

# Interview met Barry Eichengreen

**GELIJN  
WERNER**

Eind- en vak-  
redacteur bij ESB

**MARCEL  
DE BOER**

Redacteur bij het  
Financieel Dagblad

**D**e geschiedenis zit vol vergeten lessen. Van de jaren dertig leerden we dat depositogarantie een bankstelsel kan stabiliseren. Er is voor bankklanten immers geen reden meer om in paniek hun geld van de bank te halen. Maar tegelijkertijd werden we daarvoor afgeleid van de gevaren van het schaduwbankieren, die toen ook al gigantisch waren. Zodoende kon het gebeuren dat de Amerikaanse overheid op een septembermaandag in 2008 Lehman Brothers failliet liet gaan, terwijl zij de volgende dag verzekeringsmaatschappij AIG wel redde.

“Geschiedenis is een lens waardoor je dingen goed kunt zien, maar waardoor je ook verblind kunt raken voor andere dingen”, zegt Barry Eichengreen (1952), hoogleraar aan de University of California in Berkeley. Daar legt hij zich toe op de geschiedenis en werking van het internationale monetaire en financiële systeem. In zijn nieuwste boek, *Hall of mirrors*, beschrijft hij welke lessen van de jaren dertig er als reactie op de recente financiële crisis zijn toegepast. Maar vooral schetst hij welke lessen de beleidsmakers en politici zijn vergeten.

Die over het schaduwstelsel bijvoorbeeld, maar zeker ook dat je begrotingsbeleid niet moet normaliseren als de economie nog niet normaal is. Zoals in Europa in de voorbije jaren tot tegenzin van Eichengreen wel is gebeurd. “We vergaten het onderscheid te maken tussen hoe slecht het ging met stimulerend beleid en hoeveel slechter het zou gaan zonder, en tussen het argument voor begrotingsconsolidatie in de noordelijke eurolanden waar dat kon en de zuidelijke eurolanden waar dat niet kon.”

Eichengreen, die tijdens de Nederlandse Economendag op 6 november de KVS-Tinbergenlezing uitsprak, schetst voor ESB de contouren van een nieuwe Europese Unie.

*In welke mate zijn uw opinies over Europa gebaseerd op kennis van de jaren dertig?*

“Er zijn maar twee soorten empirische kennis waarop we ons kunnen beroepen. De ene ontstaat door beleidseffecten in verschillende landen te vergelijken. De ander ontstaat door te vergelijken in de tijd. Als je dat laatste doet, kom je

onmiddellijk uit bij de jaren dertig. Dus ja, mijn opinies over de Europese economie nu zijn grotendeels gevormd door mijn studie betreffende de ervaringen in de jaren dertig.”

*Waarom vormen de jaren dertig de meest waardevolle kennisbron voor het begrip van de recente crises, in het bijzonder de eurocrisis?*

“Je kunt ook lessen trekken uit andere crises, maar hier zijn de parallellen veelvuldiger. Zo kwamen ze beide voort uit booms en busts op de woningmarkt en de financiële markten. Ook was er in beide gevallen niet zo lang daarvoor een centrale bank opgericht, toentertijd de FED en nu de ECB. Toen zag je een structurele verandering ontstaan door bijvoorbeeld de radio, en nu door het internet. En beide crises werden voorafgegaan door een lange periode van economische stabiliteit – destijds *the New Age*, en nu *the Great Moderation* – waardoor we extra financiële risico's gingen nemen. Net als toen dachten we nu aanvankelijk dat de financiële crisis een Amerikaans probleem was, maar we kwamen er al gauw achter dat er sterke financiële banden waren tussen Europa en de VS. En ga zo maar door.”

*Hoe wegen de voordelen van de sterke gelijkheid op tegen de nadelen van het feit dat de twee periodes zo ver uit elkaar liggen?*

“De economische structuren zijn inderdaad heel anders, waardoor hetzelfde beleid niet dezelfde uitkomsten genereert. Naar mijn idee gaat het erom dat je de geschiedenis sensitief benadert. Je moet oog hebben voor overeenkomsten, maar even goed voor verschillen. Dat is wat een historicus kan toevoegen. En als zodanig heb ik veel geleerd van de Grote Depressie, en van daaruit hebben zich mijn zorgen en ideeën gevormd over de crisis nu.”

*En blijkt er nu, mede uit de vergelijking met de jaren dertig, dat er meer hervormingen zouden zijn geweest bij een meer keynesiaans beleid?*

“*Success is the mother of all failure.* Het stabiliseren van de economie en het geldstelsel zorgde ervoor dat we verder

te weinig hervormingen doorvoerden. Niet dat we de banken hadden moeten laten vallen, maar het aanvankelijke succes heeft onvoorziene gevolgen gehad. De banken konden hun krachten opnieuw bundelen tegen bankhervormingen en hogere kapitaalstandaards. In 2010 dacht men in Europa zelfs dat de crisis voorbij was. De beleidsrentes gingen omhoog. Dat zat herstel in de weg. Iedereen had het over *moral hazard*: overheden die met begrotingsbeleid excessieve risico's en bubbelvorming zouden uitlokken. Als we ons meer bewust zouden zijn van de onbedoelde gevolgen van de stabilisering, dan zouden er meer hervormingen van de grond kunnen komen."

*Er zijn in Europa al veel hervormingen geweest. Waardoor bent u er zo zeker van dat dit allemaal nog niet genoeg is?*

"Ik maak me zorgen omdat de belangrijkste oorzaken van de crisis nog niet zijn aangepakt. Het is geen kwestie van meer of minder hervormen, maar van het juiste type hervorming. Daarbij heb ik het over onvoldoende hoge kapitaalstandaarden en bancaire instellingen die nog altijd *too big to fail* zijn. Ten tweede denk ik aan het feit dat het derivatenprobleem – dat zo sterk speelt in de schaduwsector – nog niet is opgelost. Er zijn stappen gedaan in de richting van strengere kapitaals- en liquiditeitseisen voor grotere instellingen. Die kant moeten we verder uit. Alles wat ze te groot maakt om te falen moet worden gereguleerd. In Europa en de VS is het idee dat banken blauwdrukken moeten hebben voor als ze tegen de muur aan lopen en voor hoe obligatiehouders *bailed in* moeten worden. Ik heb twijfels of de bestaande mechanismen gaan werken, omdat die andere obligatiehouders zelf vaak ook weer banken zijn."

*Wanneer zal de nieuwe crisis volgen?*

"De laatste zin van mijn boek *Hall of mirrors* luidt dat door het beteugelen van de grootste crisis in tachtig jaar de volgende bankencrisis eerder zal plaatsvinden dan over tachtig jaar. 'Aanzienlijk eerder' had ik eigenlijk moeten schrijven. De tweede helft van de twintigste eeuw is een ongebruikelijke periode geweest van financiële stabiliteit en hoge economische groei. Nu zijn de economieën volgroeid en de demografische ontwikkelingen ongunstiger. We hebben dus geen groei in te halen na bijvoorbeeld een oorlog. Nu deze factoren afwezig zijn, acht ik de kans op een crisis binnen vijf, tien of twintig jaar groot. Voorspellen *wanneer* dat precies gebeurt, daar word ik niet voor betaald. Paul Samuelson zei eens dat economen elf van de laatste zeven recessies hadden voorspeld. Hetzelfde kun je zeggen van de financiële crises."

*Moeten landen nog wel tot de eurozone willen toetreden? En wat moet er gebeuren om deze veiliger te maken?*

"Landen die erbij willen, zouden dit eerst zorgvuldig moeten overwegen alvorens een beslissing te nemen die onomkeerbaar is. Maar de eurozone herstellen is zeer eenvoudig. Je hoeft maar vier simpele dingen te doen. Ik ben hierbij enigszins sarcastisch, want het zijn economisch eenvoudige oplossingen die echter politiek heel moeilijk liggen. Elke oplossing voor de eurozone stuit om te beginnen op het feit dat mensen geen zin hebben in een begrotings- of politieke

unie. Vervolgens is er ten eerste een normale centrale bank nodig die niet alleen een inflatiedoel nastreeft, maar ook optreedt als *lender of last resort* wanneer er liquiditeit nodig is. Dat heb je onder Draghi gekregen, maar dit moet worden begrepen en uitgebouwd. In de tweede plaats moet je een oplossing hebben voor *debt overhang*, de erfenis aan schuld die je hebt. Als schulden onhoudbaar zijn dan is herstructurering onoverkomelijk. Ten derde, geef het begrotingsbeleid terug aan de nationale overheden. Geef het aan de Nederlanders terug, geef het aan de Grieken terug. Want er is geen politieke unie. Je kunt begrotingsregels doorvoeren in Brussel, maar vijftien jaar ervaring daarmee toont aan dat deze regels niet afdwingbaar zijn. In de VS hebben we een *no bailout rule*. Een bankroet van Californië brengt het financiële systeem van de rest van het land niet in de problemen; dat weten ze, dus volgen ze een redelijk verantwoordelijk begrotingsbeleid. Als je een verantwoordelijk begrotingsbeleid voert, *good for you*. Maar voer je een onverantwoordelijk begrotingsbeleid dan moet je een moratorium uitschrijven en de schulden herstructureren. Dat veronderstelt dan wel dat bankensystemen en overheidsschulden los van elkaar staan, zodat de schuldenherstructurering niet je buurlanden en financiële systeem vernietigt. En dat brengt me bij nummer vier: een fatsoenlijke bankenunie. Die heb je niet. Je hebt geen gemeenschappelijk depositogarantiestelsel met een bijbehorend fonds en er is geen gemeenschappelijke toezichthouder voor alle banken. Je moet deze capaciteit op het niveau van de unie organiseren."

*Een monetaire unie zonder begrotingsunie dus. Hebben we de begrotingsregels van het Stabiliteits- en Groeipact dan nog wel nodig?*

"Nee. Nederland is wijs genoeg om zelf te beslissen welke begrotingsregels het hanteert. Als er verstandig beleid is, kan het goedkoop lenen. De regels klinken mooi op papier, maar hebben nooit gewerkt en zijn niet nageleefd. Er moet immers een sterk politiek orgaan zijn dat ze bekrachtigt. Maar zoals Duitsland en Frankrijk de regels in 2004 straffeloos aan hun laars hebben gelapt, waarom zou dat niet weer kunnen gebeuren?"

*Omdat we intussen een eurocrisis hebben beleefd en de unie verder inrichten...?*

"Ah, een optimist in ons midden!"

*Uw idee impliceert toch ook dat we geen optimale muntunie nodig hebben, wil deze goed kunnen werken? Waar haalt u het vertrouwen vandaan dat de eurozone duurzamer is zonder verdere integratie?*

"Het is geen kwestie van vertrouwen, maar van haalbaarheid. Een muntunie werkt beter bij meer fiscale transfers van *booming* lidstaten naar *economically depressed* lidstaten en bij meer arbeidsmobiliteit zoals in de VS, maar daarvan is in de eurozone nu eenmaal geen sprake. Dat gaat ook niet lukken omdat jullie verschillende talen spreken en er ook niet de benodigde politieke solidariteit is voor grote inkomenstransfers. We snappen allemaal dat het achteraf gezien verstandiger was om in 1999 de euro in te voeren. Het is weliswaar een van de grootste beleidsvergissingen van de twintigste eeuw geweest, maar we kunnen die nu

“Elke oplossing voor de eurozone begint bij het feit dat mensen geen zin hebben in een fiscale of politieke unie”



eenmaal niet terugdraaien. Het is alsof je op de zuidelijke rand van de Grand Canyon gaat staan en dan zegt dat je een stap verder wilt doen om de noordkant ervan te kunnen zien. De eurozone bij elkaar houden wordt duur, kostbaar en moeilijk. Maar dat geldt nog meer voor het uit elkaar halen ervan. Ik zie niet hoe Europa kan overleven zonder euro, en hoe het duurzaam kan groeien zonder euro. Het zou leuk zijn om de tijd terug te draaien naar 1999 en dan een andere beslissing te nemen, maar mensen beginnen nu te leren dat uittreding economisch en politiek moeilijker is dan bijvoorbeeld de *gold standard* begraven.”

#### Wat is het grootste economische probleem van Europa?

“Lage productiviteitsgroei. Dat is het probleem voor ontwikkelde economieën in het algemeen. De enige manier waarop we kunnen groeien is via productiviteitsgroei, maar die zien we al decennia niet. De vraag is waarom. Het optimistische antwoord is dat radicale technologische vernieuwing pas na verloop van tijd significante productiviteitsverhoging genereert. Bedrijven als Uber – en informatietechnologie in het algemeen – ontwrichten de economie, maar we weten nog niet helemaal hoe we ons hieraan moeten aanpassen. Ik constateer dat de productiviteitsgroei ook aanvankelijk daalde toen we de stoommachine ontwikkelden, maar later steeg die weer. Hetzelfde is gebeurd bij elektriciteit, en hetzelfde kan gebeuren bij de IT-revolutie. De pessimistische kijk, die ik als historicus niet deel, is dat alle belangrijke uitvindingen al gedaan zijn.

Dat we enkel nog uitvinden hoe we spelletjes als *Angry Birds* op steeds kleinere mobiele telefoons kunnen spelen. Maar mensen zijn zeker al slechte doemdenkers gebleken sinds de angst voor het weefgetouw.”

#### Dan terug naar uw academische roots. Kunt u uitleggen wat we in algemene zin kunnen leren over economie door zo ver naar het verleden te kijken?

“Als ik economische geschiedenis doceer aan *PhD students* in Berkeley, dan probeer ik ze niet uit te leggen waarom elke economie economische geschiedenis moet bestuderen en wat dat bijdraagt aan hun intellectuele portfolio. Maar ik toon ze enkel voorbeelden van goed onderzoek, en hoop ze zo te tonen dat je met interesse in instituties enkel iets over het belang van instituties kunt leren bij institutionele variatie over de tijd. Dat wanneer je geïnteresseerd bent in processen die economieën alleen op de lange termijn beïnvloeden, je de lange termijn moet bestuderen. En dat als je geïnteresseerd bent in hoe andere disciplines zoals politologie en sociologie kunnen bijdragen aan de economische wetenschap, je naar economische geschiedenis moet kijken.”

#### Welke economische thema's zouden er meer op de onderzoeksagenda moeten staan?

“De onderwerpen waarover dit gesprek ging – financiële stabiliteit, productiviteitsgroei, technologische ontwrichting, globalisering – zijn wat mij betreft wel de grote onderwerpen. En die zullen dat ook nog wel even blijven.”