

# Van Reaganomics tot de eurocrisis: 30 jaren in Maastricht

Joan Muysken<sup>1</sup>

*Het vrije-marktdenken (Reaganomics) als reactie op het falende Keynesiaanse macro-economische beleid bij de oliecrises in de jaren zeventig, heeft geleid tot werkloosheid en inkomensongelijkheid. 'Structurele hervormingen op de arbeidsmarkt' zijn niet meer het goede antwoord. De problemen van de Nederlandse economie zijn balanstekorten bij bankwezen en gezinnen en structureel achterblijvende investeringen. Deze problemen moeten worden opgelost door hervormingen binnen de financiële sector en de huizenmarkt, geflankeerd door een stimulerend Europees begrotingsbeleid. Tevens zijn belangrijke inzichten uit de Keynesiaanse theorie op de achtergrond geraakt bij de ontwikkeling van macro-economische theorievorming in wisselwerking met de opkomst van Reaganomics. Ik bepleit een andere theoretische benadering, die inzichten uit 'behavioural macroeconomics' combineert met 'stock-flow consistent modeling'.*

## 1 Inleiding

In mijn afscheidsrede schets ik de ontwikkeling van de Nederlandse economie vanaf de eerste oliecrisis in 1973 tot de huidige crisis. Ik laat zien hoe het Keynesiaans geïnspireerde macro-economische beleid geen bevredigend antwoord had op de zware schokken voor de wereldeconomie die de twee oliecrises in de jaren zeventig veroorzaakten. Zo werd de weg vrijgemaakt voor het vrije-marktdenken, gesymboliseerd door *Reaganomics*. Wij plukken daar nu de wrange vruchten van met een groeiende werkloosheid en inkomensongelijkheid. Tevens benadruk ik dat de roep om 'structurele hervormingen op de arbeidsmarkt' na dertig jaar niet meer geloofwaardig is. De problemen van de Nederlandse economie liggen in een gebrek aan balansevenwicht, vooral bij bankwezen en gezinnen, en bij structureel achterblijvende investeringen. Deze problemen moeten worden opgelost door hervormingen binnen de financiële sector en de huizenmarkt, en door een stimulerend begrotingsbeleid, waarbij de Europese context belangrijk is.

---

<sup>1</sup> Verkorte versie van mijn afscheidsrede als hoogleraar Algemene economie van de School of Business and Economics aan de Universiteit Maastricht, gehouden op 29 november 2013. De volledige versie is te vinden op:

[https://drive.google.com/file/d/0B7\\_Q73DFQjr5RFg3Nnh2TlkwbWc/edit?usp=sharing](https://drive.google.com/file/d/0B7_Q73DFQjr5RFg3Nnh2TlkwbWc/edit?usp=sharing)

Vervolgens ga ik kort in op de ontwikkeling van macro-economische theorievorming in wisselwerking met de opkomst van Reaganomics en geef aan dat daarbij belangrijke inzichten op de achtergrond zijn geraakt. Deze inzichten zijn nodig voor een goed begrip van het ontstaan van de financiële crisis, culminerend in de huidige balansonevenwichtigheden. Ik bepleit een andere theoretische benadering, die mijn onderzoekagenda voor de komende jaren zal bepalen. Hierbij wil ik inzichten uit *behavioural macroeconomics* combineren met *stock-flow consistent modeling*.

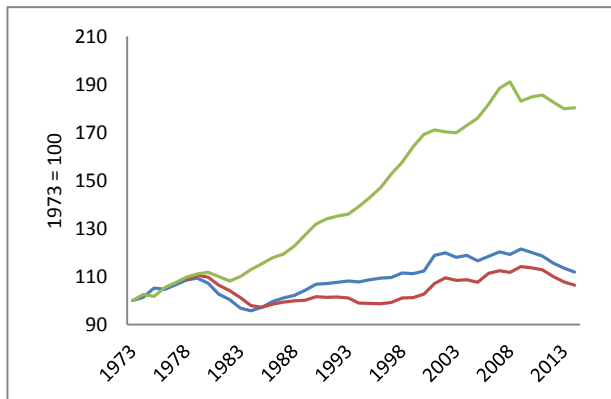
## 2 De Nederlandse economie: van oliecrises tot eurocrisis

Mijn beschrijving van de ontwikkeling van de Nederlandse economie laat zich samenvatten in vier gestileerde feiten:

1. een langdurig tekort aan geaggregeerde vraag en daarmee samenhangend een te laag niveau van investeringen, beide in de hand gewerkt door een structureel achterblijven van de loonontwikkeling bij de productiviteitsstijging;
2. een toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt, leidend tot een tweedeling in de maatschappij, en een hardnekkig groot beroep op de sociale zekerheid;
3. een op hol geslagen financiële sector, die maakt dat het bankwezen zwaar ondergekapitaliseerd is en geen krediet verstrekt, terwijl de huizenmarkt is ingestort als gevolg van de uit de hand gelopen hypotheekverstrekkingen;
4. een structureel overschot op onze betalingsbalans, dat bijdraagt aan een forse balansonevenwichtigheid, zowel binnen Nederland als tussen Noord- en Zuid-Europa.

In mijn rede laat ik zien dat dit geen op zichzelf staande verschijnselen zijn, maar dat zij onderling duidelijk samenhangen, veelal gevoed door de opkomst van Reaganomics. Korthedshalve beperk ik mij in het vervolg tot een bespreking van de laatste twee gestileerde feiten.

Vooraf echter ter toelichting op het eerste gestileerde feit het volgende. De flexibilisering van de arbeidsmarkt, in combinatie met het beknotten van de sociale zekerheid, heeft er voor gezorgd dat de loonontwikkeling uiterst gematigd is gebleven. Het loonaandeel in het bbp is structureel gedaald van rond 58 procent in het begin van de jaren tachtig tot 49 procent in 2007. Dit betekent dat de reële loonontwikkeling structureel is achtergebleven bij de productiviteitsontwikkeling. Het netto exploitatie-overschot (als indicator van winst) bleef in al die jaren zeer constant, schommelend tussen 22 en 25 procent van het bbp. Dit versterkt de opvatting dat het achterblijven van investeringen niet veroorzaakt kan zijn door toegenomen loonkosten die de winsten zouden hebben uitgehold. Het ligt eerder andersom: door de relatieve daling van de lonen is ook de geaggregeerde vraag gedaald, die vervolgens het achterblijven van de investeringen verklaart (Naastepad 2006; Onaran en Galanis 2012) – zie ook paragraaf 2.3.

**Figuur 1** Bbp/hoofd en koopkracht , 1970-2013

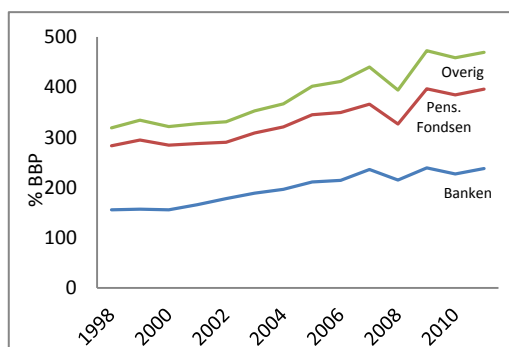
Bron: MEV (2014).

De gematigde loonontwikkeling en de teruglopende uitkeringen voor sociale zekerheid hebben er voor gezorgd dat de koopkracht van gezinnen in de loop van de tijd nauwelijks is gestegen. De koopkracht van een ‘alleenverdiener met een modaal inkomen en kinderen’ bevindt zich vrijwel op hetzelfde niveau als vóór de tweede oliecrisis in 1979 en de koopkracht van een ‘alleenstaande minimum uitkeringsgerechtigde’ blijft daar zelfs bij achter (Figuur 1). Opmerkelijk is dat het bbp per hoofd, als referentiepunt, tussen 1970 en 2008 bijna is verdubbeld. De kloof tussen het bbp per hoofd en de koopkracht per huishouden is dan ook sterk toegenomen. Dit kan deels worden geweten aan het achterblijven van reële loonontwikkeling bij productiviteitsgroei en deels aan gedaalde sociale zekerheidsuitkeringen per persoon. Dit laatste geldt vooral voor ontvangers van sociale zekerheid, ruim een kwart van de beroepsbevolking.

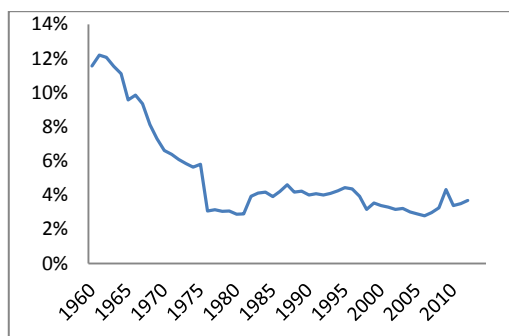
## 2.1 De financiële crisis in 2008: structurele problemen in de financiële sector

De val van Lehman Brothers op 15 september 2008 luidde de huidige wereldwijde financiële crisis in. Al snel werd duidelijk dat ook Nederland een heel groot en kwetsbaar bankwezen had. Het bankwezen is sterk gegroeid, van 150 procent van het bbp in 2000 naar bijna 250 procent in 2011 – zie Figuur 2. De totale omvang van de financiële sector bedraagt ruim 450 procent van het bbp in 2011: naast banken en het verzekeringswezen wordt hieraan voor een belangrijk deel bijgedragen door onze pensioenfondsen. Daarnaast is de afhankelijkheid van het bankwezen van het buitenland toegenomen: sinds 1997 is deze ten opzichte van het bbp meer dan verdrievoudigd.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Een vergelijkbare ontwikkeling geldt voor de pensioenfondsen; wel is de omvang van het belegde vermogen in het buitenland na de financiële crisis gedaald tot 52 procent in 2011 (CBS 2012).

**Figuur 2** Omvang financiële sector\*, 1998-2011

Bron: DNB statistieken \*gecumuleerd.

**Figuur 3** Leverage ratio, 1960-2012

Bron: DNB (2010).

Tot slot kent het Nederlandse bankwezen een slechte eigen vermogenspositie, waardoor het extra kwetsbaar is. De zogenaamde *leverage ratio* (eigen vermogen als percentage van het balanstotaal) is gedaald van 15 procent begin jaren zestig van de vorige eeuw naar minder dan 5 procent in de jaren tachtig en negentig en tot zelfs beneden 3 procent in 2008 (Figuur 3).<sup>3</sup> Vele rapporten (en ook kredietbeoordelaars) beschouwen dit als een serieus probleem van het Nederlandse bankwezen.<sup>4</sup> Het moge overigens duidelijk zijn dat de sterke daling van de leverage ratio in de jaren tachtig en negentig van de vorige eeuw een direct uitvloeisel is van de deregulering van de financiële sector die begin jaren tachtig wereldwijd is ingezet: een gevolg van Reaganomics.

<sup>3</sup> De historie van de leverage ratio wordt geschetst in DNB (2010). Ik dank Jan Kakes voor het verstrekken van de achterliggende gegevens.

<sup>4</sup> Zie bijvoorbeeld Ministerie van Financiën (2013) en CPB (2012). Op 15 februari 2012 heeft Moody's bijna alle Nederlandse banken in kredietstatus verlaagd. Het feit dat de banken wel aan de Baselnorm voldoen van een zogenaamde *core tier 1 ratio* boven de 8 procent, doet weinig aan deze zorgen af. Zoals het CPB (2012) benadrukt, hebben Nederlandse banken relatief weinig core tier 1-vermogen ten opzichte van hun totale vermogen en zijn daardoor relatief gevoelig voor onverwachte verliezen.

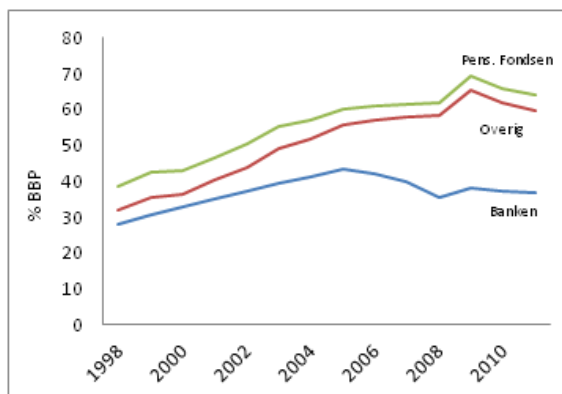
Een gevolg van deze ontwikkelingen is dat de Nederlandse Staat in oktober 2008 voor € 30 miljard steun heeft verleend aan het bankwezen (5 procent van ons bbp), waarvan zij een derde heeft teruggekregen (plus 2 miljard aan rente). In februari 2013 is nog eens voor € 3,7 miljard aan steun verleend om SNS te redden. Daarnaast moet niet worden onderschat hoe effectief de lobby van het bankwezen is om regelgeving te ontkrachten die beoogt haar activiteiten aan banden te leggen (Igan en Mishra 2011; Blau et al. 2013). Als wij er niet in slagen om orde op zaken te stellen binnen het bankwezen, kan een nieuwe crisis weer snel opkomen met het risico dat de geschiedenis zich op dat punt weer herhaalt.

## 2.2 De financiële crisis in 2008: de huizenmarkt en het depositofinancieringsgat

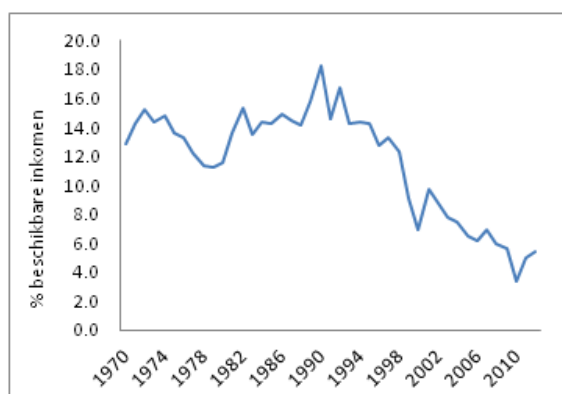
Er werd in 2010 verontwaardigd gereageerd op buitenlandse waarnemers die welen op problemen binnen de Nederlandse huizenmarkt, die zouden samenhangen met onze genereuze hypotheekrenteaftrek.<sup>5</sup> Pas afgelopen jaar begon men schoorvoetend te onderkennen dat er in Nederland toch sprake was van een zeepbel op de huizenmarkt. Die is overigens niet alleen te verklaren uit de belastingvoordelen die hypotheekhouders genieten. Het verband met de onstuimige groei van de financiële markten wordt minder gelegd, maar is wel degelijk aanwezig. Uit Figuur 4 blijkt dat de uitstaande hypotheekschuld bij de financiële sector tussen 1998 en 2011 bijna is verdubbeld ten opzichte van het bbp. Deze ontwikkeling wordt deels gevoed door de stijging van de huizenprijzen: de huizenprijzen zijn met meer dan 150 procent gestegen tussen 1995 (gemiddeld € 90.000) en 2008 (gemiddeld € 260.000). Daarnaast lokten, evenals in de Verenigde Staten, de stijgende huizenprijzen een verdere stijging van het aantal en de hoogte van de hypotheekleningen uit: als je huis toch in waarde stijgt, waarom dan niet daarop vooruitlopend een extra lening afsluiten? Tot 2007 speelden de banken gretig in op deze ontwikkelingen, daarna werd hun rol overgenomen door het verzekeringswezen vanwege de strengere regelgeving bij banken en de noodzaak bankbalansen te herstructureren. De gemakkelijke beschikbaarheid van (top)hypotheekleningen lokte een verdere stijging van de huizenprijzen uit, waarmee de zeepbel op de huizenmarkt werd gevoed.

---

<sup>5</sup> Zie Priemus (2010) en Xu-Doeve (2010) voor een kritische analyse.

**Figuur 4** Uitstaande hypotheek\*, 1998-2011

Bron: DNB statistieken; \*gecumuleerd: de bovenste lijn (groen) is totaal

**Figuur 5** Besparingen gezinnen, 1970-2014

Bron: MEV (2014).

De explosieve groei van hypotheekschuld en huizenprijzen heeft twee gevolgen waar de Nederlandse economie vandaag de dag mee worstelt. Ten eerste hebben veel huishoudens een enorme hypotheekschuld ontwikkeld ten opzichte van hun beschikbare inkomen. Zo bedroeg deze schuld in het begin van de jaren negentig nog 50 procent van het beschikbare inkomen van huishoudens, maar was deze in 2008 gestegen tot bijna 250 procent. Ten tweede ervoeren gezinnen dat hun vermogen sterk toenam als gevolg van de stijgende huizenprijzen, hetgeen de prikkel om te sparen sterk verminderde. Als gevolg daarvan is de spaarquote van gezinnen gedaald van 15 procent begin jaren negentig tot minder dan 5 procent in 2010 – zie Figuur 5. Het vermogenseffect dat zich bij de *dotcom*-crisis manifesteerde via aandelenkoersen, werkt nu ook door via de huizenprijzen. Nu de huizenmarktzeepbel is gebarsten, werkt dit vermogenseffect sterk negatief uit op de consumptie. Wat ik hier wil benadrukken is dat als gevolg van de sterke daling van de gezinsbesparin-

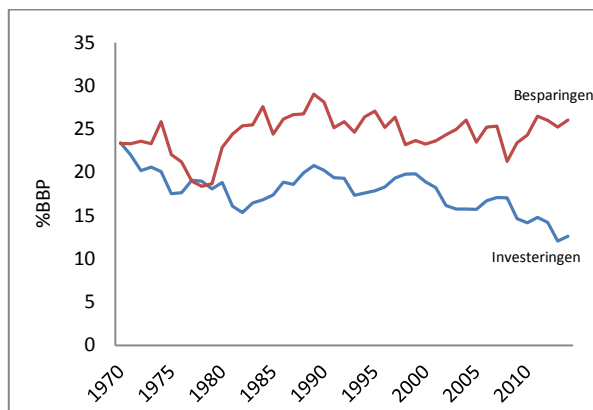
gen, de banken voor de financiering van hun hypotheekverstrekkingen een steeds sterker beroep moesten doen op het buitenland. Het depositofinancieringsgat dat hierdoor is ontstaan, is momenteel een van de meest serieuze problemen voor het Nederlandse bankwezen (Meijers, Muysken en Sleijpen 2013).

### 2.3 De eurocrisis

Naast de problemen in de financiële sector en op de huizenmarkt zijn in de Nederlandse economie twee andere problemen zichtbaar geworden naar aanleiding van de eurocrisis. Het eerste probleem is het hardnekkige overschot op de Nederlandse betalingsbalans en het tweede probleem is de overdreven aandacht voor het begrotingstekort en de staatsschuld.

Nederland kent sinds de tweede oliecrisis een betalingsbalansoverschot. Vanaf het begin van de jaren negentig vertoont dat zelfs een structurele stijging tot het ongekende niveau van 10,1 procent van het bbp, voorspeld voor 2014. De eerste aanzet tot een structureel overschot werd gegeven met de loonmatiging voortvloeiend uit het akkoord van Wassenaar in 1982 – leidend tot de *Dutch Miracle* (Muysken 2001; 2003).<sup>6</sup> De recente toename van het betalingsbalansoverschot is versterkt door het achterblijven van de invoer als gevolg van de lage groei van de binnenlandse bestedingen.<sup>7</sup>

**Figuur 6** Besparingen\* en Investeringen, 1970-2014



Bron: MEV (2014); \* Besparingen zelf berekend.

<sup>6</sup> De Hartz IV hervormingen in Duitsland in 2005 hebben op een vergelijkbare wijze bijgedragen aan de thans veelbesproken *German Miracle*, zie Bonin (2012), Etzel et al. (2012) en Rinne en Zimmermann (2012). Dauderstädt (2012) wijst daarnaast op allerlei negatieve aspecten zoals de toegenomen baanonzekerheid en inkomensongelijkheid.

<sup>7</sup> Het betalingsbalanssaldo is meer dan export minus import: in de periode 2008 – 2012 bedroeg het verschil tussen het betalingsbalanssaldo en het saldo van de handelsbalans 2,5 procent van het bbp. Daarnaast is de aangroei van het netto externe vermogen van Nederland lager dan op grond van het betalingsbalanssaldo zou mogen worden verwacht. Boonstra (2008) heeft overtuigend aangetoond dat wisselkoers- en prijsfluctuaties hierbij een belangrijke rol spelen. Zie ook Mellens en Noordman (2009).

Een ander gevolg van de lage binnenlandse bestedingen is dat de investeringen sterk achterblijven. Terwijl de investeringen in de periode 1990 – 2000 nog gemiddeld 19 procent van het bbp bedroegen, en in de periode 2001 – 2008 ongeveer 17 procent van het bbp, zijn deze sinds het uitbreken van de financiële crisis dramatisch gedaald naar 12 procent in 2013 – zie Figuur 6. Het Centraal Planbureau wijst in verschillende publicaties op de lage bezettingsgraad als de voornaamste oorzaak voor deze daling, voortvloeiend uit de lage binnenlandse bestedingen.<sup>8</sup> Dat niet zozeer gebrek aan winstgevendheid de oorzaak is van de lage investeringen blijkt ook uit het feit dat de particuliere spaarquote stabiel is op een niveau van 25 procent van het bbp, zoals te zien is in Figuur 6. De particuliere besparingen bestaan uit spaargelden van gezinnen en ingehouden winsten van bedrijven. Uit Figuur 5 bleek dat de spaargelden van gezinnen sterk dalen. Omdat de spaarquote toch stabiel is gebleven moeten de ingehouden winsten van bedrijven sterk zijn gestegen. Al met al betekent dit echter dat de gestegen ingehouden winsten niet zijn vertaald in investeringen en er een particulier spaaroverschot wordt verwacht van 13,4 procent in 2014. Een deel daarvan gaat naar het buitenland dat graag 10,1 procent van het bbp van ons wil lenen om datgene wat wij naar hen exporteren te kunnen betalen. Echter, dan blijft nog steeds 3,3 procent van het bbp over ( $13,4 - 10,1$ ) dat een uitweg moet vinden om te worden belegd. Daarvoor dient dan het begrotingstekort, dat niet geheel toevallig op 3,3 procent van het bbp wordt geschat in 2014.

Uit bovenstaande analyse kan worden afgeleid dat een normaal begrotingstekort voor Nederland in ieder geval moet zijn afgestemd op het particuliere spaaroverschot en het betalingsbalansoverschot.<sup>9</sup> Als deze laatste twee gelijk zijn in een conjunctureel neutrale situatie is het verdedigbaar dat de overheidsbegroting sluitend moet zijn (dat wil zeggen een tekort van nul procent van het bbp). Maar dat geldt alleen in die situatie, hetgeen de absurditeit laat zien van de eis van een sluitende begroting voor de overheid. Uit Tabel 1 kan worden afgelezen dat wij een zeer spaarzaam volk zijn: over de periode tussen beide crises, 1981 – 2007, bedroeg het particuliere spaaroverschot gemiddeld 7,6 procent van het bbp. Het betalingsbalansoverschot was gemiddeld 4,8 procent van het bbp, waaruit blijkt dat wij altijd al meer exporteren dan wij importeren – mede dankzij onze gematigde loonontwikkeling, zoals eerder genoemd. Dat wij een begrotingstekort hadden van gemiddeld 2,8 procent is dan ook nooit als een probleem gezien en de staatsschuld bleef onder controle.

---

<sup>8</sup> Het meest recent in MEV (2014), blz. 33.

<sup>9</sup> In Holinski, Kool en Muysken (2012) betogen medeauteurs en ik dat de ontwikkeling van de eurocrisis mede het gevolg is van het veronachtzamen van de samenhang tussen deze drie grootheden – betalingsbalanssaldo, netto besparingen en begrotingssaldo – zowel binnen de verschillende eurolanden als binnen het eurogebied.



**Tabel 1** Saldi Nederlandse economie (%bbp)

	1981–2007	2014*
Particulier spaaroverschot	7,6	13,4
Betalingsbalansoverschot	4,8	10,1
Begrotingstekort	2,8	3,3

Bron: MEV (2014), \* voorspelling.

Een vergelijking van de gemiddelde cijfers voor de periode 1981 – 2007 met de voorspelling voor 2014, zie Tabel 1, laat ook zien hoezeer de situatie op dit ogenblik uit de hand is gelopen en hoe belangrijk het is dat het particuliere spaaroverschot en het betalingsbalansoverschot weer worden teruggedrongen naar normale niveaus. Dit illustreert hoe belangrijk het is dat de economie wordt gestimuleerd.<sup>10</sup>

De Europese regeringsleiders hebben de uitdaging om de economie te stimuleren met begrotingsbeleid niet aangedurfd, verlamd als zij waren door een fixatie op de 3-procentnorm.<sup>11</sup> Gelukkig is dit gecompenseerd met een ongekende monetaire verruiming door de Europese Centrale Bank, die wel bereid was alle bestaande regels te overtreden en risico's te nemen. Naast renteverlaging heeft de ECB, evenals de meeste andere centrale banken, met allerlei onconventionele middelen geld in de economie gepompt.<sup>12</sup> Het balanstotaal van de ECB is sinds 2007 meer dan verdubbeld ten opzichte van het bbp in het eurogebied. En nog wordt de vrees uitgesproken voor deflatie: de Europese economie wil maar niet uit het slop raken. Dit betekent dat het monetaire beleid tekortschiet en dus moet worden aangevuld met begrotingsbeleid. Die gedachte werk ik in de volgende paragraaf uit.

#### 2.4 Macro-economisch beleid in een balansrecessie

De gedachte achter een balansrecessie is dat voor economische actoren als huishoudens, bedrijven en banken, de vermindering van de waarde van hun activa als huizen, vastgoed of aandelen, leidt tot de dreiging van faillissement. Als gevolg daarvan krijgt het reduceren van de schuldenlast absolute prioriteit, waardoor huishoudens minder gaan consumeren en banken minder krediet verlenen. In die situatie helpt een monetaire stimulans als renteverlaging niet, omdat niemand extra krediet wil opnemen.<sup>13</sup> Dit verklaart waarom het de ECB niet lukt om op eigen kracht de economie te stimuleren.

Het begrip 'balansrecessie' wordt in Nederland steeds vaker gehoord en (hopelijk) ook steeds beter begrepen.<sup>14</sup> Het begrip is geïntroduceerd door Koo (2008) om

<sup>10</sup> Dit geldt trouwens evenzeer voor Duitsland, zie Guerrieri en Esposito (2012) en Bibow (2013).

<sup>11</sup> Hier wreekt zich het democratisch deficiet in de Europese Unie. In Kool, Muysken en Soete (1998) spraken medeauteurs en ik ons om die reden uit tegen een te snelle introductie van de euro.

<sup>12</sup> Een prachtig overzicht wordt gegeven in Bossone (2013a).

<sup>13</sup> Om die reden pleit Koo (2008) ook voor een stimulerend begrotingsbeleid, los van het monetaire beleid.

<sup>14</sup> Moons en Christoffels (2009) hebben dit begrip meen ik als eersten in de Nederlandse literatuur geïntroduceerd, maar het kreeg meer bekendheid door recente publicaties waarin Jacobs het in verband brengt met de Nederlandse economie, zie bijvoorbeeld Jacobs (2013a,b). Inmiddels wordt de

de aanhoudende depressie van de Japanse economie te beschrijven en vond in 2010 zijn weg in de Amerikaanse publieke discussie.<sup>15</sup> In Europa werd het pas later opgepikt – maar het is bepaald nog geen gevestigd begrip.<sup>16</sup> Echter, de analyse van een balansrecessie is uiterst relevant voor Nederland, zoals uit bovenstaande beschrijving van de economische situatie blijkt.

Het is boeiend te observeren dat beleidsmakers in Nederland die het begrip balansrecessie hebben overgenomen, de achterliggende analyse blijkbaar niet delen. Zo stelt bijvoorbeeld de Miljoenennota (2014, blz.15): “De Nederlandse economie bevindt zich momenteel in een fase van balansherstel, waarbij huishoudens, banken, pensioenfondsen en overheden werken aan herstel van de vermogenspositie.” Daarbij wordt niet begrepen dat het economisch systeem bestaat uit communicerende vaten. Zoals ik in Tabel 1 heb geïllustreerd, kunnen er geen tekorten zijn zonder overschotten: als huishoudens bijvoorbeeld meer willen sparen, dan moet de overheid daar een groter tekort tegenover kunnen stellen om de balans van de economie sluitend te maken.<sup>17</sup> Het kan niet zo zijn dat iedereen tegelijk spaart (of bezuinigt): iemand moet ook willen investeren (of uitgeven).<sup>18</sup> Daar is dan een rol voor de overheid weggelegd.

In het citaat uit de Miljoenennota wordt de overheid neergezet als een gelijkwaardige partij, die moet werken aan het herstel van de vermogenspositie, net als de andere partijen: zo wordt ook het bezuinigingsbeleid gemotiveerd. Maar de overheid is niet een gelijkwaardige partij. Ten eerste is de overheid de vanzelfsprekende partij die moet bijspringen als markten falen – denk aan de steun aan de financiële sector en de werking van automatische stabilisatoren.<sup>19</sup> Daarnaast is dat de overheid veel kredietwaardiger is dan andere marktpartijen, waardoor zij een lagere rente hoeft te betalen op haar schuld. Tot slot kunnen de uitgaven worden gefinancierd door extra geld bij te drukken, maar daarover wordt bij mijn weten in Nederland niet gesproken. In het Europese debat circuleren echter diverse voorstellen voor monetaire financiering van het begrotingstekort (Bossone 2013b; Pâris en Wyplosz 2013; Reichlin, Turner en Woodford 2013). Wat mij betreft zouden deze voorstellen veel meer aandacht mogen krijgen. Juist nu inflatie wel het laatste is

---

term balansrecessie ook door de ministers Dijsselbloem (bij de presentatie van de Miljoenennota 2014) en Kamp genoemd (in het voorwoord van de Macro Economische Verkenning 2014).

<sup>15</sup> Zie bijvoorbeeld Leijonhufvud (2009) en Miller en Stiglitz (2010). Voor een overzicht zie Konczal (2012).

<sup>16</sup> Op de website Vox Europe, die commentaren van vooraanstaande economen verzamelt, ziet men pas in 2012 met mondjesmaat artikelen over een balansrecessie verschijnen. Tekenend is bijvoorbeeld dat het Centraal Planbureau het begrip nog helemaal niet heeft genoemd.

<sup>17</sup> Een alternatief zou zijn dat bedrijven meer gaan investeren of er meer wordt geïmporteerd, zoals ik bij de bespreking van Tabel 1 heb aangegeven, maar dat zal niet snel gebeuren als de huishoudens meer willen besparen, dus minder consumeren. Op dit inzicht berust de Keynesiaanse spaarparadox.

<sup>18</sup> Op Europees niveau wordt dit punt benadrukt door de Grauwe en Yi (2013). Zij wijzen erop dat als de Noord-Europese landen eisen dat de Zuid-Europese landen meer exporteren en minder importeren, de Noord-Europese landen dat tegelijkertijd onmogelijk maken als zij zelf bezuinigen en dus de exportkanalen voor de Zuid-Europese landen afsnijden.

<sup>19</sup> Hierachter schuilt de gedachte dat de overheid de enige partij is, die in staat is om te verzekeren tegen fundamentele onzekerheid – zie bijvoorbeeld Skidelsky (2012).

waarover wij ons zorgen moeten maken, lijkt monetaire financiering een goede oplossing. Het geld dat dan in de economie wordt gebracht stelt huishoudens en banken in staat om balansherstel te realiseren, zonder dat de overheid dat met bezuinigingen tegenwerkt.<sup>20</sup>

### 3 Macro-economische theorie: (on)evenwichtsdenken en (ir)rationeel handelen

Toen ik midden jaren tachtig in Maastricht kwam was de algemene onevenwichtigheidstheorie breed aanvaard in het macro-economisch denken in continentaal Europa, gevoed door de enorme toename van de werkloosheid in Europa na de oliecrises (Mitchell en Muysken 2008, paragraaf 3.4). Deze werd na een Friedmaniaans intermezzo opgevolgd door de Nieuw-Keynesiaanse gedachtegang waar ik eerst aandacht aan schenk en waarvan ik belangrijke tekortkomingen van schets. Vervolgens beargumenteer ik waarom het balansmodel een goed alternatief biedt voor de Nieuw-Keynesiaanse benadering, in het bijzonder bij het analyseren van een balansrecessie – zie ook Muysken (2014).

#### 3.1 Het Nieuw-Keynesiaanse model

De door Friedman en Lucas geïnspireerde gedachte van rationeel handelende, vooruitziende huishoudens is overgenomen in de zogenaamde Nieuw-Keynesiaanse modellen die thans de toon zetten in de macro-economische theorievorming en beleidsadvisering. Daarnaast hebben deze modellen van de algemene onevenwichtigheidstheorie de gedachte overgenomen dat prijzen op de goederenmarkt niet direct voor evenwicht zorgen. Merkwaardig genoeg wordt aan bedrijven een veel minder vooruitziende blik toegeschreven: bedrijven worden geacht hun productiecapaciteit met een kleine vertraging aan te passen aan de gewijzigde omstandigheden. Dit hangt wellicht samen het gebrek aan aandacht voor de financiële sector van de economie. Tot voor kort was er in deze modellen alleen een centrale bank, die een rentevoet zet. Uiteraard zijn de Nieuw-Keynesiaanse modellen sinds de financiële crisis enigszins aangepast en zijn er de nodige nieuwe elementen aan toegevoegd (Muysken 2014). Maar de essentiële kenmerken van de Nieuw-Keynesiaanse benadering blijven overeind: rationeel handelende, vooruitziende huishoudens (en soms ondernemingen) die opereren in een systeem van vrije markten, waarin de prijzen zich met enige vertraging aanpassen aan nieuwe omstandigheden. De markten neigen naar een natuurlijk evenwicht<sup>21</sup> – meestal in een betrek-

<sup>20</sup> De consensus groeit dat juist in tijden van een balansrecessie bezuinigingen van de overheid extra hard doorwerken in de economie (MEV 2013; Jacobs 2013a) – zie ook Lukkezen (2013) voor een overzicht van de internationale literatuur hierover.

<sup>21</sup> Voor zover de Nieuw-Keynesiaanse modellen een arbeidsmarkt onderscheiden kent deze bijvoorbeeld evenwichtswerkloosheid, tot uitdrukking komend in de NAIRU. Het CPB, de OESO en de Europese Commissie gebruiken de NAIRU onder verschillende namen in hun economische analyse – respectievelijk ‘evenwichtswerkloosheid’ (Lukkezen 2013), ‘NAIRU’ (OECD 2013) en

kelijk eenvoudig aangeklede financiële omgeving, zonder kredietransoenering of faillissementen.<sup>22</sup> Daar komt bij dat in deze modellen de overheid bijna altijd wordt gezien als een spons die belastingen absorbeert of, als je er in knijpt, bestedingsimpulsen geeft aan de economie – met geleend geld. Verder heeft de overheid geen enkele intrinsieke waarde.<sup>23</sup>

Een probleem met de Nieuw-Keynesiaanse modellen is dat zij zeer technisch-analytisch van aard zijn.<sup>24</sup> Als gevolg daarvan kost het dusdanig veel tijd en moeite om met deze modellen te kunnen werken, dat het heel moeilijk is om er vervolgens afstand van te nemen. Daarnaast brengt de complexiteit van de modellen met zich mee dat men vereenvoudigende veronderstellingen moet maken om ze überhaupt te kunnen oplossen. Daardoor kan het model juist in uitzonderlijke situaties als de financiële crisis foute uitkomsten geven, zoals ook is gebleken.<sup>25</sup>

Als laatste is het heel moeilijk om het werkelijkheidsgehalte van Nieuw-Keynesiaanse modellen te toetsen. De modellen worden bijna nooit geschat, om op die manier te bezien of het model de werkelijkheid goed weergeeft. De gangbare praktijk is dat de onderzoeker globaal enkele ontwikkelingen schetst die hij of zij belangrijk acht – de zogenaamde ‘gestileerde feiten’ – en vervolgens kijkt of het model in staat is om, bij slim gekozen startwaarden en parameterwaarden, de ontwikkelingen te reproduceren. In het economisch jargon wordt dan gezegd dat men het model niet schat, maar ‘kalibreert’.

### 3.2 Het balansmodel als alternatief

Kijkend naar de gestileerde feiten die naar voren komen in mijn beschrijving van de Nederlandse economische situatie, moet ik onwillekeurig denken aan de verzuuchting van de bekende Britse econoom en centrale bankier Charles Goodhart als hij de standaard economische modellen bespreekt: “It excludes everything I am in-

---

‘NAWRU’ (Europese Commissie 2012). Dit leidt tot dusdanig absurde resultaten dat zelfs de Wall Street Journal van 24 september 2013 de draak steekt met de gedachte dat in Spanje de evenwichtswerkloosheid 23 procent zou zijn, terwijl de totale werkloosheid 27 procent van de beroepsbevolking is. Voor een kritische beschouwing over deze benadering: zie Mitchell en Muysken (2008, Hfst. 4) en Storm en Naastepad (2012).

<sup>22</sup> Zie Muysken (2014) voor een overzicht van kritische beschouwingen over Nieuw-Keynesiaanse modellen naar aanleiding van de financiële crisis.

<sup>23</sup> Een uitzondering hierop is Kühn, Muysken en Van Veen (2010), waarin wij beargumenteren waarom een actieve overheid productiviteitverhogend kan werken. Extra overheidsuitgaven leiden in dat geval tot een meer dan proportionele stimulans van de economie.

<sup>24</sup> Dit komt door het Droste-effect van vooruitziend gedrag. Als in een model vooruitziend gedrag wordt verondersteld, dan houdt een huishouding rekening met de gevolgen van zijn handelingen in de volgende periode. Maar dát handelen houdt weer rekening met de gevolgen van het handelen in de daaropvolgende periode etc. Dit betekent dat de modelbouwer eindeloos vooruit moet rekenen om tot een oplossing van het model te komen.

<sup>25</sup> Een veel gehoorde kritiek op de Nieuw-Keynesiaanse modellen is bijvoorbeeld dat zij in een log-lineaire structuur zijn geperst om oplosbaar te zijn. Maar door die structuur kunnen zij onvoldoende het explosieve gedrag vertonen, dat kenmerkend is voor een financiële crisis (Buiter 2009).

terested in”.<sup>26</sup> Omdat in de Nieuw-Keynesiaanse benadering de economie neigt naar een natuurlijk evenwicht, zal zij niet gestileerd feit (1) kunnen verklaren. Gezien haar neiging om gedrag te verklaren uit vooruitziend rationeel handelen, met weinig oog voor institutionele context, heeft deze benadering weinig affiniteit met de arbeidsmarkt. Dat levert problemen op met de analyse van gestileerd feit (2). Het is tot slot duidelijk dat de Nieuw-Keynesiaanse benadering niet uit de voeten kan met gestileerde feiten (3) en (4), omdat zij van nature weinig aandacht schenkt aan de financiële sector.

Zoals medeauteurs en ik in Meijers, Muysken en Sleijpen (2013) uitwerken wordt een interessant alternatief geboden door de benadering van *stock-flow consistent modelling* – door mij kortweg het balansmodel genoemd.<sup>27</sup> De centrale gedachte van deze benadering is dat financiële vermogens en schulden, waaronder huizenbezit, een belangrijke rol spelen bij het verklaren van het gedrag van huishoudens en ondernemingen.<sup>28</sup> Omdat deze vermogens zo’n belangrijke rol spelen is het noodzakelijk om te bepalen hoe zij in de loop van de tijd veranderen. In deze benadering wordt daarom precies gekeken welke partijen in de economie een vermogen of schuld hebben en hoe spaaroverschotten of -tekorten van iedere partij resulteren in een vermogensaanpassing. Belangrijk is daarbij dat het vermogen ook kan veranderen als de waarde van onderdelen van dat vermogen verandert – zie bijvoorbeeld de gevolgen van de daling van de aandelenkoersen tijdens de dotcom-crisis, of van de daling van de huizenprijzen in de afgelopen jaren. Ten slotte wordt zeer expliciet aandacht geschonken aan de rol van geldschepping: wie zorgt er op welke wijze voor dat er geld in omloop komt? Dat zal immers ook ergens in de economie tot een verandering van vermogen leiden.<sup>29</sup>

Het behoeft geen verdere toelichting dat de balansbenadering zich, door haar belangstelling voor de financiële sector en de balansstructuur van de economie, uitstekend leent om de gestileerde feiten (3) en (4) te analyseren. Een interessante vraag is waarom de balansbenadering kan worden gezien als een alternatief voor de Nieuw-Keynesiaanse benadering en daar niet in kan worden geïntegreerd. Een probleem is dat het mensbeeld waar de balansbenadering van uitgaat verschilt van het Nieuw-Keynesiaanse: in plaats van tot ver in de toekomst vooruitdenkende huishoudens, worden simpele vuistregels gehanteerd om naar de toekomst te kijken.

<sup>26</sup> Geciteerd in Bezemer, Brakman en Garretsen (2013), die erop wijzen dat Nieuw-Keynesianen voorbijgaan aan het fundamentele inzicht van Keynes’ werk, nader uitgewerkt door Minsky, dat geld een essentiële rol speelt in de economie omdat dit leidt tot schuldgroei en -krimp.

<sup>27</sup> De centrale referentie voor deze benadering is Godley en Lavoie (2007).

<sup>28</sup> Dit moet niet worden verward met het begrip permanent vermogen, geïntroduceerd door Friedman (1957), dat berust op vooruitziend gedrag van huishoudens waarin alle toekomstige inkomsten zijn verdisconteerd.

<sup>29</sup> Opmerkelijk is dat ik al deze inzichten meekreeg tijdens mijn studie – men leze Korteweg en Keesing (1974) er maar op na (in het bijzonder Deel III, Hfst.6). Empirisch speelden vermogenseffecten toen een veel minder belangrijke rol in de economie. Dankzij Reaganomics werden huishoudens gestimuleerd om veel actiever te gaan beleggen, waardoor vermogenseffecten een belangrijke rol zijn gaan spelen in de economische ontwikkeling. Daarnaast is het door de deregulering van de financiële sector veel eenvoudiger geworden om buiten de centrale bank om geld te scheppen. Dat laatste maakt een nauwkeurige analyse van het geldscheppingsproces veel belangrijker.

Een typische vuistregel is er vanuit te gaan dat de inflatie of productiviteitstijging uit de vorige periode ook weer voor deze periode zal gelden, totdat er signalen komen dat dit onverstandig is.<sup>30</sup> Dit sluit aan bij de zogenaamde *behavioural macroeconomics* die uitgaat van inzichten uit de sociologie en de psychologie om het handelen van huishoudens en bedrijven te beschrijven.<sup>31</sup> De balansbenadering hanteert dit mensbeeld, omdat de balansen van gezinnen en ondernemingen goede signalen geven, naast prijsveranderingen, of de verwachtingen uitkomen of niet – denk aan de voorraden bij ondernemingen en het banksaldo bij huishoudens. Het tweede verschil tussen de balansbenadering en de Nieuw-Keynesiaanse benadering is dat in de balansbenadering naast de dynamiek van het vertraagd verwerken van informatie, ook enorme dynamiek optreedt omdat alle geldstromen in het model leiden tot balansmutaties.<sup>32</sup> Het is technisch bijna onmogelijk al deze dynamiek consistent te verwerken in een model met tot ver in de toekomst vooruitkijkende huishoudens en ondernemingen. Ten slotte is het derde verschil dat in de balansbenadering de geaggregeerde vraag centraal staat, in plaats van het geaggregeerde aanbod: de economische ontwikkeling is vraaggedreven.

In hoeverre deze laatste eigenschap inherent is aan de balansbenadering, of een (terechte) keuze is van de auteurs, kan ik nog niet helemaal overzien. Belangrijk is wel dat hierdoor deze benadering zich uitstekend leent om ook het eerste gestileerde feit te verklaren.

Tot nu toe is binnen de balansbenadering relatief weinig aandacht besteed aan de werking van de arbeidsmarkt. Daardoor kan gestileerd feit (2) niet goed worden geanalyseerd. Maar gezien de affiniteit van deze benadering met *behavioural macroeconomics* zijn er voldoende aanknopingspunten om het model in deze richting uit te breiden.

Omdat de balansbenadering zulke goede mogelijkheden biedt om de belangrijkste kenmerken van de economische ontwikkeling in Nederland te analyseren, wil ik deze benadering de komende jaren in samenwerking met anderen verder ontwikkelen.<sup>33</sup> Daarbij is het ook belangrijk om oog te hebben voor de problemen van deze benadering. Twee problemen wil ik kort noemen. Ten eerste is de kritiek die ik op de Nieuw-Keynesiaanse modellen formuleerde, dat zij niet goed kunnen worden geschat en daarom worden gekalibreerd, evenzeer van toepassing op de balansmodellen. Het is daarom belangrijk te onderzoeken hoe gevoelig het model is voor verschillende veronderstellingen over parameterwaarden. Een tweede pro-

---

<sup>30</sup> Godley en Lavoie (2008, paragraaf 1.6) beschrijven dit gedrag als '*reasonably rational*'. De Grauwe (2012) heeft hier een interessante variant op ontwikkeld.

<sup>31</sup> Voorloper hierbij is Akerlof (2002), die aangeeft hoe de rol van wederkerigheid in gedrag (reciprociteit), kuddegedrag, gewoontevorming en normen en waarden het economisch gedrag kunnen beïnvloeden. Na de financiële crisis heeft deze benadering binnen de macro-economie veel meer aandacht gekregen (Akerlof en Shiller 2009; de Grauwe 2012).

<sup>32</sup> Godley en Lavoie (2008, paragraaf 1.5) noemen het eerste type dynamiek, die ook optreedt in de Nieuw-Keynesiaanse benadering, '*lag dynamics*'. Het tweede type dynamiek noemen zij '*intrinsic dynamics*'.

<sup>33</sup> De positieve en opbouwende kritische reacties op Meijers, Muysken en Sleijpen (2013) geven hier ook alle aanleiding toe.

bleem is dat deze modellen worden geacht te fluctueren rond een stabiele situatie, de zogenaamde *steady state*. Het moet inzichtelijk worden welke mechanismen hiervoor zorgen en wat precies de kenmerken van die stabiele situatie zijn. Dat is gezien de complexe dynamiek van het model niet altijd duidelijk. Kortom, er liggen nog de nodige uitdagingen te wachten.

#### **4 Tot besluit**

In mijn afscheidsrede pleit ik naast een stimulerend overheidsbeleid ook voor werk voor iedereen tegen het minimumloon. De achterliggende notie van een baangarantie is ontwikkeld door een groep Amerikaanse institutionele economen als Copeland, Gordon, Minsky en Wray, en door Mitchell in de Australische context (Mitchell en Muysken 2008; 2010). In Muysken en Klosse (2011) werken wij deze gedachte verder uit voor de Nederlandse situatie. Wat de betaalbaarheid van de baangarantie betreft, vat ik de redenering van Mitchell en Muysken (2008, Deel III) heel kort samen. Werkloosheid wijst op onderbezetting, het niet volledig benutten van de productiecapaciteit. Bij onderbezetting leidt stimulering van de economie met monetaire financiering niet tot inflatie, zeker niet door de gegarandeerde banen tegen het minimumloon te vergoeden. Als de economie aantrekt, vinden mensen banen tegen een hoger loon dan het minimumloon en is monetaire financiering niet meer nodig. Nu moge deze gedachte wat wild overkomen, maar om Keynes te citeren: “Words ought to be a little wild, for they are the assaults of thoughts on the unthinking.”<sup>34</sup> Vanuit een meer pragmatisch gezichtspunt wijzen medeauteur en ik in Muysken en Klosse (2011) op de gigantische bedragen die thans omgaan in de sociale zekerheid en stellen wij voor om deze geleidelijk aan ook in te zetten voor experimenten met een baangarantie. Ik wil tot besluit het belang van dat voorstel benadrukken.

#### **Auteur**

Joan Muysken (e-mail: j.muysken@maastrichtuniversity.nl) is emeritus hoogleraar Algemene economie bij de vakgroep Economics, School of Business and Economics, Universiteit Maastricht.

---

<sup>34</sup> New Statesman and Nation, 15 juli 1933. Dit citaat is overigens ontleend aan de bespreking van Blyth (2013) door Larry Summers in de Financial Times van 12 April 2013.

## Literatuur

- Akerlof, G.A., 2002, Behavioral macroeconomics and macroeconomic behavior, *The American Economic Review*, vol. 92(3): 411-33.
- Akerlof, G.A. en R.J. Shiller, 2009, *Animal Spirits, How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*, Princeton University Press.
- Bezemer, D., S. Brakman en H. Garretsen, 2013, De crisis en het slechte geheugen van economen, *Me Judice*, 30 mei 2013.
- Bibow, J., 2013, The Euroland Crisis and Germany's Euro Trilemma, *International Review of Applied Economics*, vol. 27(3): 360-85.
- Blau, B., T.J. Brough en D.W. Thomas, 2013, Corporate lobbying, political connections, and the bailout of banks, *Journal of Banking and Finance*, vol. 37(8): 3007-17.
- Blyth, M., 2013, *Austerity, the history of a dangerous idea*, Oxford University Press, USA.
- Bonin, H., 2012, The Two German Labour Market Miracles: Blueprints for Tackling the Unemployment Crisis?, *Comparative Economic Studies*, vol. 54 (4): 787-807.
- Boonstra, W., 2008, *De betalingsbalans en de extreme vermogenspositie: over zwarte gaten, zwarte materie en goede statistieken*, VU Uitgeverij.
- Bossone, B., 2013a, *Unconventional monetary policies revisited (Part I)*, gedownload van [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Bossone, B., 2013b, *Time for the Eurozone to shift gear: Issuing euros to finance new spending*, gedownload van [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Buiter, W., 2009, The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics, *Blog Financial Times*, gedownload van <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/the-unfortunate-uselessness-of-most-state-of-the-art-academic-monetary-economics/#axzz2l5rgAmGq>.
- CBS, 2012, Beleggingen institutionele beleggers stijgen naar 1,7 biljoen euro halverwege 2012, Den Haag / Heerlen.
- CPB, 2012, Risicorapportage Financiële Markten, Notitie 30 mei 2012, Centraal Planbureau, Den Haag.
- Dauderstädt, M., 2012, Germany's Economy Domestic Laggard and Export Miracle, International Policy Analysis, Friedrich Ebert Stiftung.
- DNB, 2010, Een eeuw financiële leverage van Nederlandse banken, *Kwartaalbericht juni 2010*, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, pp. 39-44.
- Europese Commissie, 2012, Labour Market Developments in Europe, *European Economy*, vol. 5, pp. 1-175.
- Etzel, D., A. Hauptmann en H.J. Schmererz, 2012, Wage moderation and the German export miracle: plant-level evidence, *Economic Systems*, vol. 37(3): 387-403.
- Friedman, M., 1957, *Macroeconomics "A Two-Period Model: The Consumption-Savings Decision and Credit Markets"*, Pearson, Canada.
- Godley, W. en M. Lavoie, 2007, *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Palgrave Macmillan, London.
- Grauwe, P. de, 2012, *Lectures on behavioral macroeconomics*, Princeton University Press, New Jersey, USA.
- Grauwe, P. de, en Y. Ji, 2013, *Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications*, gedownload van [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Guerrieri, P. en P. Esposito, 2012, Intra-European Imbalances, Adjustment, and Growth in the Eurozone, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 28(3): 532-50.



- Holinski, N., C.J.M. Kool en J. Muysken, 2012, Persistent Macroeconomic imbalances in the Euro area: Causes and Consequences, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, januari/februari 2012, vol. 94(1): 1-20.
- Igan, D. en P. Mishra, 2011, Making Friends, *Finance & Development*, pp. 28-29.
- Jacobs, B., 2013a, Macro-economische politiek voor een uitweg uit de crisis (deel I), *ESB*, vol. 98(4669): 576-78.
- Jacobs, B., 2013b, Macro-economische politiek voor een uitweg uit de crisis (deel II), *ESB*, vol. 98(4671): 636-39.
- Konczal, M., 2012, *How Mortgage Debt is Holding Back the Recovery*, The Roosevelt Institute, gedownload van <http://rooseveltinstitute.org/sites/all/files/HowMortgageDebtisHoldingBacktheRecovery.pdf>.
- Koo, R., 2008, *The Holy Grail of Macroeconomics*, John Wiley & Sons.
- Kool, C.J.M., J. Muysken en L.L.G. Soete, 1998, Gebrekkige economische onderbouwing van een politiek project, in: G. Reuten, K. Vendrik en R. Went (eds), *De prijs van de euro, De gevaren van de Europese monetaire unie*, Van Gennep, Amsterdam, pp. 29-36.
- Korteweg, S. en F.A.G. Keesing, 1974, *Het Moderne Geldwezen deel III, De Geldtheorie*, Noord-Hollandse Uitgevers Maatschappij.
- Kühn, S., J. Muysken en T. van Veen, 2010, The adverse effect of government spending on private consumption in new Keynesian models, *Metroeconomica*, vol. 61(4).
- Leijonhufvud, A., 2009, Out of the corridor: Keynes and the crisis, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33: 741-57.
- Lukkezen, J. en C. Teulings, 2013, Stabiliserend begrotingsbeleid Conjunctureel tegensturen / structureel meeveren, CPB, pp. 1-23.
- Meijers, H., J. Muysken en O. Sleijpen, 2013, The Deposit Financing Gap: Another Dutch disease, Working Paper 13-01, Center of Full Employment and Equity (CofFEE Europe), University of Maastricht.
- Mellens, M. en H. Noordman, 2009, Het zwarte gat: reëel probleem of fata morgana, CPB, Document 184, Den Haag.
- MEV, 2013, *Macro Economische Verkenning 2013*, Centraal Planbureau, Den Haag, september 2012.
- MEV, 2014, *Macro Economische Verkenning 2014*, Centraal Planbureau, Den Haag, september 2013.
- Miller, M. en J. Stiglitz, 2010, Leverage and Asset Bubbles: Averting Armageddon with chapter 11?, *The Economic Journal*, vol. 120: 500-18.
- Ministerie van Financiën, Dijsselbloem, J.R.V.A., 2013, *Kabinetsvisie Nederlandse bankensector*, Den Haag, pp.1-21.
- Mitchell, W.F. en J. Muysken, 2008, *Full employment abandoned: shifting sands and policy failures*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham.
- Mitchell, W.F. en J. Muysken, 2010, Full employment abandoned: shifting sands and policy failures, *International Journal of Public Policy*, vol. 5(4): 295-313.
- Moons, S., J.-H. Chrisstoffels, 2009, Geen winstmaximalisatie, maar schuldminimalisatie, *Kwartaalschrift Economie*, vol.6(2): 211-18.
- Muysken, J., 2001, The Dutch Polder Model: Will the Dykes hold?, in: E. Carlson en W.F. Mitchell (eds), *Achieving Full Employment, The Economics and Labour Relations Review*, Supplement to 12, pp. 149-165.
- Muysken, J., 2003, Job Growth and Social Harmony: a Dutch Miracle?, in: H. Hageman en S. Seiter (eds), *Growth Theory and Growth Policy*, Routledge, pp. 226-247.

- Muysken, J. en S. Klosse, 2011, De noodzaak van een baangarantie, *Working Paper* No. 11-02, Center of Full Employment and Equity (CofFEE Europe), Maastricht University.
- Muysken, J., 2014, Macroeconomics beyond General Equilibrium, in: Max Merbis en Lia van Wesenbeek (ed.), *Real and Integer: Thirty Essays on Economics, Development and Michiel Keyzer*, SOW-VU, Amsterdam, pp. 9 -29.
- Naastepad, C.W.M., 2006, Technology, Demand and Distribution: A Cumulative Growth Model with an Application to the Dutch Productivity Growth Slowdown, *Cambridge Journal of Economics*, 30 (3), pp. 403-434.
- OECD, 2013, NAIRU - Structural unemployment, forecasts, vol. 93 - Juni 2013 - *OECD Annual Projections*, gedownload van <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=48230>.
- Onaran, O. en G. Galanis, 2012, Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects, *Conditions of work and employment series*, 40, International Labour Office, Geneva.
- Pâris, P. en C. Wyplosz, 2013, *To end the Eurozone crisis, bury the debt forever*, AMECO-on-line, European Commission.
- Priemus, H., 2010, The credit crunch: impacts on the housing market and policy responses in the Netherlands, *Journal of Housing and the Built Environment*, vol. 25: 95-116.
- Reichlin, L., A. Turner en M. Woodford, 2013, *Helicopter money as a policy option*, gedownload van [www.voxeu.org](http://www.voxeu.org).
- Rinne, U. en K.F. Zimmermann, 2012, Another Economic Miracle? The German Labor Market and the Great Recession, *IZA Journal of Labor Policy*, 1.
- Skidelsky, R., 2009, *Keynes, The Return of the Master*, Penguin Group.
- Storm, S. en C.W.M. Naastepad, 2012, *Macroeconomics Beyond the NAIRU*, Harvard University Press.
- Xu-Doeve, W.L.J., 2010, *The Overvalued Housing Market in the Netherlands: A Conspiracy of Silence*, voorbereid voor de 5<sup>de</sup> Conferentie van de IFC, gehouden op 25 en 26 augustus 2010.