

# Interview

## Robert Shiller

Verhoog de belastingen voor mensen met een topinkomen en investeer flink in de publieke sector. Dat adviseert de Amerikaanse econoom en Nobelprijswinnaar Robert Shiller regeringen in Den Haag, Berlijn en Washington. De prille economische groei in Europa en Amerika moet een forse stimulans krijgen zodat mensen weer aan het werk komen.

### MICHÈLE DE WAARD

Financieel-economisch journalist en publicist

### GELIJN WERNER

Eindredacteur van ESB

### SANDRA PHILIPPEN

Hoofdredacteur van ESB

“De rijken in Amerika en in Europa kunnen best 75 procent of zelfs 90 procent belasting betalen”, zegt Shiller in Amsterdam. De kersverse winnaar van de Prijs van de Zweedse Rijksbank voor economie sprak vorige week bij De Nederlandsche Bank de Tinbergenlezing uit van de Koninklijke Vereniging voor Staathuishoudkunde.

‘Bob’ Shiller (67) gooit graag een steen in de vijver met tegendraadse opvattingen. Al in 1981 schreef hij een grensverleggend artikel voor het meest prestigieuze wetenschappelijke tijdschrift voor economen *American Economic Review*, ‘Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?’ Het was zijn meest controversiële artikel omdat het destijds tegen de brede heersende opvatting inging dat markten efficiënt zouden zijn. Shiller toonde aan dat het niet zo was.

Ook voorspelde hij op basis van formules twee keer een financiële crisis, maar niemand geloofde hem. In 2005 reisde de hoogleraar aan de Yale University af van New Haven naar Washington om de regering te waarschuwen voor de gevaarlijke zeepbel op de Amerikaanse huizenmarkt. En eind 2000 voorzag hij de bubbel op de aandelenmarkten, gedreven door ‘irrational exuberance’, die kort daarna uiteenspatte.

Vorige week werd Shiller door de Koninklijke Zweedse Academie voor Wetenschappen beloond voor zijn baanbrekend werk over het ontstaan van financiële zeepbellen op de aandelen- en huizenmarkten. Tot op de dag van vandaag is de Case-Shiller-index, die hij heeft ontwikkeld, de toonaangevende graadmeter in de Verenigde Staten voor de huizenmarkt in de grote steden. Opvallend is dat Shiller de prijs samen met twee andere economen heeft gewonnen, Lars Peter Hansen en Eugene Fama van de Universiteit van Chicago, die eveneens empirisch onderzoek hebben verricht naar aandelen- en obligatieprijzen. Maar over de oorzaken van koersschommelingen verschillen ze krachtig van mening.

“Cancel all trips”, adviseerde Shillers collega George Akerlof hem die zelf eerder de Nobelprijs voor economie won. Shiller wilde de kans echter niet laten lopen om in het land waar in de zeventiende eeuw met de tulpenmanie de eerste economische zeepbel was ontstaan de Tinbergenlezing uit te spreken. Toen al bleek volgens Shiller dat afgunst een belangrijke verklaring is bij het ontstaan van bubbels.

“Niets werkt bij investeerders aanstekelijker dan als ze een vriend rijk zien worden”, zegt hij in een gesprek met ESB. Dan probeert iedereen op de wagen van succes mee te liften. “De meeste bewegingen op de beurzen worden overwegend veroorzaakt door irrationele sociale epidemieën. Veel fluctuaties in de markten zijn volkomen onlogisch.”

SINDE 1916



“Fama laat niet na om in zijn taalgebruik alles wat maar naar irrationaliteit riekt te vermijden. Je kunt de markt niet verslaan, dat is zijn opvatting”

**Uw medeprijswinnaars zijn juist overtuigd van de rationaliteit van markten. Had u zonder Fama’s onderzoek naar efficiënte markten de prijs ook gekregen?**

“Dit zou wel eens de meest bizarre combinatie kunnen zijn in de geschiedenis van de prijs. Ik had eerder verwacht dat Richard Thaler en ik de prijs samen zouden krijgen. We verrichten al twintig jaar samen behavioristisch onderzoek. Ik zie als gedragseconoom een belangrijke rol weggelegd voor sociologische en psychologische factoren, zowel in de individuele als de massapsychologie. Maar ik ben niet volledig behavioristisch. Ik doe ook veel theoretisch en statistisch onderzoek.

Duidelijk is dat Fama en Hansen allebei mensen beschrijven als hoogst rationeel. Fama laat niet na om in zijn taalgebruik alles wat maar naar irrationaliteit riekt te vermijden. Je kunt de markt niet verslaan, dat is zijn opvatting. Dat was al een gangbaar idee vóór 1900. Carl Menger – oprichter van de Oostenrijkse School – dacht ook dat de hele wereld heel rationeel was. Maar destijds ontstond er, net als nu, een methodestrijd. Aanhangers van de Historische School, zoals de Duitse econoom Gustav von Schmoller, vonden dat ook mensen en instituties ertoe deden. Ze noemden zich geen behavioristen, maar het ging om dezelfde scheiding der geesten. Fama gaf het fenomeen een nieuwe naam, de *efficient markets hypothesis*.”

**Wat geeft bij aandelenprijzen de doorslag: het risico-element of gedragseconomische factoren?**

“Risico is niet doorslaggevend. Er is veel economische literatuur geschreven over het *real business cycle model*, want de

school moet met een verklaring voor de cycliciteit komen. Maar wat stuurt de economische ontwikkelingen? Als psychologie of sociologie geen rol spelen waarom heb je dan recessies?

Een hele school economen meent dat technologische verandering een drijvende kracht is. Maar wat was de technologische verandering die de jongste kredietcrisis deed ontstaan? Mensen kunnen niets bedenken, er is geen verhaal.”

**In uw boek *Finance and the Good Society* schrijft u dat de financiële crisis een fundamentele crisis in de samenleving heeft blootgelegd. Waar doelt u op?**

“We leven in een tijdperk van financieel kapitalisme, dat ook in Nederland prominent zichtbaar is met grote financiële instituties die ons leven domineren.

Banken en financiële instellingen laden veel woede op zich, vooral over de grote hoeveelheden geld die er verdiend worden. Burgers hebben ook het idee dat de mensen die er werken zo corrupt zijn.

Maar financiële instituties zijn in wezen niet slecht. In mijn boek reken ik af met de bewering dat de kredietcrisis uitsluitend te wijten was aan de inhaligheid of oneerlijkheid van spelers in de wereld van het geld. Uiteindelijk was de financiële crisis te wijten aan fundamentele tekortkomingen in onze financiële instellingen. Ik houd een pleidooi niet voor *minder* maar voor *meer* financiële innovatie. De relaties tussen financiële instituten en individuen en bedrijven zijn fundamenteel voor een samenleving. We lenen, sparen, beleggen. Geld is de smeerolie van ons economische systeem en van onze welvaart.”

“De wereld van het geld is van iedereen. Die wereld moet veel laagdrempeliger worden”

**Banken veroorzaakten de crisis, ze zijn met miljarden belastinggeld gered en nu geven ze de bedrijven en burgers nauwelijks krediet. Het wantrouwen zit diep. Hoe kan het vertrouwen hersteld worden?**

“De wereld van het geld is van iedereen. Die wereld moet veel laagdrempeliger worden. De overheid zou onafhankelijke financiële adviseurs moeten subsidiëren. Het is toch vreemd dat we het normaal vinden dat mensen gezondheidszorg nodig hebben en een arts. Maar we staan er niet bij stil dat een financieel adviseur zeker zo belangrijk is, iemand die met burgers spreekt als een arts, en zegt ‘u moet afvallen ofwel u moet meer sparen en minder uitgeven.’”

**In Nederland zijn mensen juist wantrouwig ten aanzien van dergelijke adviseurs omdat ze de belangen van hypotheekverstrekkers behartigen.**

“Die financiële adviseurs moeten absoluut onafhankelijk zijn en ze moeten een eed afleggen, net als artsen. Ze moeten beloven dat ze nooit provisie aanvaarden en alleen geld verdienen met het advies dat ze geven. Alleen dan winnen ze het vertrouwen van burgers. De overheid kan ook een agentschap oprichten waar mensen met klachten terecht kunnen. In Amerika komt er nu een Consumer Financial Protection Bureau als gevolg van de Dodd-Frank-wetgeving die strengere regulering van de financiële sector beoogt.

De woede van burgers baart me grote zorgen. Mensen zijn boos over de groeiende ongelijkheid die de financiële crisis heeft geschapen tussen arm en rijk. Bubbels veroorzaken per definitie ongelijkheid.”

**Zijn zeepbellen op de huizen- en aandelenmarkten te voorkomen?**

“We leven in een economie van geruchten. Dat veroorzaakt telkens vliegwieleffecten. Jan Tinbergen had berekend dat een CEO van een concern niet meer mocht verdienen dan vijf keer



het salaris van de gewone werknemer. In Amerika is dat gegroeid naar 230 keer het salaris van de gewone man! *We kind of missed the whole Tinbergen norm.* Daar kun je iets aan doen.

Op de huizenmarkt zijn grote groepen verliezers. Tien miljoen huishoudens in de Verenigde Staten kunnen hun hypotheek niet opbrengen.

Nederland is vergeleken met Amerika een vrij egalitaire samenleving. Maar ook in Europa en Nederland kan de situatie verslechteren. De groeiende ongelijkheid is zorgwekkend omdat ze tot instabiliteit kan leiden. Daarom is het belangrijk dat overheden fors investeren in de publieke sector zodat de economische motor weer volop gaat draaien en de werkloosheid gaat dalen.

Belast de topinkomens extra. Dat is niet populair maar wel noodzakelijk. Toen de Franse president Hollande dit voorstelde, beging hij de fout dat hij het te snel wilde invoeren. Het moet geleidelijker gebeuren, over een periode van tien jaar bijvoorbeeld.

Als de economie in Amerika en Europa weer voldoende groeit en er banen geschapen worden, komt een volgende crisis minder hard aan. Want bubbels voorkomen is moeilijk. In mijn huidige onderzoek signaleer ik zeker twintig potentiële zeepbellen – van de huizenmarkt in Brazilië tot de grondprijzen in Amerika. Ik kan niet uitsluiten dat sommige bubbels op een gegeven moment uiteenspatten.”