

# Keynesiaanse werkloosheid

Andries Nentjes \*

Hoe ontstaat werkloosheid en waarom kan ze zo hardnekkig zijn? De conventionele Keynesiaanse verklaring zoekt de oorzaak in een tekort aan vraag. De economische crisis wordt ingeluid door een daling van de investeringen of export. De bedrijven reageren door de produktie te verminderen. Dit brengt inkomenskrimp met zich mee die vervolgens ook de consumptieve vraag mee naar beneden zuigt in een proces van produktievermindering en inkomensdaling. De inzet van variabele produktie wordt terug geschroefd, er vallen ontslagen en de werkloosheid en onderbezetting nemen toe. Uiteindelijk heeft het produktieniveau zich ingesteld op de geslonken effectieve vraag en wordt een nieuw evenwicht met werkloosheid bereikt. Herstel van werkgelegenheid en vermindering van de werkloosheid moet worden bereikt door herstel van de vraag. De overheid kan voor nieuwe vraagimpulsen zorgen door middel van extra overheidsbestedingen of verlaging van de belastingen.

In paragraaf 1 zal worden nagegaan in hoeverre dit leerboek-Keynesianisme toepasbaar is op de huidige werkloosheidsproblematiek in Nederland. We willen daar evenwel niet bij blijven staan. De conventionele uiteenzetting besteedt nauwelijks aandacht aan de vraag waarom de vraag inzakt. Keynes zelf daarentegen beoogde juist de fundamentele oorzaken bloot te leggen van de instabiliteit van het kapitalisme. Hij zocht deze in het functioneren van het financiële systeem. In paragraaf 2 willen we dit veel minder bekende financiële Keynesianisme in beschouwing nemen en nagaan wat de actualiteitswaarde van deze theorie is.

---

\* Andries Nentjes is hoogleraar Algemene Economie aan de Rijksuniversiteit van Groningen.

## 1. Bestedingswerkloosheid nu

In 1979 lag de werkloosheid in Nederland op ongeveer 280.000 personen, of 6,3 procent van de afhankelijke beroepsbevolking. Over de vraag in hoeverre in dit getal een stuk Keynesiaanse werkloosheid zat valt te twisten. In de publicaties die eind jaren zeventig verschenen werd de groei van de werkloosheid die in de jaren zeventig was opgetreden vooral toegeschreven aan het afstoten van arbeidsplaatsen welke het gevolg zou zijn van de sterke toeneming van de loonkosten. De rol die de vraagzijde speelde in het afbrokkelen van de werkgelegenheid is daardoor onderbelicht gebleven. Dit is als volgt te verduidelijken.

De werkloosheid neemt over het decennium 1970 tot en met 1979 met 210.000 personen toe. De stijging hangt duidelijk samen met een volledige stagnatie van de werkgelegenheid in bedrijven, welke op haar beurt weer de resultante is van het gelijk op gaan van de groei van de arbeidsproductiviteit en de productie-groei. De stijging van de arbeidsproductiviteit in bedrijven is in de jaren zeventig zeer fors in vergelijking met de ontwikkeling in de jaren tachtig. De oorzaak hiervan kan de afstoot van laagproductieve kapitaaljaargangen zijn geweest, in reactie op sterk stijgende reële loonkosten. Aan de andere kant hebben haperingen in de vraag de productiegroei geremd en zo de ontwikkeling van de werkgelegenheid negatief beïnvloed. De genoemde stijging van de werkloosheid met 210.000 over de jaren zeventig is voor bijna 40 procent gerealiseerd tijdens de korte economische recessie in 1974/75.

Eind 1979 zet de de meest diepe economische crisis in sedert de jaren dertig. De werkloosheid groeit aan tot 822.000 personen (of 17,3 procent van de afhankelijke beroepsbevolking) in 1984. Bijna een verdrievoudiging in vijf jaren tijd, tegenover een toeneming met 50 procent tussen 1974 en 1979. Deze enorme stijging van de werkloosheid is ongetwijfeld van de Keynesiaanse soort. Tabel 1 laat zien dat het oplopen van de werkloosheid samenvalt met een complete stagnatie van het productievolume van bedrijven. De vraagcomponenten investeringen en export spelen daarbij een leidende rol. Over de vier jaren 1980 tot en met 1983 is de productiegroei bijna gelijk aan nul. De werkgelegenheid krimpt met hetzelfde percentage waarmee de arbeidsproductiviteit stijgt, namelijk gemiddeld 1,6 procent per jaar.

Vanaf voorjaar 1983 zet het herstel door. In samenhang met een krachtig vraagherstel - zie de investerings- en exportgroei-cijfers in tabel 1 - groeit het productievolume met gemiddeld 2,9 procent per jaar. Door de relatief matige groei van de arbeidsproductiviteit kan de werkgelegenheid in bedrijven eveneens toenemen, en wel met 315.000 arbeidsjaren tussen 1984 en 1989. Dit is net voldoende om de aanwas van de beroepsbevolking in die periode op te vangen. Dat toch de werkloosheid fors terugloopt is vooral te danken aan arbeidstijdverkorting en toeneming van deeltijdarbeid. Het door het CBS berekende 'geschoonde' cijfer van de geregistreeerde werkloosheid komt uit op 400.000 personen in 1989. Het aantal werkzoekenden zonder baan bedraagt 565.000 personen.

Tabel 1

## Macro-economische indicatoren

	Gemiddelde verandering in procenten per jaar			
	'74 t/m '79	'80 t/m '83	'84 t/m '89	
werkgelegenheid bedrijven	0.0	-1.7	1.3	
arbeidsproductiviteit	2.7	1.6	1.6	
productie bedrijven	2.7	-0.1	2.9	
bruto investeringen in vaste activa door bedrijven	0.6	-3.3	7.1	
uitvoer van goederen (excl. energie)	4.7	2.7	6.3	
concurrerende uitvoer (excl. energie)	5.0	2.3	5.4	
particuliere consumptie	4.0	-0.7	2.5	
arbeidskosten per eenheid product van bedrijven	7.3	3.4	0.2	
arbeidskostenstijging minus consumptieprijsstijging	0.1	-1.9	-0.9	
Niveaus				
	1979	1983	1984	1989
geregistreerde werkloosheidsniveau in personen (x 1000)	281	801	822	400 (CBS)
aantal werkzoekenden zonder baan (x 1000)			565	
werkloosheid in procent van de afhankelijke beroepsbevolking	6,3	16,9	17,3	niet vermeld

Bron: CEP 1989, MEV 1990

Het huidige werkloosheidscijfer van vele honderdduizenden is nog steeds hoog in het licht van de historische ervaring. Is deze restwerkloosheid Keynesiaans? Kunnen we zeggen dat de vraag nog niet hard genoeg gegroeid is om de bestedingswerkloosheid geheel weg te werken? Een diametraal andere visie schijnt tegenwoordig meer opgang te doen. De werkloosheid die er nu nog over is zou bijna helemaal bestaan uit "natuurlijke werkloosheid". Zo schatten Johnson en Layard (1986) voor 1983 de evenwichtswerkloosheid voor Nederland op maar liefst 340.000 (of 7 procent van de beroepsbevolking)<sup>1</sup>. Deze visie impliceert dat bij verder doorzetten van

1 In zijn 'nieuwjaarsartikel' in ESB stelt Rutten (1990) de natuurlijke werkloosheid op circa 250.000 personen.

de groei van de produktie spanningen op de arbeidsmarkt zichtbaar zullen worden met de bijbehorende loonexplosies en prijsinflatie.

De vrees dat ook bij ogenschijnlijk hoge werkloosheidspercentages spanningen op de arbeidsmarkt kunnen optreden en looninflatie de kop op kan steken wordt gevoed door de opvatting dat een groot deel van de werklozen niet meer in te schakelen valt omdat ze niet over de vereiste kwalificaties beschikken. Het grote aantal langdurig werklozen zou hiervoor een aanwijzing zijn. Het aantal langdurig werklozen is inderdaad hoog in Nederland. Begin 1987 waren 250.000 personen, dat is ruim een derde van alle geregistreerde werklozen, meer dan twee jaar als werkloos ingeschreven bij het arbeidsbureau<sup>2</sup>. Het zou evenwel onjuist zijn om deze groep in zijn geheel af te schrijven. Onderzoek op basis van een representatieve steekproef (Kloosterman, 1987) wijst uit dat 30 procent van de langdurig-werklozen moet worden beschouwd als minder geschikt. Het niet herinzetbaar zijn geldt met name voor deze groep. Van de totale groep langdurig werklozen heeft 70 procent een opleiding op LBO-niveau of lager. De herscholingsmogelijkheden voor deze categorie zijn weliswaar beperkt, vooral voor de ouderen, maar dat wil niet zeggen dat ze volledig moet worden afgeschreven. OSA (1988, 80) schat "dat het voor bijna de helft van alle langdurig werklozen zeer moeilijk, zo niet onmogelijk zal zijn een baan in het reguliere arbeidsbestel te vinden." De hardnekkige kern van langdurig werklozen zou daarmee uitkomen op circa 120.000. Vermindert men het aantal werkzoekenden zonder baan met dit getal dan resteert een marge van 400.000 arbeidsgeschikte werkzoekende personen. Daarnaast heeft volgens de Enquête beroepsbevolking van het CBS in 1988 van de niet-actieven een aantal van 350.000 te kennen gegeven wel bereid te zijn een baan te aanvaarden. Ook deze groep zal een categorie niet te plaatsen personen bevatten. Daarmee rekening houdend lijkt een onbenut arbeidspotentieel van 600.000 tot 700.000 een niet-overdreven raming. We hebben dan nog buiten beschouwing gelaten de herinschakelingspotentie van de 825.000 arbeidsongeschikten (in 1988), de stijgende participatiegraad van vrouwen en de demografische groei van het arbeidsaanbod dat tot 1995 naar verwachting 50.000 personen per jaar zal bedragen. De cijfers laten zien dat zelfs indien de werkgelegenheid de komende jaren blijft groeien met gemiddeld 100.000 personen per jaar, zoals sedert 1984 het geval was, in de eerste helft van de jaren negentig in Nederland het volledige werkgelegenheidsplafond lang niet zal worden bereikt. Op de arbeidsmarkt blijft al die jaren een aanzienlijke onbenutte capaciteit voortbestaan.

Gebrek aan arbeidsplaatsen door kapitaalschaarste vormt op dit moment evenmin een limiet op de werkgelegenheidsgroei. Driehuis (1986) berekende dat bij uitsplitsing van de werkloosheid van 800.000 manjaren in 1983 en 1984 naar componenten, een aantal werklozen van 200.000 kan worden toegeschreven aan vraaguitval (conjuncturele werkloosheid) en 440.000 aan een tekort aan arbeidsplaatsen door kapitaalschaarste. De componenten-analyse geeft evenwel een te statisch beeld en ze overschat daardoor de werkloosheid door kapitaalschaarste. Er wordt onvoldoende rekening mee gehouden dat bij bestedingsgroei, met name indien deze gepaard gaat met toenemende investeringen, de productiecapaciteit en het corresponderende

---

2 Door de 'vervuiling' in het GAB bestand ligt de werkelijke langdurige werkloosheid misschien veel lager.

44

IFC 13/1

aantal arbeidsplaatsen meegroeit met de vraag. Dat is in de jaren na 1984 ook wel gebleken. De doorslaggevende factor is de bestedingsgroei. Dankzij het herstel van de internationale conjunctuur en in samenhang daarmee de investeringsboom neemt de werkgelegenheid in bedrijven van 1984 tot en met 1987 toe met ruim 300.000 mensjaren. In de groeiende economie heeft de productiecapaciteit, die het aantal arbeidsplaatsen bepaalt, gelijke tred gehouden met de bestedingsgroei. De bezettingsgraad van de industrie stijgt van 1987 tot en met 1989 slechts in geringe mate, van 84 naar 86 procent. Uit deze cijfers blijkt dat de afgelopen jaren niet het gebrek aan kapitaal, laat staan een tekort aan besparingen, de randvoorwaarde op de groei van de werkgelegenheid vormde, maar de groei van de bestedingen.

De tweede helft van de jaren tachtig biedt het beeld van werkgelegenheids-herstel, welke te danken is aan een redelijk bestendige bestedingsgroei, maar toch nog ver onvoldoende is geweest om de werkloosheid op te heffen die door bestedingsuitval in het begin van de jaren tachtig werd opgelopen. Door het langdurige karakter van een groot deel van deze werkloosheid en de intussen optredende structurele veranderingen heeft een deel van de werkloosheid steeds meer het gecombineerde karakter gekregen van een simultane Keynesiaanse en scholingswerkloosheid. Verder kan niet worden voorbijgegaan aan de rol die loonmatiging heeft gespeeld bij het herstel van de werkgelegenheid in de jaren tachtig. Tabel 1 toont dat de productiegroei vanaf 1983, nauwelijks hoger was dan in de tweede helft van de jaren zeventig. Dat in de jaren tachtig toch de werkgelegenheid redelijk toeneemt, tegen een complete stagnatie in de jaren zeventig, vloeit voort uit het verschil in ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit: een groei met gemiddeld 2,7 procent per jaar tussen 1974 en 1979, tegen 1,6 procent in de jaren '84 tot en met '89. Een aannemelijke verklaring voor dit verschijnsel is het verschil in de ontwikkeling van de reële arbeidskosten. In de jaren zeventig werd kapitaalintensivering uitgelokt die de arbeidsproductiviteit weliswaar opdreef maar tevens tot arbeidsuitstoot leidde. In de jaren tachtig wordt door de matige loonstijging en de hogere reële rente dit proces vertraagd, wat zich uit in een lagere groei van de arbeidsproductiviteit. De voorgaande diagnose van de werkloosheid suggereert ook een bepaalde behandeling: een goed herscholingsbeleid, een gematigde loonontwikkeling, in combinatie met een politiek gericht op continuering van de groei van de vraag, in het bijzonder de bedrijfsinvesteringen. Dat is de politieke uitdaging waar het kabinet Lubbers-Kok zich voor gesteld ziet.

Het Keynesiaanse element in het recept is uiteraard de bestedingsgroei. In het conventionele Keynesianisme vormt de begrotingspolitiek bij uitstek het instrument om de bestedingen op het gewenste peil te houden. Simulaties met het Freia model bevestigen dat op korte en langere termijn de werkgelegenheidseffecten van belastingverlaging voor Nederland positief zijn. Een stijging van de overheidsbestedingen werkt in dezelfde richting. Tegenwoordig is deze standaard Keynesiaanse politiek niet in de gratie. Daar zijn ook redelijke argumenten voor. Het valt niet te ontkennen dat budgettekorten een probleem van schuldaccumulatie opleveren. Die kosten op termijn zijn acceptabel als daarmee een neergaande of in onderbesteding vastgelopen economie weer op gang wordt gebracht. Het offer is niet gerechtvaardigd in een economie die onverflauwd aan een economische opgang bezig is. De (onbedoelde) Keynesiaanse budgetpolitiek van het kabinet van Agt-Wiegel begin jaren tachtig moet worden geprezen; voor Lubbers-Kok gelden nu evenwel andere maatstaven.

De conventionele Keynesiaanse theorie levert dus wel een bijdrage aan de diagnose van de werkloosheidskwaal van de Nederlandse economie, maar ze heeft onder de gegeven omstandigheden weinig te bieden wanneer het gaat om het voorschrijven van een therapie. In de inleiding werd echter al gesteld dat de economie van Keynes meer omvat dan het standaard-Keynesianisme. In paragraaf 2 komt de vraag aan de orde of Keynes' analyse van het financiële systeem inzichten oplevert die ook vandaag nog van betekenis zijn. Twee typen financiële markt komen in het bijzonder aan de orde: de effectenmarkt (subparagrafen 2.1 en 2.2) en de valutamarkt (subparagraaf 2.3) alsmede de internationale kapitaalmarkt als combinatie van beide.

## 2. Financieel Keynesianisme

### 2.1 Beurswaarde en investeringen

Als zovele economen van zijn generatie zocht Keynes de diepste oorzaak van economische instabiliteit in monetaire stoornissen. Keynes onderscheidde zich van tijdgenoten doordat hij niet een directe relatie legde tussen geldgebruik en produktiestoornissen maar een meer indirect verband. In de gedachtengang van monetaire economen als Robertson en Hayek was de crisis het directe gevolg van het inkrimpen van de geldcirculatie, bijvoorbeeld doordat banken het uitstaande bankkrediet verminderen. Doordat er minder geld beschikbaar is om te besteden neemt de vraag naar goederen af en zet de neergang van produktie en werkgelegenheid in. Keynes introduceerde een kijk op de gebeurtenissen die de werkelijkheid meer recht doet. Het geld is indirect van invloed op produktie en werkgelegenheid via de rol die het geld speelt in de beslissingen van beleggers.

Centraal stond in Keynes' beschouwingen - in de *General Theory* (1936), maar ook al eerder in *A Treatise on Money* (1930) - de besluitvorming van de belegger, in het bijzonder de beslissing over de samenstelling van de beleggingsportefeuille. Teruggebracht tot hoofdzaken gaat het om de keuze tussen beleggen in produktiemiddelen, met name kapitaalgoederen, en het aanhouden van vermogen in de vorm van geld. Vermogen belegd in kapitaalgoederen geeft de belegger het recht op de toekomstige opbrengsten gegenereerd door die kapitaalgoederen. In een financieel ontwikkelde kapitalistische economie verwerft de belegger zijn participatie in de kapitaalgoederenvoorraad van een onderneming door aandelen te kopen op de effectenbeurs. De representatieve vorm van een effect is in Keynes' portefeuilletheorie dan ook het aandeel, dat wordt opgevat als eigendomsrecht op een evenredig deel van de toekomstige netto opbrengsten die door de kapitaalgoederenvoorraad worden opgewekt.

In Keynes' zienswijze vertegenwoordigt dan ook de beurswaarde van het aandelenvermogen de waarde van de onderneming; het is de contante waarde van alle verwachte toekomstige opbrengsten van die onderneming<sup>3</sup>. Keynes zelf

---

<sup>3</sup> Deze opvatting sluit aan bij oudere opvattingen van o.a. Giffen, Marshall en Lavington; zie Nentjes (1977).

gebruikt de term vraagprijs van kapitaalgoederen om daarmee het onderscheid aan te geven met de aanbodprijs; dat is de prijs waartegen nieuwe kapitaalgoederen kunnen worden voortgebracht.

De waarde van de claim van beleggers op de toekomstige opbrengsten van kapitaalgoederen is uitermate onzeker. Het financiële resultaat van ondernemingen afzonderlijk en gezamenlijk is afhankelijk van een veelheid van toekomstige ontwikkelingen. Door de ontwikkeling van markten voor beleggingsobjecten zijn die onzekere lange termijn vooruitzichten evenwel niet meer direct van betekenis. De belegger hoeft zich over de lange termijn ontwikkeling niet zoveel zorgen te maken. Op de moderne georganiseerde beleggingsmarkten kan hij zich op elk gewenst tijdstip van zijn (aandeel in) kapitaalgoederen ontdoen en het vermogen omzetten in een banktegoed (geld) of een claim op vaste toekomstige geldbedragen (obligaties). Het voor de belegger relevante risico is de verandering van de marktwaardering voor zijn aandelen op korte termijn. Het probleem voor de belegger verplaatst zich daarmee naar het voorspellen van de waardering die anderen - de markt - morgen voor zijn belegging zullen hebben.

De markt nu blijkt te opereren op basis van de stilzwijgende afspraak dat de bestaande waardering van de belegging juist is en kan worden aanvaard zolang er geen verandering komt in het voor de markt relevante nieuws. Een waardering die op zo'n massa-psychologische basis berust is uitermate instabiel. De conventionele waardering kan schoksgewijs enorm veranderen als de beursopinie plotseling omslaat onder invloed van factoren die in werkelijkheid niet veel uitmaken voor de toekomstige opbrengsten. "The practice of calmness and immobility, of certainty and security, suddenly breaks down. New fears and hopes will, without warning, take charge of human conduct. The forces of disillusion may suddenly impose a new conventional basis of valuation." (Keynes 1937)

De instabiliteit is de onvermijdelijke uitkomst van een systeem van 'liquide' kapitaalmarkten waar men kapitaalgoed-beleggingsobjecten makkelijk en tegen zeer lage transactiekosten kan omzetten in geld: "It is as though a farmer having tapped his barometer could decide to remove his capital between 10 and 11 in the morning and reconsider whether he should return to it later in the week." (Keynes, 1936, 151) De instabiliteit in de vraag naar effecten en daarmee de sterke fluctuaties in de vraagprijs van kapitaalgoederen is dus het gevolg van de hoge mate van substitueerbaarheid van reëel kapitaal en geld, die kenmerkend is voor kapitalistische economieën met ontwikkelde financiële markten.

Het wisselvallige gedrag van beleggers zou economisch niet zo'n probleem zijn als het financiële speculatiecircuit compleet afgescheiden was van de wereld waar de beslissingen over produktie en werkgelegenheid worden genomen. Maar dat is niet zo. De prijs van aandelen - de vraagprijs van kapitaal - werkt namelijk door op de vraag naar nieuwe kapitaalgoederen (het investeringsniveau). De relatie tussen beurswaarde en investeringsniveau loopt over de volgende schakels. Indien de beurswaarde of vraagprijs van kapitaal zakt tot beneden de aanbodprijs, dat wil zeggen beneden de kosten waartegen nieuwe kapitaalgoederen kunnen worden voortgebracht, dan is het voordeliger om een onderneming ter beurze op te kopen dan te expanderen door het plaatsen van een investeringsorder. Anderzijds is het winstgevend om nieuwe investeringsprojecten te entameren indien de beurswaarde, of vraagprijs van kapitaalgoederen, de aanbodprijs overtreft. De initiatiefnemer kan dan namelijk de eigendomsrechten op het investeringsproject via een aandelenemissie tegen een

forse directe winst van de hand doen. Om de reële lange termijn vooruitzichten hoeft de projectontwikkelaar zich niet te bekommeren (Keynes 1936, 151).

In de hierboven weergegeven theorie wijst Keynes de beurspeculatie aan als de fundamentele oorzaak van het ontstaan van uiteindelijk de werkloosheid. De investeringen zijn aangehaakt aan de wisselvalligheden in de beursverwachting die onder invloed staat van allerlei niet ter zake doende berichten. De perioden van economische expansie en dalende werkloosheid zijn niet het directe resultaat van reëel verbeterende vooruitzichten, maar de vrucht van het geloof dat morgen de beurskoersen hoger zullen zijn dan vandaag. In omgekeerde richting is ook de neergang van het nationale inkomen en de groei van de werkloosheid niet het gevolg van reëel verslechterende factoren; nee, de contractie is in gang gezet door het geloof dat de beurs morgen minder wil neertellen voor het recht op toekomstige opbrengsten van ondernemingen dan ze er vandaag voor biedt. Werkloosheid is de uitkomst van psychologische processen in de hoofden van beleggers. Keynes heeft zich daarover in de *General Theory* krachtig uitgedrukt: "Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes the byproduct of the activities of a casino the job is likely to be ill-done." (Keynes 1936, 159)

## 2.2 De actualiteit van Keynes' psychologische conjunctuurtheorie

Wat is de actualiteitswaarde van Keynes? Is de beurs inderdaad die doorslaggevend determinant van het economisch leven? Keynes' beurspsychologische theorie voorspelt een positieve relatie tussen aandelenkoers en investeringsniveau. We toetsten deze hypothese voor Nederland door de bruto investeringen door bedrijven in vaste activa (exclusief woningbouw) te correleren met de aandelenprijzen over de periode 1950-1984. Dit leverde een significante positieve relatie en dat is dus in overeenstemming met Keynes' hypothese. Maar tevens blijkt dat slechts een gering percentage van de totale variatie in investeringen kan worden verklaard uit de relatie tussen investeringen en aandelenprijzen: de  $R^2$  was niet meer dan 0,16. (Nentjes en Zwichelaar 1989)

Daar komt nog bij dat het verband tussen veranderingen in het investeringsniveau en veranderingen in de productie voor Nederland uitermate zwak is voor de periode na de tweede wereldoorlog. Voor de open Nederlandse economie die sterk meedeint op de golven van het internationale conjunctuur is dit resultaat ook te verwachten. Verder manifesteert het door Keynes veronderstelde verband tussen aandelenprijzen en investeringen zich alleen duidelijk bij zeer forse korte termijn veranderingen in het prijspeil van aandelen. Een meer adequate toets zou moeten aangrijpen op het internationale niveau en bij sterke koersveranderingen. Een indicatie voor een relatie beurswaarde van aandelen en conjunctuurverloop is de volgende. Van de 10 beurskrachs die zich in deze eeuw hebben voorgedaan werden er 9 gevolgd door een economische recessie. Die ene uitzondering wordt gevormd door de laatste krach van najaar 1987 (Van Duijn, 1988).

De beoordeling van Keynes' beurspsychologische conjunctuurtheorie mondt niet uit in een eenduidige eindconclusie. Voor de verklaring van de Nederlandse conjunctuur vanaf 1950 is de theorie niet relevant. Haar actualiteit voor meer gesloten economische systemen, zware prijsschokken en over een langere periode lijkt groter te zijn, maar een meer definitief oordeel kan slechts worden



gebaseerd op meer systematisch empirisch onderzoek.

### 2.3 Internationale financiën

De portefeuilletheorie die door Keynes werd ontwikkeld heeft een bredere toepasbaarheid dan de nationale effectenmarkten. De portefeuille van de belegger bevat niet alleen binnenlands geld en binnenlandse effecten maar ook nog buitenlands geld en buitenlandse effecten. Bij de beslissing over de samenstelling van de internationale beleggingsportefeuille spelen naast de verwachtingen ten aanzien van effectenprijzen, tevens internationale verschillen in rentestanden en wisselkoersverwachtingen een rol. Het speculeren op marktverwachtingen en het op grond van die verwachtingen omzetten van binnenlands geld in andere beleggingsobjecten en omgekeerd heeft in de naoorlogse jaren en vooral het laatste decennium een internationale schaal aangenomen. De oorzaak daarvan is fundamenteel nog steeds dezelfde factor waar Keynes de vinger bij legde, namelijk de groei van "liquide" beleggingsmarkten (Keynes 1936, 159), dat wil zeggen markten die het mogelijk maken de eigendomsrechten op activa tegen zeer lage kosten over te dragen. Investerings die "vast" zijn voor de samenleving, worden "liquide" voor het individu (Keynes 1936, 153). De marktwaardering is daardoor de uitkomst geworden van wereldwijde massapsychologische processen met hun inherente prijsinstabiliteit.

Het gaat niet alleen om de internationale effectenmarkten, maar los daarvan ook om de wijze waarop de wisselkoers tot stand komt op de internationale valutamarkten.

De vrijmaking van het internationale financiële verkeer en de perfectionering van de internationale communicatiemiddelen hebben de kosten van internationale valutatransacties fors naar beneden gebracht. Speculeren op zelfs minimale verwachte prijsverschillen, over termijnen van soms niet meer dan luttele minuten, is daardoor lucratief geworden. Kortom de valutamarkten zijn, om Keynes' terminologie te gebruiken, meer en meer "liquide" geworden en daardoor ook in potentie meer en meer instabiel. De dollar die in enkele jaren van f 2,50 naar bijna f 4 klom en weer terugviel naar f 2 is een typisch voorbeeld van de speculatiepsychologische krachten die nog nauwelijks enige relatie onderhouden met de reële economische ontwikkelingen op langere termijn. De internationale valutamarkten illustreren, sterker nog dan de effectenbeurzen, de werking van het door Keynes beschreven casino-kapitalisme. Weliswaar kan de internationale handel zich indekken tegen de financiële gevolgen van wisselkoersinstabiliteit; dat neemt niet weg dat de wilde korte termijn fluctuaties in de wisselkoersen het zicht op de lange termijn koersontwikkelingen verduisteren. De onzekerheid wordt groter en onbeheerste koersbewegingen bemoeilijken de calculaties die nodig zijn voor buitenlandse investeringsprojecten.

In de praktijk zijn de pure valutatransacties en de kapitaalmarkttransacties moeilijk van elkaar te onderscheiden. Bij internationale effectentransacties spelen wisselkoersverwachtingen mede een rol. Onder invloed van de internationale vervoeding zijn de kapitaaltransacties - voornamelijk beursomzetten - sterk toegenomen. Sedert eind jaren zeventig stegen voor Nederland de omzetten in het kapitaalverkeer van de niet-monetaire sectoren van 25 procent van de omzet in het lopende verkeer tot boven de 100 procent in 1988 (Nederlandsche Bank, 1988, 33).

Via het internationale casino-kapitalisme nemen de wederzijdse internationale afhankelijkheden sterk toe, zoals de beurskrach van oktober 1987 illustreerde. Tegelijkertijd blijken de monetaire autoriteiten niet in staat internationale coördinatiemechanismen overeen te komen. De samenwerking krijgt vorm in een aaneenrijging van ad hoc maatregelen. Hierdoor blijven de kleine en grote internationale financiële bubbles een permanent potentieel gevaar voor het reële goederen- en dienstenverkeer.

Wat hiertegen te doen? Ten aanzien van aandelen heeft Keynes wel gespeeld met de gedachte het eigendom meer duurzaam te maken: een soort huwelijksband (in de ouderwetse zin) tussen belegger en aandelen. Verhoging van de transactiekosten, bijvoorbeeld een indirecte forse belasting op effectentransacties, kan een belangrijke stap zijn in de richting van een minder koortsachtige aandelenhandel. Zo'n belasting verhoogt immers de prijs bij aankoop en verlaagt de prijs bij verkoop. Een grotere verwachte prijsstijging, dan in een situatie zonder effectenbelasting, zal nodig zijn om een belegger tot speculatieve effectenaankopen te brengen.

Op soortgelijke wijze kan ook een kostenbarriere worden opgeworpen tegen internationale valuta-transacties, alsmede tegen transacties in effecten die in vreemde valuta zijn genoteerd, door een belasting te leggen op de aankoop en verkoop van vreemde valuta, met name van valuta buiten het EMS-systeem. In een systeem met flexibele wisselkoersen zal een vermindering van de speculatieve internationale effecten- en valutatransacties de stabiliteit van wisselkoersen, rentestanden en effectenprijzen ten goede komen. De ruimte voor prijsontwikkelingen waarbij verwachtingen zichzelf vervullen wordt namelijk kleiner.

Een bezwaar tegen het voorstel is dat het de deur zou kunnen openzetten voor verkapte protectie. Een dergelijke belasting dient dan ook te worden gebaseerd op internationale afspraken en bovendien moet de belasting betrekkelijk bescheiden zijn. Eigenlijk willen we een belasting uitsluitend op speculatieve internationale financiële transacties, en dan nog een forse ook. Het praktische probleem is dat die moeilijk te selecteren zijn zonder een hele nieuwe bureaucratie te creëren.

De hier gedane suggesties zijn geen panklare oplossingen. Ze geven een richting aan en vereisen nadere uitwerking. Politiek maken ze op dit moment geen kans. De trend gaat juist in de richting van het omlaag brengen van de kosten van effectentransacties. In het Verenigd Koninkrijk is de beursbelasting sterk verlaagd; in de Bondsrepubliek is ze begin 1990 afgeschaft en de Nederlandse regering heeft in januari 1990 besloten om te volgen met het oog op de internationale concurrentiepositie van de Amsterdamse beurs. De ruimte voor internationale financiële speculaties wordt verder vergroot door de voortgaande liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer. Sinds 1986 bestaan er materieel geen beperkingen meer op het kapitaalverkeer tussen Nederland en het buitenland. Na 1990 zal het ingevolge EG richtlijnen formeel alleen onder zeer bijzondere omstandigheden mogelijk zijn om beperkingen op te leggen. Te eenzijdig worden tegenwoordig de voordelen beklemtoond die aan een vergroting van de internationale kapitaal- en valutamobiliteit zijn verbonden. Het is waar dat voorzover de economische werkelijkheid de ideale trekken vertoont van de neoklassieke blauwdruk het kapitaal zich in een vrije markt kan bewegen in de richting van de meest produktieve aanwending. De andere kant - de grotere kans op internationale speculatieve financiële golven die doorwerken op het reële economische verkeer - worden gemakshalve over

het hoofd gezien.

Wisselkoersinstabiliteiten, fluctuerende en hoge intereststanden vertragen de internationale bestedingsgroei en daarmee de groei van de werkgelegenheid. De vertraging die dit oplevert in het economisch herstel sedert de crisis van begin jaren tachtig kan geduid worden als Keynesiaanse werkloosheid, zoals in paragraaf 1 werd toegelicht. In welke mate door een verbetering van de internationale coördinatie de groei in de geïndustrialiseerde landen zou worden versterkt is een vraag waar op vele antwoorden mogelijk zijn. Onder andere hangt het af van de voorstelling die men heeft van de ideale gecoördineerde politiek. Op grond van verricht empirisch onderzoek is het aannemelijk dat de groeiverliezen ten gevolge van het ontbreken van internationale coördinatie in de afgelopen jaren eerder in tienden van procenten lagere groei per jaar moeten worden gemeten dan in procenten. Met andere woorden: de Keynesiaanse werkloosheid zou niet spectaculair lager zijn indien de westerse landen de afgelopen jaren hun monetaire en budgetpolitiek beter op elkaar hadden afgestemd. (Oudiz en Sachs, 1984; Brandsma en Pijpers, 1985). Niet alleen deze resultaten van modelberekeningen maar ook de feitelijke ervaringen sedert 1983 lijken er op te wijzen dat in het recente verleden de reële economie zich bestand heeft getoond tegen de schokken vanuit het financiële systeem. Sterke wisselkoersfluctuaties, hoge rentestanden en zelfs een beurskrach werden zonder grote kleerscheuren doorstaan. Het opmerkelijke feit dat zelfs de beurskrach van oktober 1987 niet werd gevolgd door een internationale inzinking in productie en werkgelegenheid wordt door vele commentatoren toegeschreven aan de op monetaire verruiming en renteverlaging gerichte reactie van de Centrale Banken in de Westerse geïndustrialiseerde landen. Deze 'Keynesiaanse' reactie toont aan dat men van de ervaringen uit de jaren dertig heeft geleerd. Niettemin blijft het zorgelijk dat problemen die voortkomen uit de instabiliteit van internationale financiële markten alleen via ad hoc samenwerking van nationale Centrale Banken kunnen worden tegemoet getreden. Voor het komende decennium blijft de dreiging van economische terugslag in het spoor van financiële paniekreacties onverkort aanwezig.

## 2.4 De rente

Over Keynes' economisch-politieke programma bestaat een verkeerd beeld. De leerboeken stellen hem voor als de ontdekker van de mogelijkheid om via het budget een stabiele economische ontwikkeling te realiseren. In zijn felle aanvallen op het Keynesianisme heeft Buchanan sterk aan deze beeldvorming bijgedragen. De historische werkelijkheid is anders. Voor Keynes was budgetpolitiek een ultimum remedium: de tweede en laatste verdedigingslinie waarop teruggevallen wordt in de strijd tegen een uitzichtsloze depressie. De eerste verdedigingslinie wordt gevormd door het monetaire beleid. We komen dus uit bij de vraag in hoeverre in de huidige financiële omgeving en in het gevoerde monetaire beleid groeibelemmerende factoren zitten verscholen en hoe die kunnen worden weggenomen.

Reeds genoemd werden de geïnstitutionaliseerde instabiliteit van effectenbeurs en internationale valutamarkten als belangrijke determinant van de financiële omgeving. In deze paragraaf concentreren we ons op de binnenlandse rente en de mogelijkheid om die door monetair beleid te beïnvloeden. De cijfers in tabel 2 laten zien dat de reële lange termijn interest de laatste jaren uitzonderlijk hoog is vergeleken met de jaren zeventig (en ook met de jaren zestig). Wel is de nominale rente gezakt, nadat deze begin jaren tachtig, onder invloed

van de olieprijsstijging en de monetaire politiek in de V.S., een piek bereikte. Maar het prijspeil is veel sterker terug gevallen en het resultaat is dus een forse stijging van de reële rente. Dit verschijnsel heeft zich internationaal voorgedaan, maar in Nederland wel in zeer uitgesproken mate.

**Tabel 2** Rente-ontwikkeling

	'74 t/m '79	'80 t/m '83	'84 t/m '89
reële lange rente (gemiddeld niveau in procent)	1.4	4.6	5.8
nominale rente (gemiddeld niveau in procent)	8.7	9.9	6.9
toeneming prijspeil consumptie (gem. verandering in procent per jaar)	7.2	5.3	1.1

Hoe moet men we deze ontwikkeling verklaren? Een Keynesiaanse visie is de volgende. De nominale rente past zich aan bij prijsstijgingen, maar met vertraging; omgekeerd zakt de nominale rente indien het inflatietempo terug loopt, maar ook weer met vertraging. De fundamentele oorzaak van de lage reactiesnelheid is dat de obligatierente een sterk conventioneel element in zich heeft. Beleggers zijn in het verleden gewend geraakt aan een bepaald nominaal renteniveau. Ze zijn geneigd om de toestand van gisteren door te trekken naar morgen. Een tendens tot daling van de nominale rente, die gepaard gaat met stijging van de obligatieprijzen, wordt geremd doordat de beleggers verwachten dat nu binnenkort de obligatieprijzen wel weer zullen gaan zakken. Daarop anticiperend wordt de obligatieportefeuille gedeeltelijk afgestoten en door het toenemende obligatie-aanbod worden de verwachte obligatieprijsdaling en het renteherstel geëffectueerd.

De conventionele marktwaardering kan worden doorbroken, althans de poging daartoe kan worden ondernomen, door een politiek van de Centrale Bank die duidelijk en aanhoudend het signaal afgeeft dat het doel is het gestaag verlagen van de rentestand. Indien beleggers aan deze intentieverklaring geloof hechten zal de lange rente ook naar beneden komen.

Wat zijn de perspectieven voor zo'n aanpak in Nederland? Ten eerste is door de gesignaleerde sterke toeneming van de internationale kapitaal- en valutamobiliteit de marge voor een eigen monetair beleid, gericht op bevordering van binnenlandse welvaart en werkgelegenheid, steeds kleiner geworden. In het Jaarverslag 1988 van de Nederlandsche Bank (32-33) wordt het nog eens met zoveel woorden gezegd. De interestvoet - inclusief de lange termijn interestvoet - is in de kleinere open economieën, een instrument om de betalingsbalans in evenwicht te houden. Via de interestvoet proberen centrale banken het internationale kapitaalverkeer te beheersen. De interne politieke doelstellingen zijn ondergeschikt aan het externe

evenwicht. Daar komt voor Nederland nog eens bij dat de Nederlandsche Bank ook in het geheel niet van plan is om uit te proberen hoe groot de eventuele ruimte is voor renteverlaging. Ze heeft haar korte rente geketend aan die van de Duitse Bundes Bank. Het signaal dat de Nederlandsche Bank afgeeft aan beleggers luidt duidelijk en klaar: "Wij willen in de pas lopen met het buitenland, met name Duitsland en zo de internationale positie van de gulden sterk houden. Kortom, renteverlaging is niet het eerste oogmerk". Op deze manier bevestigt de bank de verwachtingen van de beleggers dat de rente hoog zal blijven en blijft ze hoog.

Weliswaar valt niet te ontkennen dat de ruimte voor een eigen rentebeleid in de Nederlandse open economie beperkt is. Dit neemt niet weg dat er meer van te maken valt, gezien de sterke positie van de lopende rekening van de betalingsbalans in de jaren tachtig. Een lagere rente zou een extra impuls geven aan de investeringen (en aan het consumptief krediet), additionele groei genereren en zo bijdragen tot een verder terugdringen van de werkloosheid. Toch moet ook hier weer de vraag worden gesteld of de werkloosheid in Nederland dan beduidend minder zou zijn geweest dan ze nu is. Gezien de smalle beleids marges en de onzekerheden omtrent de reacties van de beleggers moet het antwoord ontkennend luiden. Ook in de sfeer van het monetaire beleid waren de mogelijkheden om de groei te stimuleren, en zo de werkloosheid terug te dringen, in de afgelopen jaren beperkt.

### 3. Conclusie

De Keynesiaanse analyse levert nog steeds een onmisbare bijdrage aan de diagnose van de werkloosheid. De kern ervan is dat onder de gegeven maatschappelijke verhoudingen continue economische groei, gevoed door gelijkmatige bestedingsgroei, een noodzakelijke voorwaarde is voor het geleidelijk verder terugdringen van de werkloosheid. De nauwlettende lezer zal evenwel zelf reeds tot de conclusie zijn gekomen dat deze Keynesiaanse kijk op de werkloosheid in Nederland geen spectaculair macro-economisch beleidsprogramma oplevert. De marges om door Keynesiaans georiënteerd monetair en budgetbeleid de groei op korte termijn te versnellen zijn minimaal. De huidige redelijk gunstige economische ontwikkeling vormt voor de autoriteiten ook al geen aanmoediging tot het ondernemen van dergelijke experimenten. Meer nog dan in het verleden is Nederland afhankelijk van de internationale economische conjunctuur. In de tweede helft van de jaren tachtig bleek deze goed bestand tegen schokken vanuit de financiële sfeer. Helaas vormt dat niet een garantie dat in de jaren negentig productie en werkgelegenheid ongevoelig zullen blijven voor financiële turbulenties.

## Literatuur

- A.S. Bransma en J. Pijpers, 1985, Coordinated strategies for economic cooperation between Europe and the United States, *Weltwirtschaftliches Archiv*, nr. 121, 661-681.
- W. Driehuis, 1986, Unemployment in the Netherlands 1960-83, *Economica*, 53, nr. 210. Suppl., S297-S312.
- J.J. van Duijn, 1988, Een jaar na de krach, *ESB*, nr. 3679, 26-10-1988, 995.
- G.E. Johnson en R.R.G. Layard, 1986, The natural rate of unemployment: explanation and policy, in O. Ashenfelter en P.R.G. Layard, eds., *Handbook of Labour Economics*, North Holland, Amsterdam, 921-1000.
- J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, (1930), Collected Writings of John Maynard Keynes, Vols. V and VI.
- J.M. Keynes, *The General theory of Employment, Interest and Money*, (1936), Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. VII.
- J.M. Keynes, The General Theory of Employment, *The Quarterly Journal of Economics*, February 1937, in Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIV, pp. 229-234.
- R.C. Kloosterman, 1987, *Achteraan in de rij: een onderzoek naar de factoren die de (her)intreding van langdurig werklozen belemmeren*, OSA-werkdocument, augustus Nederlandsche Bank, Jaarverslag 1988
- A. Nentjes, 1977, *Van Keynes tot Keynes*, Wolters Noordhoff, Groningen
- A. Nentjes, G. Zwichelaar, 1989, *Financial instability, investment and concentration*, Intern memorandum, Vakgroep economie en openbare financiën, Faculteit Rechtsgeleerdheid RUG
- Organisatie voor Strategisch Arbeidsmarktonderzoek, 1988, *Arbeidsmarkt-perspectieven, OSA-rapport 1988*, SDU, 's Gravenhage
- G. Oudiz en J. Sachs, 1984, Macroeconomic policy coordination among the industrial nations, *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 1, 1-64.
- F.W. Rutten, 1990, De laatste loodjes van het herstelbeleid, *ESB*, no. 3739, 3 jan. 1990.