proposals for an International Currency Union", in: Moggridge, Donald (ed) (1980), *Collected writings of John Maynard Keynes*, London: Macmillan, Volume XXV, pp. 42-66 (preliminary version).

Keynes, John Maynard* (1942), "Proposals for an International Currency Union", in: Moggridge, Donald (ed) (1980), *Collected writings of John Maynard Keynes*, London: Macmillan, Volume XXV, pp. 168-195 (definitive version).

Killemaes, Daan (2015), "Grexit is een Nieuwe Start voor Euro", *Trends Opinie*, 1 juli. URL:

<http://trends.knack.be/economie/beleid/grexit-is-nieuwe-start-voor-euro/article-opinion-583469.html>.

Kilponen, Juha and Antti Ripatti (2006), "Introduction to AINO", *mimeo*, Bank of Finland.

Kindersley, Richard (1962), *The First Russian Revisionists: A Study of Legal Marxism in Russia*. Oxford, Clarendon Press, pp. 52-59.

Kindleberger, Charles P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crisis*, New York, NY: John Wiley and Sons, 5th edition, 2005.

Kirchner, Lauren (2014), "Q&A: James K. Galbraith on the Myth of Perpetual Growth, How Language Shapes Economic Thought, and More", *The Blaffer*, November 7. URL:

<http://www.thebaffler.com/blog/qa-james-k-galbraith/#>.

Kirschen, Étienne-Sadi (1977), "The Incomes of Socio-Professional Groups before and after Redistribution : a Method of Analysis", *European Economic Review*, **10**, N°2, pp. 141-155.

Kitchin, Joseph (1923), "Cycles and Trends in Economic Factors", *Review of Economics and Statistics*, **5**, N°1, pp. 10-16.

Klaffenböck, Paul (2008), *Reforming the Global Financial Architecture. A Comparison of Different Proposals*, Linz: Johannes Kepler Universität (doctoraal proefschrift), pp. 37-51.

Klein, Lawrence R.* (1947), *The Keynesian Revolution*, New York, NY: Macmillan Press.

Klein, Lawrence R.* (1951), "The life of John Maynard Keynes", *Journal of Political Economy*, **59**, October, pp. 443-451.

Klein, Lawrence R.* (1969), "Estimation of Interdependent Systems in Macroeconometrics", *Econometrica*, **37**, pp. 171-192.

Klein, Lawrence R.* (1975), "Foreword to Feiwel, G. The Intellectual Capital of Michal Kalecki", Knoxville: University of Tennessee Press.

Klein, Lawrence R.* and Arthur S. Goldberger (1955), *An Econometric Model of the United States 1929-1952*, Amsterdam North-Holland Publishing Company.

Klein, Lawrence R.* and Herman Ruby (1947), "A Constant Utility Index of the Cost of Living", *Review of Economic Studies*, **15**, pp. 84-87, 1947-1948.

Klein, Naomi (2007), *The Shock Doctrine, The Rise of Disaster Capitalism*, New York, NY: Metropolitan Books, Henry Holt & Company.

Klein, Naomi (2014), *This Changes Everything: Capitalism vs. The Climate*, New York, NY: Simon & Schuster.

Knight, Frank H. (1931), "Professor Fisher's Interest Theory: A Case in Point", *Journal of Political Economy*, **39**, pp. 176-212.

Kondratieff, Nikolai (1925), *The Long Wave Cycle*, Las Vegas, NV: Amber Unicorn Books ABAA, 1984.

Koopmans, Tjalling C.* (1942), "Serial correlation and quadratic forms in normal variables", *Annals of Mathematical Statistics*, **13**, pp. 14-33.

Koopmans, Tjalling C.* (ed) (1950), *Statistical Interference in Dynamic Economic Models*, New York, NY: John Wiley & Sons.

Koopmans, Tjalling C.* (1965), "On the Concept of Optimal Economic Growth", *the Economic Approach to Development Planning*, pp. 225-287.

Kooyman, Jonas (2015), "Één werkloze kost 38.411 euro. Jeugdwerkloosheid", *NRC*, 3 april. URL: <http://www.nrc.nl/handelsblad/van/2015/april/03/een-werkloze-kost-38411-euro-1473003>.

Kortelainen, Mika (2002), "EDGE, A Model of the Euro Area with Applications to Monetary Policy", Bank of Finland Studies, E:23-2002, Bank of Finland.

Koyck, Leendert M. (1954), *Distributed Lags and Investment Analysis*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Krugman, Paul* (1978), "Purchasing Power Parity and Exchange Rates", *Journal of International Economics*, **8**, pp. 397-407.

Krugman, Paul* (1979), "A Model of Balance-of-Payment Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, **11**, pp. 311-325.

Krugman, Paul* (1991), *Geography and Trade*, Leuven/London: Leuven University Press/MIT press (Gaston Eyskens Lectures), 2000, 8th printing.

Krugman, Paul* (1992), *Currencies and Crises*, Cambridge, MA/London: The MIT Press.

Krugman, Paul* (ed) (1995), *Development, Geography and Economic Theory*, Cambridge, MA/London: The MIT Press, 2002, 6th ed.

Krugman, Paul* (1999), *The Return of Depression Economics*, New York, NY: W.W. Norton & Company.

Krugman, Paul* (2000), "Thinking About the Liquidity Trap", *Journal of the Japanese and International Economies*, **14**, N°4, pp. 221-237.

Krugman, Paul* (2007), "Who was Milton Friedman?", *The New York Review of Books*, February 15. URL: <http://www.nybooks.com/articles/archives/2007/feb/15/who-was-milton-friedman/>.

Krugman, Paul* (2008), *The Return of the Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company.

Krugman, Paul* (2009), "The Conscience of a Liberal", *The New York Times*, August 6.

Krugman, Paul* (2011), "The UN Bazooka", *The New York Times*, October 19.

Krugman, Paul* (2012), *End this Depression Now*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company.

Krugman, Paul* (2013a), "Bernanke, Blower of Bubbles?", *The New York Times*, May 10, 2013, p. A29.

Krugman, Paul* (2013b), "Sympathy for the Luddites", *The New York Times*, June 13.

Krugman, Paul* (2013c), "The New Growth Fizzle", *The New York Times*, August 18.

Krugman, Paul* (2013d), "Phony Fear Factor", *The New York Times*, August 8, URL: http://www.nytimes.com/2013/08/09/opinion/krugman-phony-fear-factor.html?_r=0.

Krugman, Paul* (2015a), "Quantitative Easing and Money Aggregates", *The New York Times*, February 26.

Krugman, Paul* (2015b), "Breaking Greece", *The New York Times*, June 25.

Krugman, Paul* (2015c), "Killing the European Project", *The New York Times*, July 12.

Krugman, Paul and Robin Wells (2012), *Macroeconomics*, New York, NY: Worth Publishers, 3rd edition.

Krugman, Paul* and Robin Wells (2013a), *Microeconomics*, New York, NY: Worth Publishers, 3rd edition.

Krugman, Paul* and Robin Wells (2013b), *Economics*, New York, NY: Worth Publishers, 3rd edition.

Krugman, Paul*, Kathryn M. Dominguez and Kenneth Rogoff (1998) "It's Baaack: Japan' Slump and the Return of the Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, **1998**, N°2, pp. 137-205.

Krugman, Paul*, Maurice Obstfeld and Marc J. Melitz (1979), *International Economics: Theory and Policy*, Boston, MA: Addison-Wesley, 10th edition of the Krugman/Obstfeld 1998 edition, 2015.

Krul, Matthijs (2012), "Steve Keen's Critique of Marx's Theory of Value: A Rejoinder", URL: <http://mccaine.org/2012/07/04/steve-keens-critique-of-marxs-theory-of-value-a-rejoinder/>.

Kurihara, Kenneth K. (ed) (1954), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, pp. 32°-344.

Kuznets, Simon (1930), *Secular Movements in Production and Prices: Their Nature and Their Bearing upon Cyclical Fluctuations*, Boston, MA/New York, NY: Houghton Mifflin Company.

Kydland , Finn E.* and Edward C. Prescott* (1977), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, **85**, N°3, pp. 473–492.

Kydland, Finn E.* and Edward C. Prescott* (1982), "Time to Build and Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, **50**, pp. 1345-1370.

Kydland, Finn E.* and Edward C. Prescott* (1996), "The Computational Experiment: an Econometric Tool", *Journal of Economic Perspectives*, **10**, N°1, pp.68-86.

Lafargue, Paul (1883), *The Right to be Lazy and Other Studies*, Chicago, Ill: Charles H. Kerr and Co., Co-operative, URL 2000: <https://www.marxists.org/archive/lafargue/1883/lazy/index.htm>.

Lafargue, Paul (1904), *Karl Marx' "Historischer Materialismus"*, *Neue Zeit*(Stuttgart), **2**, Part 1, 1903/1904

Lambert, Harry (2015), "Yanis Varoufakis Full Transcript: our Battle to Save Greece", *NewStatesman*, July 13, URL: <http://www.newstatesman.com/world-affairs/2015/07/yanis-varoufakis-full-transcript-our-battle-save-greece>.

Lamfalussy, Alexandre de— (1969), *The Role of Monetary Gold over the Next Ten Years*, Washington, DC: Per Jacobsson Foundation.

Lange, Oskar* (1935), "Marxian Economics and Modern Economic Theory", *Review of Economic Studies*, **2**, pp. 189-201.

Lange, Oskar* (1936a), "On the Economic Theory of Socialism I", *The Review of Economic Studies* **4**, N°1, pp. 53-71.

Lange, Oskar* (1936b), "The Place of Interest in the Theory of Production", *Review of Economic Studies*, **3**, pp. 159-192.

Lange, Oskar* (1937), "On the Economic Theory of Socialism II", *The Review of Economic Studies* **4**, pp. 123-142.

Lange, Oskar* (1938), "The Rate of Interest and the Optimum Propensity to Consume," *Econometrica*, **5**, N°8, pp. 12-32.

Laplace, Pierre-Simon (1812), *Théorie Analytique des Probabilités*, Paris : Librairie pour les Mathématiques et la Marine. URL 2007 : <https://archive.org/details/thorieanalytiqu01laplgoog>.

Law, John (1705), *Money and Trade Consider'd with a Proposal for Supplying the Nation with Money*, Farmington Hills, MI: Gale Ecco Print Editions, 2010.

Leijonhufvud, Axel* (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, London: Oxford University Press.

Leijonhufvud, Axel* (1973), "Effective Demand Failures", *The Swedish Journal of Economics*, **75**, N°1, pp. 27–48.

Leijonhufvud, Alex* (1979), "The Wicksell Connection: Variations on a Theme", Los Angeles: UCLA, working paper #165, November, URL: <http://www.econ.ucla.edu/workingpapers/wp165.pdf>.

Leijonhufvud, Axel* (1981), *Information and Coordination*, Oxford: Oxford University Press.

- Leijonhufvud, Axel* (1983), "What was the matter with IS-LM?" in: Fitoussi, Jean Paul (ed) (1983), *Modern Macro-economic Theory*, Oxford: Basil Blackwell, pp 64-90.
- Leijonhufvud, Axel* (2009a), "Fixing the Crisis; Two Systemic Problems", *VOX CEPR's Political Portal*, January 12. URL: <http://voxeu.org/article/fixing-crisis-two-systemic-problems>.
- Leijonhufvud, Axel* (2009b), "No Ordinary Recession", *VOX CEPR's Political Portal*, February 13, URL: <http://www.voxeu.org/article/no-ordinary-recession-there-much-fear-beyond-fear-itself>.
- Leijonhufvud, Axel* (2009c), "Stabilities and Instabilities in the Macroeconomy", *VOX CEPR's Political Portal*, November 21. URL: <http://www.voxeu.org/article/stabilities-and-instabilities-macroeconomy>.
- Leijonhufvud, Alex* (2009d), "Macroeconomics and the Crisis: A Personal Appraisal", Opening Lecture at the 6th Annual Research Conference of the Economic and Financial Affairs Directorate of the European Commission, Brussels, October 15-16, 2009. URL: <http://fsaraceno.free.fr/Leijonhufvud.pdf>.
- Leijonhufvud, Axel* (2009e), "Out of the corridor: Keynes and the crisis", *Cambridge Journal of Economics*, **33**, N°4, pp. 741-757.
- Lenin, (Vladimir I.) (1917a), *Imperialism, the Highest Stage of Capitalism*, Peking: Foreign Languages Press, 1970, 3rd ed.
- Lenin, (Vladimir I.) (1917b), *Het Imperialisme als Hoogste Stadium van het Kapitalisme*, Amsterdam: Pegasus, 1971, 4th ed.
- Léon, Pierre (ed.) (1978), *Histoire économique et sociale du monde. La domination du capitalisme 1840-1914*, Paris: Armand Colin, Vol. IV.
- Leontjief, Wassily W.* (1928), "Die Wirtschaft als Kreislauf", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, December, pp. 577-623.
- Leontjief, Wassily W.* (1929), "Ein Versuch zu statistischen Analyse von Angebot und Nachfrage", *Weltwirtschaftliches Archiv*, July, pp. 1-53.
- Leontief, Wassily W.* (1941), *The Structure of American Economy*, New York, NY: Oxford University Press, 1951, 2nd edition.
- Leontief, Wassily W.* (1953), "Domestic Production and Foreign Trade: The American Capital Position Re-examined", *Proceedings of the American Philosophy*, **97**, pp. 332 -349.
- Leontjief, Wassily W.* (1966), *Input-Output Economics*, Oxford: Oxford University Press.
- Lequin, Yves (1978), "Les débats et les tensions de la société industrielle", in : Léon, Pierre (ed.) (1978), *Histoire économique et sociale du monde. La domination du capitalisme 1840-1914*. Parijs: Armand Colin, Vol. IV, pp. 355-398.
- Lerner, Abba Ptachya* (1934), "The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power", *Review of Economic Studies*, **1**, pp. 157-175.
- Lerner, Abba Ptachya* (1943), "The Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research*, **10**, pp. 38-51.
- Lerner, Abba Ptachya* (1944), *The Economics of Control*, London: Macmillan Press.
- Lerner, Abba Ptachya* (1951), *The Economics of Employment*, London: Macmillan Press.
- Levy, David (2010), "Review of Climate Capitalism: Global Warming and the Transformation of the Global Economy by drs. Peter Newell and Matthew Paterson", URL: http://sustainablebusinessforum.com/davidlevy/49470/promise-carbon-capitalism_

Liberty Fund, Inc. (ed) (2010), *The Economic Writings of William Petty*, e-book, URL: http://lf-oll.s3.amazonaws.com/titles/1677/Petty_0605-01_EBk_v6.0.pdf.

Liebknecht, Karl* (1918), *The Future Belongs to the People*, New York, NY: The Macmillan Company – edited and translated by S. Zimand, with an introduction by Walter Weyl, EBook #39023, Release Date March 1, 2012. URL: <http://www.gutenberg.org/files/39023/39023-h/39023-h.htm>.

Lietaer, Bernard (2002), *The Future of Money: Creating New Wealth, Work and a Wiser World*, London: Random House.

Lin, Justin Yifu* (2013), *Against the Consensus, Reflections on the Great Recession*, Cambridge, UK/New York, NY: Cambridge University Press.

Lindahl, Erik* (1919), *Die Gerechtigkeit der Besteuerung, Eine Analyse der Steuerprinzipien auf Grundlage der Grenznutzentheorie*, Lund: Gleerupska Universitets-Bokhandeln.

Lindahl, Erik* (1934), *Studies in the Theory of Money and Capital*, London, UK/New York, NY: George Allen & Unwin/Farrar & Rinhart.

Llavorador, Umberto, John E. Roemer* and Joaquim Silvestre (2011), "A dynamic analysis of human welfare in a warming planet," *Journal of Public Economy*, **95**, pp. 1607-1620.

Long, Huey P. (1933), *Every Man a King: the Autobiography of Huey P. Long*. New Orleans: National Book Co., 1933.

Ludwig von Mises Institute (2009), "Panic of 1873", URL: http://wiki.mises.org/wiki/Panic_of_1873.

Lucas, Robert E.* (1972), "Expectations and the Neutrality of Money", *Journal of Economic Theory* **4**, N°2, pp. 103–124.

Lucas, Robert E.* (1976), "Econometric Policy Evaluation, A Critique" in: Brunner, Karl and Alan H. Meltzer (eds) (1976), *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, New York, NY: Elsevier BV, Volume 1, pp. 19-46.

Lucas, Robert E.* (1981), *Studies in Business-Cycle Theory*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

Lucas, Robert E.* (1990), "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, **80**, N°2, pp. 92–96.

Lucas, Robert E.* and Edward C. Prescott* (1971), "Investment under Uncertainty", *Econometrica* **39**, N°5, pp. 659–681.

Lucas, Robert E.* and Leonard A. Rapping (1969), "Real Wages, Employment, and Inflation", *Journal of Political Economy*, **77**, N°5, pp. 721–754.

Lucas, Robert E.* and Thomas J. Sargent* (1981), *Rational Expectations and Econometric Practice*, Minneapolis: University of Minnesota Press.

Luhmann, Niklas (1970), *Soziologische Aufklärung. Aufsätze zur Theorie sozialer Systeme*, Keulen-Opladen: Westdeutscher Verlag.

Luhmann, Niklas (1984), *Soziale Systeme. Grundriss einer allgemeinen Theorie*. Frankfurt am Main: Suhrkamp Verlag.

Luhmann, Niklas (1987), "The representation of society within society", *Current Sociology*, XXXV(2), pp. 101-108.

Luhman, Niklas (1995), *Social Systems*. Stanford, CA: Stanford University Press [translated by. Bednarz jr from *Soziale Systeme. Grundriss einer allgemeinen Theorie*].

Luhmann, Niklas (1997), *Die Gesellschaft der Gesellschaft*, Frankfurt am Main: Suhrkamp Taschenbuch, Vol. I und II [serie: Taschenbuch].

Luther King, Martin (1968), *Where Do We Go From Here: Chaos or Community?* Boston, MA: Beacon Press

Lutz, Wolfgang and Samir KC (2013), "Demography and Human Development: Education and Population Projections" in: Malik, Khalid and Maurice Kugler (2013), *Human Progress and the Rising South*, New York, NY: UNDP Human Development Report Office, pp. 113-139.

Luxemburg, Rosa* (1897), *Die Industrielle Entwicklung Polens*, Leipzig: Dunker und Humblot, 1898.

Luxemburg, Rosa* (1900), *Reform or Revolution*, URL 1999 based upon *Social Reform or Revolution*, London: Militant Publications, 1986, translation of the 1908 2nd edition, URL: <https://www.marxists.org/archive/luxemburg/1900/reform-revolution/> .

Luxemburg, Rosa* (1913a), *The Accumulation of Capital*, London: Routledge Classics Edition, 2003 , translation by A. Schwartzschild of *Die Akkumulation des Kapitals*.

Luxemburg, Rosa* (1913b), *Die Akkumulation des Kapitals. Ein Beitrag zur ökonomischen Erklärung des Imperialismus*. Berlin: Buchhandlung Vorwärts Paul Singer, p. 292. URL 1998: http://attachberlin.de/fileadmin/Sommerakademie/Luxemburg_Akkumulation.pdf.

Luxemburg, Rosa* (1918), *The Russian Revolution and Leninism or Marxism*, Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1961.

Luyendijk, Joris (2015), *Dit kan niet waar zijn*, Amsterdam: Atlas-Contact.

Maclean, Brian (1981), "Kōzō Uno's Principles of Political Economy", *Science & Society*, **42**, N°2, pp. 212-227.

Malik, Khalid and Maurice Kugler (2013), *Human Progress and the Rising South*, New York, NY: UNDP Human Development Report Office.

Malthus, Thomas* (1798), *An Essay on the Principle of Population, as it Affects the Future Improvement of Society with Remarks on the Speculations of Mr. Godwin, M. Condorcet, and Other Writers* London, printed for J. Johnson, in St. Paul's Church-Yard, Clark, NJ: The Lawbook Exchange, Ltd., 2007.

Malthus, Thomas* (1820/1836), *Principles of Political Economy: the second edition (1836) with variant readings from the first edition (1820)*, in Malthus, Thomas (1986), *The Works of Thomas Robert Malthus*, London: Pickering, Vol. 6 and 7.

Mandel, Ernest* (1948), "Het Ware Testament van Trotzki op de Achtste Verjaardag van de Moordaanslag op Leon Trotzki", *Fourth International*, **9**, N°6, pp.168-173. URL: http://ernestmandel.org/nl/werken/txt/1948/het_ware_testament_van_trotsky.htm .

Mandel, Ernest* (1962), *Marxist economic theory*, London: The Merlin Press, 1974, 3rd edition.

Mandel, Ernest* (1968), "Wie was Roman Rosdolski?", *De Internationale*, **63**, jaargang 42, pp. 26-28.

Mandel, Ernest *(1970), *Inleiding in de marxistische ekonomie*, Nijmegen: SUN, sunschrift 20, 1974, 9^{de} druk.

Mandel, Ernest* (1973), *Der Spätkapitalisme*, Frankfurt aM : Suhrkamp Verlag.

Mandel, Ernest* (1978), *La Crise, 1974-1978: Les Faits, leurs Interprétation Marxiste*, Paris : Flammarion.

Mankiw, N. Gregory* and Ricardo Reis* (2002), "Sticky Information versus Sticky Prices: a Proposal to Replace the Keynesian Phillips Curve", *paper*, URL: <http://www.columbia.edu/~rr2572/papers/02-stickyQJE.pdf>.

Mankiw, N. Gregory* (2013), *Macroeconomics*, New York, NY: Worth Publishers, 8th edition.

Manuel, F.E. (1963), *The New World of Henri Saint-Simon*, Indiana: University of Notre Dame Press.

Manyika, James, Michael Chui, Jacques Bughin, Richard Dobbs, Peter Bisson, and Alex Marrs (2013), *Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy*, McKinsey&Company, May. URL: http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies.

Marshall, Alfred* (1890), *Principles of Economics*, London: Macmillan and Co, 1920, 8th edition.

Marx, Karl* (1844), *Die Frühschriften von 1837 bis zum Manifest der Kommunistischen Partei 1848* edited by Siegfried Landshut, Stuttgart: Alfred Kroener Verlag, 2002.

Marx, Karl* (1847), *Misère de la Philosophie, Réponse à la Philosophie de la Misère de M. Proudhon*, traduction française, Chicoutimi : Université de Québec, 1948, URL 2001 : http://classiques.ugac.ca/classiques/Marx_karl/misere_philo/Marx_Misere_philo.pdf.

Marx, Karl (1858a/1941), *Grundrisse der Kritik der politischen Ökonomie (Rohentwurf)*, Berlin, DDR*: J.H.W. Dietz, 1974, Aufl. 2.

Marx, Karl* (1858b/1941), *Grundrisse*, Harmondsworth: Penguin Books (Penguin Classics), 1993.

Marx, Karl* (1859), *Zur Kritik der politischen Ökonomie*, Karl Marx/Friedrich Engels – Werke, Berlin, DDR: (Karl) Dietz Verlag, Band 13,7, Auflage 1971, S. 3-160.

Marx, Karl* (1863), *Theorien über den Mehrwert*, Berlin, DDR: (Karl) Dietz Verlag, 1976, 3 Teile.

Marx, Karl* (1865), *Lohn, Preis und Profit. Vortrag gehalten im Generalrath der "Internationale" am 26. Juni 1865 von Karl Marx*. Used edition: Karl Marx: *Value, price, and profit. Addressed to working men*. Ed. by Eleanor Marx Aveling Vorwort [Edward Aveling](#), [New York, NY: International Co., Inc, 1969](#).

Marx, Karl* (1867a), *Das Kapital, Kritik der Politischen Ökonomie, Erster Band, Buch I, Der Produktionsprozeß des Kapitals*, Karl Marx/Friedrich Engels – Werke, Berlin, DDR: (Karl) Dietz Verlag, Band 23, 1962, S. 11-802.

Marx, Karl* (1867b), *Capital Volume 1*, Harmondsworth: Penguin Books Ltd, 1976.

Marx, Karl* (1885), *Das Kapital, Kritik der Politischen Ökonomie, Zweiter Band, Buch II, Der Zirkulationsprozeß des Kapitals*, Karl Marx/Friedrich Engels – Werke, Berlin,DDR: (Karl) Dietz Verlag, Band 24, 1963, nach den zweiten von Friedrich Engels herausgegebenen Auflage, 1893, S. 7-518.

Marx, Karl* (1894), *Das Kapital, Kritik der Politischen Ökonomie, Dritter Band, Buch III, Der Gesamtprozeß der kapitalistischen Produktion*, Karl Marx/Friedrich Engels – Werke, Berlin,DDR: (Karl) Dietz Verlag, Band 25, 1984, nach den von Friedrich Engels herausgegebenen Auflage, 1894.

Marx, Karl* und Friedrich Engels (1845), *Die heilige Familie, Kritik der kritischen Kritik gegen Bruno Bauer & Consorten*, Frankfurt aM : Literarische Anstalt : J. Rutten.

Marx, Karl* en Friedrich Engels (1848), *Het Communistisch Manifest*, Amsterdam: Uitgeverij Pegasus, 1973, 14^{de} druk.

Mauro, Paolo, Nathan Sussman and Yishay Yafeh (2006), *Emerging Markets and Financial Globalisation: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford: Oxford University Press, p. 2.

- Mazylo, T.V. and Jusif Seiranov (2013), "Genesis Forms of Regulation of Financial Markets in the Context of Achieving Financial Stability", *Odesa National University Herald*, **19**, N°1, pp. 121-129.
- McKay, Alisa (2001), "Rethinking Work and Income Maintenance Policy: Promoting Gender Equality Through a Citizens' Basic Income". *Feminist Economics*, **7**, N°1, pp. 97-118.
- McKinnon, Ronald I.* (1963)., "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, **53**, pp. 717-724, September.
- McKinnon, Ronald. I.* (1993), "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective." *Journal of Economic Literature*, **31**, N° 1, pp. 1-44.
- McKinnon, Ronald I.* (2006), "China's Exchange Rate Trap: Japan Redux?." *American Economic Review*, **96**, N° 2, pp. 427-431, May.
- McKinnon, Ronald I.* (2007), "U.S. Current Account Deficits and the Dollar Standard's Sustainability: A Monetary Approach", Stanford University, mimeo, September
- McKinnon, Ronald I.* en Gunther Schnabl*, (2014), "China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the Renminbi as an International Currency", *China and the World Economy*, **22**, N°3, pp. 1-34.
- McCulley, Paul A. (2009), "The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey", *PIMCO Global Central Banking*, May 2009, URL: http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20May%202009.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB%20Focus%20May%202009.pdf.
- Meade, James E. (1937), "A Simplified Model of Mr. Keynes System", *Review of Economic Studies*, **4**, pp. 98-107.
- Meade, James E. (1955), *The Theory of International Economic Policy: Trade and Welfare*, Volume II, London/New York, NY/ Toronto: Oxford University Press.
- Meade, James E. (1961), *A Neoclassical Theory of Economic Growth*, London: Allen and Unwin.
- Meade, James E. (1989), *Agathotopia: The Economics of Partnership*, Aberdeen: Aberdeen University Press.
- Meek, Ronald* (1967a), "Some Notes on the Transformation Problem", in: Meek, Ronald (ed) (1967b), *Economics and Ideology, and other Essays*, London: Chapman & Hall.
- Meltzer, Allan H. (2003), *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913-1951*, with a Foreword by Alan Greenspan. Chicago, Ill: University of Chicago Press.
- Meltzer, Allan H. (2009a), *A History of the Federal Reserve, Volume 2, Book 1, 1951-1969*, Chicago, Ill: University of Chicago Press.
- Meltzer, Allan H. (2009b), *A History of the Federal Reserve, Volume 2, Book 2, 1969-1985*, Chicago, Ill: University of Chicago Press.
- Meltzer, Allan H. (2009c), "What Happened to the 'Depression'?", *Wall Street Journal*, September 1.
- Menger, Carl* (1871), *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Wien: Wilhelm Braumüller, URL: http://docs.mises.de/Menger/Menger_Grundsaeetze.pdf.
- Menger, Carl* (1883), *Untersuchungen über die Methode der Socialwissenschaften und der politischen Ökonomie insbesondere*, Leipzig: Verlag von Ducker & Humblot.
- Mill, John Stuart* (1848), *Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy*, ed. William James Ashley, London: Longmans, Green and Co., 1909, 7th ed.

Mills, Charles Wright (1951), *White Collar: The American Middle Classes* (fiftieth anniversary edition with an afterword by Russell Jacoby), Oxford, UK/New York, NY: Oxford University Press, 2002.

Mills, Charles Wright (1956), *The Power Elite*, Oxford, UK/New York, NY: Oxford University Press.

Minsky, Hyman* (1964), "Longer waves in financial relations: financial factors in the more severe depressions", *American Economic Review*, **54**, N°3, Papers and Proceedings of the Seventy-sixth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 324-335.

Minsky, Hyman* (1975), *John Maynard Keynes*, New York, NY: McGraw-Hill Professional, 2008.

Minsky, Hyman* (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.

Minsky, Hyman* (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, NY: McGraw-Hill Professional, 2008.

Minsky, Hyman* (1992), "The Financial Instability Hypothesis", Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper #74, pp. 1-11. URL: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>.

Mints, Lloyd W. (1945), *A History of Banking Theory in Great Britain and the United States*, Chicago, IL: University of Chicago Press.

Mises, Ludwig von—* (1912), *The Theory of Money and Credit, New Edition Enlarged with an Essay on Monetary Reconstruction*, New Haven: Yale University Press, 1953.

URL:

http://mises.org/sites/default/files/The%20Theory%20of%20Money%20and%20Credit_3.pdf.

Mises, Ludwig von—* (1922), *Die Gemeinwirtschaft. Untersuchungen über den Sozialismus*, Jena: Gustav Fischer Verlag, 1922, URL: http://docs.mises.de/Mises/Mises_Gemeinwirtschaft.pdf.

Mises, Ludwig von—* (1927), *Liberalismus*, Jena: Gustav Fischer Verlag, 1927. URL: http://docs.mises.de/Mises/Mises_Liberalismus.pdf.

Mises, Ludwig von—* (1928), *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Jena: Verlag von Gustav Fisher. URL: http://docs.mises.de/Mises/Mises_Geldwertstabilisierung.pdf.

Mises, Ludwig von—* (1949), *Human Action: A Treatise on Economics*, Auburn, Alabama, 2007, 4 volumes. URL: http://mises.org/sites/default/files/Human%20Action_3.pdf.

Mises, Ludwig von—* (1951), *Socialism, An Economic and Sociological Analysis*, New Haven: Yale University Press, 1962 (new edition enlarged with an epilogue), URL: http://mises.org/sites/default/files/Socialism%20An%20Economic%20and%20Sociological%20Analysis_3.pdf.

Mitchell, Brian R. (1971), "Statistical appendix 1700-1914", in: Cipolla, Carlo M. (ed) (1977), *The Fontana economic history of Europe*, London/Glasgow: Fontana/William Collins Sons, 3rd, 1977, vol. IV(2), pp. 738-820.

Mitchell, Brian R. (1988), *British historical statistics*, New York, NY: Cambridge University Press.

Mitchell, Brian R. (2007), *International historical statistics Europe 1750-2005*, New York, NY: Palgrave Macmillan, 6th revisited print.

Mitchell, Brian R. (2008), *International historical statistics: 3 volume set, 1750-2005*, New York, NY: Palgrave Macmillan.

Mitchener, Kris James and Marc D. Weidenier (2006), "The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s", *NBER working paper*, pp. 1-59. URL:

http://eml.berkeley.edu/~webfac/eichengreen/e211_fa06/Mitchener.pdf.

Mittelhammer, Ron C. (2013), *Mathematical Statistics for Economics and Business*, New York, NY/Heidelberg/Dordrecht/London: 2nd edition.

Modigliani, Franco* (1966), "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital", *Social Research*, **33**, N°2, pp. 160-217.

Modigliani, Franco* and Alberto Ando (1957), "Tests of the Life-Cycle Hypothesis of Savings", *Bulletin of the Oxford University Institute of Economics and Statistics*, **19**, pp. 99-124.

Modigliani, Franco* and Richard Cohn (1979), "Inflation, Rational Valuation and the Markets", *Financial Analyst's Journal*, **35**, pp. 24-44.

Moggridge, Donald (ed) (1980), *Collected writings of John Maynard Keynes*, London: Macmillan, 25 volumes.

Morishima, Michio* (1964), *Equilibrium, Stability and Growth, a Multi-sectorial Analysis*, Oxford: Clarendon Press.

Morishima, Michio* (1969), *The Theory of Economic Growth*, Oxford: Clarendon Press.

Morishima, Michio* (1973), *Marx's Economics: A dual theory of value and growth*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Morishima, Michio* (1974), "The Fundamental Marxian Theorem: A Reply to Samuelson", *Journal of Economic Literature*, **12**, pp. 71-74.

Morishima, Michio* (1978), "S. Bowles and H. Gintis on the Marxian Theory of Value and Heterogeneous Labour", *Cambridge Journal of Economics*, **2**, pp. 305-309.

Morishima, Michio* (1999), *Why Will Japan Collapse?* Tokyo: Iwanami Shoten.

Morishima, Michio* and Francis Setton* (1961), "Aggregation in Leontjief Matrices and Labour Theory of Value", *Econometrica*, **29**, N°2, pp. 203-220.

Morishima, Michio* and Georges Catephores (1975), "Is there an Historical Transformation Problem?", *Economic Journal*, 1975, pp. 309-329.

Morishima, Michio* and Georges Catephores (1976), "The 'Historical Transformation Problem', a Reply", *Economic Journal*, **86**, pp. 348-352.

Morishima, Michio* and Georges Catephores (1978), *Value, Exploitation and Growth*, Maidenhead: McGraw-Hill.

Moshensky, Sergei Z. (2012), "Financial Globalization Cycles", URL: http://www.rusnauka.com/10_DN_2012/Economics/4_99899.doc.htm.

Mulder, Frank (2012), "Hoe Goldman Sachs Staatsschuld Wegtovert", VPRO Gids artikel, 7 februari, URL: <http://tegenlicht.vpro.nl/nieuws/2012/februari/Hoe-Goldman-Sachs-staatsschuld-wegtovert.html>.

Mulligan, Robert F. (2006), "An Empirical Examination of Austrian Business Cycle Theory", *Quarterly Journal of Austrian Economics*, **9**, N°2, pp. 69-93, URL: http://mises.org/sites/default/files/qjae9_2_4.pdf.

Mun, Thomas* (1664), *England's Treasure by Foreign Trade*, New York/London: Macmillan and Co., 1895, Reprinted in Weber, Eugen (ed) (1990), *The Western Tradition*, Vol. II, 4th edition, Lexington, MA: D. C. Heath, pp. 399-407.

Mundell, Robert A.* (1963), "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates", *Canadian Journal of Economic and Political Science*, **29**, N°4, pp. 475–485. Reprinted in Mundell, Robert A.* (1968). *International Economics*. New York: Macmillan.

Mundell, Robert A.* (1968). *International Economics*. New York: Macmillan.

Munnell, Alicia H. (ed) (1986), *Lessons from the Income Maintenance Experiments*, Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston.

Murchison, Stephen and Andrew Rennison (2006), "ToTEM: The Bank of Canada's New Canadian Projection Model", Bank of Canada Technical Report, Bank of Canada.

Musgrave, Richard A. and Allan T. Peacock (eds) (1958), *Classics in the Theory of Public Finance*, New York, NY: St. Martin's Press

Muth, John F.* (1960), "Optimal Properties of Exponentially Weighted Forecasts", *Journal of the American Statistical Association*, **55**, N°290, pp. 299–306.

Muth, John F.* (1961), "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica* **29**, pp. 315–335.

Myrdal, Gunnar* (1932), *Monetary Equilibrium*, New York, NY: August M. Kelly Publishers, 1965.

Myrdal, Gunnar* (1944), *An American Dilemma, The Negro Problem and Modern Democracy*, New York, NY: Harper & Bros.

Myrdal, Gunnar* (1957), *An International Economy: Problems and Prospects, Rich Lands and Poor and Economic Theory and Underdeveloped Regions*, New York, NY: Harper & Row.

Myrdal, Gunnar* (1968), *Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations*, New York, NY: Twentieth Century Fund.

Myrdal, Gunnar* (1970), *The challenge of world poverty*, London: Allen Lane.

Myrdal, Gunnar* (1971), *Economic Theory and Underdeveloped Regions*, New York, NY: Harper & Row.

Myrdal, Gunnar* (1977), "Increasing Inter-Dependence between States but Failure of International Cooperation", *Felix Neuberger Lecture 1977*.

Myrdal, Gunnar* (1981), "The Need for Reforms in Under-Developed Countries", in: *Peace studies*, Seoul: Kyung Hee University.

Negri, Antonio and Michael Hardt (2000a), *Empire*, Cambridge, MA/London: Harvard University Press.

Negri, Antonio en Michael Hardt (2000b), *Empire: De nieuwe wereldorde*. Amsterdam: Van Gennep, 2002, Vertaling Joke Traats, tekstredactie Else de Jonge.

Negri, Antonio and Michael Hardt (2004), *Multitude: War and Democracy in the Age of Empire*, Harmondsworth: Penguin Books, 2009.

Negri, Antonio and Michael Hardt (2009), *Commonwealth*, Cambridge, MA/London: Harvard University Press.

Newell, Peter and Matthew Paterson (2010), *Climate Capitalism. Global Warming and the Transformation of the Global Economy*, Cambridge; Cambridge University Press.

Nicholas, Katrina and Abigail Moses (2009), "Credit Swaps Market Cut to \$ 38 trillion, ISDA Says (Update 2), April 22.

URL: <http://www.bloomberg.com/apps/news?sid=a4AtVMqwawtc&pid=newsarchive>.

North, Douglas C. (1961), *The Economic Growth of the United States, 1790–1860*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

North, Douglas C. and Robert Paul Thomas (1973), *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

North, Douglas C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.

Nuti, Domenico Mario (1970), "Vulgar Economy in the Theory of Income Distribution", *De Economist*, **4**, pp. 363–369.

Nuti, Domenico Mario (2004), "Kalecki and Keynes revisited: Two original approaches to demand-determined income – and much more besides", in: Sadowski, Zdzislaw L. and Adam Szeworski (2004), *Kalecki's Economics Today*, London/New York, NY: Routledge, pp. 3–9.

NVA (2015), "Meer dan 5000 voetbalvelden bouwgrond in bezit van de overheid moeten op de markt", 18 februari, URL: <https://www.n-va.be/persbericht/meer-dan-5000-voetbalvelden-bouwgrond-in-bezit-van-overheid-moeten-op-de-markt>.

Ohlin, Bertil* (1931), *The Course and Phases of the World Economic Depression*, Geneva: The League of Nations, URL: <https://archive.org/stream/TheCauseAndPhasesOfTheWorldEconomicDepression/Ohlin1931-TheCauseAndPhasesOfTheWorldEconomicDepression#page/n1/mode/2up>.

Ohlin, Bertil* (1932), "Now or Never: Action to Combat the World Depression", *Svenska Handelsbankens Index*, **7**, pp. 127–157.

Ohlin, Bertil* (1933a), *Interregional and International Trade*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Ohlin, Bertil* (1933b), "On the Formulation of Monetary Theory", *History of Political Economy*, **10**, 1978, pp. 353–388.

Ohlin, Bertil* (1934), *Penningpolitik, offentliga arbeten, subventioner och tullar som medel mot arbetslösheten: bidrag till expansionens teori*, (Monetary Policy, Public Works, Subsidies, and Tariffs as Remedies for Unemployment, A Contribution to the Theory of expansion, *never translated*), Stockholm: States Offentliga Utredningar Norstedt.

Ohlin, Bertil* (1937a), "Some Notes on the Stockholm Theory of Saving and Investment, (Till fragan om penningteoriens uppläggning. Ekonomisk Tidskrift. Preklad)", 2 parts, *Economic Journal* **47**, (March), pp. 53–69; (June), pp. 221–240. Reprinted in Haberler, Gottfried (ed), *Readings in Business Cycle Theory*. Philadelphia: Blakiston, 1951, pp. 87–130.

Ohlin, Bertil* (1941), *Kapitalmarknad och Räntepolitik*, Stockholm: Kooperativa förbundets bokförlag, *nooit vertaald*.

Ohlin, Bertil* (1943), "Stockholmskolan kontra kvantitetsteorien: En analys av variationer i penningmängd, likviditet, köpkraft och prisutveckling", *Ekonomisk Tidskrift*, **45**, pp. 27seq.

Okishio, Nobuo* (1955), "Monopoly and the Rates of Profit", *Kobe University Economic Review*, **1**, pp. 71–88.

Okishio, Nobuo* (1957), *Theory of Reproduction*, Tokyo: Sobunshya. (in Japanese).

Okishio, Nobuo* (1961), "Technical Change and the Rate of Profit", *Kobe University Economic Review*, **7**, pp. 85–99.

Okishio, Nobuo* (1972), "A Formal Proof of Marx's Two Theorems", *Kobe University Economic Review*, **18**, pp. 1–6.

- Okishio, Nobuo* (1974), "Value and Production-Price", *Kobe University Economic Review*, **20**, pp. 1–19.
- Okishio, Nobuo* (1976), *Theory of Accumulation*, 2nd ed., Tokyo: Chikuma-Shobou. (in Japanese).
- Okishio, Nobuo* (1978a), *Basic Theory of Capitalist Economy* (Revised and enlarged edition), Tokyo: Keisoshobo, (in Japanese).
- Okishio, Nobuo* (1978b), "Three Topics on Marxian Fundamental Theorems", *Kobe University Economic Review*, **24**, pp. 1–18.
- Okishio, Nobuo* (1985), "A Measurement of the Rate of Surplus Value in Japan, The 1980 Case", 1985, *Kobe University Economic Review*, **31**, pp.1–13.
- Okishio, Nobuo* (1987), "Theoretical Foundations of International Macro-Economic Model", *Kobe University Economic Review*, **33**, pp.1–16.
- Okishio, Nobuo* (ed) (1992), *Business Cycles, Theories and Numerical Simulation*, Frankfurt/M: Peter Lang International Academic Publishers, coll. 'Dynamische Wirtschaftstheorie', Bd. 12.
- Okishio, Nobuo* (1993), *What is the challenge of the contemporary political economy?* Tokyo: Otsuki-Shoten (in Japanese).
- Okishio, Nobuo* (1996), "The Relationship between Profit and Competition" (in Japanese), *Osaka Keidai-ronsyu*, November.
- Okishio, Nobuo* (1997a), "Surplus Value and the Introduction of New Techniques of Production (in Japanese)," *Keizai*, October.
- Okishio, Nobuo* (1997b), "Marx's Profit Rate Cycle (in Japanese)," *Osaka Keidai-ronsyu*, January.
- Okishio, Nobuo* (2004), *Economics and Contemporary Problems*, Tokyo: Otsuki Shoten, (in Japanese).
- Ornstein, Leonard and George E. Uhlenbeck (1930), "On the Theory of Brownian Motion", *Physical Review*, **36**; pp. 823-841.
- Osiatynski, J. (ed) (1990), *Collected Works of Michal Kalecki*, Oxford: Clarendon Press, 7 vols.
- Ostraviljanov, V. e.a. (eds) (1954), *Manuel d'Économie Politique*, Moscou : Académie des Sciences de l'U.R.S.S., Institut d'Economie.
- Ostrom, Elinor* (1990), *Governing the Commons: the Evolution of Institutions for Collective Action*. Cambridge New York: Cambridge University Press.
- Owen, Robert (1813), *A New View of Society or, Essays on the Principle of the Formation of the Human Character, and the Application of the Principle to Practice*, London: Dent, Everyman's Library, 1927.
- Paelinck, Jean H.P. and J. Soenens (1970), "A Workable Putty-Soft Production Function for Belgium", *Institut für Statistik und Ökonometrie*, **23** (Discussion Paper)
- Paish, F.W. (1961), "Reviews", *The Economic Journal*, **71**, N°281, pp. 142-144.
- Palley, Thomas I. (1996), *Post Keynesian Economics: Debt, Distribution, and the Macro Economy*, Macmillan Press, Paperback.
- Palley, Thomas I. (2014), "The Theory of Global Imbalances: Mainstream Economics vs. Structural Keynesianism", *XI International Colloquium held at the Rio Branco Institute of Itamaraty*, May 6-7, 2014.

- Pareto, Vilfredo* (1896), *Cours d'Économie Politique Professé à l'Université de Lausanne*, Lausanne/Paris: F. Rouge/Pichon, 1896-1897, Tôme I et II.
- Parijs, Philippe van— (ed) (1992), *Arguing for Basic Income: Ethical foundations for a radical reform*, London: Verso.
- Parijs, Philippe van— (1996), *Refonder la solidarité*, Paris : Editions du Cerf.
- Parijs, Philippe van— (1997), *Real Freedom for All: What (if anything) can justify capitalism?* London: Clarendon Press.
- Parijs, Philippe van— (2000), "A Basic Income for All: Opening the Debate", *Boston Review*, Sunday October 1, 2000, URL: <http://www.bostonreview.net/forum/ubi-van-parijs>.
- Pasinetti, Luigi L. (1966), "Changes in the Rate of Profit and Switches of Techniques", *The Quarterly Journal of Economics*, **80**, N°4, pp. 503-517.
- Pasinetti, Luigi L. (1969), "Switches of Technique and the 'Rate of Return' in Capital Theory", *Journal of Economics*, **79**, N°315, pp. 508-531.
- Pasinetti, Luigi L. (1972), "Reply to Mr. Dougherty", *Economic Journal*, December, pp. 1351-1352.
- Patinkin, Don (1982), *Anticipations of the General Theory and Other Essays*, Oxford: Blackwell.
- Patnaik, Prabhat (1995), *Whatever Happened to Imperialism and Other Essays*, New Dehli: Tulika Books.
- Patnaik, Prabhat (1997), *Accumulation and Stability Under Capitalism*, Oxford: Clarendon Press.
- Patnaik, Prabhat (2003), *The Retreat to Unfreedom*, New Dehli: Tulika Books.
- Patnaik, Prabhat (2006), "The Labour Market under Capitalism", *The Indian Journal of Labour Economics*, **49**, N°1, pp. 3-11.
- Patnaik, Prabhat (2008), *The Value of Money*, New York, NY: Columbia University Press.
- Peersman, Gert* (2011a), "Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area", CEPR Discussion Paper Series, No. 8348.
- Peersman Gert* (2011b), "The relative importance of symmetric and asymmetric shocks: the case of United Kingdom and Euro Area", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, **73**, N°1, pp 101-118.
- Peersman, Gert* en Koen Schoors (2012), *De Perfecte Storm*, Gent: Borgerhoff en Lamberigts.
- Pen, Jan (1983), *Macro-economie: wat wij weten en wat wij niet weten*, Utrecht/Antwerpen: Het Spectrum.
- Pen, Jan (1971), *Income Distribution*, Harmondsworth: Penguin Books, Pelican Series, 1974.
- Petty, William* (1662), *A Treatise of Taxes and Contributions*, in: Liberty Fund, Inc. (ed) (2010), *The Economic Writings of William Petty*, e-book, pp. 51-117, URL: http://lf-oll.s3.amazonaws.com/titles/1677/Petty_0605-01_EBk_v6.0.pdf.
- Phelps, Edmund S.* (1972), *Inflation Policy and Unemployment Theory*, New York, NY: W.W. Norton.
- Phillips, A. William (1958), "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957", *Economica*, New Series, **25**, N°100, pp. 283-299.

Phillips, Peter C.B. and Jun Ju (2010), "Dating the Timeline of Financial Bubbles during the Subprime Crisis", New Haven, CT: Yale University, Cowles Foundation Discussion Paper #1770, pp. 1-38, URL: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d17b/d1770.pdf>.

Piketty, Thomas (2013a), *Le Capital au XXI^e siècle*, Paris : Le Seuil (collection Les Livres du Nouveau Monde).

Piketty, Thomas (2013b), *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge, MA: Belknap Press, 2014.

Planbureau voor de Leefomgeving (PLB) (2009), *De nieuwbouwproductie van woningcorporaties. Het belang van lokale omstandigheden*, Den Haag/Bilthoven: PLB.
URL: http://www.pbl.nl/sites/default/files/cms/publicaties/Woningcorporaties_web.pdf.

Plasmeijer, Henk W. (1984), "Marxistische Economie in Japan: de School van Kozo Uno", *art.cit.*, pp. 93-96 en pp. 101-103.

Ploeg, Rick van der— (1992), *Is de econoom een vijand van het volk?*, Amsterdam: Prometheus.

Ploeg, Rick van der— (1997), *Een schaap in wolfskleren: opstellen over politiek en economie*. Amsterdam: Prometheus.

Ploeg, Rick van der— en Willem Vermeend (2015), "Voor banen zijn slimme ondernemers nodig", *DFT, (De Financiële Telegraaf)*, 25 januari, URL: http://www.telegraaf.nl/dft/goeroes/rick-willem/23594839/Voor_banen_zijn_slimme_ondernemers_nodig_.html.

Polanyi, Karl. (1944), *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, 2nd ed. Foreword by Joseph E. Stiglitz; introduction by Fred Block. Boston, MA: Beacon Press, 2001.

Pollin, Robert and Michael Asch (2013a), "Debt and Growth: A Response to Reinhart and Rogoff", *The New York Times*, April 29.

Polman, Joris (2014), "Verhagen: branche, gemeente en consument beter af. 'Btw bouwgrond van 21 naar 6 procent' ", *DFT (De Financiële Telegraaf)*, 2 mei.

Popper, Karl R. (1935/1957), *The Poverty of Historicism*, London: Routledge & Kegan, 1974.

Popper, Karl Raimund (1963), *Conjectures and Refutations. The Growth of Scientific Knowledge*, London: Routledge and Kegan 1976.

Postam, Michael M. (1973), *Essays on Medieval Agriculture and General Problems of the Medieval Economy*, New York, NY: Cambridge University Press.

Prast, Henriette M. (2015) "A Behavioral Economics Approach to Food Consumption", *Publicatie Nicolas Pierson Foundation*, pp. 63-77.

Prast, Henriette M. (2010), *Alles draait om geld*, Kindle e-book.

Proudhon, Pierre-Joseph (1840), *Qu'est-ce que la propriété ? : Ou Recherches sur le principe du droit et du gouvernement, premier mémoire. Chronologie et introduction par Émile James*, Paris: Garnier Flammarion, 1966.

Proudhon, Pierre-Joseph (1846), *Système des Contradictions Économiques ou Philosophie de la Misère*, Paris: Chez Guillaumain & Cie Libraires, Tôme I et II.

Przeworski, Adam (1985), *Capitalism and Social Democracy*. New York; NY: Cambridge University Press.

Przeworski, Adam (1991), *Democracy and the Market; Political and Economic Reforms in Eastern Europe and Latin America*. New York; NY: Cambridge University Press.

Quesnay, François* (1759), *Tableau Économique*, Paris: Encyclopædia Universalis France, (Fiche de Lecture), 2013.

Rajan, Raghuram G. and Luigi G. Zingales (2003a), "The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century", *Journal of Financial Economics*, **69**, pp. 5-45. URL: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/JFEreversal.pdf> .

Rajan, Raghuram G. and Luigi G. Zingales (2003b), *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York, NY: Random House.

Ramsey, Frank Plumpton (1928), "A Mathematical Theory of Saving", *The Economic Journal*, **38**, N°152, pp. 543-559.

Reinhart, Carmen* and Kenneth Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Reinhart, Carmen* and Kenneth Rogoff (2010), "Growth in a Time of Debt", NBER Working Paper No. 15639, January 2010, Revised January 2010, URL: <http://www.nber.org/papers/w15639.pdf>.

Ricardo, David* (1815), *Essay on Profits. An Essay on the Influence of a low Price of Corn on the Profits of Stock; shewing the Inexpediency of Restrictions on Importation: With Remarks on Mr Malthus' Two Last Publications: 'An Inquiry into the Nature and Progress of Rent' and 'The Grounds of an Opinion on the Policy of restricting the Importation of Foreign Corn'*, London: Printed for John Murray. URL: <http://socserv.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/ricardo/profits.txt>.

Ricardo, David* (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*, in: Sraffa, Piero* (ed) (2005), *The Works and Correspondence of David Ricardo*, with the Collaboration of M.H. Dobb*: Indianapolis, IN: Liberty Fund, vol. 1.

Ricardo, David* (1823), *Letters of David Ricardo to Thomas Malthus, 1810-1823*, London: Clarendon Press, 1887.

Rietz, Thomas A. (1989), "The Equity Risk Premium: a Solution", *Journal of Monetary Economics*, **22**, pp. 117-131.

Robinson, Joan* (1933), *The Economics of Imperfect Competition*, London: Palgrave Macmillan, 1969, 2nd edition.

Robinson, Joan* (1938), "Marx and Keynes", *Econometrica*, 1938. Reprinted in Robinson, Joan* (1973), *Collected Economic Papers*, Oxford: Basil Blackwell, Vol. I.

Robinson, Joan* (1942), *An Essay on Marxian Economics* (1942), London: The Macmillan Press Ltd, 2nd edition, 1966.

Robinson, Joan* (1953), "The Production Function and the Theory of Capital", *Review of Economic Studies*, **21**, N°2, pp. 81-106.

Robinson, Joan* (1956), *Accumulation of Capital*, London: Macmillan Press, 1969, 3rd edition

Robinson Joan* (1959), "Accumulation and the Production Function", *The Economic Journal*, September, pp. 422-433.

Robinson, Joan* (1961), "Prelude to a Critique of Economic Theory", *Oxford Economic Papers*.

Robinson, Joan* (1962), *Essays in the Theory of Economic Growth*, New York, NY: St. Martin's Press.

Robinson, Joan* (1964), "Kalecki en Keynes", in . "Kalecki and Keynes". *Problems of Economic Dynamics and Planning: Essays in Honour of Michal Kalecki*. Polish Scientific Publishers. p. 337.

- Robinson, Joan* (1966), "Introduction to Kalecki, M.", in: Kalecki, Michael (1966), *Studies of the Theory of the Business Cycle, 1933-1939*, Oxford: Basil Blackwell.
- Robinson, Joan* (1970), "Capital Theory Up To Date", *Canadian Journal of Economics*, **3**, pp. 309-317.
- Robinson, Joan* (1971), *Economic Heresies: Some Old Fashioned Questions in Economic Theory*, New York, NY: Basil Blackwell.
- Robinson, Joan* (1973), *Collected Economic Papers*, Oxford: Basil Blackwell, Vol. I.
- Robinson, Joan* (1976), "Michel Kalecki, A Neglected Prophet", *New York Review of Books*, **23**, N°4 (March), pp. 28-30.
- Robinson, Joan* en John Eatwell (1977), *Inleiding tot de moderne economie*, Utrecht/Antwerpen: Uitgeverij Het Spectrum.
- Roemer, John E.* (1982a), *A General Theory of Exploitation and Class*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roemer, John E.* (1982b), "Origins of Exploitation and Class: Value Theory of Pre-Capitalist Economy", *Econometrica*, **50**, N°1, pp. 163-192.
- Roemer, John E.* (1985), "Should Marxists Be Interested in Exploitation", *Philosophy & Public Affairs*, **14**, N°1, pp. 30-65.
- Roemer, John E.* (1986), *Value, Exploitation and Class*, London: Routledge (reprint of the Harwood Academic Publishers, 2001)
- Roemer, John E.* (1988), *Free to Lose: An Introduction to Marxist Economic Philosophy*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roemer, John E.* (1996a), *Egalitarian Perspectives: Essays in Philosophical Economics*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Roemer, John E.* (1996b), *Theories of Distributive Justice*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roemer, John E.* (2001), *Political Competition. Theory and Applications*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Roemer, John E.* (2006), *Democracy, Education and Equality*, Cambridge, MA: Cambridge University Press.
- Romer, Mike D. (2012), *Advanced Macroeconomics*, New York, NY: McGraw Hill.
- Romer, Paul (1986), "Cake Eating, Chattering and Jumps: Existence Results for Variational Problems," *Econometrica*, **54**, July, pp. 897-908.
- Romer, Paul (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, **98**, N°5/2, pp. 71-102.
- Röpke, Wilhelm (1936), *Crises and Cycles*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2007 (adapted from German and revised by Vera C. Smith).
- Rosdolsky, Roman (1968), *The Making of Marx's Capital* translated from *Entstehungsgeschichte des Marx'schen 'Kapital'*, London: Pluto Press, 1977. URL: http://ouleft.org/wp-content/uploads/rosdolsky-the-making-of-marxs-capital_cs.pdf.
- Rossem, Jean Pierre van— (1979a), "De kop en de staart van de crisis", *Knack*, nrs. **5-14**, 7 februari 1979-4 april 1979.

- Rossem, Jean Pierre van— (1979b), *Hoe genezen we onze zieke economie*, Gent: Uitgeverij Metodika.
- Rossem, Jean Pierre van— (1992), *Libertijnse breekpunten, Wat de libertijnen willen*, Baarn: De Prom.
- Rossem, Jean Pierre van — (2006), "Elementaire Kennis (3): Sociale Dynamica en 250 Jaar Historie", URL: <http://www.daniel-huet.com/elementaire-kennis-3-sociale-dynamica-250-jaar-historie/>.
- Rossem, Jean Pierre van— (2011), *Belgisch Uranium voor de Eerste Amerikaanse en Russische Atoombommen*, Leuven: Uitgeverij Van Halewyck.
- Rossem, Jean Pierre van—, Joost Verlinden and Peter Beckx (1989), *Is outperformance of Security Markets Possible with Modern Econometrics*, Antwerp: Metodax, unpublished paper.
- Rothbard, Murray N. (1963), *America's Great Depression*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2011, 5th edition.
- Rothbard, Murray N. (1983), *The Mystery Banking*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2005.
- Roubini, Nouriel* (2007), "The Instability of the Bretton Woods 2 Regime", New York: New York University, *mimeo*, July.
- Roubini, Nouriel* (2009), "Bretton Woods III?", *Forbes*.
- Roubini, Nouriel* and Brad Setser (2005), "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006", paper was written for the Symposium on the "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" organized by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley, San Francisco, February 4th.
- RTL-Z (2015), "Eventuele Grexit zal gaan via Banken", 1 juli. URL: <http://www.rtlnieuws.nl/economie/home/eventuele-grexit-zal-gaan-banken>.
- Rubin, Isaak I. (1928), *Essays on the Theory of Value* translated by Miloš Samardžija and Fredy Perlman from the 3rd edition, Moscow: Gosudasrstennoe Izdatel'stvo, Detroit: Black and Red, 1972, URL: <https://www.marxists.org/archive/rubin/value/>.
- Rubin, Isaak I. (1929), *A History of Economic Thought* translated and edited by Donald Filtzer, afterword by Chatherine Colliot-Thélène, London: Ink Link, 1979, URL: <http://digamo.free.fr/rubin29.pdf>.
- Rueff, Jacques (1963), *L'Âge de l'Inflation*, Paris: Payot.
- Rueff, Jacques (1975), "The Lessons of Bretton Woods", Engelse vertaling van een artikel in *Le Monde* van 7 april 1975. URL: <http://www.thegoldstandardnow.org/the-lessons-of-bretton-woods>.
- Sadowski, Zdzislaw and Adam Szeworski (eds) (2004), *Kalecki's Economics Today*, New York, NY/Milton Park Oxon, UK: Routledge.
- Saint Simon, Henri (1817), *L'Industrie*, in: Saint Simon, Henri (2012), *Œuvres Complètes*, Paris : Presses Universitaires de France, Vol. II.
- Saint Simon, Henri (1819), *L'Organisateur*, in: Saint Simon, Henri (2012), *Œuvres Complètes*, Paris : Presses Universitaires de France, Vol. III.
- Saint Simon, Henri (1821), *Du Système Industriel*, in: Saint Simon, Henri (2012), *Œuvres Complètes*, Paris : Presses Universitaires de France, Vol. III.

Saint Simon, Henri (1823), *Cathéchisme des Industriels*, in: Saint Simon, Henri (2012), *Œuvres Complètes*, Paris : Presses Universitaires de France, Vol. III.

Saint Simon, Henri (1825), *Nouveau Christianisme*, in: Saint Simon, Henri (2012), *Œuvres Complètes*, Paris : Presses Universitaires de France, Vol. IV.

Salerno, Joseph T. (2010), *Money, Sound and Unsound*, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2nd printing.

Samuelson, Paul A.* (1939a), "Interactions between the Multiplier Analysis and the Principle of Acceleration", *Review of Economics and Statistics*, **21**, pp. 75–78.

Samuelson, Paul A.* (1939b), "A Synthesis of the Principle of Acceleration and the Multiplier", *Journal of Political Economy*, 47, pp.786–97.

Samuelson, Paul A.* (1962), "Parable and Realism in Capital Theory: The Surrogate Production Function", *Review of Economic Studies*, **29**, pp. 193–206.

Samuelson, Paul A.* (1966), "Paradoxes of Capital Theory: a Symposium", *Quarterly Journal of Economics*, **80**, pp. 568–583.

Samuelson, Paul A.* [and William Nordhaus] (1948), *Economics*, New York, NY: McGraw Hill, 2009, 19th edition.

Sanders, Charles (2011), "Grieken lachen ons uit", *De Telegraaf*, 21 mei. URL: http://www.geenstijl.nl/archives/images/Pagina5_1400.html.

Sanyal, Sanjeev (2009), *The Indian Renaissance: India's Rise after Thousand Years of Decline*, New Delhi/New York, NY: Penguin Group/Viking.

Sanyal, Sanjeev (2012a), "Who are the World's Consumers?", *The Wild Angle Series, Deutsche Bank*, July 23, URL: <http://wenku.baidu.com/view/cd6d0835964bcf84b9d57b4b.html?re=view>.

Sanyal, Sanjeev (2012b), "Global Imbalances in the Post-Crisis World", *The Wild Angle Series, Deutsche Bank*, November 30, URL: <http://wenku.baidu.com/view/09725567e45c3b3567ec8b4e.html?re=view>.

Sanyal, Sanjeev (2013a), "Bretton Woods III and the Global Savings Glut", *The Wild Angle Series, Deutsche Bank*, October 8 URL: <http://wenku.baidu.com/view/c1bdc567c850ad02de80414f.html>.

Sanyal, Sanjeev (2013b), "Waiting for Bretton Woods III", *Business Standard Union Budget*, November 11. URL: http://www.business-standard.com/article/opinion/sanjeev-sanyal-waiting-for-bretton-woods-iii-113111101030_1.html.

Sanyal, Sanjeev (2013c), *Land of the Seven Rivers, A Brief History of India's Geography*, New Delhi/New York: Penguin Group/Viking.

Sanyal, Sanjeev (2014), "The Age of Chinese Capital", *The Wild Angle Series, Deutsche Bank*, October 15, URL: <http://etf.deutscheawm.com/AUT/DEU/Download/Research-Global/c6762d18-6b36-4911-9a0a-c2f08a899705/The-Wide-Angle.pdf>.

Saphiro, Carl and Joseph E. Stiglitz* (1984), "Equilibrium Unemployment as a Worker Discipline Device", *The American Economic Review*, **74**, N°3, pp. 433–444.

Sargent, Thomas J.* (1979), *Macroeconomic Theory*. New York: Academic Press, 1987.

Sargent, Thomas* (1987), *Dynamic Macroeconomic Theory*, Chicago, Ill: Harvard University Press.

Sargent, Thomas J.* and Lars P. Hansen (1980), "Formulating and Estimating Dynamic Linear Rational Expectations Models", *Journal of Economic Dynamics and Control* **2**, N°1, pp. 7–46.

Sargent, Thomas J.* and Lars P. Hansen (2001). "Robust Control and Model Uncertainty". *American Economic Review*, **91**, N°2, pp. 60–66.

Sargent, Thomas* and Neil Wallace (1973), "Rational Expectations and the Dynamics of Hyperinflation," *International Economic Review*, **14**, N°2, pp. 328-350.

Sargent, Thomas* and Neil Wallace (1975), "Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *Journal of Political Economy*, **83**, N°2, pp. 241-254.

Sargent, Thomas* and Neil Wallace (1976), "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy", *Journal of Monetary Economics*, **2**, N°2, pp. 169–183.

Sargent, Thomas* and Neil Wallace (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, **5**, N°3, pp. 8-17.

Sato, Yoshikazu (2004), *Okishio's Theory of Accumulation in the Tradition of Heterodox Economics*, Hosei University, prepared for the Political Economy Seminar University of Cambridge 25th February 2004.

Sato, Yoshikazu (2012), "Okishio Theory Revisited in the Light of Axiomatic Externality", *Journal of International Economic Studies*, **26**, pp. 51-65.

Say, Jean Baptiste* (1815), *Cathéchisme d'Économie Politique ou Instruction Familiale Qui montre de quelle façon les richesses sont produites, distribuées et consommées dans la Société*, Troisième édition revue par l'Auteur et enrichie de nouveaux développemens, Paris: Aimé-André Libraire, gebruikte editie Bibliothèque Cantonale et Universitaire de Lausanne, 1961, URL: <https://books.google.be/books?id=N8TAAAAQAAJ&pg=PR5&dq=say+cat%C3%A9chisme+d%27%C3%A9conomie+politique&hl=nl&sa=X&ei=k48NVZrqEsWtUdPUgPgP&ved=0CCEQ6AEwAA#v=onepage&q=say%20cat%C3%A9chisme%20d'%C3%A9conomie%20politique&f=false>.

Say, Jean Baptiste* (1817), *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, 4^{ième} édition, Paris : Deterville, 1819.

Say, Jean Baptiste* (1821), *Letters to Malthus on Several Subjects of Political Economy and on the Cause Stagnation of Commerce*, London: Sherwood, Neely and Jones, Used facsimile: Auburn, Alabama, The Ludwig von Mises Institute, 2008.

Say, Jean Baptiste* (1829/1830), *Cours Complet d'Économie Politique Pratique, Ouvrage destinée à mettre sous les yeux des hommes d'État, des propriétaire fonciers et des capitalistes, des savans, des agriculteurs, des négocians, et en générale de tous les citoyens; L'Économie des Sociétés*, Paris : Chez Rapilly Libraire, 6 volumes, 1830, gebruikte editie : Paris: Aimé-André Libraire, 1834.

Schnabl, Gunther* (2010), "The Role of the Chinese Dollar Peg for Macroeconomic Stability in China and the World Economy", University of Leipzig, 19 July *mimeo*.

Schnabl, Gunther* and Stephan Freitag (2012), "Reverse Causality in Global and Intra-European Imbalances", *Review of International Economics*, **20**, N°4, pp. 674-690.

Schumpeter, Joseph A.* (1920), "Max Weber's Work", in: Swedberg, Richard (1920), *The economics and sociology of capitalism*, Princeton, NJ: Princeton University Press, pp. 220–229.

Schumpeter, Joseph A.* (1939), *Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process*. Mansfield Centre, CT: Martino Pub.

Schumpeter, Joseph A.* (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, 2nd ed., Floyd, VA: Impact Books, 2014.

Schumpeter, Joseph A.* (1949), "The Historical Approach to the Analysis of Business cycles", in: *NBER Conference on Business Cycle Research*, Chicago: University of Chicago Press.

Schumpeter, Joseph A.* (1951), *Ten great economists: from Marx to Keynes*, San Diego: Simon Publications, 2003.

Schumpeter, Joseph A.* (1954), *History of Economic Analysis* edited from a manuscript by Elizabeth Boody Schumpeter, London: Allen & Unwin, posthumous.

Schwartz, Anna J.* (1999), "Assessing IMF's crisis and prevention and management record", in: Hunter, William C., George G. Kaufman and Thomas H. Krueger (eds) (1999), *The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions*, Boston, MA: Kluwer Academic Publishers.

Sekine, Thomas T.* (1975), "Uno-Riron, A Japanese Contribution to Marxian Political Economy", *Journal of Political Literature*, **13**, N°3, pp. 847-877.

Sekine, Thomas T.* (1980), "The Necessity of the Law of Value", *Science & Society*, **44**, N°3, pp. 289-304.

Sekine, Thomas T.* (1981), "The Circular Motion of Capital", *Science & Society*, **45**, N°3, pp. 288-305.

Sekine, Thomas T. (1983), "The Law of the Market Value", *Science & Society*, **46**, N°4, pp. 420-440.

Sekine, Thomas T.* (1984), *The Dialectic of Capital. A Study of the Inner Logic of Capitalism*, Vol. I, Tokyo: Yushindo Press.

Sekine, Thomas T.* (1986), *The Dialectic of Capital. A Study of the Inner Logic of Capitalism*, Vol. II, Tokyo: Toshindo Press.

Sekine, Thomas T.* (1997), *An Outline of the Dialectic of Capital*, 2 volumes, London, New York, NY: Macmillan.

Sen, Amartya* (1977), "Rational Fools: A Critique of the Behavioral Foundations of Economic Theory", *Philosophy and Public Affairs*, **6**, N°4, Summer, pp. 317-344. URL: https://www.uclouvain.be/cps/ucl/doc/cr-cridis/documents/sen_on_TCR_rational_fools.pdf.

Sen, Amartya* (1987), *On Ethics and Economics*, New York, NY: Basil Blackwell.

Sen, Amartya* (1999), *Development as Freedom*, New York, NY: Oxford University Press.

Sen, Amartya* and Jean Drèze (1989), *Hunger and public action*, Oxford England/ New York, NY: Clarendon Press Oxford University Press.

Sen, Amartya* and Jean Drèze (1998), *India, economic development and social opportunity*, Oxford England/New York, NY: Clarendon Press Oxford University Press.

Sen, Amartya*, Joseph E. Stiglitz* and Jean-Paul Fitoussi (2010), *Mismeasuring our lives: why GDP doesn't add up: the report*. New York, NY: New Press Distributed by Perseus Distribution.

Sent, Esther-Miriam (1998), *The Evolving Rationality of Rational Expectations: An Assessment of Thomas Sargent's Achievements*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Seton, Francis* (1963), "The 'Transformation Problem'", *Review of Economic Studies*, **24**, N°3, pp. 149-160.

Shaw, Diagee and Nih Jane Liu (eds) (2011), *The Impact of the Economic Crisis on East Asia : Policy Responses from Four Economies*, Cheltenham, UK/Northampton, MA : Edward Elgar.

Sheahen, Allan (2003), "Does Everyone have the Right to a Basic Income Guarantee", USBIG Discussion Paper No. 53, January.

Sheridan, Barrett (2008), "600.000.000.000.000?", *Newsweek*, April 2008. URL: <http://www.highbeam.com/doc/1G1-187503475.html>.

Shiller, Robert J.* (1979), "The Volatility of Long-term Interest Rates and Expectations Models of the Term Structure", *Journal of Political Economy*, **87**, pp. 1190-1219.

Shiller, Robert J.* (1981), "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review*, **71**, pp. 421-436.

Shiller, Robert J.* (1999), "Human Behavior and the Efficiency of Financial Markets", in: pp. 1305-1340.

Shiller, Robert J.* (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Shiller, Robert J.* (2012), "Bubbles without Markets", *Project Syndicate*, July 23 2012, URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/bubbles-without-markets>.

Siegel, Robert (2015), "China's Economic Downturn Needs To Happen To Boost Consumption", NPR (National Public Radio), July 8.

Simon, Carl P. and Lawrence E. Blume (1994), *Mathematics for Economists*, New York, NY/London: W.W. Norton.

Simon, Herbert A.* (1947), *Administrative Behavior*, New York, NY: The Free Press, 3rd enlarged edition.

Simon, Herbert A.* (1955), "A Behavioral Model of Rational Choice," *The Quarterly Journal of Economics*, **69**, No.1, pp. 99-118.

Simon, Herbert A.* (1956), "Rational Choice and the Structure of the Environment", *Psychological Review*, **63**, N°2, pp. 129-138.

Simon, Herbert A.* (1964), "On the Concept of Organizational Goal", *Administrative Science Quarterly*, **9**, N°1, pp. 1-22.

Simon, Herbert A.* (1998), "The Flat Tax and Our Common Patrimony", *BASIC INCOME 29 Newsletter of the Basic Income European Network*.

Simon, Herbert A.* (2000), "Universal Basic Income and the Flat Tax"; *Boston Review*, **25**, N°5, pp. 9-10.

Simons, Henry C. (1946), "Banking Reform and Debt Policy", *Review of Economic Statistics*, **28**, N°2, pp. 85-89.

Simons, Henry C. (1948), *Economic Policy for a Free Society*, Chicago, IL; University of Chicago Press.

Simoulidis, John (2012), "Review of John R. Bell Capitalism and the Dialectic: The Uno-Sekine Approach to Marxian Political Economy. New York: Pluto Press", *The Uno Newsletter: Rejuvenating Marxian Economics through Uno Theory* **2**, N°9, working Paper Series 2-9-4, 20 November 2012, pp. 1-11.

Simouldis, John (2010), "Thinking about Capitalism, Interview with John R. Bell", URL: http://www.socialistproject.ca/relay/relay30_john.pdf.

Sismondi, Jean Sismonde (1819), *Nouveaux Principes d'Économie Politique de la Richesse dans ses Rapports avec la Population*, Paris : Delaunay Libraire, 1827, 2^{ième} édition. URL facsimile 2008 : <https://archive.org/details/nouveauxprincipe01sismuoft>.

Skoutariotis, Naomi (2015), "Varoufakis: Bij de staatsgreep gebruikten ze tanks als wapen om de democratie neer te halen. Deze keer zijn het de banken", *De Morgen*, 13 juli. URL: <http://www.demorgen.be/economie/varoufakis-bij-de-militaire-staatsgreep-gebruikten-ze-tanks-als-wapen-nu-zijn-het-banken-a2393471/>

Smets, Frank and Raf Wouters (2002), "An estimated stochastic dynamic general equilibrium of the euro area", *European Central Bank, Working Paper Series, International Seminar on Macroeconomics*, August 2002. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp171.pdf>.

Smets, Frank and Raf Wouters (2007), "Shocks and Frictions in US Business Cycles", *ECB Working Series Paper N° 722*, February.

Smith, Adam* (1776), *An Inquiry into the Causes of Wealth of Nations*, Chicago, Ill: University of Chicago Press, 1976. Voor een geannoteerde verkorte versie zie: Smith, Adam* (1776), *An Inquiry into the Causes of Wealth of Nations, A Selected Edition*, Kathryn Sutherland, Oxford: Oxford Paperbacks, 2008.

Snyder, Michael T. (2014), "The Size of the Derivatives Bubble Hanging Over the Global Economy Hits a Record High", *Global Research*, May 27. URL: <http://www.globalresearch.ca/the-size-of-the-derivatives-bubble-hanging-over-the-global-economy-hits-a-record-high/5384096>.

Solow, Robert M.* (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth". *Quarterly Journal of Economics*, **70**, N°1, pp. 65–94.

Solow, Robert M.* (1957). "Technical Change and the Aggregate Production Function". *Review of Economics and Statistics*, **39**, N°3, pp. 312–320.

Solow, Robert M.* (1963), *Capital Theory and the Rate of Return*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Solow, Robert M. (1966), "An Economist's View of the Income Maintenance Experiments" in: Munnell, Alicia H. (ed) (1986), *Lessons from the Income Maintenance Experiments*, Boston, MA: Federal Reserve Bank of Boston, pp. 218–222. URL: <http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf30/conf30i.pdf>.

Sonnenschein, Hugo F. (1973), "Do Walras' identity and continuity characterize the class of community excess demand functions?", *Journal of Economic Theory*, **6**, N°4, pp. 345–354.

Soto, Jesús Huerta de— (1998), *Money, Bank Credit and Economic Cycles* translated by Melinda A. Stroup, Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2012, 3rd edition, paperback.

Spengler, Oswald (1918-1922a), *Der Untergang des Abendlandes, Umriss einer Morphologie der Weltgeschichte, mit einem Nachwort von Detlef Felken*, München: Beck, 1998 (Ungekürzte Sonderausgabe in einem Band).

Spengler, Oswald (1918-1922b), *The Decline of the West, Form and Actuality*, New York, NY: Alfred A. Knopf, 1972. URL: <https://archive.org/details/Decline-Of-The-West-Oswald-Spengler>.

Sraffa, Piero* (1925), "Sulle Relazioni fra costo e quantità prodotta", *Annali di Economia*, **2**, pp. 277–328.

Sraffa, Piero* (1926), "The Laws of Returns under Competitive Conditions", *The Economic Journal*, **36**, N°144 (December), pp. 535–550.

Sraffa, Piero* (1930), "Increasing Returns and the Representative Firm", *The Economic Journal*, **40**, N°158, pp. 89–93.

Sraffa, Piero* (1932), "Dr. Hayek on Money and Capital", *The Economic Journal*, **42**, N° 166 (March), pp. 42–53.

Sraffa, Piero* (1960), *Production of Commodities by Means of Commodities. Prelude to a Critique of Economic Theory*, Cambridge: Cambridge University Press,

Sraffa, Piero* (1962), "The Production of Commodities: A comment", *The Economic Journal*, **72**, N°286, pp. 477-479.

Sraffa, Piero* and Maurice Dobb* (eds) (1951), *Introduction to the Works and Correspondence of David Ricardo*, Indianapolis, IN: The Liberty Fund, 2005.

Steele, Gerald R. (2005), "Hayek's theory of money and cycles: Retrospective and reappraisal", *Quarterly Journal of Austrian Economics*, **8**, N°1, pp. 3-14.

Steenge, Albert E. and Richard van den Berg (2007), "Transcribing the Tableau Economique: Input-outputanalyse à la Quesnay", *Journal of the History of Economic Thought*, **29**, N° 3, pp. 331-358.

Steiger, Otto (1997), "Ohlin, Bertil Gotthard (1899-1979)" in: Glasner, David (ed) (1997), *Business Cycles and Depression, An Encyclopedia, s.l.: Library of Congress Cataloging-in-Publication Data*, pp. 497-499.

Steuart, James* (1767), *An Inquiry into the Principles of Political Oeconomy: Being an Essay on the Science of Domestic Policy in Free Nations, in Which Are Particularly Considered Population, Agriculture, Trade, Industry, Money, Coin, Interest, Circulation, Banks, Exchange, Public Credit, and Taxes*, London: A. Millar and T. Cadell, reprinted as e-book.

Stigler, George G. (1971), "The Theory of Economic Regulation", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, **2**, N°1, pp. 3-21, URL:
<http://www.rasmusen.org/zq604/readings/Stigler.1971.pdf>.

Stiglitz, Joseph E.* and Michael Rothschild (1976), "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: an Essay on the Economics of Imperfect Information", *The Quarterly Journal of Economics*, **90**, N°4, pp. 629-649.

Stiglitz, Joseph E.* (1994), *Whither Socialism*, Cambridge, MA: The MIT Press.

Stiglitz, Joseph E.* (2002), *Globalization and its Discontents*, New York, NY: WW. Norton & Company.

Stiglitz, Joseph E.* (2003), "Dealing with Debt: How to Reform the Global Financial System", *Harvard International Review*, **25**, N°1, pp. 54-60.

Stiglitz, Joseph E.* (2006), *Making Globalization Work*, London: Penguin Books.

Stiglitz, Joseph E.* (2010a), *Freefall: America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company.

Stiglitz, Joseph E.* (2010b). *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*. New York, NY/London: The New Press.

Stiglitz, Joseph E.* and Bruce Greenwald (2003), *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, (The Raffaele Mattel Lecture Series, and Cambridge, UK), New York, NY: Cambridge University Press.

Stiglitz, Joseph E.* and Carl E. Walsh (2006), *Economics*, New York, NY/London: W.W. Norton & Company, 4th edition

Stiglitz, Joseph E.* and Linda Bilmes (2008), *The Three Trillion Dollar War: The True Cost of the Iraq Conflict*, New York, NY: W.W. Norton & Company.

Stolper, Wolfgang F. and Samuelson, Paul A.* (1941), "Protection and Real Wages", *Review of Economic Studies* **9**, N°1, pp. 58-73.

Stone, Richard (1954), "Linear Expenditure Systems and Demand Analysis: An Application to the Pattern of British Demand", *Economic Journal*, **64**, pp. 511-527.

Strange, Susan* (1986), *Casino Capitalism*, New York, NY: Basil Blackwell.

Swan, Trevor W. (1956), "Economic Growth and Capital Accumulation", *Economic Record*, **32**, N°2, pp. 334-361.

Swedberg, Richard (1920), *The economics and sociology of capitalism*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

Sweezy, Paul M.* (1939), "Demand Under Conditions of Oligopoly", *The Journal of Political Economy*, **47**, pp. 568-573.

Sweezy, Paul M.* (1946), *The Theory of Capitalist Development, Principles of Marxian Political Theory*, London: D. Dobson.

Sweezy, Paul M.* (ed) (1966), *Karl Marx and the Close of his System by E. von Böhm-Bawerk and Böhm-Bawerks Criticism of Marx by Rudolf Hilferding, Together with an Appendix Consisting of an Article by L. von Bortkiewicz on the Transformation of Values in Prices of Production in the Marxian System*, New York, NY: August M. Kelley.

Sweezy, Paul M.* (1972), *Modern Capitalism and Other Essays*, New York, NY: Monthly Review Press.

Sweezy, Paul M.* and Harry S. Magdoff (1977), *The End of Prosperity*, New York, NY: Monthly Review Press.

Sweezy, Paul M.* and Harry S. Magdoff (1981), *The Deepening Crisis of Capitalism*, New York, NY: Monthly Review Press.

Sweezy, Paul M.* and Harry S. Magdoff (1988), *The Irreversible Crisis: Five Essays*, New York, NY: Monthly Review Press.

Taibbi, Matt (2009a), "The Big Takeover: How Wall Street Insiders are Using the Bailout to Stage a Revolution", *Rolling Stone*, March 22-April 2, 2009. URL: <http://www.rollingstone.com/politics/news/how-wall-street-is-using-the-bailout-to-stage-a-revolution-20090402?page=6>.

Taibbi, Matt (2009b), "The Great American Bubble Machine", *Rolling Stone*, July 9-23, 2009, pp. 52-61 and pp. 99-101, URL: http://peakwatch.typepad.com/goldman_taibbi.pdf.

Taibbi, Matt (2010), *Griftopia: Bubble Machines, Vampire Squids, and the Long Con That Is Breaking America*, New York, NY: Spiegel & Grau Publishing.

Tarde, Gabriel (1890), *Les Lois de l'Imitation*, Paris : Éditions Kimé, réimpression 2^{ième} edition 1895, 1993. URL: http://classiques.uqac.ca/classiques/tarde_gabriel/lois_imitation/tarde_lois_imitation_1.pdf.

Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series*, **39**, pp. 195-214

Taylor, John B. and Michael Woodford (eds) (1999), *Handbook of Macroeconomics Vol. 1*, New York, NY/Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

Temsche, Guy van — (1989), "De Fysionomie van de Werkloosheid in België tijdens de Jaren 1930 (Deel 2)", *Belgisch Tijdschrift voor Nieuwste Geschiedenis*, **20**, N° 1-2, pp. 1-106. URL: http://www.journalbelgianhistory.be/nl/system/files/article_pdf/BTNG-RBHC%2C%2020%2C%201989%2C%201-2%2C%20pp%20001-106.pdf.

- Ternet, Yannis (2010), *De Oostenrijkse Theorie van de Conjunctuurencyclus*, Gent: UGent, masterscriptie algemene economie.
- Teulings, Coen N. and Richard Baldwin (eds) (2014), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, CEPR, a VoxEU.org e-book.
- Teulings, Coen N. e.a. (2011), *Europa in Crisis. Het Centraal Planbureau over de Schulden en de Toekomst van de Eurozone*, Amsterdam: Uitgeverij Balans.
- Teuten, Geert (1978), "Over Meerwaarde en Winst, een Kritiek", *Tijdschrift voor Politieke Economie*, **2**, N°1, pp. 151-164.
- Teuten, Geert (2015), *Publicaties*, URL: <http://www.reuten.eu/nl/publicaties/>.
- Theil, Henri (1971), *Principles of Econometrics*, New York, NY: John Wiley & Sons.
- Theil, Henry (1996), *Studies in Global Econometrics*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Theil, Henry (1997), *Theil, Economics and Information Theory*, Chicago: Rand McNally and Company.
- Theobald, Robert (1963), *Free Men and Free Markets*, New York, NY: Clarckson N. Potter.
- Theobald, Robert (ed) (1966), *The Guaranteed Income*, New York, NY: Doubleday & Co.
- Thys-Clément, Françoise (1976), *Une Généralisation Dynamique de la Théorie de Tinbergen sur la Politique Économique*, Brussels, Éditions de DULBEA (later reprinted in *Cahiers Économiques de Bruxelles*).
- Thys-Clément, Françoise (2001) "La société de la connaissance. Le paradoxe de l'évolution des missions des bibliothèques universitaires", *Bulletin des bibliothèques de France*, **46**, N° 6, pp. 56-66.
- Tinbergen, Jan* (1939), *Business Cycles in the United States of America 1919-1932*, Geneva: League of Nations Publications.
- Tinbergen Jan* (1951), *Business Cycles in the United Kingdom 1870-1914*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- Tinbergen, Jan* (1952), *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam: North-Holland Publishing Company.
- Tirole, Jean* (2002), *Financial Crises, Liquidity and the International Monetary System*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Tobin, James* (1984), "On the Efficiency of the Financial System", Fred Hirsch Memorial Lecture, New York, *Lloyds Bank Review*, **153**, pp. 1-15.
- Tobin, James* (1980), *Asset Accumulation and Economic Activity*, Oxford: Basic Blackwell.
- Tobin, James*, Joseph A. Pechman, and Peter M. Mieszkowski (1967), "Is a Negative Income Tax Practical?" *Yale Law Journal*, **77**, pp. 1-27.
- Tsuru, Sigheto (1953), "Marx's Tableau Economique and Underconsumption Theory", *Indian Economic Review*, **1**, N°3, pp. 1-13.
- Tsuru, Sigheto (1956), *Essays on Marxian Economics*, Tokyo: The Science Council of Japan, Economic Series N°8.
- Tsuru, Sigheto (ed) (1961), *Has Capitalism Changed? An International Symposium on the Nature of Contemporary Capitalism*, Tokyo: Iwanami Shoten.

Tugan-Baranovski, Mikail I.* (1890), "The Doctrine of the Marginal Utility of Economic Goods", *Iuridicheskii Vestnik* (Jurisprudence Courier).

Tugan-Baranovski, Mikail I.* (1894), *Studien zur Theorie und Geschichte der Handelskrisen in England*, Jena: Verlag von Gustav Fisher, 1901. URL 2010: <https://archive.org/details/studienzurtheori00tuga>.

Tugan-Baranovski, Mikail I.* (1905), *Theoretische Grundlagen des Marxismus*, Leipzig: Verlag von Ducker & Humblot.

Triffin, Robert* (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, London: Oxford University Press.

Trotsky, Leon (1937), *The Revolution Betrayed*, Mineola, NY: Dover Publications, 2004.

Trotsky, Leon (1930), *The Permanent Revolution & Results and Prospects*, with an introduction by Luma Nichol, Seattle, DC: Red Letter Press, 2010.

Tsuru, Sigheto* (1954), "Keynes versus Marx: the Methodology of Aggregates", in: Kurihara, Kenneth K. (ed) (1954), *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, pp. 320-344.

Tugan-Baranovski, Mikhail* (1905), *Theoretische Grundlagen des Marxismus*, Leipzig: Verlag von Ducker & Humblot.

Turgot, Anne-Robert-Jacques* (1766), *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, in : Turgot, Anne-Robert-Jacques* (1970), *Écrits Économiques*, Paris : Calmann-Lévy, pp. 121-188.

Turgot, Anne-Robert-Jacques* (1769), *Valeurs et monnaies*, in: Turgot, Anne-Robert-Jacques* (1970b), *Écrits Économiques*, Paris : Calmann-Lévy, pp. 231-250.

Turgot, Anne-Robert-Jacques* (1970), *Écrits Économiques*, Paris : Calmann-Lévy.

Uchida, Hiroshi (1988), *Marx's Grundrisse and Hegel's Logic*, London: Routledge and Kegan.

Uno, Kōzō* (1936), *Keisai seisakuron* (The Theory of Political Economy), Tokyo: Kōbundō Shōbu.

Uno, Kōzō* (1947), *Kachi ron* (The Theory of Value), Tokyo: Kawade Shobō.

Uno, Kōzō* (1952a), *Principles of Political Economy : Theory of a Purely Capitalist society (Marxist Theory and Contemporary Capitalism)* translated from the Japanese by Thomas T. Sekine, Brighton/Atlantic Highlands, NY: Harvester Press/Humanity Press, 1980.

Uno, Kōzō* (1952b), *Kachi ron no kenkyā* (Studies in the Theory of Value), Tokyo: Tōkyō Daigaku Shuppanpai.

Vangelder, Jozef (2014), "Gert Peersman: 'De Economen Hebben een Klap Gekregen in 2008'," *Trends*, 14 oktober.

Varoufakis, Yanis (1991), *Rational Conflict*, Oxford: Basil Blackwell Publishers.

Varoufakis, Yanis (1998), *Foundations of Economics: A Beginner's Companion*, London en New York, NY: Routledge.

Varoufakis, Yanis (ed) (2000), *Game Theory: Critical Concepts*, Vol. 1-5, London: Routledge.

Varoufakis, Yanis (2001), *Game Theory: Critical Concepts in the Social Sciences*, London/New York, NY: Routledge.

- Varoufakis, Yanis (2011a), *The Global Minotaur: America, the True Origins of the Financial Crisis and the Future of the World Economy*. London/New York, NY: Zed Books.
- Varoufakis, Yanis (2011b), *Le Minotaure planétaire : l'ogre américain, la désunion européenne et le chaos mondial*, Paris : Éditions du Cercle (série Enquêtes & Perspectives), 2014.
- Varoufakis, Yanis (2015), *Europe after the Minotaur: Greece and the Future of the Global Economy*. London and New York: Zed Books.
- Varoufakis, Yanis and David P.T. Young (ed) (1990), *Conflict in Economics*, London: Palgrave Macmillan.
- Varoufakis, Yanis and Shaun Hargreaves-Heap (1995), *Game Theory: A critical Introduction*, London/New York, NY: Routledge.
- Varoufakis, Yanis and Shaun Hargreaves-Heap (2004), *Game Theory: A Critical Text*, London/New York, NY: Routledge.
- Varoufakis, Yanis, Stuart K. Holland et James K. Galbraith* (2013), *Modeste proposition pour résoudre la crise de la zone euro*, Paris : Les Petits Matins.
- Veblen, Thorstein* (1899a), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*, New York, NY: The Macmillan Company.
- Veblen, Thorstein* (1899b), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions, the Mentor Edition*, Introduction by C. Wright Mills, New York, NY: The Macmillan Company, 1953.
- Veblen, Thorstein* (1899c), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*, Introduction John Kenneth Galbraith, Boston, MA: Houghton Mifflin, 1973.
- Veblen, Thorstein* (1899d), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*, New York, NY: Penguin Books (series Penguin twentieth-century classics, Introduction by Robert Lekachman), 1999.
- Veblen, Thorstein* (1904), *The Theory of Business Enterprise*, New York: Charles Scribner's Sons.
- Veblen, Thorstein* (1914), *The Instinct of Workmanship and the State of the Industrial Arts*, New York, NY: The Macmillan Book Company.
- Veblen, Thorstein* (1915), *Imperial Germany and the Industrial Revolution*, New York, NY: The Macmillan Book Company.
- Veblen, Thorstein* (1917), *An Inquiry into the Nature of Peace and the Terms of Its Perpetuation*, New York, NY: The Macmillan Book Company.
- Veblen, Thorstein* (1918), *The Higher Learning in America, A Memorandum On the Conduct of Universities By Business Men*, New York, NY: B.W. Huebsch. URL: http://www.elegant-technology.com/resource/HI_LEARN.PDF.
- Veblen, Thorstein* (1921), *The Engineers and the Price System*, New York Burlingame, NY: Harcourt, Brace & World Inc.
- Veen, Robert J. van der— en Dick Pels (1995), *Het Basisinkomen. Sluitstuk van de Verzorgingsstaat?* Amsterdam: Van Gennep.
- Velupillai, K. Vela (2011), "Robert Wayne Clower, The Affectionate Curmudgeon", Trento: Università di Trento, URL: <http://www.econ.ucla.edu/clower/>.
- Vermeersch, Etienne (2011), "Wanhopig op Weg naar 10 Miljard", *De Morgen*, 12 maart. URL: <http://www.demorgen.be/wetenschap/wanhopig-op-weg-naar-10-miljard-a1234890/>.
- Vermeersch, Etienne (2010), *De Ogen van de Panda. Een Kwarteeuw Later*, Antwerpen: Houtekiet.

Vermeersch, Etienne (1988), *De Ogen van de Panda. Een Milieufilosofisch Essay*, Brugge: Van de Wiele in samenwerking met Stichting Leefmilieu vzw onder auspiciën van de Kredietbank.

Verriijn-Stuart, Coenraad A. (1947), *De Wetenschap der Economie en de Grondslagen van Het Sociaaleconomisch Leven*, Haarlem, Holland: Erven F. Bohn.

Verlinden, Joost (1989), *The Econometric Model Spoor*, Antwerp, Moneytron Research Team, unpublished *mimeo*

Versieren, Jelle (2010), "Capitalism and the Dialectic, Reviewed by Jelle Versieren", *Marx & Philosophy Review of Books*, URL: <http://marxandphilosophy.org.uk/reviewofbooks/reviews/2010/163>

Villaverde, Jesús Fernández (2009), "The Econometrics of DSGE Models", Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Working Paper 14677, pp. 1-57.

Volcker, Paul A. and Toyoo Gyohten (1992), *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership*, New York, NY: The Crown Publishing Group.

VPRO (2013), *Tegenlicht. Goldman Sachs: de Vernietiging van Griekenland*, URL: <http://www.economiedocu.nl/goldman-sachs-en-de-vernietiging-van-griekenland/>.

VRIND (2013), *De resultaten van het Vlaamse beleid en de impact op de omgeving*, Brussel: Studiedienst Vlaamse Regering, URL: <http://www4.vlaanderen.be/dar/svr/afbeeldingennieuwtjes/algemeen/bijlagen/vrind2013/2013-10-14-vrind2013-4-stedengewest.pdf>.

Waard, Peter de— (2015), "Nobelprijswinnaars noemen eisen aan Griekenland waanzin", *De Volkskrant*, 14 juli.

Wang, Lee-Rong* (2010), "A Perspective of the U.S. Dollar after the Current Financial Crisis -- Lessons from the Fall of the Pound Sterling and the Gold Standard after World War I", *Paper prepared for the Samuel Shieh Memorial Conference at the Chung-Hua Institution for Economic Research, Taipei on July 9, 2009*.

Wang, Lee-Rong* (2011a), "A Perspective of the US Dollar after the Current Financial Crisis: Lessons from the Fall of the Pound Sterling and the Gold Standard after World War I" in: Shaw, Diagee and Nih Jane Liu (eds) (2011), *The Impact of the Economic Crisis on East Asia : Policy Responses from Four Economies*, Cheltenham, UK/Northampton, MA : Edward Elgar.

Wang, Lee-Rong* (2011b), "De-Privatization? Case Studies of Government Banks Performance in Developing Countries during Financial Crisis", in: Shaw, Diagee and Nih Jane Liu (eds) (2011), *The Impact of the Economic Crisis on East Asia : Policy Responses from Four Economies*, Cheltenham, UK/Northampton, MA : Edward Elgar.

Warburton, Clark (1945), "Monetary Theory, Full Production, and the Great Depression," *Econometrica*, **13**, N°2, pp. 114-128.

Warburton, Clark (1949), "The Secular Trend in Monetary Velocity," *Quarterly Journal of Economics*, **63**, N°1, pp. 68-91.

Walras, Leon* (1874), *Éléments d'Économie Politique Pure, ou Théorie de la Richesse Sociale*, Paris/Lausanne: R. Picon & R. Durand-Auzias/F. Rouge Libraire-Éditeur, 1926.

Weber, Eugen (ed) (1990), *The Western Tradition*, Vol. II, 4th edition, Lexington, MA: D. C. Heath.

Weber, Max (1905), "Die protestantische Ethik und der 'Geist' des Kapitalismus", *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, **20** (1904) und **21** (1905)

Weintraub, Sydney (ed.) (1977), *Modern Economic Thought*, Philadelphia: University of Pennsylvania Press.

Wellens, Arno (2015), "Grexit: dankzij derivaten hangt er een zwaard van Damocles boven ons bankwezen", URL: <http://925.nl/archief/2015/05/11/grexit-dankzij-derivaten-hangt-er-een-zwaard-van-damocles-boven-ons-bankwezen/>.

Wensveen, Dick van— (2013), "Gedragen Nederlandse Banken zich als Zombiebanken?", *MeJudice*, 6 september, URL: <http://www.mejudice.nl/artikelen/detail/gedragen-nederlandse-banken-zich-als-zombiebanken>.

White, Lawrence H. (1999), "Hayek's Monetary Theory and Policy: A Critical Reconstruction", *Journal of Money, Credit and Banking*, **31**, N°1, pp. 109-120.

Wicksell, Knut* (1893a), *Über Wert, Kapital und Rente nach den neueren nationalökonomischen Theorien*, Jena: Verlag von Gustav Fisher; used edition: Aalen: Scientia Verlag, 1969.

Wicksell, Knut* (1893b), *Value, Capital and Rent*, translated in 1954 by S.H. Frohwein, New York, NY: August M. Kelly, 1970.

Wicksell, Knut* (1896a), *Finanztheoretische Untersuchungen nebst Darstellung und Kritik des Steuerwesens Schwedens*, Jena: Verlag von Gustav Fisher, used edition: facsimile Harvard University, URL 2005: <https://archive.org/details/finanztheoretis00wickgoog>.

Wicksell, Knut* (1896b), "A new principle of just taxation", translation of chapter 2 of *Finanztheoretische Untersuchungen* by James N. Buchanan in; Musgrave, Richard A. and Allan T. Peacock (eds) (1958), *Classics in the Theory of Public Finance*, New York, NY: St. Martin's Press, pp. 72-118.

Wicksell, Knut* (1898a), *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*, Jena: Verlag von Gustav Fisher, used edition Wicksell, Knut (1898b), Aalen: Scientia Verlag, 1968.

Wicksell, Knut* (1898b), *Geldzins und Güterpreise. Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen, mit 1 Tabelle, Berichtiger Neudruck der Ausg. Jena 1898*, Aalen: Scientia Verlag, 1968.

Wicksell, Knut* (1898c), *Interest and prices (Geldzins und Güterpreise) A study of the causes regulating the value of money*, by Knut Wicksell; translated from the German by R.F. Kahn; with an introduction by Professor Bertil Ohlin (pp. i-xxxii), London, Published on Behalf of the Royal Economic Society by Macmillan and Co., Limited, 1936, with on pp. 199-219: "Appendix: The monetary problem of the Scandinavian countries". (This Wicksell's last published article, was issued in the *Ekonomisk tidskrift*, 1925; it is here translated by Mrs. H. Norberg).

Wicksell, Knut* (1901a), *Lectures on Political Economy, Volume One: General Theory*, London: George Routledge & Sons, Limited, First Edition, 1934, used edition Wicksell, Knut (1901b).

Wicksell, Knut* (1901b), *Lectures on Political Economy, Volume One: General Theory*, translated from Swedish by E. Classen and with an introduction by Lionel Robbins, New York, NY: Augustus M. Kelley Publishers, 1977. URL: http://mises.org/sites/default/files/Lectures%20on%20Political%20Economy%20-%20Volume%20I%20General%20Theory_2.pdf.

Wicksell, Knut* (1906a), *Lectures on Political Economy, Volume Two: Money*, London: George Routledge & Sons, Limited, First Edition, 1935, used edition Wicksell, Knut (1906b).

Wicksell, Knut* (1906b), *Lectures on Political Economy, Volume Two: Money*, translated from Swedish by E. Classen and with an introduction by Lionel Robbins, New York, NY: Augustus M. Kelley Publishers, 1978, pp. 195-196, URL: http://mises.org/sites/default/files/Lectures%20on%20Political%20Economy%20-%20Volume%20II%20Money_2.pdf.

- Wicksell, Knut* (1934), *Value, Capital and Rent*, London: George Allen & Unwin Ltd.
- Wijnbergen, Sweder J.G. van — (2012), "Reactie op: Macro-oplossing voor Hypotheekberg", *Economisch Statistische Berichten*, **97**, N° 4636, pp. 330-331.
- Wijnbergen, Sweder J.G. van— (1991), "Intertemporal Speculation, Shortages and the Political Economy of Price Reform: A Case Against Gradualism", *CEPR Discussion Paper #510*.
- Williamson, Jeffrey (2002), "Winners and Losers over Two Centuries of Globalization", *NBER working paper #9161*, URL: <http://www.nber.org/papers/w9161.pdf>.
- Williamson, Olivier W. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, New York, NY: Free Press.
- Williamson, Olivier W. (1996), *The Mechanisms of Governance*, Oxford, New York, NY: Oxford University Press.
- Wittgenstein, Ludwig (1922), *Tractatus Logico Philosophicus. The German Tekst of Ludwig Wittgenstein's Logisch-Philosophische Abhandlung with a New Edition of Translation by D.F. Pears & B.F. McGuinness, and with the Introduction by Bertrand Russell, F.R.S.*, London/New York, NY: Routledge & Kegan Paul/The Humanities Press, 1974.
- Wolff, Richard D. and Stephen A. Resnick (2012), *Contending Economic Theories: Neoclassical, Keynesian and Marxian*, Cambridge, Mass: MIT Press.
- Woodford, Mike D. (2003), *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2012), *Introductory Econometrics, A Modern Approach*, Mason, OH: South-Western, 5th edition.
- Wray, L. Randall and Matthew Forstater (eds) (2006), *Money, Financial Instability and Stabilization Policy*, Cheltenham, UJ: Edward Elgar
- Wright, Erik Olin (1978), *Class, crisis, and the state*, London: New Left Books.
- Wright, Erik Olin (1979), *Class structure and income determination*, New York, NY: Academic Press.
- Wright, Erik Olin (1997), *Classes*, London/New York, NY: Verso.
- Wright, Erik Olin (1989), *The debate on classes*, London/New York, NY: Verso.
- Wright, Erik Olin (1997), *Class counts: comparative studies in class analysis*, Cambridge, Ma/New York, NY/Paris: Cambridge University/ Press Maison des Sciences de l'homme.
- Xie, Andy (2015), "Policymakers' Coddling of Market Failure Exacerbates Cycles of Boom and Bust", *South China Morning Post*, January 26. URL: <http://www.scmp.com/comment/insight-opinion/article/1690057/policymakers-coddling-market-failure-exacerbates-cycles-boom>.
- X.X. (in reality Kurt Lewin) (1967), *The Report of the Iron Mountain, On the Possibility and Desirability of Peace*, New York, NY: Dial Press. URL: http://www.bibliotecapleyades.net/sociopolitica/esp_sociopol_ironmountain0.htm.
- X.X. (2014), "Het probleem dat iedereen ziet maar niemand wil zien... Deutsche Bank is de olifant in de woonkamer van de ECB", *Express.be*, URL: <http://www.express.be/business/nl/economy/is-deutsche-bank-de-olifant-in-de-woonkamer-van-de-ecb/209177.htm>.
- Yoshihara, Naoki (2014), *A Progressive Report on Marxian Economic Theory: On the Controversies in Exploitation Theory since Okishio 1963*, Amherst, MA: University of Massachusetts, working paper 2014-12.

Young, Arthur (1774), *Politische Arithmetik enthaltend Bemerkungen über den gegenwärtigen Zustand Grossbritanniens Und uber die Grundsätze der Berwaltung dieses Staats in Absicht auf die Beförderund des Ackerbaues*. Königsberg: J.J. Kanter, 1777 [Duitse vertaling van *Political Arithmetic*].

Young, Warren and Ben-Zion Zilberfarb (eds) (2006), *IS-LM and Modern Macroeconomics*, Kluwer Academic Publishers (coll. Modern Economic Thought, Volume 73).

Zijlstra, Jelle (1948), *De Omloopssnelheid van het Geld en zijn Betekenis voor de Geldwaarde en Monetair Evenwicht*, Leiden. H.E. Stenfert Kroese.

Zingales, Luigi G. (2012), *A Capitalism for the People: Recapturing the Lost Genius of American Prosperity*, New York, NY: Basic Books.

Tekst N°38 van 100