

Sander Boon

DE GELDBUBBEL

*Hoe overheden en banken ons
spaargeld hebben verkwanseld*



Business Contact

‘Sander Boon laat glashelder zien hoe economie, politiek en geschiedenis samenhangen in zijn analyse van de oorsprong en uitkomst van de financiële crisis.’ – James Rickards, auteur van de bestseller *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*

‘De kracht van Sander Boon ligt in zijn historische vergezichten en onderhoudende schrijfstijl. Een gepassioneerd boek vol controversiële inzichten. Een prima manier om u voor te bereiden op de ongewisse toekomst.’ – Martien van Winden, beheerder Beleggingsfonds Hoofbosch

‘Dit boeiende boek laat zien dat sinds de loskoppeling van het goud met de dollar het financiële systeem volkomen is losgeslagen. Na deze overzichtelijke historische analyse schetst de auteur drie scherpe toekomstscenario’s als uitweg voor de huidige financieel-economische en politieke crisis.’ – Eric Mecking (*Deflatie in aantocht* en *Geld, goud en zilver*) en Elmer Hogervorst (*Geld, goud en zilver*)

Voor Ellen en Salomé

Sander Boon

De geldbubbel

*Hoe overheden en banken
ons spaargeld hebben verkwanseld*

*Uitgeverij Business Contact
Amsterdam/Antwerpen*

Dit boek is u gratis aangeboden door Geotrendlines.nl

© 2012 Sander Boon

Uitgeverij Business Contact maakt deel uit van *Uitgeverij* Atlas Contact,
Amsterdam/Antwerpen

Omslagontwerp: Het Vlakke Land, Rotterdam

Foto auteur: Sabine Bijvoet (sbfotografie.nl)

Boekverzorging: LINE UP boek en media bv

ISBN 978 90 470 0407 3

D/2012/0108/501

NUR 784, 754

www.businesscontact.nl

www.geldebubbel.nl

Dit boek is u gratis aangeboden door Geotrendlines.nl

INHOUD

Dankwoord	7
Inleiding	9
1 Een politiek gemanagede economie	13
2 De gelegenheid maakt de dief	23
3 Uithuilen en opnieuw beginnen	51
4 Permanente instabiliteit	69
5 Global casino	89
6 ‘Houston, we have a problem!’	115
7 Hoe nu verder?	137
8 Herkapitaliseren	163
Over de auteur	191
Noten	193
Register	205

Dankwoord

Dit boek kwam tot stand na bestudering van diverse vakgebieden en na vele gesprekken met zowel deskundigen als leken. Door integratie van monetaire, economische, (geo)politieke, historische, culturele en psychologische kennis werd mijn inzicht verruimd en verdiept. Door met zowel deskundigen als leken te praten realiseerde ik me dat de eersten nog wel wat van de laatsten kunnen leren. Met name nuchterheid en realisme zijn in onze tijd noodzakelijke deugden.

De afgelopen jaren heb ik dankbaar gebruik kunnen maken van de kennis en mogelijkheden die voor mij belangrijke personen mij hebben geboden. Het gaat te ver om in dit korte dankwoord iedereen te benoemen. Toch wil ik er een aantal uitlichten. Om te beginnen mijn vader. Hij is al jarenlang mijn politieke en economische klankbord. Ondanks dat hij niet in staat was nauw betrokken te zijn bij de totstandkoming van dit boek, zal hij veel van zijn kennis en ideeën er onmiskenbaar in terug kunnen vinden. Ook mijn lief Ellen wil ik naar voren halen en niet alleen omdat ze me altijd onvoorwaardelijk heeft gesteund. Zonder dat ze erom vroeg is zij al jarenlang, soms tot vervelens toe, als eerste deelgenoot geweest van mijn bevindingen en bedenkingen aangaande het functioneren van het politieke en financiële systeem. Dan Pim van Tol, mijn redacteur. Hij was vanaf het eerste gesprek dat wij hadden enthousiast over mijn verhaal en hij heeft zich beijverd het gepubliceerd te krijgen. Aanvankelijk was hij geen ingewijde in de werking van het monetaire en financiële systeem, maar zijn inzicht in de materie is inmiddels fenomenaal. Het maakte niet alleen onze samenwerking inspirerend, maar het heeft mij ook enorm geholpen mijn verhaal scherper te krijgen. Ook Jaco Schipper wil ik bedanken. Jaco is als geen ander in staat om dwars door alle dagelijkse ruis heen te kijken en gedeceerd tot een eigen conclusie te komen. Met name de laatste twee hoofdstukken hebben aan scherpte gewonnen door zijn commentaar en aanbevelingen. De ongetwijfeld nog in het

boek voorkomende tekortkomingen of fouten zijn geheel voor mijn eigen rekening.

Ten slotte een diepe buiging voor een onpersoonlijke vraagbaak en verbinder: internet. Zonder de enorme hoeveelheid informatie en contacten die zijn te vinden via het elektronische superbrein, zat ik nog op mijn kamer in boeken te spitten. Het is mijn stellige overtuiging dat internet, mits ongefilterd, net zoals eertijds de boekdrukkunst de weg opent naar positieve maatschappelijke veranderingen en een meer transparante samenleving. Laten we dit koesteren en bewaken.

– Sander Boon, voorjaar 2012

Inleiding

De kredietcrisis die begon in 2007, markeerde het begin van het leeglopen van een geldbubbel. Anno 2012 is dit proces nog in volle gang. Er zijn al veel groepen of ideologieën als schuldige voor aangewezen. Zo zijn daar de graaiende bankiers, de onkundige tussenpersonen, de bonuscultuur, de onzuivere kredietbeoordelaars, de falende toezichthouders en de veeleisende aandeelhouders, maar ook de ongebreidelde globalisering of het neoliberalisme. Aan zondebokken geen gebrek.

Toch is deze lijst niet compleet. Om werkelijk te begrijpen hoe de geld- of kredietbubbel is ontstaan, moeten we ons niet alleen richten op de financiële wereld. We moeten ook verder terugkijken dan de afgelopen zes jaar. We moeten kijken naar de honderd jaar waarin ons politiek-economische systeem evolueerde. Dit systeem is te bestempelen als gemanaged kapitalisme, waarbij overheden en centrale banken wereldwijd een steeds dominantere rol kregen bij het ordenen van sociale en economische verbanden. Deze rol is langzaam groter geworden, hij is anno 2012 wereldwijd de norm en is maatschappelijk algemeen aanvaard. In de ontwikkelde landen benadert het aandeel van de overheid in de nationale economie inmiddels 50 procent. Het is de politieke wens van een maakbare samenleving die, samen met de ontwikkeling van een internationale schuldeconomie, de huidige systeemcrisis mogelijk heeft gemaakt.

Binnen het Nederlandse parlementaire bestel is geen tegenstem meer te vinden die fundamentele vraagtekens zet bij deze verknoping van politiek en economie. Politieke partijen van links tot rechts houden zich in de regel meer bezig met het bestrijden van de ongewenste symptomen die dit systeem genereert, dan met het anders organiseren ervan. Dat is voor een klein land als Nederland ook bijna onmogelijk. Want hoe verschillend politieke en electorale systemen in andere landen ook mogen zijn, hun politiek-economische kijk is eveneens binnen dit systeem georganiseerd. En of we dit nu sociaaldemocratie of neoliberalisme

noemen, of landen nu zijn gebaseerd op het Rijnlandse of het Amerikaanse model en of er nu sprake is van een autocratie, een dictatuur of een partijstelsel, al deze politieke organisatievormen volgen in verschillende mate de dominante mengvorm van staat en economie. We zitten als het ware allemaal in hetzelfde schuitje.

Dat het schuitje de verkeerde richting op is gezeild en zich inmiddels bevindt tussen Scylla en Charybdis, tussen ondergang door schuldeflatie of door hyperinflatie, wordt nog lang niet door iedereen gezien. We hebben te maken met een schulden crisis die niet meer is op te lossen door bezuinigen of stimuleren. Gaan we bezuinigen, dan krimpt de economie, waardoor onze schuldenlast nog zwaarder gaat wegen. Stimuleren van de economie is niet meer mogelijk omdat de schuldenlast inmiddels te zwaar weegt om nog economische groei te kunnen genereren. We kunnen niet meer voor- of achteruit. Het is daarmee een existentiële crisis van het gemanagede kapitalisme.

Het is de politieke wens van een maakbare samenleving die, samen met de ontwikkeling van een internationale schuldeconomie, de huidige systeemcrisis mogelijk heeft gemaakt.

Dit boek poogt een beschrijving te geven van de opkomst, de bloei en het eindspel van de geldbubbel. Daartoe moeten we een bredere blik op de problemen hanteren dan doorgaans wordt gedaan. Die bredere blik stelt ons overigens wel in staat een aantal mogelijke uitkomsten van de bubbel te schetsen, en uiteindelijk ook drie mogelijke manieren om deze systeemcrisis te repareren.

In hoofdstuk 1 zal ik aantonen dat de politieke en maatschappelijke wens van een maakbare samenleving, hoe loffelijk dat streven ook was, het noodzakelijk maakte dat er steeds meer geld beschikbaar kwam waarmee overheden dit doel konden realiseren.

In hoofdstuk 2, 3 en 4 wordt een historisch perspectief gekozen en zullen we zien hoe de symbiotische relatie tussen overhe-

den en de financiële wereld die aan de basis staat van de geldbubbel, vanaf 1918 tot ongeveer 1980 evolueerde.

In hoofdstuk 2 blijkt dat overheden na de Eerste Wereldoorlog gebruik gingen maken van de geldpers van de centrale banken om hun binnenlandse politieke wensen ten uitvoer te brengen. Hoewel dit politiek-economische systeem door onervarenheid en internationale onenigheid snel struikelde en verviel in een economische depressie en de daaropvolgende Tweede Wereldoorlog, werd het onder leiderschap van de Amerikanen na deze oorlog voortvarend weer opgetuigd. Hoe ze dat deden, lezen we in hoofdstuk 3. Hoofdstuk 4 maakt duidelijk hoe de Amerikanen meer en meer de dominantie op de financiële wereldmarkt claimden en daartoe ook politieke middelen niet schuwden. Ook dit systeem functioneerde niet naar behoren en kreeg te maken met bijeffecten, die weer moesten worden bestreden.

Hoofdstuk 5 onderbreekt het historische betoog en beschrijft de trekken van het financiële systeem zoals dat tot rond 2000 gefunctioneerd heeft. Waar na de wereldoorlogen nog alle energie werd gestoken in het controleren van de financiële sector om de maakbare samenleving te bekostigen, gingen westerse overheden er na 1980 toe over de bancaire en financiële sector te dereguleren. Dit gebeurde zowel uit onmacht als uit opportunisme: deze sectoren werden de bron waaruit bijna onbeperkt kon worden geleend. Dat moest misgaan. De financiële wereld was ontdaan van haar ketenen en wist dat ze te belangrijk was geworden om te laten vallen. Het werd een monster, dat steeds grotere risico's nam en door overheden en centrale banken bij tijd en wijle moest worden gered.

**Het is daarmee een existentiële crisis
van het gemanagede kapitalisme.**

Hoe dit monster in 2007 uiteindelijk in zijn eigen zwaard viel, wordt beschreven in hoofdstuk 6. Dit is het deel van het verhaal dat al vaker is beschreven, maar dat nu vanuit de voorgeschiedenis in een ander daglicht komt te staan. Wie het bredere per-

spectief in ogenschouw neemt, ziet dat de problemen niet hier begonnen, maar dat het proces dat vanaf 1918 was ingezet, hier zijn logische einde vond.

Wat de meest waarschijnlijke scenario's zijn voor het verdere verloop van de crisis komt in het volgende hoofdstuk aan bod. Overheden en centrale banken, de kern van het gemanagede kapitalisme, zullen uit lijfsbehoud met man en macht proberen de crisis te bezweren. De geschiedenis leert dat zij daarbij waar nodig onorthodoxe methoden niet zullen schuwen. Feit is dat er onherroepelijk sprake zal zijn van een verdere koopkrachtdaling van ons spaargeld, mogelijk door versnelde schuldeflatie of zelfs hyperinflatie.

Schuld kan alleen afbetaald worden als de economie blijft groeien. Die groei heeft nu zijn plafond bereikt.

Een rode draad door dit boek is de afnemende intrinsieke waarde van geld (zoals die werd gegarandeerd door de goudstandaard) en de toename van schuld ofwel krediet als betaalmiddel in de economie. Schuld kan alleen afbetaald worden als de economie blijft groeien. Die groei heeft nu zijn plafond bereikt. Hoofdstuk 8 laat zien dat de terugval naar een realistische waarde van ons geld alleen mogelijk is door een herwaardering van fysiek goud en de terugkeer ervan in ons monetaire systeem. Op welke wijze goud een hernieuwde rol krijgt, is natuurlijk niet op voorhand te zeggen. Politieke en maatschappelijke omstandigheden zullen dicteren of er sprake zal zijn van een muntstandaard, een goudstandaard of een spaarstandaard. Wel zal in hoofdstuk 8 aan bod komen wat waarschijnlijk de meest functionele manier is die goud zou kunnen vervullen in onze moderne maatschappij.

Iedere week nieuwe analyses van Sander Boon, Frank Knopers en Eric Mecking:



The screenshot shows the homepage of Geotrendlines, a website focused on gold, silver, and geopolitics. The header features the Geotrendlines logo (a globe) and the tagline "Geld, goud en geopolitiek". Navigation links include "ANALYSES", "BOEKEN", "ABONNEREN", and "UITLOGGEN". A search bar is located in the top right corner.

The main content area features a large image of an industrial facility with smokestacks. Below the image is the headline: "Door Oekraïne-oorlog dreigt neoncrisis – productie computerchips in gevaar". The article is dated "6 mei 2022" and attributed to "Sander Boon". A sub-headline reads: "Terwijl alle aandacht uitgaat naar olie en gas, dreigt een andere grondstoffencrisis door de oorlog in".

On the right side of the page, there is a search bar with the text "Zoeken". Below it is a yellow banner that says "Betalen in Bitcoin mogelijk!". Underneath this banner is a text box: "We accepteren vanaf nu ook betalingen in Bitcoin! Klik hier voor meer informatie." Below this is an image of a hand holding a Bitcoin coin with the text "Bitcoin accepted here". At the bottom right, there is a yellow banner that says "Nu verkrijgbaar" and a book cover titled "Van Goud tot Bitcoin" by Eric Mecking, Sander Boon, and Frank Knopers.

Word *Geotrendlines Insider*
en krijg onbeperkt toegang!

Meer informatie

1 Een politiek gemanagede economie

'It is always wise to look ahead, but difficult to look further than you can see.'

*

'The farther backward you can look, the farther forward you are likely to see.'

– Winston Churchill

De transformatie van de politieke wil

Het streven naar veiligheid en vooruitgang is iets wat ons mensen al eeuwenlang kenmerkt. Vanouds werd dit menselijke streven bevredigd binnen familiale banden of binnen de clan, maar naarmate de samenleving complexer werd en mensen in toenemende mate van het platteland naar de stad trokken, konden de gewenste veiligheid en de vooruitgang niet meer automatisch worden verkregen. De stad was daarvoor te groot en de banden tussen mensen te anoniem. Dit proces versnelde in de Industriële Revolutie.

Er leek een scheiding te ontstaan tussen de arbeiders, de eigenaren van de fabrieken en de eigenaren van het te investeren kapitaal. Het was het begin van de moderne economie. De belangen van de verschillende groeperingen liepen natuurlijk uiteen. Dat er op bepaalde momenten sprake kon zijn van uitbuiting is begrijpelijk; dat gebeurt in elke menselijke samenleving. Over het algemeen was er door de economische groei echter sprake van een voor de groep als geheel sterk toegenomen welvaart. Zowel de arbeiders als de eigenaren van fabrieken en het kapitaal gingen er in relatief korte tijd sterk op vooruit.

Toch werd er in intellectuele kringen aandacht gevraagd voor de achtergestelde positie van met name de arbeiders. Het was de tijd waarin de filosoof Karl Marx zijn invloedrijke werk *Das Kapital* publiceerde (1867). Het is dan ook niet verwonderlijk dat er langzaam maar zeker stemmen opgingen om de partij die zichtbaar minder welvarend was, de arbeiders, de helpende hand te bieden. Dat helpen kon op verschillende manieren. Sommigen pleitten voor directe hulp in de vorm van betere toegang tot gezondheidszorg, betere arbeidsomstandigheden en hogere beloning voor verrichte arbeid. Anderen schonken meer aandacht aan indirecte vormen van hulp, zoals sociale verheffing door kunst en door betere scholing.

Samenvallend met de wens om de arbeiders te helpen was er een ontwikkeling die in bredere zin de samenleving een richting wilden geven, gebaseerd op de laatste wetenschappelijke inzichten. Intellectuelen wensten vergaande hervormingen door grootschalige structuurveranderingen. Op steeds meer vlakken werd sturing als oplossing voor maatschappelijke problemen gezien. Uit deze beweging ontstond langzaam maar zeker een afgebakende politieke stroming, de sociaaldemocratie.

Een Nederlands voorbeeld: de Grondwet

Een voorbeeld waaraan goed te zien is hoe de politieke wil evolueerde van het bieden van veiligheid naar het verdelen van de welvaart is vervat in de Nederlandse Grondwet. Dat document is in de loop der tijd aangepast aan de politieke wensen en de veranderde kijk op de betekenis van vrijheid.

De versie uit 1848 is geschreven vanuit een klassiek-liberale visie. Die gaat uit van zogenoemde klassieke grondrechten, waarbij een overheid van beperkte omvang individuen beschermt tegen moord, diefstal, fraude en dergelijke door medeburgers. Ook waarborgt hij de vrijheid van godsdienst en meningsuiting. Daarnaast biedt deze grondwet waarborgen tegen de invloed van de overheid op het privéleven van burgers.

Waar aanvankelijk interventie werd geschuwd omdat het afbreuk zou doen aan de mate van individuele vrijheid, vond men

later steeds meer dat de vrijheid van (groepen van) individuen kon worden bevorderd door het verlenen van rechten en subsidies. Hierachter school de wens om armoede op te heffen, arbeiders te verheffen en de ongelijkheid van kansen te elimineren. Door deze steun in de rug konden veel meer individuen genieten van de vrijheid, was het idee.

De visie die ten grondslag ligt aan de herziene Grondwet van 1983 is die van de sociaaldemocratie en de maakbare samenleving, waarbij de overheid sociale grondrechten verleent ter verbetering van het leven van verschillende (groepen) mensen. De gestage verandering van een liberale naar een sociaaldemocratische maatschappijvisie is daarmee in het document gevangen.

Door deze nieuwe grondrechten aan de Grondwet toe te voegen heeft onze overheid expliciet een opdracht gekregen om voor bepaalde zaken te zorgen. Denk bijvoorbeeld aan het verlenen van rechtsbijstand als men daar geen geld voor heeft, het bevorderen van werkgelegenheid, het verlenen van sociale zekerheid, de verbetering van het leefmilieu, het bevorderen van de volksgezondheid, zorg dragen voor maatschappelijke en culturele ontplooiing en het aanbieden van onderwijs en huisvesting.

Hoewel natuurlijk bijna niemand bezwaar zal maken tegen de wenselijkheid van deze rechten, heeft legitimatie wel zijn prijs. Ten eerste is het moeilijk om objectief vast te stellen hoeveel van deze 'bepaalde zaken' moeten worden vergeven. Een tweede belangrijk punt heeft te maken met de materiële en immateriële gevolgen. Deze rechten kunnen namelijk alleen worden verleend door inbreuk te maken op de vrijheid van andere burgers, want om de regels en wetten uit te voeren wordt hun gedrag beïnvloed en wordt een relatief groot beroep gedaan op een variabel deel van salaris en spaarvermogen, in de vorm van directe en indirecte belastingen.

Van algemeen belang naar deelbelang

De politieke en maatschappelijke wil om niet slechts veiligheid te bieden maar tot maakbaarheid en nivellering te komen, is lang-

zaam tot enorme proporties gegroeid. Op zich is hier natuurlijk niets mis mee. Als interventie de panacee is voor ongelijkheid en onvrede en uiteindelijk alleen maar winnaars oplevert, dan houdt het boek hier op.

Maar interventie bleek ook onvoorziene en onwelkome gevolgen te hebben. De wens tot interveniëren mobiliseerde deelbelangen in de samenleving. Zo ontstonden eind negentiende en begin twintigste eeuw partijen die de belangen vertegenwoordigden van religieuze groepen, van boeren, van ondernemers en handelaren. De vertegenwoordigers van deze groepen hadden zo hun eigen wensen. Zo pleitten de voormannen van de religieuze stromingen voor vrijheid van onderwijs, boeren voor beter landbouwbeleid en ondernemers voor beter economisch beleid.¹

De afbakening van deelbelangen werd een probleem toen groepen mensen in de gaten kregen dat het apparaat van de overheid gebruikt kon worden om speciale wetgeving te gaan vragen om hun belangen veilig te stellen.

Wanneer het primaat van het algemeen belang wordt vervangen door kortzichtige deelbelangenpolitiek, staat de stabiliteit van de samenleving als geheel op het spel.

Vanaf dat moment werd het rekening houden met het algemeen belang op de langere termijn langzaam maar zeker ingeruild voor het bevredigen van een deelbelang op de korte termijn. En wanneer het primaat van het algemeen belang wordt vervangen door kortzichtige deelbelangenpolitiek, staat de stabiliteit van de samenleving als geheel op het spel. Mensen, ook degenen die overheidsfuncties bekleden, zijn namelijk wel in staat om effecten voor de eigen groep op korte termijn te zien, maar niet voor de samenleving als geheel op de langere termijn. Deze politieke en maatschappelijke ontwikkeling deed zich zowel voor in ons eigen land als in andere westerse democratiën.

De gevolgen

Sinds de jaren zestig van de vorige eeuw is deze politiek-economische visie op steeds grotere schaal toegepast. In Nederland liepen de collectieve lasten op naar 50 procent van het nationaal inkomen. Op Europees niveau dragen de lidstaten steeds meer bij aan de collectieve middelen van Brussel, in de vorm van structuurfondsen en landbouwsubsidies. Deze afdrachten aan de EU zijn in toenemende mate onderhevig aan politieke besluitvorming.

Bij de verdeling van collectieve middelen binnen het politieke besluitvormingsproces krijgen bepaalde belangen voorrang boven andere belangen. Er ontstaat hierdoor een heel circuit van belangenverenigingen, politieke organisaties en lobbyisten. Of nu het ene belang boven het andere wordt gesteld onder invloed van ideologie, lobbywerk of omkoping doet niet eens ter zake: er is sprake van een belangenstrijd waarin de politiek scheidsrechter speelt. Het algemeen belang, stabiele economische ontwikkeling en een gezond landbouwbedrijf, wordt hierdoor vervangen door deelbelangen. Een vrije economie, privé-eigendom, en dus ondernemerschap en innovatie, worden door deze belangenstrijd ondermijnd.

Ook het zogenoemde baken van het ongebreidelde kapitalisme, de Verenigde Staten, kent sinds de Tweede Wereldoorlog een gestaag uitdijende verzorgingsstaat. Eind 2011 werd bekend dat in 2010 meer dan 48 procent van de Amerikaanse bevolking op de een of andere manier gebruikmaakte van een overheidsuitkering. Dit was in 1980 nog 30 procent.² In alle westerse democratieën zijn grote delen van de samenleving afhankelijk geworden van collectieve middelen.

Van deelbelangenpolitiek naar democratisch gemanagede economie

We leven en werken anno 2012 in een politiek-economisch systeem waarin na de val van de Muur de oude tegenstellingen tus-

sen het vrije Westen en het communisme zijn verdwenen. De euforie van de overwinning van sociaaldemocratisch en neoliberal geregeerde kapitalistische landen was zo groot dat de filosoof Francis Fukuyama concludeerde dat het einde van de geschiedenis was aangebroken.³

Vanaf de val van het communisme leefden we in een wereld waarin grote keuzes en gebaren door politici niet meer nodig en gewenst waren. Iedereen was liberaal of sociaaldemocraat, elke partij was bezig de economische groei te faciliteren en de resultaten ervan op een hem welgevallige manier voor de samenleving te herverdelen. Het streven naar zo veel mogelijk gelijkheid en naar verdeling van rechten was de norm. De maakindustrie verdween naar het buitenland en wij in het Westen werden welvarender in een groeiende dienstensector, waarin weinig fysieke arbeid hoefde te worden verricht. We genoten collectief enkele decennia van ongekende welvaart en vrijheid.

Hoe deze vorm van politiek bestuur en vermenging van staat en economie ook wordt genoemd, neoliberalisme, sociaaldemocratie of pragmatisme, het is in het Westen de norm geworden. Het bleek de beste manier om groepen te binden en oppositie tegen politieke besluitvorming tegen te gaan. Door een groei van de collectieve middelen is het mogelijk gebleken om sociale geschillen en breuklijnen af te kopen.⁴ Zo kon in de afgelopen decennia elke sociale tegenstelling worden overbrugd.

Er kleeft een fundamenteel en vaak ongezien bezwaar aan deze vorm van politieke economie: hij is alleen vol te houden als de economische taart blijft groeien.

Toch kleeft er een fundamenteel en vaak ongezien bezwaar aan deze vorm van politieke economie: hij is alleen vol te houden als de economische taart blijft groeien. Als er sprake is van stagnatie of zelfs krimp, moeten de eerder uitgedeelde privileges weer worden teruggenomen. En dat doet pijn. De in de samenleving aanwezige stilzwijgende instemming met dit inefficiënte en ontransparante systeem komt dan al snel in gevaar.

De zucht naar geld

De politieke herverdeling van collectieve middelen kost veel geld. De verborgen sociale en economische kosten van dit politieke systeem zijn aanzienlijk. Zowel burgerlijke vrijheden als een ongestoorde werking van onze economie worden door de herverdeling noodzakelijk opgeofferd. Het geld wordt onder meer uitgegeven aan de groei van het takenpakket van de overheid, de bureaucratie, de regulering, de hoogtes en hoeveelheid van verstrekte uitkeringen en subsidies en aan vergaande internationale (militaire) samenwerking. De overheid is om dit te kunnen betalen in de loop der tijd steeds meer aanspraak gaan maken op het geld dat in de samenleving wordt verdiend. In 1900 waren de Nederlandse overheidsuitgaven als percentage van het nationale inkomen bijvoorbeeld nog maar 10 procent, in 1950 was dit 24 procent en in 2002 al 52 procent.⁵ Samen met de groei van het ambitieniveau en takenpakket van de overheid is het aantal ambtenaren en bestuurders de afgelopen decennia ook sterk gegroeid. De overheid en de door haar gesteunde belangengroepen zijn dus in steeds ruimere mate op de samenleving gaan teren.

Wie betaalt dat allemaal? In de marketing wordt wel gezegd dat de massa de kassa is. En dat klopt. De massa, dat is de belastingbetalende middenklasse. Uiteindelijk betaalt die zowel voor de kosten van het politieke bestuur als voor de uitkomsten van diens herverdelende politiek. De middenklasse vormt als het ware een vangnet voor onder meer de minder bedeelden, de minder validen, de minder geschoolden, de minder aangepasten, maar ook voor de hiervoor benodigde ambtenaren en politici.

Overheden hebben een keur aan maatregelen paraat om uit naam van het algemeen belang de deelbelangen tegemoet te komen: kostprijsverhogende belastingen, belastingen op inkomen, winst en vermogen, heffing van accijnzen en het verstrekken van subsidies, maar ook aftrekposten, heffingskortingen en wet- en regelgeving. Het vangnet is de afgelopen decennia verbreed en verdiept. Dat was mogelijk doordat de inkomens omhoog gingen en doordat steeds meer vrouwen hun weg vonden naar de

arbeidsmarkt. Het was dus financierbaar uit inkomen. Maar dat was niet genoeg.

Het was niet alleen de belastingbetaler die het vangnet financierde met zijn of haar loonstrook. In Nederland werd de hulp ingeroepen van de opbrengsten van de aardgasbaten. Anno 2012 kunnen we concluderen dat de helft tot driekwart van het gas is verstoekt en dat er van de opbrengsten nagenoeg niets over is.⁶ Andere landen hadden de beschikking over olie, goud of andere belangrijke grondstoffen om hun financieringsprobleem op te lossen.

Het wondermiddel: de geldpers en de ontkoppeling van goud en geld

Zelfs met de groeiende economie en de toegenomen rijkdom had de middenklasse nooit de voortdurend toenemende geldhonger van de overheid kunnen stillen, zelfs niet waar haar bijdrage aangevuld kon worden met baten uit aardgas of andere grondstoffen. Maar al na de Eerste Wereldoorlog werd nog een derde inkomstenbron gevonden, een oplossing die grensde aan tovenarij: de geldpers. Door het aanzetten van de geldpers kon de benodigde geldhoeveelheid worden verruimd. Het werkte voor de financiering van de Grote Oorlog, het zou daarna moeten werken voor de financiering van de maakbare samenleving. Het leek bijna alsof er een kraan was ontdekt die naar believen kon worden opengezet.

Verruiming van de geldvoorraad was alleen mogelijk door een eerst geleidelijke en daarna rigoureuze ontkoppeling van goud en geld.

Bijna – want verruiming van de geldvoorraad was alleen mogelijk door een eerst geleidelijke en daarna rigoureuze ontkoppeling van goud en geld. De goudstandaard begrenste de hoeveelheid geld die internationaal in omloop kon zijn. Ontkoppeling werd

dus in de jaren na de Eerste Wereldoorlog het doel van de westerse politiek. Hoe dat ging, zullen we in het volgende hoofdstuk gaan zien.

Psssttt... wilt u lezen wat alleen de **insiders** weten?

Laatste: Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld



ANALYSES ~ BOEKEN **ABONNEREN** UITLOGGEN ~

Onze nieuwste analyses



Olieprijs stabiliseert, maar tekort aan diesel dreigt

De energiemarkt lijkt weer wat te stabiliseren met een olieprijs van ongeveer \$100 per vat, maar schijn bedriegt. Door een combinatie van factoren dreigt namelijk een schaarste aan diesel te ontstaan. Verschillende analisten voorzien deze zomer een schaarste aan diesel. Een groot probleem, omdat diesel van vitaal belang is voor transport, landbouw en industrie. Wat is er precies aan de hand?

Deel dit artikel:



Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld

Centrale banken willen meer grip op het geldsysteem en werken daarom aan digitaal centralebankgeld. Wat betekent deze ontwikkeling voor ons geld, de stabiliteit van ons geldsysteem en onze vrijheid? In deze podcast van De Andere Krant legt politcoloog Sander Boon uit dat dit een zeer gevaarlijke ontwikkeling is. Hij heeft volgens hem veel weg van het beruchte sociale kredietsysteem in China, dat erop gericht is het gedrag van mensen te sturen.



Opnieuw onrust in Treasury markt, dollar stijgt verder

De 60/40 portfolio's lijden pijn. Dit zijn beleggingsportefeuilles waar voor 60% aandelen en voor 40% staatsleningen in zitten. De gedachte achter deze verhouding is dat aandelen hard kunnen dalen, maar dat het verlies dan kan worden opgevangen door stijgende prijs van staatsleningen (en een dalende rente). Zowel staatsleningen en bedrijfsleningen als aandelen dalen nu echter hard in waarde. Het is een vicieuze cirkel waar we nog niet uit zijn gebroken.

Word *Geotrendlines Insider*
en wees voorbereid op de toekomst!

Meer informatie

2 De gelegenheid maakt de dief

‘De ware manier om in het Paradijs te komen is te leren wat de weg naar de Hel is en die te ontwijken.’

– Niccolò Machiavelli

Een bekend gezegde luidt: ‘De gelegenheid maakt de dief.’ Het klinkt misschien gek, maar de aanloop naar en de gevolgen van de Eerste Wereldoorlog zorgden ervoor dat de in hoofdstuk 1 beschreven ontwikkeling van de politieke wil kon worden gefaciliteerd. De politieke wil en unieke economische en maatschappelijke gebeurtenissen kwamen door de oorlog bij elkaar. Door gebruik te maken van de centrale bank werd een eerst geleidelijke en later rigoureuze ontkoppeling van geld en goud en daardoor de verruiming van de geldhoeveelheid mogelijk. Vanaf die ontkoppeling konden de diverse politieke stromingen en deelbelangen binnen het democratisch apparaat gebruik gaan maken van de nieuwe en steeds ruimere financieringsmogelijkheden.

De internationale goudstandaard

Tussen 1871 en 1914 was het papiergeld van landen die deelnamen aan de goudstandaard met een vaste waarde gekoppeld aan goud en kon het dus te allen tijde ingewisseld worden voor een vaste hoeveelheid fysiek goud of gouden muntgeld. Dat had de volgende voordelen. Omdat het voor overheden niet mogelijk was om bij begrotingstekorten geld bij te drukken en hun munt te devalueren, heerste er in de markt groot vertrouwen in het geldstelsel. Door de stabiliteit en de zekerheid die de goudstandaard bood, nam niet alleen de wereldhandel snel in omvang toe, maar voltrokken aanpassingen in de economie zich automatisch en was er evenwicht in de handelsbalansen door de werking van de goud-

standaard, terwijl excessieve schuld- en kredietexpansie zich niet konden voordoen.

Nadelen waren er voor overheden echter ook. Door het automatische karakter van de standaard was het onmogelijk om economische ontwikkelingen te kunnen sturen, terwijl de wens om dat wel te kunnen in de aanloop naar de Grote Oorlog steeds dringender werd.¹ Arbeiders verenigden zich en stredden collectief voor hoger loon, waardoor het moeilijk was om het loon in tijden van economische recessie naar beneden aan te passen. Ook boeren hadden zo hun wensen. Zij verenigden zich eveneens in hun zoektocht naar stabiele prijzen en afzetmarkten, omdat die als voorwaarde werden gezien voor hogere inkomsten en betere investeringsmogelijkheden. Ondersteuning van prijzen door de overheden kon alleen maar worden gehonoreerd als zij gebruikmaakten van inkomenssubsidies en prijspolitiek. Door deze interventies konden de prijzen zich niet meer naar beneden aanpassen als er sprake was van een economische recessie. Conservatieve politieke krachten gekoppeld aan een snelle industriële economische ontwikkeling maakten echter dat er aanvankelijk weinig druk was om de goudstandaard los te laten, de positieve aspecten voerden de boventoon.

In theorie werkte de klassieke goudstandaard automatisch en disciplinerend. Hij bracht florerende internationale handel en een groeiende wereldeconomie. Economische groei vond plaats op basis van kapitaalformatie, de aanwas van fysiek goud en de ontwikkeling van productiefactoren. Door die groei ontstond de mogelijkheid meer kredietverlening op gang te brengen – er was tenslotte meer kapitaal aanwezig dat kon dienen als onderpand voor leningen.

Economische groei en toenemende kredietverschaffing hadden als neveneffect dat mensen rijker werden en de prijzen van in eigen land geproduceerde goederen stegen ten opzichte van die in andere landen. Het groeiende land ging hierdoor meer producten importeren en exporteerde minder, omdat de eigen productie voor andere landen duurder was geworden. Door deze verstoorde handelsbalans moest de hoeveelheid goud in het rijke

land wel verminderen. Het fysieke goud werd namelijk gebruikt om de importen te kunnen betalen en verdween dus naar het buitenland. Een oplopende uitvoer van goud zorgde vervolgens voor een contractie van kredietverlening door banken, waarvoor het goud namelijk als onderpand diende. Dit oplopende tekort aan goud, geld en krediet veroorzaakte dan weer een oplopende rente, de zogenoemde huurprijs van geld en kapitaal, gevolgd door een proces van economische krimp, afnemende vraag en dalende prijzen.

In de andere landen vond echter tegelijkertijd het omgekeerde proces plaats. Na verloop van tijd werd het rijke land minder welvarend, kon het minder importeren en om recessie te overleven en de winstgevendheid te vergroten ging het bedrijfsleven over tot saneren, met als resultaat het goedkoper worden van producten. De export kon hierdoor weer op gang komen en het goud dat eerst was weggevloeid naar het buitenland, stroomde nu langzamerhand weer het eigen land in, waardoor het proces weer van voren af aan begon.

In dit systeem van vrij bewegende goudhoeveelheden was inflatie of deflatie goed noch slecht; het was gewoon een feitelijk onderdeel van de economische cyclus. Als gevolg van inflatie werd een economie afgeremd en na de daaropvolgende deflatie kreeg die een impuls om weer te groeien. Producenten en consumenten hielden elkaar op deze wijze in dynamisch evenwicht.

In dit systeem was inflatie of deflatie goed noch slecht; het was gewoon een feitelijk onderdeel van de economische cyclus.

In de praktijk werkte de standaard overigens wat minder vloeiend; landen kozen er bijvoorbeeld vaak voor om het goud in eigen land te houden of inkomend goud te steriliseren, waardoor de invloed op de lokale geldhoeveelheid werd verminderd.² Grosso modo functioneerde het systeem echter naar behoren. Door het automatisme van deze standaard was de conjunctuur niet onderhevig aan grote schokken. De goudstandaard kon overigens niet

voorkomen dat recessies voorkwamen of dat er bankfaillissementen waren als gevolg van te ruime kredietcreatie. Die recessies waren dan over het algemeen echter mild en kort van duur en de bankruns als gevolg van bankfaillissementen waren lokaal van aard en niet systeembedreigend.

Muntgeld in Nederland

De monetaire stabiliteit en de waardevastheid van de munt in de negentiende eeuw vonden hun weerspiegeling in de verschijningsvorm van de Nederlandse munten. Toen koning Willem I in 1813 voet aan wal had gezet, werden deze geslagen volgens het decimale stelsel, nadat in 1816 de nieuwe Muntwet van kracht werd. Na 1823 werden munten aangemaakt volgens de zogenoemde dubbele standaard, die bepaalde dat deze van zowel goud als zilver konden zijn. Veel oude munten uit de tijd van de Franse overheersing werden omgesmolten en ook Belgische munten verdwenen nadat dit land in 1830 zelfstandig verderging. De stijging van de zilverbijwaarde noopte tot hermunting, waarna nieuwe guldenmunten verschenen met een lager zilveragehalte (1839). Onder het bewind van koning Willem II (1840-1849) werden oude (provinciale) munten buiten omloop gesteld en regelde de nieuwe Muntwet van 1847 dat werd voortgegaan onder de zilveren standaard. In 1846 verschenen de eerste muntbiljetten en later de bankbiljetten. De uitgever – de staat der Nederlanden – moest bij De Nederlandsche Bank de op elk biljet aangegeven waarde in zilver storten, zodat bij ‘verzilvering’ de houder of ‘toonder’ ervan zilveren gulden in ontvangst kon nemen. ‘De Nederlandsche Bank betaalt aan toonder’, stond tot medio jaren zeventig van de vorige eeuw op onze bankbiljetten vermeld bij wijze van garantiestelling voor de verkrijging van zilver. De opdruk verdween toen geleidelijk omdat sinds 1967 geen zilveren gulden meer werden aangemunt.

Tijdens de Eerste Wereldoorlog steeg de zilverbijwaarde snel. De bevolking potte de zilveren munten op, waardoor de geldcirculatie bijna vastliep. In 1919 was de intrinsieke waarde van zilveren munten hoger dan de nominale en kwam het opnieuw tot hermunting met een lager zilveragehalte om te voorkomen dat gulden

en rijksdaalders werden omgesmolten. Deze versie, met de vierde beeldenaar van de koningin Wilhelmina op rij, hield het uit tot de nieuwe Muntwet van 1948 bepaalde dat alle zilveren munten zouden worden vervangen door nikkelen munten. Deze omschakeling voltrok zich zeer geleidelijk en tot circa 1970 waren daardoor vele muntsoorten in circulatie.

Gouden munten (5 en 10 gulden) werden tot 1875 (zeer) beperkt geslagen. In dat jaar ging Nederland onder koning Willem III over tot invoering van de internationaal gehanteerde goudstandaard en werd de (ook nu nog) bekende gouden tienguldenmunt op grotere schaal in omloop gebracht. In 1933 werd de laatste geslagen met de beeldenaar van koningin Wilhelmina, maar ook na het verlaten van de goudwisselstandaard in 1936 bleef het 'gouden tientje' wettig betaalmiddel (echter door velen verzameld), tot de Duitsers in 1941 alle Nederlandse betaalmiddelen introkken en vervingen door zinken munten en zogenoemde zilverbonnen.³

De goudstandaard onder vuur

Door verschillende factoren werd de klassieke goudstandaard echter steeds minder wenselijk en aantrekkelijk. Een mix van economische ontwikkelingen, de wensen van het bankwezen, de wensen van politieke deelbelangen en internationale geopolitieke spanningen knaagden aan de stoelpoten van het op zich prima functionerende geldsysteem. De economie groeide snel en beschikbare grondstoffen werden steeds efficiënter ingezet. Toen bovendien olie werd ontdekt als energiebron, werd het groeipotentieel van economieën nog sterk verhoogd. De uitvinding van de verbrandingsmotor rond 1880 luidde een nieuw tijdperk in. De calorische waarde van olie was vele malen groter dan die van alle eerder ontdekte en verbruikte grondstoffen. Olie was ook nog eens in grote hoeveelheden beschikbaar. Deze voorwaarden openden de mogelijkheid om fysieke arbeid steeds meer te mechaniseren. Door massaproductie was het vervolgens mogelijk om welvaart snel te verspreiden, maar de economische groei en

de toename van de omvang van bedrijven leidden er vanzelfsprekend toe dat er steeds grotere bedragen nodig waren om handel te drijven. Daarbij vormden de fysieke eigenschappen van goud langzamerhand een hindernis in het dagelijkse betalingsverkeer tussen banken en landen.

De opkomst van fiduciair geld, het vervangen van goud door papieren schuldbewijzen in het betalingsverkeer, bracht een praktische uitkomst. Het was een efficiënte manier om het omslachtige transport van goud in het betalingsverkeer te omzeilen. Toch ging de introductie van papiergeld niet vlekkeloos, zo blijkt uit de Nederlandse situatie: ‘Men kan veilig stellen dat de publieke opinie in de Nederlanden volstrekt afwijzend stond tegen elke vorm van papiergeld, omdat de uitgifte ervan, ongeacht of deze door de staat of door een geötrooieerde circulatiebank geschiedde, geassocieerd werd met een pervers financieringsgedrag van de staat. De gangbare mening was dat de overheid haar tekorten diende af te stemmen op de middelen die renteniers vrijwillig beschikbaar stelden en zich vooral moest onthouden van trucs die alleen maar tot doel hadden de financiering van overmatige tekorten af te dwingen.’⁴

Hoewel het papiergeld niet altijd eenvoudig werd geaccepteerd, speelde het bankwezen graag in op de mogelijkheden die een groeiende economie bood. In theorie (en gedurende korte tijd in de praktijk) kon zo’n flexibel systeem enorme economische expansie en koopkracht genereren, omdat het mogelijk werd kredieten niet alleen te verlenen op basis van het schaarse fysieke goud, maar ook op basis van papieren vermogenstitels. Wetenschappers stelden bovendien dat er een bijkomend voordeel van deze ontkoppeling was: de geldhoeveelheid kon nu meegroeien met de economie.⁵ Dat hierdoor de zelfdiscipline van bankiers om een strikte verhouding aan te houden tussen goud en papiergeld op de proef werd gesteld, is evident. Het ging dan ook geregeld mis. Veel bancaire instellingen gingen over tot het oprekken van de ratio tussen het in de kluis aanwezige goud en het circulerende papiergeld, overigens vaak om krediet aan overheden te verschaffen. Bankruns als gevolg van het wegvallen van vertrouwen in het papiergeld van banken noopten

daarom na verloop van tijd tot het optuigen van centrale banken, de zogenoemde ‘lenders of last resort’.⁶

Maar niet alleen economische motieven droegen bij aan het stichten van een centrale bank; ook politieke omstandigheden vroegen om zogenoemd elastisch geld, uitgegeven door circulatiebanken en centrale banken. ‘Het ontstaan van nieuwe staten creëerde de behoefte aan een nationale identiteit, waarvan “een bank voor volk en vaderland” de ultieme belichaming was.’⁷ Deze ontwikkelingen zorgden nog niet direct voor het loslaten van de goudstandaard, maar de interne politieke krachten ertegen groeiden gestaag. Door de opkomst van politiek georganiseerde deelbelangen en de toenemende invloed van overheden op het reilen en zeilen in samenlevingen, was de tucht van de markt steeds minder welkom. Overheden probeerden niet alleen invloed te krijgen op de economische cycli om volledige werkgelegenheid en sociale rust in stand te houden, maar bovendien op het bestedingspatroon en de inkomensverhoudingen van mensen om zo de door de staat gewenste maatschappelijke en economische verhoudingen te kunnen realiseren. Om dit te bereiken was het noodzakelijk dat beslag werd gelegd op een toenemend deel van het door de samenleving verdiende geld, op een directe manier via belastingen en op een indirecte manier via lenen en geldschepping. Dit laatste kon echter alleen worden gerealiseerd door een eerst geleidelijke en daarna rigoureuze ontkoppeling van goud en geld.

Economische en politieke omstandigheden vroegen om zogenoemd elastisch geld, uitgegeven door circulatiebanken en centrale banken.

Een andere belangrijke reden om de discipline van de goudstandaard te willen omzeilen waren de groeiende spanningen als gevolg van geopolitieke veranderingen. ‘Voor het merendeel van de circulatiebanken was het geen toeval dat zij op drie cruciale momenten ontstonden: na de val van Napoleon, na de revoluties van 1848, toen zich over het hele Europese continent nationale bewegingen uitbreidden en na de afbrokkeling van het Ottomaanse rijk

in het laatste kwart van de negentiende eeuw, toen nieuwe staten in Zuidoost-Europa ontstonden.⁸ De verhoudingen tussen deze staten mondden meer dan eens uit in schermutselingen en zelfs oorlog. En oorlogvoeren kost geld. Door de technische ontwikkelingen als gevolg van de industriële revolutie werd oorlogvoeren echter steeds duurder. Vanouds leenden vorsten en overheden voor oorlogvoering geld van welgestelde edellieden en bankiers. De leningen werden bij succes terugbetaald met de veroverde buit. Toen oorlogen in de loop der tijd echter steeds meer geld vergden, was er een nieuwe bron nodig om ze te kunnen financieren. De koppeling van goud en geld stond de oplossing voor dit probleem in de weg. Kredieten konden niet oneindig worden vergeven. Ook hier was de introductie van papiergeld, losgekoppeld van het goud, de oplossing die politici kozen in de aanloop naar de Grote Oorlog. Een ontkoppeling die eerst gedeeltelijk was en ten slotte totaal.

Trilemma

Geredeneerd vanuit de gemanagede economie is er in de internationale monetaire, politieke en economische verhoudingen sprake van een zogenoemd 'trilemma'. Er kan sprake zijn van vrije kapitaalstromen, binnenlandse prijscontrole en vaste wisselkoersen, maar nooit van alledrie tegelijk. Ten tijde van de goudstandaard, van 1871 tot 1914, was er sprake van vrije kapitaalstromen gekoppeld aan vaste wisselkoersen. Er was geen politiek-economische inmenging bij binnenlandse prijsvorming van producten en lonen. Ten tijde van de goudwisselstandaard, van 1925 tot 1931 en van 1944 tot 1968, was er sprake van politiek-economische inmenging bij binnenlandse prijsvorming van producten en lonen gekoppeld aan vaste wisselkoersen. Het kapitaalverkeer was echter beperkt. En in de periode vanaf 1971 zien we politiek-economische inmenging bij binnenlandse prijsvorming van producten en lonen gekoppeld aan vrije kapitaalstromen. Er zijn geen vaste wisselkoersen. In wezen zou je daarmee kunnen concluderen dat er geen sprake kan zijn van een combinatie van nationale soevereiniteit, economische vrijheid en democratische politiek. Het bestaan van het trilemma is als het ware een gevolg van overheidsinterventie in de economie.

Het loslaten van de goudstandaard, en daarmee de aanvang van onze geldbubbel, kan worden gesitueerd in het jaar 1909. In dat jaar begonnen Duitsland en Frankrijk achter de schermen aan de voorbereidingen voor de Grote Oorlog. Om die oorlog te kunnen voeren moest veel geld worden vrijgemaakt. Beide landen besloten om hun ambtenaren niet met klinkende gouden munten uit te betalen, maar met papieren beloften, claims op het goud. Op deze manier kon het goud worden gespaard en later worden aangewend voor oorlogshandelingen. De redenatie die hieraan ten grondslag lag, was dat de oorlog kort zou duren en dat het goud van de overwonnen tegenstander zou worden geconfisqueerd. Daarmee konden de oorlogshandelingen worden gefinancierd, waarna de claims van de eigen ambtenaren konden worden gehonoreerd. De oorlog begon in de zomer van 1914, maar duurde langer dan aanvankelijk gepland, tot eind 1918. Er raakten steeds meer landen bij betrokken. Om de oorlogshandelingen te kunnen voortzetten besloten de deelnemende landen stuk voor stuk om de goudstandaard te verlaten. De oorlog werd vanaf dat moment gefinancierd met papieren geld, claims op goud. Alleen Amerika hield vast aan de goudstandaard en aangezien dat ook het land was dat veel oorlogsmaterieel produceerde, kwam er steeds meer goud in de Amerikaanse kluizen te liggen. De wereldwijde verdeling van het monetaire goud werd steeds schever. Het geldsysteem was als gevolg van de oorlog ontwricht; het functioneerde niet meer naar behoren.

Amerikaanse deflatie en Duitse hyperinflatie

Toen de oorlog in 1918 eindigde, lag Europa in puin. De Verenigde Staten daarentegen kwamen er sterk uit tevoorschijn. Hun economie draaide goed door de wapenproductie bestemd voor de Europese oorlogsinspanningen en het land kende ook niet de verwoestingen die inherent zijn aan oorlogshandelingen. De wapenleveranties aan Europa vonden plaats op basis van door de vs ruimschoots beschikbaar gestelde leningen aan de oorlog-

voerende landen, krediet dat zelfs na beëindiging van de vijandelijkheden tussen de Europese staten bleef vloeien. Het geld was nodig omdat deze landen niet meer over de productiecapaciteit konden beschikken om hun bevolkingen te kunnen voeden en kleden. De daarmee gepaard gaande, steeds toenemende Amerikaanse export naar Europa was niet het gevolg van Europese economische groei, maar vond zijn oorsprong juist in het ontbreken ervan. Er werd gekocht op krediet. De Amerikanen importeerden ook zelf goederen uit andere landen en betaalden daarvoor in goud en zilver. Zo ontstond de paradoxale situatie dat de vs exporteur werden van zowel producten als van goud.

Het geldsysteem was als gevolg van de oorlog ontworpen.

Dat had twee belangrijke gevolgen. Er was in toenemende mate sprake van prijsstijgingen door schaarste aan goederen, terwijl gelijktijdig de rente steeg door de daling van de goudreserves. De Federal Reserve System (Fed), het in 1913 opgerichte stelsel van centrale banken, negeerde de hoge marktrente als gevolg van de goudschaarste en hield haar eigen leentarif voor commerciële banken onder die marktrente. Bijna als vanzelfsprekend ontstond er bij de banken de prikkel om bij de Fed tegen een laag tarief te lenen en het geld tegen een hoger tarief weer uit te lenen aan consumenten en bedrijven. Door deze kredietexpansie werd de economische groei aangewakkerd, een omstandigheid die aanhield tot 1919, toen de Fed besloot haar tarief te verhogen en het in korte tijd naar het markttarief te brengen. Dat resulteerde in een afname van de kredietvraag met economische contractie als gevolg: de zogenoemde Kleine Depressie van midden 1920 tot eind 1921.⁹ Na het opblazen van de Amerikaanse kredietbubbel volgde de onvermijdelijke implosie ervan, want de economische groei was niet gebaseerd op fundamentele veranderingen in de economie, maar op de gemakkelijke groei van bankkrediet.

Ook in Duitsland raakte in dezelfde periode, zij het door geheel andere oorzaken, de verhouding tussen goud en papiergeld

uit balans, wat uitmondde in snel toenemende inflatie en na korte tijd zelfs in hyperinflatie. Het land was als verliezer uit de oorlog gekomen en omdat het die oorlog zelf was begonnen, besloten de overwinnaars Duitsland voor de aangerichte verwoestingen een hoge prijs te laten betalen. De herstelbetalingen moesten voorkomen dat Duitsland ooit nog een machtig land van betekenis zou kunnen worden. Vooral Frankrijk, een trotse natie die al decennialang militair en economisch het onderspit tegen de Duitsers had moeten delven, was de aanjager van deze wens.

De sancties waren zwaar. Zo zwaar dat het voor de Duitse regering onmogelijk bleek om politieke stabiliteit te handhaven. De start van de Weimarrepubliek vond plaats onder een ongelukkig gesternte. Regeringscrises volgden elkaar snel op en er was sprake van vele coalitiewisselingen, die geen van alle het voor economische groei noodzakelijke evenwicht wisten te brengen.

Onder normale omstandigheden zouden de herstelbetalingen op te brengen zijn geweest, maar in de Duitse situatie van die tijd lag dit anders, omdat elke vorm van herstelbetaling een beperking betekende van een mogelijke toekomstige economische opleving. Instabiele regeringen en juist deze zware betalingsverplichtingen noopten de overheid om met nieuw gedrukt geld aan de verwachtingen van kiezers en de overeengekomen vredesbepalingen van de overwinnaars te voldoen. De geldpers kwam op toeren en er werden marken gedrukt door de centrale bank in ruil voor schuldbewijzen van de overheid. Dit wakkerde speculatie in de Duitse mark aan, die eerst geleidelijk, maar ten slotte steeds sneller in waarde daalde.

Duitsland kampte daarbij nog met een ander probleem. Het belastingstelsel was niet ingericht om de snel oplopende inflatie bij te benen, omdat de inkomsten van de overheid waren gebaseerd op het inkomen van de bevolking van een jaar eerder. In dit klimaat van waardedaling van de munt kon de Duitse overheid niet aan haar verplichtingen voldoen en zij moest de mark daarom steeds sneller bijdrukken, met opnieuw toenemende speculatie en ontwaarding als gevolg. Toen Frankrijk eind 1923 het Duitse Ruhrgebied bezette om de eis tot het voldoen van herstel-

betalingen kracht bij te zetten, ging de mark nog harder onderuit. Er was sprake van hyperinflatie. Grote vermogens verdampten en de Duitse middenklasse raakte al haar spaargeld kwijt.

De Amerikaanse en Duitse monetaire en economische problemen stonden niet op zichzelf. Hoewel veel landen na de oorlog nog wel vasthielden aan goud als monetair anker, deden ze dit op basis van sterk in waarde afgenomen papiergeld. De breuk met de goudstandaard resulteerde dan ook in economische boom/bust-cycli, deflatie, hyperinflatie, sterk volatiele valutamarkten en ontwrichte handelsstromen. Kortom, er heerste wereldwijd monetaire en economische chaos.

Voor het eerst sinds Napoleon was er sprake van een wereldhandelssysteem zonder stabiel en algemeen geaccepteerd geld. De economische instabiliteit die hier het gevolg van was, had een negatieve impact op het vertrouwen in het geldsysteem, want de munten van verschillende deelnemers aan de oorlog waren sterk in waarde gedaald ten opzichte van goud. De Belgische frank was 6 procent minder waard, de Italiaanse lire 71 procent en de Duitse mark maar liefst 96 procent. Ook Frankrijk stond er niet goed voor met een waardedaling van 64 procent.

Voor het eerst sinds Napoleon was er sprake van een wereldhandelssysteem zonder stabiel en algemeen geaccepteerd geld.

Nederland had andere zorgen. Omdat het tijdens de oorlog neutraal was gebleven, was er een grote instroom van goud geweest en daarmee een hoge gouddekking van de gulden. Maar liefst 76 procent van de circulerende papieren guldens werd gedekt door goud, waar 40 procent gangbaar was. Nederlandse economen bekritiseerden dit, omdat het het prestige van De Nederlandse Bank ondermijnde. Een hoge gouddekking werd doorgaans namelijk gezien als teken van een zwakke papieren munt. De goudinstroom zorgde in Nederland ook voor een lage rente, wat volgens economen kon leiden tot een hogere kredietinflatie. Een

ander heikel punt was het vooruitzicht van een niet-terugkerende goudstandaard. Eventueel gedemonetiseerd goud zou een grote verliespost op de balans veroorzaken.

Engeland wilde terug naar een goudstandaard, hoewel die er beduidend anders uitzag dan de klassieke goudstandaard van voor de oorlog. Topambtenaren, economen en centrale bankiers concludeerden dat goud te schaars was om nog vrij te kunnen circuleren, maar dat deze schaarste een logisch gevolg was van de papieren inflatie tijdens de oorlog – er circuleerde uiteindelijk meer dan twee keer zoveel geld als de onderliggende waarde van het goud –, was hen ontgaan. Dit kan duiden op zowel economische onbekwaamheid als op politiek opportunisme, of een combinatie van die twee. Schaarste van een goed kan namelijk nooit een probleem zijn in een vrije economie, omdat via vraag en aanbod altijd een juiste prijs uit de bus komt. Vraag en aanbod komen zodoende altijd weer in evenwicht. De schaarste van goud wees op een onderwaardering van de prijs ervan en dus een overwaardering van het papiergeld. Wat het ook was, de professionals oordeelden dat in het nieuwe geldsysteem goud op een efficiënte en niet-beknellende manier moest worden ingezet. Het goud had nog wel een rol te spelen in het systeem, maar landen en banken wensten zich niet te hoeven onderwerpen aan de beperkingen die hun werden opgedrongen door het schaarse goud.

De goudwisselstandaard

De contouren voor de nieuwe geldstandaard werden geschetst in 1922, tijdens de monetaire conferentie in Genua. Daar werd getracht te komen tot afspraken over monetaire stabiliteit en de rol van goud in het geldsysteem. Het zou uitmonden in een systeem dat te omschrijven is als een goudwisselstandaard. Dit systeem leek in de verte op een goudstandaard, maar was het niet. De belangrijkste onderdelen ervan waren een netwerk van intensief samenwerkende centrale banken die het monetaire beleid coördineerden, het spaarzaam omgaan met goud door over te stappen

van een zogenoemde *coin*-standaard naar een *bullion*-standaard en het centraliseren van de goudmarkt in Londen. De overgang naar een *bullion*-standaard hield in dat goud uit de algemene circulatie werd gehaald en alleen nog maar werd gebruikt in het betalingsverkeer tussen centrale banken. Door deze maatregel werden de vraag naar en het aanbod van goud uit handen van het publiek genomen en overgelaten aan de centrale bankiers; een centralisering die het mogelijk maakte om goud efficiënter te gebruiken, waardoor de gouddekking van kredieten sterk kon worden verlaagd.

Een andere maatregel die verstrekkende gevolgen zou hebben voor de werking van het systeem, was de bepaling dat centrale banken naast goud ook reservevaluta's konden gebruiken als tegenwaarde van geld in circulatie. De reservevaluta van die tijd was het Engelse pond, met als opkomende valuta de Amerikaanse dollar. Door de toevoeging van valuta's van deze landen aan de goudreserves van centrale banken ontstond de mogelijkheid handel met deze landen te vereffenen met claims, die evenals goud dienstdeden als tegenwaarde voor geldcreatie.

De disciplinerende werking van goud werd door deze maatregel echter sterk beperkt. Handelstransacties werden niet meer vereffend in goud, waardoor geen in- en uitstroom ervan hoefde plaats te vinden en goud de invloed op de geld- en kredietcreatie verloor. Engeland en de vs konden goederen importeren door te betalen met papieren valuta's en behielden hun goud. Tevens konden zij met hun reservevaluta's bankier zijn voor andere landen, zonder het kapitaal hiervoor daadwerkelijk te hoeven exporteren.

De disciplinerende werking van goud werd door de goudwisselstandaard echter sterk beperkt.

Het in Genua voorgestelde geldsysteem was in naam dus gebaseerd op goud, maar in de uitwerking geheel op papieren kredietexpansie. Zo ontstond een papieren standaard met een gouden rand. Een uiteindelijke ontkoppeling van papier en goud was bij

aanvang van de standaard al onontkoombaar. Slechts de timing ervan was niet te voorspellen.

Engeland ging in 1925 als eerste Europese land over op deze in Genua ontworpen goudwisselstandaard. Het land stond er in vergelijking met de andere landen relatief goed voor, want het pond was na de oorlog ten opzichte van goud minder in waarde gedaald, zo'n 30 tot 35 procent. Ondanks deze verzwakking van het pond wilde Engeland zijn machtige financiële positie van voor de oorlog herwinnen met het Engelse pond als spilmunt. Alleen een hernieuwd vertrouwen in de stabiliteit van het pond kon Engeland in het centrum van de wereldmacht doen terugkeren. En alleen een terugkeer naar goud tegen de vooroorlogse koers kon volgens Engelse bankiers en politici het pond stabiliseren, een koers die bij de herinvoering van de goudstandaard in 1925 dus hoger lag dan de reële waarde van het pond.

Het streven naar een koersverhouding ten opzichte van goud die gelijk was aan die van voor de oorlog was om twee redenen gewenst. Ten eerste zou dit de rest van de wereld laten zien dat het was gelukt om de Engelse economie sterk genoeg te maken om een hoog gewaardeerde munt aan te kunnen. Voorts honoreerde de regering hiermee de schuldeisers die tijdens de oorlog veel geld aan Engeland hadden geleend, omdat ze werden terugbetaald in een pond van gelijke waarde.

Door een koers te kiezen die hoger lag dan de reële waarde prijsde Engeland zich uit de internationale markt voor katoen, kolen, ijzer en scheepsbouw, met hoge werkloosheid in deze exportsectoren tot gevolg. In andere sectoren was er juist sprake van een stijging van koopkracht en een toename van import van goederen uit het buitenland. Door deze scheve verdeling ontstond er een tekort op de handelsbalans. Onder een klassieke goudstandaard zou dit tot gevolg hebben gehad dat er goud het land uit zou vloeien, waardoor bankiers zich genoodzaakt zouden hebben gezien om papiergeld uit de circulatie te halen. De economie zou onder die oude standaard krimpen. Economische en monetaire contractie betekende kortdurende pijn, maar het zou wel voor een naar beneden aangepast loon- en prijspeil zorgen, waardoor het land

weer concurrerend werd met andere landen. In het Engeland van na de oorlog was die contractie echter niet meer gewenst. Door acties van vakbonden en de invoering van werkloosheidsuitkeringen waren de loonkosten niet meer flexibel aan te passen aan de economische omstandigheden. De goudstandaard die Engeland zich wenste, was een standaard zonder discipline. Een standaard die stoelde op tegenstrijdige principes: een terugkeer naar goud tegen een vaste vooroorlogse koers gekoppeld aan voortgaande monetaire inflatie.

De goudstandaard die Engeland zich wenste, was een standaard zonder discipline.

De goudwisselstandaard kon niet functioneren zonder openlijke en heimelijke interventies en verregaande coördinatie. Engeland had drie troeven in handen om de werking van de wisselstandaard te verlengen. Om te beginnen stuurde Engeland aan op een verregaande samenwerking tussen de centrale banken. Daarnaast misbruikte de gouverneur van de Bank of England, Montagu Norman, zijn grote macht en manipuleerde geld- en goudstromen om tot een gewenste geld- en rentepolitiek te komen. De derde troef was de innige vriendschappelijke band tussen Norman en Benjamin Strong, bankpresident van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, de Fed. Zonder de geheime steun van Strong zou de wisselstandaard geen kans hebben gemaakt. Hierna gaan we iets dieper op deze drie troeven in.

1. De goudwisselstandaard met het Engelse pond als spilpunt werd van 1926 tot 1931 door meer dan dertig landen omarmd. De wisselkoersen van deze landen ten opzichte van het goud verschilden veel van elkaar. Sommige landen hadden een koers gekozen die lager lag dan voor de oorlog, een weerspiegeling van de papieren inflatie die de geldpers had veroorzaakt. Andere landen, zoals Engeland, keerden terug op een koers die gelijk lag aan die van voor de oorlog. Deze omstandigheden leverden bij aanvang al spanningen tussen de valuta's op en om het systeem werkbaar en

stabiel te houden, was het nodig dat het beleid van centrale banken werd gecoördineerd. De Engelse centrale bank drong er dan ook op aan dat landen die nog niet over een degelijk instituut beschikten – met name de landen in Centraal-Europa – overgingen tot oprichting ervan. Deze nieuwe centrale banken werden geacht om Engelse ponden in deposito aan te houden, terwijl inruilen voor goud sterk werd ontmoedigd en soms zelfs gefrustreerd. Door de internationaal geaccepteerde inflatiepolitiek op instigatie van de centrale banken groeiden de economieën snel, maar dat kon niet verhelfen dat er van tijd tot tijd valutacrises dreigden. Interventie was dus zo nu en dan nodig om valuta's weer in lijn te krijgen. Door olopemde spanningen werd de benodigde interventie in geldmarkten steeds omvangrijker.

2. Coördinatie tussen centrale banken bleek echter niet afdoende om de wisselstandaard te stabiliseren. Er was een sterker middel nodig: geheime interventie in de geld- en goudmarkt. De Bank of England werd geleid door de gezaghebbende Montagu Norman. Die wilde zoals gezegd maar één ding: een sterke munt die de oude glorie van het Britse Rijk zou doen herleven. Democratische controle vond hij daarbij onnodig en zelfs lastig. Zijn grip op de bank was zo groot, dat hij eigenmachtig kon optreden zonder zijn daden vast te hoeven leggen. Bij zijn pogingen de waarde van het pond en het rentepercentage te beïnvloeden ondervond hij echter dat via de traditionele weg slechts één van die twee kon worden beïnvloed, maar niet beide tegelijk. Toch was dat, gezien de instabiliteit van de goudwisselstandaard, voor Norman van groot belang. Door te liegen over de in- en uitstroom van goud en over de totale hoeveelheid goud in de kluis van de bank, kon hij tegelijkertijd het pond stabiliseren en de marktrente manipuleren. Door deze bewust foutieve voorstelling van zaken bleek het mogelijk tot een veel effectiever monetair beleid te komen dan onder normale omstandigheden het geval zou zijn geweest.¹⁰ Ondanks de marginale rol die goud nog speelde in het nieuwe geldsysteem, was die klaarblijkelijk toch te belangrijk om eerlijk over te zijn.¹¹

3. Coördinatie tussen centrale banken en actieve geheime manipulatie bij het stroomlijnen van monetair beleid bleken niet voldoende om het geldsysteem te stabiliseren. De wisselstandaard kon alleen functioneren door heimelijke samenwerking tussen de centrale banken van de Verenigde Staten en Engeland. De vriendschappelijke band tussen gouverneur van de Bank of England Norman en president van de Federal Reserve New York Benjamin Strong was innig en de banden tussen de twee centrale banken gingen ver terug.¹² Strong besefte dat hulp aan Engeland noodzakelijk was om het wankele financiële systeem te stabiliseren en verleende die hulp.

Hij deed dit door samen met Norman het beleid actief te integreren. Goud- en valutatransacties werden niet alleen gecoördineerd, maar ook aan het publieke oog onttrokken. De hoeveelheden en het in- en uitstromen van dollars, ponden en goud werden op de balansen van de beide banken zodanig gepresenteerd dat voor buitenstaanders de zwakte van het systeem werd verhuld. Omdat beide landen actief aanmoedigden dat hun waardepapier door andere centrale banken werd gebruikt ter aanvulling van de goudreserves, was er sprake van een permanente dreiging dat die centrale banken hun waardepapier omgewisseld zouden willen zien voor goud als de zwakte van het systeem aan het licht kwam. Beide bankvoorzitters spraken met elkaar af dat het goud geen onderdeel zou zijn van onderlinge handelsvereffening, ondanks het feit dat Engeland veel goederen uit de vs importeerde. Tevens hielp Strong Engeland om zijn bankiersfunctie voor armere Europese landen te continueren, zonder dat daarvoor goud hoefde te worden gebruikt.

Door deze samenwerking kon het geldsysteem functioneren, hoewel daar economisch en monetair gezien geen enkele grond voor was. Door actieve monetaire en economische steun aan de Engelsen werden de vs steeds dominanter in de wereldeconomie, terwijl de Engelse economie verzwakte en naar relatieve omvang in de wereldeconomie langzaam maar zeker kleiner werd. De dollar won aan kracht en het Engelse pond verzwakte, maar door

de genoemde manipulaties bleef deze fundamentele verandering van waarde voor het publiek verborgen.

De economie van de vs groeide na de Kleine Depressie sterk. De soldaten die terugkeerden van de Europese slagvelden, konden eenmaal thuis aanvankelijk moeilijk aan een baan komen. De oorlogseconomie werd echter in rap tempo omgebouwd tot een economie die geënt was op consumenten, ook omdat de in 1913 ingestelde inkomstenbelasting het voor de overheid mogelijk maakte om een belangrijke stempel te drukken op de economische ontwikkeling van het land. De overheid investeerde veel geld in stedelijke bebouwing en infrastructuur en de hierdoor opkomende auto-industrie en massa-industrie maakten dat het land zich in korte tijd transformeerde van een agrarische naar een consumenteneconomie. De werkgelegenheid groeide snel.

Omdat het consumeren en speculeren met geleend geld steeds populairder werd, ontstond er een economische en financiële groei: de *Roaring Twenties*.

Tijdens de economische bloeiperiode koos de centrale bank ervoor, teneinde de Engelse centrale bank te helpen, de rente te laten zakken tot onder de marktrente. Tevens verlaagde ze de vereiste bankreserves voor commerciële banken, met als gevolg verruimde kredietverlening en dus verdere stimulering van de economie. Omdat in de loop van de jaren twintig het consumeren en speculeren met geleend geld steeds populairder werd, ontstond er een economische en financiële groei die later zou worden gekenmerkt als de *Roaring Twenties* of de *New Era*. Nieuwe uitvindingen, zoals de telegraaf en de auto, maakten dat de welvaart ver kon worden verspreid. Het Amerikaanse aanzien en de dominantie in het wereldwijde financiële systeem groeiden gestaag. Tot 1929.

Het einde van de goudwisselstandaard

Benjamin Strong overleed op 16 oktober 1928. Daarmee kwam aan de samenwerking tussen de Bank of England en de Fed een eind. De opvolger van Strong beseftte dat de rente in de vs te laag te laag was gebleven en besloot die in kleine stappen te verhogen, teneinde de speculatieve prikkels in te dammen die hadden geleid tot steeds hogere beurskoersen. Maar het was te laat. Langzaam maar zeker drong het tot de markt door dat er in de aandelenbeurs van Wall Street sprake was van een klassieke bubbel, hoewel overheidsfunctionarissen en bankiers elk moment aangrepen om het publiek te vertellen dat daar geen sprake van was. Aandelen waren juist goedkoop! Het leek een loterij zonder nieten.

Het mocht niet baten. De bubbel liep leeg op zwarte dinsdag 29 oktober 1929, bijna precies een jaar na het overlijden van Strong. Omdat veel aandelen met geleend geld waren gekocht, was de verkoopdruk bij dalende koersen immens. Banken die leningen hadden uitstaan, bleven zitten met een restschuld, omdat handelaren hun lening niet konden terugbetalen. Maar de beursdaling had ook gevolgen voor het algemene economische sentiment, want het publiek verloor op slag het vertrouwen in een zonnige economische toekomst en hield steeds vaker de hand op de knip.

Als gevolg hiervan kwam de economie tot stilstand. Leningen die banken hadden uitstaan, werden steeds vaker niet terugbetaald, wat resulteerde in een verzwakking van het banksysteem. Ondanks herhaalde verklaringen van de Amerikaanse president Herbert Hoover dat het banksysteem robuust was en gefundeerd was op een solide kapitaalbasis, gingen in 1930 en 1931 steeds meer banken failliet. De slechte staat waarin het banksysteem zich bevond, hield Hoover echter verborgen voor het publiek, uit angst dat openbaarheid een grote run op de banken zou veroorzaken.¹³ De herhaalde geruststellingen door de autoriteiten over de staat van de economie en het banksysteem werkten op den duur

toch averechts. De bankencrisis verspreidde zich als een olievlek en bereikte in 1931 ook het Europese vasteland.

De uitslag van Duitse verkiezingen in september 1930 wees erop dat Duitsland de herstelbetalingen eenzijdig wilde beëindigen. Amerikaanse en Franse financiers werden daardoor nerveus en trokken geleidelijk hun geld weg uit het Europese banksysteem. Om de crisis te stoppen werd onder leiding van de Amerikanen afgesproken dat er een moratorium kwam op het voldoen van herstelbetalingen door Duitsland. Desondanks nam de kapitaalvlucht uit Duitsland en Oostenrijk sterk toe, waardoor de bankproblemen in die landen verergerden.

De bankencrisis verspreidde zich als een olievlek en bereikte in 1931 ook het Europese vasteland.

Om de kapitaalvlucht te stoppen kwamen banken uit de belangrijkste landen overeen, wederom onder leiding van de Amerikanen, om eerder verstrekte leningen aan Duitse banken te handhaven. Frankrijk was het hier niet mee eens en besloot op dat moment zijn ponden in te wisselen voor goud bij de Bank of England. Het besluit bleek een mokerslag, want aan de samenwerking tussen centrale bankiers kwam een eind. Zo sloeg de bankencrisis in de vs over naar het vasteland van Europa en van daar naar het door de Britten en Amerikanen gemanagede geldsysteem, met als sluitstuk een run op het goud van de Engelse centrale bank.

De run op goud was voorspelbaar. Centrale bankiers wisten maar al te goed dat het goud de echte waarde vertegenwoordigde. Ponden waren uiteindelijk alleen maar claims geweest op het goud. In de wetenschap dat het sluiten van het goudloket door de Engelse centrale bank gepaard zou gaan met een devaluatie van het pond ten opzichte van het goud stonden ze in de rij om hun ponden om te wisselen.

Ook De Nederlandsche Bank stond in de rij. Twee dagen voordat Engeland de standaard verliet, belde Gerard Vissering, de toenmalige directeur van de bank, zijn Engelse collega Montagu

Norman op met de vraag of zijn ponden nog veilig waren. Norman drukte Vissering op het hart dat Engeland de wisselstandaard nooit zou verlaten en dat het Engelse pond tot ver in de toekomst waardevast zou zijn. Vissering was gerustgesteld en besloot zijn ponden voornamelijk niet in te wisselen voor goud. Twee dagen later, op 21 september 1931, ontkoppelde Engeland het pond en het goud en verliet het land de goudwisselstandaard. Ponden konden niet meer worden ingewisseld voor goud en de munt devalueerde onmiddellijk met 30 tot 40 procent ten opzichte van goud en andere valuta's. Centrale banken, waaronder De Nederlandsche Bank, bleven achter met enorme verliezen.¹⁴

Ook de dollar werd uiteindelijk losgekoppeld van het goud door twee devaluaties en het nationaliseren van het goud dat nog in handen was van Amerikaanse burgers. Het was een tijd waarin politici elkaar, om de aandacht af te leiden van het eigen falen, in toenemende mate verwijten gingen maken. Herbert Hoover stelde bijvoorbeeld dat de crisis in de vs was veroorzaakt door Europa. Ten eerste omdat de aanvankelijke verruiming van het krediet in de vs Europa uit de brand had geholpen en ten tweede omdat interne Europese verdeeldheid zorgde voor de kredietcrisis van 1931, met als direct gevolg het einde van de goudwisselstandaard en het begin van de wereldwijde Grote Depressie. Hij ging voorbij aan het feit dat de Amerikaanse overheid, met in het kielzog zijn eigen carrière, zeer had geprofiteerd van de verlokkingen van het goedkope krediet.

**Het mechanisme om via papieren claims
welvaart te creëren was geëindigd.**

Politieke leiders wisten niet hoe te reageren toen eenmaal de neergang was ingezet. Het mechanisme om via papieren claims welvaart te creëren was geëindigd. De wereld belandde in een neerwaartse spiraal van onzekerheid en financiële instabiliteit, gevolgd door een verloren decennium. Het Europese financiële systeem, na de Grote Oorlog opgebouwd en ondersteund door de vs, was levensvatbaar gebleken in een tijd van economische

voorspoed, maar was te zwak om een economische contractie te kunnen doorstaan. Wat volgde was monetaire en economische chaos, competitieve geldontwaarding, kapitaalcontroles, een Grote Depressie en politieke instabiliteit, uitmondend in een nieuwe Grote Oorlog, de Tweede Wereldoorlog van 1939 tot 1945.

De Tweede Wereldoorlog

Op 1 september 1939 viel Hitler met zijn legers Polen binnen en hij zou in de jaren die volgden bijna geheel Europa onder de voet lopen. Tot op zekere hoogte was de onverhoedse aanval op de westerse democratieën ook een staaltje blufpoker, want Duitsland kon op dat moment als vrijwel failliet worden beschouwd. Door de censuur en de volledige afscherming van het buitenland was dit feit bij slechts weinigen bekend, maar de werkelijkheid was dat tussen 1933 en 1939 de strijdkrachten en de herbewapening van het Duitse Rijk meer dan 50 procent van alle overheidsuitgaven hadden gekost.¹⁵ Op 7 januari 1939 ontving Hitler een schrijven van zijn Rijksbankpresident Hjalmar Schacht (1877-1970), waarin deze inging op de deplorabele financiële positie en moest concluderen dat Duitsland geen deviezen- en goudreserves meer bezat. Het tot de tanden toe bewapende Duitse Rijk was insolvent geworden. Als gevolg hiervan kon de Rijksbank geen kredieten meer verstrekken om de oorlogsvoorbereidingen voort te zetten en uit te breiden. De geruïneerde overheidsfinanciën noopten in feite tot het aanzetten van de geldpers, waartegen Schacht zich echter tegenover Hitler fel verzette. Deze ontsloeg hem op staande voet.

Vanaf dat moment werd de financieringspolitiek van het Derde Rijk roofzuchtig van karakter. In alle landen die door de nazi's werden bezet, gold als eerste opdracht een bezoek aan de Nationale Bank om de aldaar nog aanwezige goudreserves te confisqueren. Nogal wat staten hadden dit onheil echter zien aankomen en ervoor gezorgd dat althans een deel van de goudreserves tijdig kon worden verscheept naar Engeland en vandaar naar Amerika. Niettemin waren de achtergebleven goudvoorraden aanzienlijk en kan worden vastgesteld dat de oorlogvoering, voor zover het Duits-

land betreft, geheel bekostigd is door omvangrijke goudroof en verbeurdverklaring van alle joodse vermogens.

De Europese goudreserves vonden vanaf 1940 hun weg naar Berlijn, waar de baren werden omgesmolten en van Duitse Rijksbankstempels werden voorzien. Daarna werden ze Duitslands belangrijkste exportproduct naar Zwitserland en werden ze ingewisseld voor Zwitserse franken. Hierdoor kon Hitler de voor oorlogvoering broodnodige grondstoffen aanschaffen die niet in Duitsland voorhanden waren.

In 1945 kon door de geallieerden de balans worden opgemaakt: de Europese centrale banken waren leeggeroofd, overspoeld met waardeloze marken en zwart geld en ontdaan van hun goudreserves. Die lagen in het gunstigste geval in Amerika, als ze waren ontsnapt aan de Duitse U-boten. De oceaan herbergt echter ook nu nog grote goudhoeveelheden die de overkant niet hebben gehaald, omdat niet altijd kon worden gevaren in konvoien onder dekking van Britse marineschepen. West-Europa zat financieel aan de grond en moest door middel van de Marshallhulp opkrabbelen, terwijl de goudreserves op de verkeerde plekken lagen: op de zeebodem, in Zwitserland en in de vs.

De machinerie van de maakbaarheid

Na de Eerste Wereldoorlog kwamen veranderde politieke en culturele waarden in aanraking met unieke economische, maatschappelijke en geopolitieke omstandigheden. Het utopische idee van de politieke en economische maakbaarheid van de samenleving, dat na 1945 internationaal omarmd werd, leek door de loskoppeling van goud en papiergeld daadwerkelijk uitvoerbaar en betaalbaar.

De goudwisselstandaard maakte een eind aan het dynamische evenwicht dat de goudstandaard had gebracht. Door de goudstroom te beknotten en te vervangen door geld van de drukpers, was de disciplinerende beweging van goud gestopt. Geld in het ene land kon nu worden uitgegeven in het andere land, zonder

dat er sprake was van een uitvoer van goud. De koopkracht verminderde dus niet. In het andere land stapelden de papieren claims zich op: het werd rijker zonder dat de goudvoorraad toenam. De papieren claims werden gebruikt als dekking van het gecreëerde geld in circulatie. Er was dus sprake van een gestage opbouw van virtuele rijkdom. Zolang het vertrouwen bestond in de waarde van de papieren claims, waren er ogenschijnlijk geen nadelen verbonden aan de wisselstandaard.

De mogelijkheid om maakbaarheid en kredietexpansie te combineren werd verwelkomd door zowel consumenten, bedrijven en banken als overheden. Ieder had een eigen reden om voor een geldstandaard met een losse moraal te kiezen. De bevolkingen van de diverse oorlogvoerende landen, arm en aangeslagen door de oorlog, zouden een sterke belastingverhoging en een economische recessie niet hebben gepikt en wensten economische groei. Bedrijven zochten naar stabiele afzetmarkten en een groeiende economie. Beide groepen verwelkomden elk systeem dat hun wensen naderbij zou brengen.

De politieke klasse coördineerde de maakbaarheid en de klasse van centrale bankiers coördineerde de prijsstabiliteit.

Maar de overheden en banken waren de echte aanjagers om tot een nieuw geldsysteem te komen. De wens en overtuiging om tot maakbaarheid van de samenleving te kunnen komen vond een bondgenoot in de wens en overtuiging van bankiers om het geldsysteem op rationele grondslag te vestigen. Onder invloed van de tijdgeest werd de menselijke rationaliteit op een voetstuk geplaatst. De irrationaliteit van zowel de vanzelfsprekende harmonie van het ongestoorde menselijke samenleven als de zelfbalancerende werking van goud werd langzaam maar zeker terzijde geschoven.

Politiek gezien betekende dit een verschuiving van de nadruk op klassieke grondrechten naar sociale grondrechten, met een groeiende rol voor de politieke klasse als de makers van wetten.

Monetair gezien betekende het dat goud steeds meer naar de achtergrond verdween in het economische verkeer. De politieke klasse coördineerde de maakbaarheid en de klasse van centrale bankiers coördineerde de prijsstabiliteit. Politici kregen de mogelijkheid om hun schuldbewijzen, staatsobligaties, als kapitaal op de balans van de centrale bank te zetten en konden zo meer geld uitgeven dan ze via reguliere belastingheffing binnenkregen. De disciplinerende kracht die goud bracht, paste niet meer bij de tijdgeest; de machinerie van de maakbaarheid moest worden opgezet. Het enige wat nog ontbrak was een wetenschappelijke theorie.

John Maynard Keynes

Intellectuelen waren eind negentiende en begin twintigste eeuw zeer gecharmeerd van zowel een rationele herschikking van maatschappelijke verbanden als van een rationeel en wetenschappelijk toetsbaar monetair en economisch beleid. De Britse econoom John Maynard Keynes (1883-1946) heeft grote invloed gehad op de economie en het intellectuele klimaat van zijn tijd en de decennia daarna. Hij wordt door veel vooraanstaande economen nog altijd op een voetstuk geplaatst. De inzichten van Keynes zijn omstrede en voor dit boek zeer relevant, omdat die nog breed worden gedragen door de hedendaagse economische wetenschap.

Keynes was een autoritaire en charismatische man. Hij begaf zich in de 'juiste' kringen en kreeg in zijn carrière steeds meer aanzien. In de jaren twintig was hij fel tegenstander van de Duitse herstelbetalingen aan de geallieerden na de Grote Oorlog, omdat hij voorzag dat die betalingen het economische herstel van niet alleen Duitsland maar ook van Europa zeer zouden ondermijnen. Dit idee kwam voort uit zijn klassieke economische kijk op de economie.

Keynes ging echter mee met zijn tijd en paste zijn ideeën aan aan de nieuwe werkelijkheid. In de jaren dertig noemde hij de goudstandaard een barbaars relikwie, waarmee hij doelde op de automatische werking ervan. Volgens Keynes was de intellectuele invloed van mensen te prefereren boven de welhaast natuurlijke invloed die de standaard aan diezelfde mensen oplegde. Rationele beleidsmakers in dienst van de overheid moesten volgens hem

in staat worden gesteld om invloed uit te oefenen op het binnenlandse prijspeil om de wensen van mensen en belangengroepen in eigen land tegemoet te komen.

In zijn bekendste werk, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1936), pleitte Keynes voor een zogenoemde anticyclische begrotingspolitiek, een politiek van stimuleren van de economie door overheden als er sprake was van economische krimp en recessie. Volledige werkgelegenheid kon volgens zijn theorie worden gecombineerd met prijsstabiliteit. Om deze economische politiek ten uitvoer te brengen was de overheid afhankelijk van banken of van de kapitaalmarkt, omdat het geld voor de stimulering moest worden geleend. Door de combinatie van verminderde belastinginkomsten en hogere uitgaven ontstond in slechte tijden een begrotingstekort. In economisch gezonde tijden zou de overheid volgens Keynes een begrotingsoverschot moeten creëren om ten eerste het achtergelaten gat op te vullen en zo mogelijk zelfs te sparen voor slechte tijden.

Keynes' theorie benadrukt vooral het belang van de vraagkant van de economie. Als de vraag inzakt door een crisis, moet de overheid door het lenen van geld de vraag stimuleren. Hoewel zijn theorie lijnrecht inging tegen de principes van de oude goudstandaard (en van elk gezin met een huishoudboekje), waarin werd gesteld dat er eerst moest worden gespaard voordat het geld kon worden aangewend voor consumptie of investeringen, was zijn theorie uitstekend toegerust op de nieuwe werkelijkheid van in de samenleving ingrijpende overheden die geld uitgaven voordat het was verdiend. De tegenwoordig weer populaire anticyclische begrotingspolitiek wordt het keynesianisme genoemd.

De aanloop naar Bretton Woods

De eerste aanzet tot het installeren van een geldsysteem gecoördineerd door centrale banken was mislukt. De goudwisselstandaard bracht niet de gewenste stabiliteit; integendeel. 'Vereenvoudigd gesteld, speelde tot de Eerste Wereldoorlog de werkloosheid

de bufferrol die nadien uit politieke overwegingen niet langer werd geaccepteerd. Het gevolg van dit alles was dat het aan de gouden standaard inherente automatisme in zijn wortels werd aangetast en het monetaire systeem veel energiever en gestuurd of zelfs gemanipuleerd werd dan vóór 1914 ooit het geval is geweest. Dit leidde tot politieke conflicten en aanhoudende betalingsbalansverstoringen die spanningen creëerden waartegen het systeem niet was opgewassen.¹⁶ Het is belangrijk te benadrukken dat er geen sprake was van een goudstandaard: te veel economen en historici bekritiseren het functioneren van de goudstandaard in het interbellum, terwijl er geen sprake was een goudstandaard, maar alleen van een goudwisselstandaard. Strikt gesproken was de leidende rol van goud in het internationale monetaire en handelsverkeer na 1914 uitgespeeld. De economische rem op het gedrag van individuen en overheden verdween. Dit bracht op korte termijn veel welvaart, maar ging ten koste van stabiliteit op langere termijn.

De financiers werden de nieuwe aristocraten.

Financiering van overheden werd belangrijker en de belangen van financiële en bancaire groepen gingen geleidelijk prevaleren boven die van andere groepen in de samenleving. Het werd interessanter om talent in te zetten in de financiële industrie, terwijl fysieke arbeid steeds vaker werd ondergewaardeerd. Het belang van de producerende klasse en de spaarders, traditioneel de bondgenoten van de politieke klasse, verdween langzaam maar zeker naar de achtergrond. De financiers werden de nieuwe aristocraten.

Iedere week nieuwe analyses van Sander Boon, Frank Knopers en Eric Mecking:



The screenshot shows the homepage of Geotrendlines, a website focused on gold, silver, and geopolitics. The header features the Geotrendlines logo (a globe) and the tagline "Geld, goud en geopolitiek". Navigation links include "ANALYSES", "BOEKEN", "ABONNEREN", and "UITLOGGEN". A search bar is located in the top right corner.

The main content area features a large image of an industrial facility with smokestacks. Below the image is the headline: "Door Oekraïne-oorlog dreigt neoncrisis – productie computerchips in gevaar". The article is dated "6 mei 2022" and attributed to "Sander Boon". A sub-headline reads: "Terwijl alle aandacht uitgaat naar olie en gas, dreigt een andere grondstoffencrisis door de oorlog in".

On the right side of the page, there is a search bar with the text "Zoeken". Below it is a yellow banner that says "Betalen in Bitcoin mogelijk!". Underneath this banner is a text box: "We accepteren vanaf nu ook betalingen in Bitcoin! Klik hier voor meer informatie." Below this is an image of a hand holding a Bitcoin coin with the text "Bitcoin accepted here". At the bottom right, there is a yellow banner that says "Nu verkrijgbaar" and a book cover titled "Van Goud tot Bitcoin" by Eric Mecking, Sander Boon, and Frank Knopers.

Word *Geotrendlines Insider*
en krijg onbeperkt toegang!

Meer informatie

3 Uithuilen en opnieuw beginnen

'De geschiedenis herhaalt zichzelf niet, maar rijmt wel.'

– Mark Twain

Een wereld naar Amerikaans model

De Amerikanen kwamen in 1945 als grootste militaire en economische macht uit de oorlog tevoorschijn; de rest van de ontwikkelde wereld lag in puin. Net als na de Eerste Wereldoorlog beschikten de vs over de grootste hoeveelheid monetair goud, waardoor er een zeer scheve verdeling van goud was ontstaan. De wereldgemeenschap realiseerde zich maar al te goed dat herstel van stabiliteit en economische groei vanuit de Verenigde Staten zouden gaan plaatsvinden. Het gaf de vs een natuurlijke voor-sprong bij het inrichten van het monetaire en economische systeem van na de oorlog.

Het nieuwe systeem moest aan zowel economische als aan geopolitieke eisen voldoen. Dat betekende dat de vorming van het systeem gepaard ging met veel politiek overleg en overreding. Nog tijdens de oorlog werd in het plaatsje Bretton Woods, New Hampshire, een internationale conferentie gehouden met delegaties uit 44 geallieerde landen. Daar moest in relatief korte tijd worden besloten wat de uitgangspunten zouden zijn voor de naoorlogse monetaire verhoudingen.

Tijdens de conferentie werden aanvankelijk twee voorstellen ter tafel gebracht. Beide voorstellen beoogden het oprichten van een wereldmunt, maar ze verschilden in uitwerking. Het ene voorstel was afkomstig van de Amerikaanse afgezant van het departement van Financiën, Harry Dexter White¹ (zijn munt heette de 'Unitas'), het andere van de Britse econoom John May-

nard Keynes (de ‘Bancor’). Beiden vonden dat de werking van het muntstelsel rekening diende te houden met de gegroeide praktijk dat overheden invloed wilden houden op binnenlandse prijsstructuren. Een ongehinderde in- en uitvoer van goud was dus alleen wenselijk als die geen beperkingen oplegde aan overheden. Hoewel deze uitgangspunten door de aanwezigen werden gedeeld, ging het idee van de Unitas en de Bancor van tafel. Het bleek dat de Amerikanen een wereldmunt als bedreiging zagen voor de positie van de dollar.

Uiteindelijk werd in Bretton Woods besloten tot een goudwielstandaard met de dollar als reservevaluta. De waarde van de dollar werd gegarandeerd door een koppeling met goud tegen een vaste koers van 35 dollar voor een ounce (31,1 gram). Buitenlandse centrale banken koppelden hun lokale munten tegen een min of meer vaste koers aan de dollar. Om inwisselbaarheid te garanderen waren de valuta’s gedekt door fysiek goud of door een valuta die inwisselbaar was voor goud, de dollar. Centrale banken konden hun dollars te allen tijde omwisselen voor Amerikaans goud. De dollar werd *as good as gold*, een claim op goud en dus een schuldbewijs, en de vs de bankier van de wereld.

Het bleek dat de Amerikanen een wereldmunt als bedreiging zagen voor de positie van de dollar.

Door de centrale rol van de dollar leverde Bretton Woods uiteindelijk geen nieuw monetair systeem op, maar een monetaire orde, met de vs als ordebewaker. Het Internationaal Monetair Fonds werd scheidsrechter van valutawaarden en de International Bank for Reconstruction and Development (later de Wereldbank) de investeringsbank voor landen in wederopbouw, eerst de Europese landen, daarna landen in de derde wereld.²

Europa kon leven met deze constellatie om economische en om geopolitieke redenen. Ten eerste had het weinig keus: het continent lag tenslotte in puin en had een stabiele monetaire orde nodig om erbovenop te komen. Ten tweede zag het voordeel in de

Amerikaanse militaire macht in Europa als tegenwicht tegen de communistische Sovjet-Unie. De Europese landen waren bereid om de kosten die de vs hiervoor moesten maken te delen in de vorm van het aanhouden van dollars en Amerikaans waardepapier op de balans. De gekozen monetaire ordening was dus ten principale niet vanuit economisch oogpunt gekozen, maar vanuit geopolitieke motieven. Dat betekende overigens niet dat de economie er geen baat bij had. Integendeel: de economie groeide na de oorlog als kool.

Lenen, lenen, lenen

De naoorlogse monetaire orde stond in een lange Amerikaanse traditie. Al vanaf de start van de Amerikaanse Republiek in 1787 werd door het politieke en bancaire establishment gepoogd om een geldsysteem te creëren dat het leven op en verlenen van krediet zou institutionaliseren. Er waren drie pogingen nodig om tot een volwaardig systeem van centrale banken te komen.³ De derde poging kreeg tractie als gevolg van de beurskrach van 1907 en resulteerde in de oprichting van de Federal Reserve System in 1913. Hiermee kregen de vs, de mondiale leider in opkomst, de mogelijkheid om Europese overheden van geld te voorzien om de twee wereldoorlogen te kunnen voeren op basis van leningen. Deze leningen moesten na de oorlog worden terugbetaald. En alleen door nieuwe leningen kon het verwoeste productieapparaat weer worden opgebouwd dat ervoor kon zorgen dat de oude leningen konden worden afbetaald of geherfinancierd.

Ondanks de diepgaande financiële afhankelijkheid van de vs bracht deze constructie na de oorlog in de westerse wereld veel rust en vertrouwen. Lange tijd werkte die afhankelijkheid ook erg goed. De geruïneerde economieën van Europa kwamen na de oorlog weer op gang en ondanks de weigering van de Oostbloklanden mee te doen aan Bretton Woods profiteerden zelfs die landen van de relatief snelle economische opleving in het Westen.

Nu de vs de rol hadden gekregen van de leidende economie, ontstond er een grote behoefte aan dollars en ging de wereldwijde economische groei zich voornamelijk richten op de vs. De wereld had behoefte aan liquiditeit om de eigen economische expansie te faciliteren. Een positieve handelsbalans met de vs werd gebruikt om oorlogsleningen terug te betalen.

Kortom: zonder dollar geen handel.

Dollars waren ook nodig om grondstoffen te kopen. Kortom: zonder dollar geen handel. Maar er zaten ook nadelen aan het systeem. De expanderende dollars waren gekoppeld aan fysiek goud tegen de vaste prijs van 35 dollar per ounce. Er ontstond hierdoor al snel een scheve verhouding in de hoeveelheid fysiek goud als dekking voor de groeiende uitstaande dollartegoeden.

Dollartekort

In de eerste fase van Bretton Woods waren er direct problemen. Omdat driekwart van het monetaire goud in de vs lag en de dollar de reservemunt werd, was er sprake van een acuut dollartekort. Om dit te verhelpen moedigden de vs van 1944 tot 1958, de eerste fase van Bretton Woods, actief de export van dollars naar de rest van de wereld aan. Om te beginnen boden de vs directe en indirecte hulp in de vorm van giften en leningen. Daarnaast stimuleerden ze buitenlandse economische groei, waardoor landen goederen konden exporteren naar de vs in ruil voor dollars. Een derde pijler onder de dollarexport was de militaire expansie.

Om twee redenen was het vanuit het oogpunt van de Europeanen wenselijk dat er in deze moeilijke tijd hulp van de vs kwam. In de eerste plaats was er een praktische reden. Omdat de Europeanen niet meer over voldoende monetair goud beschikten en er in 1944 voor was gekozen de dollar tot wereldhandelsmunt te maken, was er een nijpend tekort aan liquide middelen om het economische proces op gang te krijgen. De tweede reden was

meer politiek van aard. Economische malaise stond in het Europa van na de oorlog bijna garant voor politieke instabiliteit. En dat was na de ervaring van de instabiele aanloop naar de oorlog een nachtmerrie voor de nieuwe politieke leiders. Hulp zou de economie stabiliseren en daarmee het politieke landschap tot rust kunnen brengen.

Voor de Amerikanen had snelle directe hulp ook grote voordelen. Tijdens de oorlog was het land leverancier van wapens aan de oorlogvoerende partijen, met als gevolg een florerende en uitgedijde wapenindustrie. De wapenproducenten hadden na het beëindigen van de oorlogshandelingen geen klanten meer en dreigden in grote moeilijkheden te komen. Herstructurering van producten en diensten was een voorwaarde voor overleving, maar dat kon niet zonder klanten. Door de Europeanen van voldoende liquide middelen te voorzien, kon de export naar het Oude Continent weer langzaam op gang komen.

Naast dit economische argument waren de Amerikanen ook gebaat bij Europese politieke stabiliteit. De Koude Oorlog tussen de vs en de Sovjet-Unie kwam langzaam op gang en de opkomende communistische politieke stromingen in Europa moesten koste wat kost worden ingedamd. Deze wederzijdse belangen maakten de weg vrij voor een grote financiële gift: de Marshallhulp. Het was een miljardengift die de Europese landen in staat zou stellen een begin te maken met de wederopbouw. De hulp was effectief en bracht de gewenste economische groei en de daaropvolgende politieke stabiliteit. Deze gift werd vanaf 1950 gevolgd door meer beperkte steun in de vorm van in hulpprogramma's verpakte leningen aan Griekenland en Turkije, bevriende landen die stredden tegen het opkomende communisme. De steun leverde op de korte en middellange termijn ontegenzeggelijk economische groei. Op de langere termijn bracht deze echter een scheve economische verhouding tussen de importerende vs en de exporterende Europese landen.

De consumerende vs kon een permanent handelstekort aanhouden, een tekort dat werd gefinancierd door de exporterende landen met een handelsoverschot. De kiem was gezaaid voor een

structureel economisch probleem dat in latere decennia steeds groter zou groeien. Het handelstekort van de vs kwam in balans door kapitaalimport uit de rest van de wereld. Anders gezegd, de rest van de wereld leende geld aan de vs om het consumptieve gedrag te kunnen blijven betalen. De door export verdiende dollars werden teruggestuurd naar de vs in ruil voor staatsobligaties en voor een klein deel in ruil voor fysiek goud. De Amerikaanse regering kon door deze gestaag groeiende praktijk meer geld uitgeven dan ze via belastinggeld binnenkreeg en op grotere voet gaan leven. Daar maakte ze grif gebruik van. Het gaf de mogelijkheid om een buitenlandse militaire aanwezigheid op te bouwen, met militairen die de wereldzeeën bewaakten en er en passant voor zorgden dat het communisme van de Sovjet-Unie werd ingedamd. Hulp, economische groei en militaire overzeese opbouw resulteerden in de aanvankelijk noodzakelijke export van dollars naar de rest van de wereld.

Tegengeluiden

Bretton Woods bleek een monetaire orde die sterk gepolitiseerd was. Een orde die soms zelfs alleen door chantage te handhaven was. Toch waren er maar weinig economen die dit aan de kaak stelden. De universitaire wereld hield zich grotendeels afzijdig. Er waren echter twee economen die ver van tevoren zagen aankomen dat het Bretton Woods-systeem niet lang kon blijven functioneren: Robert Triffin en Jacques Rueff. Zij onthielden zich niet van commentaar.

De econoom Triffin was de eerste die opmerkte dat de koppeling van de dollar en het goud tegen een vaste prijs op de langere termijn onhoudbaar was. In 1959 ontwikkelde hij zijn zogenoemde Triffin Dilemma, het dilemma dat de dollar tegelijkertijd zowel een handelsmunt was die moest worden bijgedrukt om de internationale handel van liquiditeit te voorzien, als de nationale munt voor binnenlands gebruik. Binnenlandse en buitenlandse wensen stonden vaak op gespannen voet met elkaar.

Bijkomend probleem was dat een hoge productie van internationale liquiditeit niet samenging met de goudkoppeling tegen een vaste goudprijs. De behoefte aan meer liquiditeit zou uitmonden

in een verlies van vertrouwen in de kwaliteit van de dollarliquiditeit, aldus Triffin. Hij kreeg al snel gelijk, want in 1960 waren er al meer dollars geëxporteerd dan er aan goud in de kluis van de Amerikaanse regering lag, met als gevolg een vertrouwenscrisis die maar moeizaam kon worden ingedamd door de Fed en de BoE. Toch kreeg zijn theorie pas rond 1971 bekendheid, omdat toen voor iedereen zichtbaar werd dat de koppeling tussen goud en de dollar onhoudbaar was.

Niet alleen Triffin was sceptisch over de koppeling, ook de Franse diplomaat en politicus Jacques Rueff zag het probleem al ver van tevoren aankomen. Rueff was tijdens de eerste goudwisselstandaard financieel attaché in Londen en zag van dichtbij hoe dat systeem in 1931 ten onder ging. Na die ervaring is hij werkzaam geweest als centrale bankier en later werd hij adviseur van de Franse regering.

Tijdens zijn lange carrière heeft Rueff veel gepubliceerd over het dollarprobleem. Hij karakteriseerde de dollarstandaard als volgt: de oneindige terugkeer van dollars en ponden, ontvangen door Europese landen, naar de landen waar ze vandaan kwamen, reduceert het internationale monetaire systeem tot een kinderspelletje waarbij de deelnemers afspreken de knikkers terug te geven aan de verliezer van het spelletje.⁴ Rueff pleitte in tegenstelling tot Triffin niet voor een loskoppeling van goud en de dollar, maar in eerste instantie voor een terugkeer naar de goudstandaard en daarmee voor een disciplinerende van de Amerikaanse begroting. Toen dat in de loop van de jaren zestig niet meer haalbaar bleek, pleitte hij voor een prijsverhoging van goud. De geschiedenis heeft uitgewezen dat de route van Triffin voor die overheid een stuk aantrekkelijker was dan de route van Rueff.

Het is opmerkelijk dat de naam Rueff voor het merendeel van de hedendaagse economen onbekend is, terwijl die van Triffin nog voortleeft. Hier is sprake van een interessante parallel met de namen van Friedrich Hayek en Keynes. In beide gevallen is de naam van de wetenschapper die pleitte voor papiergeld en overheidsinterventie ook nu nog bekend en is de naam van degene die pleitte voor goud en een strakke begrotingsdiscipline vergeten.

Dollaroverschot

Vanaf 1958 veranderde de politiek van dollarexpansie van een oplossing in een probleem. Hoewel door de groeiende wereldhandel de behoefte aan dollars snel toenam, nam het aanbod ervan door Amerikaanse politieke keuzes ook steeds verder toe. De door dit systeem verkregen liquide middelen werden door de vs gebruikt om overzeese militaire bases op te zetten. Tegelijkertijd hadden de vs de handen vrij om de binnenlandse economie te stimuleren en te sturen. Vanaf het midden van de jaren zestig werd steeds openlijker een politiek van *guns and butter* gevoerd. Het aantal buitenlandse militaire interventies, met als dieptepunt de oorlog in Vietnam, nam toe en de verzorgingsstaat, met de zogenoemde *war against poverty* en *The Great Society*, werd opgetuigd. De vs leefden op steeds ruimere voet, gefinancierd door het buitenland. De wereld werd hierdoor overstelpt met dollars.

De vs leefden op steeds ruimere voet, gefinancierd door het buitenland.

De expansieve binnenlandse en buitenlandse politiek van de vs kostte zo veel geld dat de waarde van het onderliggende goud al in 1960 werd overschreden. Het onderpand voor de dollar, de Amerikaanse goudvoorraad, was niet meer toereikend om tegen de afgesproken prijs van 35 dollar te handhaven. Het overschot aan dollars werd aanvankelijk nagenoeg geheel door buitenlandse centrale banken aangehouden voor facilitering van handel en internationaal betaalverkeer, maar voor een steeds groter deel ook in goud. Hierdoor vloeide er steeds meer goud uit de Amerikaanse kluis richting landen met dollaroverschotten. Aanvankelijk zagen de Amerikanen deze uitvoer van goud naar andere landen als een gezonde herverdeling. Maar tegen het eind van de jaren vijftig veranderde hun kijk hierop en langzaam maar zeker werd de gouduitvoer beschouwd als een bedreiging van de Amerikaanse monetaire orde en de militaire slagkracht. Want wat zou

in de ogen van de rest van de wereld de dollar waard zijn als het gouden onderpand was verdwenen?

Het goud in de kluis van de vs was de achilleshiel van het Bretton Woods-systeem. Er was sprake van een opwaartse prijsdruk van goud in de vrije markt. Dat de prijs van goud in de vrije markt kon stijgen, was het gevolg van een groeiende kapitaalmarkt. Aanvankelijk waren het onder Bretton Woods centrale banken en overheden die de kredietschepping centraliseerden en ervan konden profiteren. Banken en financiële instellingen werden door de politiek als schuldigen aangewezen van de Grote Depressie en werden nadien onder curatele gesteld en sterk gereguleerd. Kredietschepping was daardoor eerder een zaak van het centrale-bankbeleid dan van commerciële bankiers. Een aantal gebeurtenissen zorgde er echter al snel na aanvang van Bretton Woods voor dat de teugels moesten worden gevierd; gebeurtenissen die aan de basis staan van de enorme expansie van het mondiale financiële systeem.

In de jaren vijftig en zestig ontstond een door centrale banken en overheden gedoogde interbancaire geldmarkt. Handeldrijvende multinationals, een groeiende economie en oliewinning zorgden voor snel toenemend internationaal kapitaalverkeer. Het noopte banken tot het bieden van wereldomspannende diensten. Om aan binnenlands toezicht te ontsnappen en gebruik te maken van het internationale kapitaalverkeer kozen Amerikaanse en later steeds meer Europese banken domicilie in belastingparadijzen.

Deze belastingparadijzen, zoals de Kaaimaneilanden, de Cariben of de Londense City, kwamen aanvankelijk op door politieke motieven.⁵ Landen die handeldreven met de vs, konden ervoor kiezen hun verdiende dollars om te zetten in Amerikaanse staatsobligaties of goud. Omdat dat laatste in toenemende mate door de vs werd ontmoedigd en veel landen de Amerikaanse regering niet wensten te sponsoren door aankoop van staatsobligaties, bracht het stallen van dollars in belastingparadijzen uitkomst. Zo koos de Sovjet-Unie er ten tijde van de Koude Oorlog voor de door export verdiende dollars te stallen bij een internationaal opere-

rende bank in het financiële centrum van Londen. Men deed dat omdat men bang was dat de dollars eenvoudig konden worden geconfisqueerd. Ook oliestaten kozen er om uiteenlopende redenen vaak voor om de dollars die ze verdienden door olie-export te stallen buiten de vs.

Het geld in belastingparadijzen was statenloos, omdat het niet door overheden en centrale banken werd gereguleerd. Daardoor en doordat er steeds meer landen, multinationals, banken en ook rijke particulieren gebruik van maakten, ontstond er een zogenoemde eurodollarmarkt. Centrale banken verloren door de opkomst van deze geldmarkt steeds meer hun grip op de kredietcreatie in het financiële systeem. In deze markt kon met geld geld worden gemaakt. Het was een stuk gemakkelijker dan geld verdienen in de gereguleerde economieën. De belastingparadijzen werden een vluchtroute voor particulieren en bedrijven die geld wilden verdienen aan, of wilden ontkomen aan, de manipulaties van de politieke economie. Schattingen van het IMF gaan ervan uit dat er medio 2011 inmiddels een bedrag van 18 biljoen dollar in belastingparadijzen is gestald, evenveel als de hele Europese economie.

De opkomst van belastingparadijzen was problematisch voor de vs. Banken en beleggers die gebruik konden maken van de financiële middelen die waren gestald in de belastingparadijzen, waren natuurlijk ook bekend met de steeds schevere verhouding tussen de hoeveelheid goud en dollars. Zij gingen speculeren op een ont koppeling van goud en de dollar. Meer dollars in circulatie betekende anticipatie op een waardedaling van de dollar en een waardestijging van goud. Dit was de Amerikanen een doorn in het oog; ze vreesden namelijk voor een acute valutacrisis, vergelijkbaar met de crisis van 1931.

De waarde van de dollar moest stabiel blijven en de goudprijs ook. Dat laatste kon op drie manieren. De moeilijkste was een herbalancering van de economie waardoor het wegvloeien van goud werd gestopt. Economisch gezien was dat goed mogelijk, namelijk door via renteverhoging de betalingsbalans in evenwicht te brengen en hiermee de hoeveelheid dollars in interna-

tionale circulatie te verminderen. Dit zou de Amerikaanse economie echter in recessie hebben gebracht, en daar kozen de politici niet voor. Ook werd geprobeerd door importquota voor olie en door exportheffingen de handelsbalans in evenwicht te brengen en hierdoor de goudexport te beteugelen. Naast deze maatregelen werd geprobeerd door intensief overleg met handelspartners tot een betere handelsstroom te komen. Aan dollar-surpluslanden werd gevraagd om de dollars te besteden door militaire goederen in de vs aan te schaffen. Dit had echter geen merkbaar effect op de gouduitstroom.

**De waarde van de dollar moest
stabiel blijven en de goudprijs ook.**

Een tweede manier om dollarwaarde en goudprijs stabiel te houden was door morele en politieke druk uit te oefenen op handelspartners. Zo werd Duitsland onder druk gezet om mee te betalen aan de stationering van Amerikaanse troepen op Duits grondgebied, soldaten die daar tenslotte waren voor Duitslands eigen verdediging tegen de Russen. Toen Duitsland weigerde, werd bedreigd die troepen terug te trekken, wat voor de Duitsers een nachtmerriescenario zou zijn. Dit dreigement werd gebruikt om de Duitse regering voor het blok te zetten geen dollars om te wisselen in goud. Dat het uiteindelijk weinig om het lijf had omdat de Amerikanen de aanwezigheid van troepen zelf als noodzakelijk zagen in hun strijd tegen de Russen deed niet ter zake. Het had echter wel effect. De Duitse centrale bankier Karl Blessing beloofde schriftelijk dat Duitsland geen intentie had zijn goud op te eisen. Na zijn pensionering heeft hij in een interview overigens zijn spijt betuigd dit zo uitdrukkelijk op schrift te hebben gezet.⁶ Via diplomatieke druk konden de vs buitenlandse centrale banken nog overreden dollars aan te houden in plaats van om te ruilen voor goud. Maar speculanten waren moeilijker aan banden te leggen. Er was meer nodig.

De London Gold Pool

Toen eind 1960 de goudprijs naar 40 dollar schoot, besloten de Fed en de Bank of England tot een derde manier om de goudprijs stabiel te houden. Ze dumpen grote hoeveelheden goud uit de kluis van de BoE op de markt, teneinde de prijs weer op 35 dollar te krijgen. Dat lukte. Maar om Bretton Woods te redden moest de rol van goud structureel worden gecontroleerd. Dat deden de Amerikanen door de samenwerking met de BoE uit te breiden naar zes andere centrale banken. Deze samenwerking werd in november 1961 geïnstitutionaliseerd in de zogenoemde London Gold Pool,⁷ een overeenkomst waarbij de centrale banken goud verkochten als de marktprijs steeg boven de 35 dollar en goud aankochten als de marktprijs daalde onder de 35 dollar. De Fed nam 50 procent van de overeenkomst voor haar rekening.

De hele operatie was aanvankelijk geheim en daardoor zeer effectief. Maar door de voortgaande excessieve dollarcreatie intensiverde de opwaartse druk op het goud. De deelnemers van de Gold Pool raakten steeds meer goud kwijt. Hierop begonnen de Amerikanen de goudbetaling aan de rest van de wereld te traineren, met als gevolg tweespalt in de London Gold Pool. Marktkrachten bespeurden een snel einde van de Gold Pool en sloegen massaal goud in, speculerend op een snelle stijging van de prijs.

De doodsteek voor het systeem van de Gold Pool kwam toen Frankrijk in juni 1967 goud liet verschepen van New York naar Parijs, uit onvrede met de Amerikaanse buitenlandse politiek. Toen Engeland daarop het pond devalueerde, ontstond er een internationale run op goud. De Gold Pool werd beëindigd. Centrale banken spraken af dat er onderling werd gerekend in de vaste prijs van 35 dollar per ounce, maar dat de prijs in de vrije markt omhoog kon. Voor de markt was er dus sprake van een vrij fluctuerende goudprijs, terwijl de Amerikaanse centrale bank vasthield aan de vastgestelde goudprijs van 35 dollar.

De prijs van goud in de vrije markt steeg gestaag. Sommige partijen profiteerden hiervan door hun dollars bij de Amerikaanse centrale bank om te wisselen voor goud en dat goud daarna in

de vrije markt te verkopen, met een gegarandeerde winst. Door dit zogenoemde goudraam was er nog steeds geen einde gekomen aan het weglekken van Amerikaans goud naar het buitenland. De crisis was nog steeds niet bezworen. Tegen 1968 dreef de wereld langzaam naar een crisis die volgens de Fed gevaarlijker was dan de crisis van 1931.⁸

De Nixon-shock

De crisis van 1968 was nog niet zichtbaar voor het gewone publiek; de twee goudprijzen hadden geen impact op het dagelijkse leven. Achter de schermen ging het er echter hard aan toe. Begin jaren zeventig was de hoeveelheid Amerikaans goud inmiddels gedaald tot 8000 ton. De gecoördineerde acties van centrale banken hadden uiteindelijk maar beperkt effect gehad en de Amerikanen waren weer terug bij af. Om verdere daling tegen te gaan konden de Amerikanen drie dingen doen: snijden in overheidsuitgaven en schulden afbetalen, de goudprijs verhogen naar een niveau waarbij de reële waarde van de dollar werd weerspiegeld, of de dollar loskoppelen van het goud.

De eerste maatregel was politiek niet haalbaar. De binnenlandse en buitenlandse uitgaven waren structureel uit het lood geslagen en een inperking ervan was praktisch onuitvoerbaar.⁹ De tweede maatregel werd van de hand gewezen omdat daarmee de internationale rol van de dollar onder vuur zou komen te liggen en die van het goud de overhand zou krijgen. Dat was voor de Amerikanen uit geopolitiek oogpunt onbestaanbaar. Het Amerikaanse doel was een wereldwijde indamming van de macht van de Sovjet-Unie, een indamming van de macht van Duitsland door militaire aanwezigheid in Europa¹⁰ en het voorkomen van een nieuwe economische depressie. Een monetaire revolutie in de vorm van een devaluerende dollar en gerevalueerd goud zou deze doelen tegenwerken. Hoewel er aanvankelijk interne aarzelingen waren, kreeg de derde optie steeds meer tractie binnen de Amerikaanse bancaire en politieke kringen.

Op 15 augustus 1971 verbrak de Amerikaanse president Nixon de band tussen de dollar en het goud, een handeling die bekend is geworden als de zogenoemde Nixon-shock. Nixon vertelde de wereld dat dollars voortaan het echte goud waren en dat het goud werd gedegradieerd tot een grondstof.¹¹ Nixon besloot niet alleen tot het ontkoppelen van de dollar en goud, maar ging ook over tot devaluatie van de dollar en verregaande prijscontroles, ten einde de prijsinflatie in eigen land te beteugelen. Hierdoor ging de Amerikaanse regering het terugbetalen van schulden en de noodzakelijke structurele economische hervormingen uit de weg.

Nixon vertelde de wereld dat dollars voortaan het echte goud waren en dat het goud werd gedegradieerd tot een grondstof.

Jelle Zijlstra, de toenmalige directeur van de Nederlandse centrale bank, moet door deze beslissing hebben teruggedacht aan zijn voorganger Gerard Vissering. Want hoewel Zijlstra enkele maanden voor het eind van de dollar-goudkoppeling nog met succes een deel van de dollars voor goud omruilde, bleef de bank na de ontkoppeling zitten met een enorme hoeveelheid flink gedevaleerde dollars. De omwisseling gebeurde overigens zeer tegen de wil van de vs. De voorganger van oud-Fed-voorzitter Alan Greenspan, Paul Volcker, werd zelfs naar het hoofdkantoor van De Nederlandsche Bank gestuurd om te proberen Zijlstra op andere gedachten te brengen. Zijlstra beschrijft dat Volcker hem toevertrouwde dat de wens om opnieuw dollars voor goud in te ruilen niet goed was gevallen in de vs. 'You are rocking the boat', zou de Fed-president Zijlstra toen hebben toegeroepen. Hierop antwoordde Zijlstra gevat: 'Well, if this rocks the boat, then the boat is not very solid.'

Revaluatie of ontkoppeling?

Waarom kwam er geen herwaardering van goud van 35 naar 200 dollar, zodat de vs weer voldoende goud hadden als back-up van de dollar? Dit heeft twee redenen. De eerste is logisch,

de tweede speculatief. Wanneer goud was gerevalueerd, dan zou duidelijk worden dat goud het echte kapitaal was, en dollars de rekeneenheid. Dat zou de rol van de dollar en later de staatsobligatie hebben ondermijnd. Tevens zou er later een tekort aan goud ontstaan, omdat de Amerikaanse overheid meer uitgaf dan er aan belastinggeld binnenkwam. Uiteindelijk zou de permanente oplossing hiervoor duidelijk worden: een zwevende fysieke goudprijs. Dat zou de rol van de dollar echter hebben gemarginaliseerd. Vanuit monetair en geopolitiek perspectief was het dus logisch dat goud in 1971 werd gedemonetiseerd.

De tweede reden is meer speculatief, maar heeft ook aantrekkelijke aspecten. De Amerikanen stuitten door de lage olieprijs op een tekort aan gemakkelijk en snel oppompbare olie. De olieprijs was te laag om de olie-industrie en de exploratiebedrijven in leven te houden. Vanuit Amerikaans perspectief waren de grote oliereserves gelokaliseerd in de verkeerde regio, namelijk het Midden-Oosten. Een lage olieprijs zou resulteren in een te grote afhankelijkheid van olieproductie door Arabieren. De oplossing werd gevonden in een sterk hogere olieprijs, maar daarvoor moest wel eerst de dollar worden losgekoppeld van het goud. Tot 1972 werden de Arabieren uitbetaald in aan goud geklonken dollars en kon de olieprijs stabiel laag blijven (3,60 dollar per vat ruwe olie); na de ont koppeling zou hogere dollarprijsinflatie olieproducenten aanzetten meer dollars voor hun olie te gaan vragen. Door de hogere olieprijs kon de olie-industrie in de vs in leven blijven en werd olie buiten het Midden-Oosten economisch winbaar. Daarbij werd olie door de koppeling aan de dollar vanaf dat moment de reserveback-up van de dollar, in plaats van goud.

Deze argumentatie is speculatief, maar de laatste jaren komen er steeds meer signalen dat er een kern van waarheid in zit. Zo vertelde de van 1962 tot 1986 in functie zijnde olieminister van Saudi-Arabië, Sheikh Ahmed Zaki Yamani, in 2010 in een CNN-interview dat de Amerikanen in 1971 uit waren op een prijsverhoging van 400 procent.¹² Ook zijn er op internet intrigerende teksten te vinden van insiders uit de olie-industrie die hierop wijzen.¹³

De rest van de wereld had op deze eenzijdig afgekondigde loskoppeling natuurlijk kunnen reageren door de dollars voortaan te weigeren. De Amerikanen hadden tenslotte plots de spelregels van het economische verkeer veranderd. Weigering van dollars was echter niet mogelijk zonder een pijnlijke en ingrijpende wereldwijde recessie en mogelijk zelfs een economische depressie. De dollar zou zijn ingestort en daarmee ook de dollarbezittingen in de kas van centrale banken. De dollar, decennialang *as good as gold*, werd namelijk gebruikt als onderpand door de rest van de westerse economieën. Op basis van deze goudgedekte dollarbezittingen expandeerden centrale banken hun eigen munten en economieën. Die centrale banken zouden bij een sterke waardevermindering van de dollar genoodzaakt zijn de uitstaande liquide middelen en kredieten te beperken, wat tot een deflatoire spiraal zou leiden. Dat was politiek niet haalbaar. Goud had de vervanging kunnen zijn, maar werd om politieke, geopolitieke en economische redenen niet gekozen. De Amerikanen waren op het hoogtepunt van hun politieke, militaire en economische macht. Europa was militair en economisch afhankelijk van de vs. Een Europese *Alleingang* was onbespreekbaar. De discipline van goud was verdwenen, politici bekeerden zich wereldwijd en van links tot rechts tot het basisprincipe van de herverdelende politicus in dienst van belangengroepen: meer geld uitgeven dan je hebt. Een monetair experiment was geboren.

Politici bekeerden zich wereldwijd en van links tot rechts tot het basisprincipe van de herverdelende politicus in dienst van belangengroepen: meer geld uitgeven dan je hebt.

Wereldmacht Amerika

De imbalansen werden vanaf het begin van Bretton Woods graag voor lief genomen, omdat ze ogenschijnlijk een win-winsituatie opleverden. De vs konden boven hun stand leven, terwijl landen

in de periferie konden exporteren naar de vs en op die manier hun exportindustrie en hun economie konden opbouwen. Toch heeft Bretton Woods 1 vanaf het begin niet goed gefunctioneerd. Het bracht geen duurzame financiële stabiliteit, geen gebalanceerde economische samenwerking en geen internationale politieke saamhorigheid. Door de instabiliteit van de monetaire orde won de politiek van overreding en macht het al snel van de saamhorigheid.

Toch werd lange tijd, mogelijk tegen beter weten in, gepoogd het systeem te stabiliseren. Het is gerechtvaardigd om de vraag te stellen waarom dat zo lang werd geprobeerd. Mogelijk waren zowel de Amerikanen als de Europeanen bang voor de gevolgen van het falen van het systeem. De crisis van 1931 lag dan wel niet vers in het geheugen, maar wel was men bekend met de verstrekkende gevolgen van de daaropvolgende depressie en de oorlogsjaren. Toen de vs de dollar en het goud in 1971 loskoppelden, werd dat door de intensieve samenwerking tussen westerse politici en centrale bankiers niet gevolgd door een crisis en een grote oorlog.

De dominante rol van de vs verklaart waarom de crisis van 1929-1933 werd gevolgd door competitieve geldontwaarding en een economische depressie, terwijl de crisis van 1968-1971 niet werd gevolgd door een recessie en een decennium van stagflatie, prijsinflatie gekoppeld aan economische stagnatie. Er was geen competitie om de macht. In 1971 waren de vs de onbetwiste leider van de westerse wereld. Het land vormde de buffer tegen het gehate en gevreesde communisme. Daarmee was de situatie van 1971 diametraal anders dan die van 1931. Het einde van de goudwisselstandaard in dat jaar markeerde het definitieve eind van Engeland als wereldmacht, er was geen opvolger. De vs waren nog niet bereid en in staat de leiderschapsrol op zich te nemen.

Loskoppelen van goud en de dollar leidde in 1971 dus niet tot een wereldcrisis, het werd op korte termijn internationaal geaccepteerd. Maar het leidde op de langere termijn tot geopolitieke en economische spanningen en uiteindelijk ook onvermijdelijk tot de uitgestelde crisis. Wat begon als een exorbitant privilege om de reservevaluta te mogen drukken, evolueerde tot geopo-

litieke en economische spanningen met voormalige partners. De aanvankelijke periferie ontwikkelde zich tot volwaardige economieën. De economische en geopolitieke redenen die ten grondslag lagen aan de ondersteuning van de dollar, verdwenen uiteindelijk langzaam naar de achtergrond. Europa kroop uit het economische en monetaire dal en ontwikkelde een valutastelsel dat ook kan functioneren zonder de dollar als ankerpunt. Het begon zich ook te verenigen en te bewapenen, waardoor het zich zekerder voelde op veiligheidsgebied. Japan industrialiseerde en werd een welvarend land. En ook China volgt sinds het in 2000 lid werd van de World Trade Organisation die weg.

Niet alleen handelspartners emancipeerden zichzelf. Ook het gedereguleerde financiële stelsel kwam langzaam maar zeker tot wasdom en is steeds bepalender geworden voor de politieke en economische verhoudingen in de wereld.

Pssstt... wilt u lezen wat alleen de **insiders** weten?

Laatste: Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld



ANALYSES ~ BOEKEN **ABONNEREN** UITLOGGEN ~

Onze nieuwste analyses



Olieprijs stabiliseert, maar tekort aan diesel dreigt

De energiemarkt lijkt weer wat te stabiliseren met een olieprijs van ongeveer \$100 per vat, maar schijn bedriegt. Door een combinatie van factoren dreigt namelijk een schaarste aan diesel te ontstaan. Verschillende analisten voorzien deze zomer een schaarste aan diesel. Een groot probleem, omdat diesel van vitaal belang is voor transport, landbouw en industrie. Wat is er precies aan de hand?

Deel dit artikel:



Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld

Centrale banken willen meer grip op het geldsysteem en werken daarom aan digitaal centralebankgeld. Wat betekent deze ontwikkeling voor ons geld, de stabiliteit van ons geldsysteem en onze vrijheid? In deze podcast van De Andere Krant legt politcoloog Sander Boon uit dat dit een zeer gevaarlijke ontwikkeling is. Hij heeft volgens hem veel weg van het beruchte sociale kredietsysteem in China, dat erop gericht is het gedrag van mensen te sturen.



Opnieuw onrust in Treasury markt, dollar stijgt verder

De 60/40 portfolio's lijden pijn. Dit zijn beleggingsportefeuilles waar voor 60% aandelen en voor 40% staatsleningen in zitten. De gedachte achter deze verhouding is dat aandelen hard kunnen dalen, maar dat het verlies dan kan worden opgevangen door stijgende prijs van staatsleningen (en een dalende rente). Zowel staatsleningen en bedrijfsleningen als aandelen dalen nu echter hard in waarde. Het is een vicieuze cirkel waar we nog niet uit zijn gebroken.

Word *Geotrendlines Insider*
en wees voorbereid op de toekomst!

Meer informatie

4 Permanente instabiliteit

'Zonder goudstandaard is het niet mogelijk om spaargeld te beschermen tegen onteigening door inflatie. Het laten oplopen van overheidstekorten is niet meer dan een manier om kapitaal "onzichtbaar" te confisqueren. Goud beschermt ons tegen dit proces. Het is daarmee een bewaker van ons eigendomsrecht.'

– Alan Greenspan, *Gold and Economic Freedom* (1968)

'Inflatie is waarschijnlijk de belangrijkste schakel in de vicieuze cirkel waarmee elke overheidstaak weer meer overheidscontrole nodig maakt. Daarom zou iedereen die de toename van overheidsingrijpen in de samenleving een halt toe wil roepen, zich in eerste instantie moeten richten op de geldpolitiek.'

– Friedrich August Von Hayek

Goud was de kanarie in de kolenmijn. De signaalfunctie ervan moest uit het monetaire systeem worden geduwd, want politici en bankiers wensten ongeremd verder te gaan in het spel van welvaart op krediet. De Nixon-shock luidde de geïnstitutionaliseerde verankering daarvan in. Het was een monetaire revolutie. Nog nooit was er wereldwijd sprake geweest van een geldsysteem dat was gebaseerd op louter vertrouwen; het vertrouwen dat geld zonder intrinsieke waarde kon functioneren als transactiemiddel en waardeopslag. Door de mogelijkheid geld en krediet uit het niets te creëren, werd het voor de samenleving als geheel mogelijk om tegelijkertijd welvarender te worden en dieper in de schulden te geraken. Dat had wel zijn prijs. De steeds terugkerende financiële crises, economische recessies, seriële bubbels en crashes zijn allemaal terug te voeren op het loslaten van het monetaire anker.

De Amerikanen creëerden een nieuwe financiële structuur met de Amerikaanse staatsobligatie als middelpunt. De dollar

werd een zwevende reservemunt, met als enige back-up *the full faith and credit of the Government of the United States of America*, oftewel de Amerikaanse belastingbetaler. Benjamin Disraeli, voormalig Brits premier, noemde dit papiergeldsysteem zonder intrinsieke waarde ‘suspicion asleep’. De Amerikanen gokten erop dat de rest van de wereld zich niet van de dollar af zou wenden. Dit zou voor zowel de vs als voor de rest van de wereld tot een onmiddellijke economische recessie of zelfs depressie hebben geleid.

In essentie betekent dit natuurlijk zoets als: zolang de buurman zijn baan behoudt, verlies jij je geld niet.

De Amerikanen gokten juist. De centrale banken van zowel arme als rijke landen bulkten door de handel met de vs van de dollars, dollars die voor 1971 nog *as good als gold* waren en werden gebruikt als onderpand voor hun eigen valuta. Om een deflatoire spiraal zoals na 1931 te voorkomen moest de rest van de wereld na de ont koppeling de waarde van staatsobligaties, de kern van het dollarsysteem, handhaven. Sinds 1971 kopen de centrale banken met hun dollars dan ook eigenlijk uit noodzaak Amerikaanse staatsobligaties. Deze obligaties geven rente en zijn de vervangers van de goudgedekte dollar. Ze staan op de balans als bezit. Hierdoor wordt de basis van de monetaire economie tegenwoordig niet meer gevormd door het neutrale goud, maar door de Amerikaanse staatsschuld.

Het vertrouwen dat deze schuld wordt terugbetaald in dollars van gelijke waarde hangt af van de kracht van de Amerikaanse economie. Wanneer de economie van de vs goed functioneert, wordt de waarde van de schuld en daarmee de waarde van het onderpand van andere valuta's gegarandeerd. In essentie betekent dit natuurlijk zoets als: zolang de buurman zijn baan behoudt, verlies jij je geld niet. Het vertrouwen in de Amerikaanse staatsobligatie en de Amerikaanse economie is dus cruciaal.

De papieren dollar werd opgedrongen door de Amerikanen. Jelle Zijlstra, Nederlandse centrale bankier en gevierd politicus,

was daar niet gelukkig mee: ‘De Verenigde Staten hebben de wereld tot aan vandaag onvoorstelbaar grote diensten bewezen. In twee wereldoorlogen hebben zij vastberadenheid getoond en een bereidheid om offers te brengen, en waarachtig niet alleen in geld (...). Wij danken onze vrijheid aan dat land. Maar op het terrein van het internationale monetaire bestel is ruimte voor ernstige kritiek.’¹ De Amerikanen maakten gebruik van de situatie. Er was op dat moment geen keus; er was geen alternatief voor de dollar. De Amerikaanse staatssecretaris van Financiën John Connolly verwoordde dit dilemma in de jaren zeventig als volgt: ‘The dollar is our currency, but it is your problem.’

De beperkingen van het goud werden opzij geschoven ten faveure van kredietwaardige Amerikaanse staatsobligaties en zwevende wisselkoersen. Het gros van de economen en beleidsadviseurs zag dat als een vooruitgang. Hoewel staatsobligaties in theorie een solide onderpand kunnen vormen en zwevende wisselkoersen verstoorde handelsbalansen kunnen corrigeren, is het de praktijk waar het is misgegaan.²

Zwevende dollars

De dollar was sterk overgewaardeerd ten opzichte van andere valuta's. Na de loskoppeling van goud devalueerde Nixon de dollar twee maal. Hoewel in december 1971 nog werd geprobeerd om het systeem van vaste wisselkoersen te redden, bleek al snel dat dat niet voldoende was. Valutakoersen gingen vrij zweven ten opzichte van elkaar. Economen zagen dat als voordeel, want door marktwerking konden verstoorte handelsbalansen voortaan worden gecorrigeerd. De wisselkoers van een valuta in een land met een handelstekort zou verzwakken, die van een land met een handelsoverschot zou versterken. Hierdoor zou er een situatie ontstaan waarbij het te veel importerende land door een verzwakte munt goedkoper werd, waardoor de export concurrerend werd. Het te veel exporterende land zou door een opwaartse druk op de muntwaarde zichzelf uit de markt prijzen en meer gaan im-

porteren. Net zolang tot de handelsbalans weer in evenwicht was. Een systeem van vaste wisselkoersen of een vrije beweging van monetair goud was dus in theorie helemaal niet noodzakelijk.

Zoals zo vaak: de theorie was mooi, maar in de praktijk pakte het anders uit. Omdat de dollar nog steeds de kern vormde van het monetaire verkeer, bleef de vraag naar dollars in de rest van de wereld groot. Er was sprake van een permanente overwaardering, ook als de dollar een aantal procenten daalde ten opzichte van andere valuta's. Omdat tevens dollaroverschotten door centrale banken werden omgezet in Amerikaanse staatsobligaties, ontstond er wereldwijd langzaam maar zeker een monetair belang om de dollar overgewaardeerd te houden. Een te snel dalende dollar betekende namelijk dat er verlies moest worden genomen op de aangehouden dollarportefeuille. Aangezien die portefeuille dienstdeed als onderpand voor de eigen valuta en kredietcreatie, werd dat tegengegaan.

Met name exportlanden kozen niet voor een zwevende valuta, maar voor een semikoppeling aan de dollar, de zogenoemde *dirty float*. De met export verdiende dollars werden niet omgewisseld voor eigen valuta's, maar gebruikt om er Amerikaanse staatsobligaties voor te kopen. Het omruilen voor eigen valuta's zou te veel neerwaartse druk op de dollar hebben gegeven en een waardeinstijging van de eigen valuta ten opzichte van de dollar veroorzaken. Dat zou de exportpositie op den duur in gevaar kunnen brengen. Het zou er ook voor zorgen dat de reeds in kas zijnde dollarbezittingen minder waard zouden worden.

Het dollarsysteem bracht geen stabiliteit, maar permanente instabiliteit. De markt werd niet vrijgelaten om zijn stabiliserende werk te doen. Verstoorde handelsbalansen en onder- of overgewaardeerde valuta's konden alleen worden gladgestreken door politiek overleg. Omdat bovendien niet alleen de vs, maar ook andere landen overgingen tot een politiek van permanente begrotingstekorten en geldcreatie, nam per saldo de waarde van het geld gestaag af.

Stagflatie

Hoewel het belang aanwezig was de dollar overgewaardeerd te houden, nam hij wel gestaag in waarde af ten opzichte van grondstoffen. De waardedaling van dollars werd door olie-exporteurs met lede ogen aangezien. Tot 1971 werden ze betaald in dollars *as good as gold*, na 1971 met dollars die snel in waarde daalden. Dat maakte dat de economische waarde van de olie in de grond steeds lager werd. Daar moest verandering in komen. De in 1965 opgerichte Organisatie van Olie Exporterende Landen (OPEC) besloot in 1973 tot een scherpe verhoging van de prijs van ruwe olie, een verhoging die wereldwijd leidde tot de eerste oliecrisis.³

Paradoxaal genoeg bleek dat de hoge olieprijs een zegen was voor het Amerikaanse bankwezen. Olie-exporterende landen verdienden flink aan de hogere prijs en wisten van gekkigheid niet wat ze met de opbrengsten moesten doen. Na een moderniseringsslag van de diverse legers bleef er nog flink wat geld over. Dat geld werd geïnvesteerd en belegd bij banken in onder meer de eerdergenoemde belastingparadijzen. Banken bulkten van het geld en gingen zich in toenemende mate toeleggen op het vinden van partijen die geld wilden lenen. Het was de wereld op zijn kop. Klanten werden gevonden in derdewereldlanden, die de leningen gebruikten om olie te kopen. Ze staken zich diep in de schulden om hun eigen industrie tot ontwikkeling te brengen. Ook landen in Oost-Europa maakten gebruik van de gunstige leenvoorwaarden. Daarnaast wisten beleggers en speculanten de banken te vinden. Met geleend geld werd gespeculeerd op verdere prijsstijgingen van grondstoffen en daarmee op een verdere waardedaling van geld. Grondstoffen bleken een aantrekkelijke beleggingscategorie waarin veel geld kon worden verdiend.

De prijsstijgingen, begonnen met olie, lokten een loon-prijs-spiraal uit. Vakbonden vroegen steeds hogere lonen ter compensatie van de gestegen voedsel- en energieprijzen. De hoge lonen dempten de bedrijfswinsten, omdat bedrijven niet alleen hogere lonen moesten betalen, maar ook hogere inkoopkosten hadden. De werkloosheid liep op en overheden stimuleerden de economie,

onder meer door hogere uitkeringen. Door de terugvallende economie liepen de belastinginkomsten terug, waardoor overheden genoodzaakt waren meer te gaan lenen. Het klassieke keynesiaanse beleid werkte averechts. De spiraal van een stagnerende economie en steeds hogere prijzen kwam niet voor in de theorie en moest worden gelabeld met een nieuwe term: stagflatie.

Van monetair anker naar grondstof

In de jaren zeventig werden de eerste stappen gezet om de goudmarkt te transformeren. Vanaf de legalisering van goud in de vs op 1 januari 1975 verschoof de goudmarkt langzamerhand van een fysieke naar een papieren handel. Op de ook in 1975 geopende goudbeurs in Chicago kon via termijncontracten goud op papier worden verhandeld.

De papieren handel werd al snel populairder dan de handel in het onderliggende fysieke goud. Fysiek goud kende ten opzichte van het 'papieren goud' natuurlijk een aantal nadelen: goud was zwaar en bracht kosten met zich mee voor vervoer, opslag en eventueel een verzekering. Papiergeld was gemakkelijk in gebruik, elektronisch te verhandelen en te verrekenen in cash geld. Zo kon er worden gespeculeerd op de prijsvorming van goud, terwijl de handelwinsten werden uitgekeerd in geld.

De prijs van fysiek goud komt sinds die tijd niet meer tot stand op basis van vraag en aanbod, maar op basis van markt sentiment over de toekomstige prijs. Aangezien de goudcontracten kunnen worden gekocht op marge en de handelwinsten niet resulteren in levering van fysiek goud, maar in cash equivalent, kun je stellen dat de prijs van goud wordt bepaald door handelaren die zich het fysieke goud niet kunnen of willen veroorloven. Fysiek goud werd papiergoud, een goud derivaat, net zoals krediet een geld derivaat werd. Papiergoud werd een claim op goud, zoals een schuldbewijs een claim werd op geld.

Door deze transformatie in de goudmarkt is de hoeveelheid papieren claims op goud anno 2012 volgens marktkenner honderd maal groter dan de hoeveelheid onderliggend fysiek goud. Mocht het vertrouwen in de integriteit van het papieren goud een knauw

krijgen, dan kan de run op het Amerikaanse goud van 1971 worden herhaald. Het zou de derde keer zijn in honderd jaar dat er een run ontstaat op het fysieke goud (de eerste keer was tijdens en na de loskoppeling van het Engelse pond van goud).

De vs hebben in reactie op een run op goud al twee maal eerder de spelregels veranderd. In 1933 ging de overheid over tot nationalisatie van het binnenlandse goud, nadat burgers het vertrouwen hadden verloren in papieren claims op goud. Na de nationalisatie werd besloten de goudprijs met 70 procent te laten stijgen ten opzichte van de dollar. In 1971 ging de overheid over tot nationalisatie van het buitenlandse goud, nadat centrale banken het vertrouwen hadden verloren in papieren claims op goud. Na de nationalisatie steeg de papieren prijs van goud met duizenden procenten ten opzichte van de dollar.

Zullen de spelregels van de goudmarkt als gevolg van de kredietcrisis en de schuldencrisis binnenkort weer veranderen? Opmerkelijk is in ieder geval dat de centrale banken sinds 2009 voor het eerst in decennia weer netto kopers zijn van fysiek goud.

De signaalfunctie van goud keert terug

De overgang van vaste naar zwevende wisselkoersen ging gepaard met een devaluatie van de dollar van 10 procent. Door deze devaluatie kreeg de goudprijsstijging vaart. Centrale banken zagen met lede ogen aan dat het vertrouwen in papieren valuta's zonder goudanker snel terugliep en trachtten met hogere rentes de prijsinflatie te beteugelen. Ondanks de hogere rente bleef de goudprijs verder stijgen, van 35 dollar in 1971 naar 195 dollar eind 1974. De Amerikaanse overheid was hierover zeer bezorgd. Andere landen, zoals Frankrijk, zagen in de prijsstijging hun gelijk dat de ontkoppeling van goud en de dollar een vergissing was. De Amerikanen wilden dit sentiment de kop indrukken, omdat moest worden voorkomen dat goud door de rest van de wereld werd omarmd als een alternatief voor de dollar.

Op drie manieren probeerden de vs goud onaantrekkelijk te maken als monetair metaal. Ten eerste maakte de Amerikaanse overheid aan de wereld duidelijk dat goud geen rol meer te spelen had als monetair metaal voor centrale banken door het bezit van goud voor burgers te legaliseren. Vanaf 1 januari 1975 werd het Amerikanen toegestaan, voor het eerst sinds 42 jaar, om goud te kopen, te bezitten en te verhandelen. Door deze zet probeerden de vs goud tot grondstof te transformeren. Om aan de vraag te kunnen voldoen werd in samenwerking met andere centrale banken veel goud op de markt verkocht. Het leek te werken. In augustus 1975 daalde de goudprijs naar 103 dollar. Op de langere termijn had deze methode echter weinig succes. Door aanhoudende dollardevaluatie ging de goudprijs uiteindelijk weer verder omhoog.

Een tweede manier om een terugkeer van goud als monetair metaal te frustreren was diplomatieke druk op buitenlandse ministers van financiën en centrale bankiers. Zo schreef de toenmalige voorzitter van de Fed, Arthur Burns, in een memorandum aan onder meer de latere voorzitter Alan Greenspan dat Frankrijk onder druk moest worden gezet om de goudmarkt niet te betreden als koper.⁴ Frankrijk was het land dat als eerste uit de London Gold Pool was gestapt en was sinds de ontkoppeling van goud en de dollar nog altijd een voorstander van de terugkeer van goud in het monetaire systeem. Ook andere Europese landen waren pro-goud, maar deden dat minder openlijk dan Frankrijk. Door buitenlandse partijen onder druk te zetten konden de vs hen belletten om de vrije goudmarkt te betreden. Als in het klimaat van stagflatie bekend was geworden dat centrale bankiers goud kochten op de open markt, was de prijs ervan waarschijnlijk nog veel verder gestegen dan uiteindelijk het geval was.

Een nieuwe dollarcrisis dreigde de wereldeconomie in chaos te storten.

Legalisering van goud voor burgers en diplomatieke druk hadden echter te weinig effect; de vs hadden een paardenmiddel nodig. De hulp van het IMF werd ingeroepen. Samen met dit instituut

werd een georkestreerde goudverkoop opgezet. Door middel van openbare en van tevoren aangekondigde goudveilingen werd van 1975 tot 1979 geprobeerd de goudprijs te drukken. Een forse dollardevaluatie van 25 procent tussen januari en oktober 1978 gooide roet in het eten. In juli van dat jaar stond de goudprijs weer op het niveau van eind 1974. Door de dollardaling steeg de vraag naar goud begin 1979 enorm. De vs en het IMF waren genoodzaakt de goudverkopen te staken. Daarna steeg de prijs snel door naar 250 dollar in februari en 300 dollar in juli. Toen Paul Volcker in augustus 1979 het roer bij de Fed overnam van Arthur Burns, stond de prijs op 400 dollar. Een nieuwe dollarcrisis dreigde de wereldeconomie in chaos te storten.

De redding van de dollar

Na jaren van stagflatie en een tweede oliecrisis in 1979 was het vertrouwen in de dollar gekelderd tot een dieptepunt. De prijsinflatie in de vs stond op 13,5 procent op jaarbasis, terwijl de rente rond de 11 procent schommelde. Omdat de prijzen dus harder stegen dan de rente op dollars, was er sprake van een negatieve reële rente. De waarde van de dollar werd uitgehold. Het vertrouwen in de dollar als transactie- en waardemiddel stond op het spel. Binnenlandse en buitenlandse consumenten en beleggers deden in toenemende mate de dollars van de hand. Speculanten anticipeerden daarop door te gokken op een verdere prijsdaling van de dollar. Handelscontracten werden afgesloten met prijsinflatieclausules, de olieprijs steeg tot 45 dollar per vat en op de vrije markt ging de prijs van goud, de 'inflatiebarometer', begin 1980 kortstondig naar 850 dollar per ounce. Er moesten drastische maatregelen worden genomen om de dollar en het mondiale monetaire stelsel te redden.

Tijdens een conferentie in Belgrado in oktober 1979 werd door een aantal Europese landen grote druk uitgeoefend op Paul Volcker. Hij moest het dollarprobleem oplossen. De wereld had nog steeds geen alternatief voor de dollar en een chaotische overgang

naar goud zou dramatisch hebben uitgepakt voor de wereldeconomie. Volcker was op dat moment de man die de monetaire chaos waarschijnlijk het best kon inschatten, aangezien hij in 1971 de belangrijkste voorstander en architect was geweest van de ont koppeling van de dollar en goud. Ideologisch en economisch was hij tegen een centrale rol van goud. Het belemmerde volgens hem een rationeel gebruik van monetaire beleidsinstrumenten en het beknotte de rol van de overheid in het stimuleren van de economie in tijden dat dat noodzakelijk was. Volcker wist dat de vraag naar de dollar weer moest aantrekken om de waarde te stabiliseren en zo het vertrouwen te herwinnen. Zijn strategie bestond uit twee pijlers: een ander monetair beleid en een verdieping van financiële markten.

Tot 1979 probeerde de Fed door rentebeleid de geld- en kredietgroei te sturen. In het klimaat van stagflatie werkte dat echter averechts. Hoewel de rente hoog was, bleef lenen namelijk aantrekkelijk. Met het geld kon rendement worden behaald door te speculeren in grondstofmarkten. Het rentebeleid was dus niet effectief. Volcker brak met dit beleid door te gaan sturen op geldhoeveelheid. Door zijn beperking van het aanbod van dollars werd de vraag naar dollars niet meer gehonoreerd, wat onmiddellijk resulteerde in een scherp hogere rente. De vraag was groter dan het aanbod. De rente steeg van gemiddeld 11 procent in 1979 naar een piek van 20 procent in juni 1981 en was daarmee hoger dan de prijsinflatie.

Het beleid had effect. De speculatieve aanvallen op de dollar werden door de hoge rente beëindigd; aan de dollardaling kwam een einde. De door Volcker veroorzaakte hoge reële rente had echter wel een prijs. Hij leidde in de jaren 1981-1983 tot de ernstigste economische crisis sinds de Tweede Wereldoorlog. Het was de prijs die moest worden betaald voor een hernieuwd vertrouwen in de dollar.

Het banksysteem kwam bovendien in de problemen doordat veel derdewereldlanden waaraan het uitbundig krediet had verstrekt, hun leningen tegen de hoge rente niet meer konden financieren en ze door de economische recessie ook niet konden

aflossen. De schuldencrisis van de derdewereldlanden beet diep in het banksysteem. Ook toen al was de banksector sterk verlost en waren systeembanken te groot om te laten vallen. De Fed was genoodzaakt met noodleningen diverse banken overeind te houden. Het was een niet mis te verstaan signaal dat zijn schaduw ver vooruit zou werpen.

Door het toegenomen vertrouwen in de dollar en door de hoge rente kwam er een eind aan de lange hausse in grondstoffen en begon de decennialange hausse in waardepapier. Door de binnenlandse stabilisatie werd de dollar ook aantrekkelijk voor landen met minder stabiele munten. Dat de dollar inmiddels werd geaccepteerd als transactiemunt voor de betaling van olie, werkte ook mee aan de grotere buitenlandse vraag naar dollars. De dollar werd weer de vertrouwde reservemunt.

Deregulering

De tweede pijler van het beleid van Volcker was een verdere verdieping van de wereldwijde financiële markten om de toename van dollars te kunnen absorberen. De verkrapting van de dollarmarkt had dan wel tijdelijk een eind gemaakt aan de dollardaling, op de langere termijn zou de toevloed van dollars als gevolg van de permanente Amerikaanse begrotingstekorten speculanten weer nieuwe ammunitie geven. Volcker realiseerde zich dat er tegenover de toevloed van dollars structureel een grote vraag moest komen te staan, wilde de dollar niet weer in een neerwaartse spiraal belanden. Het banksysteem en andere financiële instellingen moesten worden klaargemaakt om de staatsobligaties te absorberen, de zwevende wisselkoersen te stabiliseren, de financiële innovatie te kanaliseren en de steeds grotere kapitaalstromen te faciliteren.

De grote klap kwam begin jaren tachtig. Tot dan toe was er in de vs maar een beperkt aantal financiële instellingen die rente mochten bieden en bij die rente was er ook nog eens sprake van een wettelijk renteplafond. Dit gaf de banken een groot voordeel. Maar na deregulering werden de financiële instellingen gevrij-

waard van het renteplafond. Ook het aantal financiële instellingen dat rente mocht bieden, werd flink uitgebreid. Bondgenoot Engeland ging hierin mee en besloot op 27 oktober 1986 tot de zogenoemde *Big Bang*, de deregulering van banken en financiële instellingen in de Londense City.

Deregulering van de financiële markten resulteerde in een oplopende vraag naar dollars voor transacties en naar schuld-papier voor de opslag van overtollige dollars. Het nieuwe elan in de financiële markten werkte als een magneet op beleggers, speculanten en ook wetenschappers. Voor het eerst maakte men kennis met succesvolle en later vaak verguisde superbeleggers, valutahandelaren en bankiers als Mike Milken, Andy Krieger en Nick Leeson. Het kapitaal van bijvoorbeeld Jim Rogers en George Soros werd in die jaren bij elkaar gespeculeerd.

De permanente onzekerheid over de waardeschommelingen van valuta's noopte internationaal opererende banken en multinationals ertoe zich in te dekken tegen koerswisselingen en waardeverlies. De waarde van diverse valuta's werd niet alleen beïnvloed door schommelende handelsbalansen, maar ook door rentebesluiten van centrale banken en door schuldopbouw van landen met begrotingstekorten. Het zich indekken tegen renteschommelingen werd een bloeiende handel. Door een combinatie van zwevende wisselkoersen, financiële deregulering, snel toenemende computerkracht en een groeiende interbancaire geldmarkt ontstond bij beleggers en speculanten de behoefte aan specifieke producten ter afdekking van risico's. Wetenschappers zoals Myron Scholes, Fischer Black en Robert Merton faciliteerden die behoefte en ontwikkelden wiskundige modellen die aan de basis staan van de prijsvorming van vele financiële producten en derivaten.

Het zich indekken tegen renteschommelingen werd een bloeiende handel.

De triple-A-staatsobligaties van de vs werden de benchmark van het financiële systeem. De rente werd door het systeem beschouwd als risicovrij; de Amerikaanse regering zou altijd voldoen

aan haar verplichtingen. Het resulteerde in een permanente vraag naar deze obligaties in financiële markten. De vraag naar deze waardepapieren kwam niet meer alleen voort uit de behoefte over-tollige dollars op te slaan, maar ook uit het toenemende gebruik ervan als onderpand bij transacties in het financiële systeem. De Amerikaanse staatsobligatie had nu op alle fronten het goud ver-vangen. De basis van het wereldwijde monetaire en financiële sys-teem was getransformeerd van goudbezit naar overheidsschuld. De loskoppeling van de dollar en goud en de daaropvolgende dere-gulering van financiële markten resulteerde in de mondialisering van kapitaalmarkten waarmee wij leven en handelen.

De staatsobligatie

Leningen aan de overheid worden verpakt in de staatsobligatie. De obligatie heeft waarde, omdat tijdens de looptijd van de lening periodiek rente wordt betaald. De rente die over de schuld moet worden betaald, staat per obligatie vast. De waarde van de obligatie heeft dus twee componenten: de rentebetaling en de hoofdsom van de lening. Staatsleningen worden vaak in eerste instantie opgekocht en verspreid door zogenoemde *primary dealers*, stabiele commerciële banken die garant staan voor een afname van de leningen.

Obligatiehouders, degenen die geld hebben geleend aan overhe-den, willen tussentijds kunnen beslissen de lening te verkopen aan een ander, bijvoorbeeld als ze het vertrouwen verliezen dat een spe-cifieke overheid in staat is aan de verplichtingen te voldoen. Dit ge-beurt in de zogenoemde secundaire markt. Sinds 1971 is de handel in staatsobligaties flink toegenomen en anno 2012 is het de meest omvangrijke beleggingscategorie. Omdat er een levendige handel is in deze obligaties, fluctueert de prijs ervan. Als de waarde van de obligatie stijgt, daalt de rente en vice versa. Een stijgende rente op een reeds uitgeschreven obligatie wijst erop dat de markt minder vertrouwen krijgt in de kredietwaardigheid van een land. Een dalen-de rente daarentegen wijst doorgaans op een stijgend vertrouwen.⁵

Deze schulden worden door overheden tussentijds afgelost en omgezet in een nieuwe lening of aan het einde van de looptijd doorgerold. Doorrollen, het omzetten van de oude lening in een

nieuwe lening aan het einde van de looptijd en tussentijds aflossen van een lening kunnen worden gefinancierd in een stabiele of groeiende economie en bij een stabiele of dalende rente. Krimpt de economie of stijgt de rente, dan is herfinanciering steeds lastiger, omdat de schuld zwaarder gaat wegen op de begroting.

Door de trendmatig gedaalde rente neemt de staatsschuld sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw per saldo echter gestaag toe. Door een combinatie van marktwaarde, grote verhandelbaarheid en gunstige regulering⁶ zijn de staatsobligaties aantrekkelijk voor beleggers en spaarders. De schuldcontracten worden door pensioenfondsen, verzekeraars en banken als bezit in de boeken gezet. Veel van ons spaargeld is door deze instanties dus uitgeleend aan overheden die het hebben gebruikt voor minder productieve en niet-productieve uitgaven. Overheden konden geld uitgeven aan leuke dingen voor diverse belangengroepen, terwijl we tegelijkertijd zagen dat onze spaarpot bij pensioenfondsen werd gevuld en banken rijker werden door risicoloze rente-inkomsten.

Vanuit de financiële industrie is er ook een aanzienlijke vraag naar staatsobligaties, omdat ze worden gebruikt als onderpand bij financiële handelstransacties. Het gebruik van staatsobligaties werd nog vergroot door de uitvinding van *credit default swaps*, derivaten waarmee het risico op een faillissement van overheden kon worden overgedragen aan een derde partij. Dat overheden door deze enorme collectieve vraag naar hun staatsobligaties niet worden gestimuleerd om minder schulden aan te gaan en minder geld uit te geven, is evident.

Van gewone banken naar schaduwbanken

Banken hadden tot de deregulering van de financiële markten privileges. Ze werden beschermd en hadden een grote vrijheid bij het verschaffen van krediet. Bankieren verdienen geld door een groot deel van door derden aan hen verschaft kapitaal uit te lenen en door daarbovenop geld kort in te lenen tegen een lage rente en lang uit te lenen tegen een hogere rente. Het door deze loop-

tijdtransformatie verdiende geld steekt de bank in eigen zak. Het is een zeer risicovol bedrijfsmodel, omdat banken per definitie failliet zijn als ze niet in staat zijn extern kapitaal in te lenen. Als om wat voor reden dan ook kapitaalverschaffers in staking gaan of korte leningen niet meer mogelijk zijn om de lange leningen te financieren, ontstaat snel een situatie waarbij de bank niet meer aan haar verplichtingen kan voldoen.

Toch neemt de bank dit risico, want er is altijd een beschermengel in de vorm van een lender of last resort, de centrale bank. Mocht een bank in de problemen komen door een bankrun, dan kan de centrale bank zich opwerpen als instantie waar de betreffende bank, tegen hogere rente dan de marktrente, geld kan lenen om aan de verplichtingen te voldoen. Door deze bank der banken konden de aangesloten commerciële banken hun reserveratio, de ratio tussen kasgeld en uitgeleend geld, omlaag brengen. Banken zijn dus geneigd om zo veel mogelijk geld risicovol uit te lenen. Om deze neiging tot risicovol gedrag in toom te houden kwamen er strenge toezichteisen.

Omdat banken onder toezicht stonden van centrale banken, waren ze aanvankelijk sceptisch over Volckers dereguleringsgolf voor financiële markten. Het betekende namelijk meer concurrentie en dus meer competitie. Banken merkten dat aan een gestage daling van hun aandeel in de financiële industrie. Om dit gat te dichten startten ze een lobby bij de politiek om zelf meer armslag te krijgen. Alan Greenspan, vanaf 1987 de opvolger van Paul Volcker als president van de Fed, was een groot voorstander van meer vrijheden voor het banksysteem. Door banken meer vrijheid te geven in hun bedrijfsvoering kon de strijd worden aangegaan met andere financiële instellingen.

Alan Greenspan

Alan Greenspan (1926) was voorzitter van de Fed van 1987 tot 2006. Na zijn studie economie begon hij in 1954 samen met een compagnon een economisch adviesbureau, een bureau dat hij tot zijn benoeming tot Fed-voorzitter zou continueren. Tussentijds werd Greenspan in 1968 medewerker van Richard Nixon bij diens

verkiezingscampagne en van 1974 tot 1977 was hij adviseur van president Ford. In de jaren vijftig en zestig maakte hij deel uit van de groep volgers van Russisch-Amerikaanse filosofe Ayn Rand (1905-1982). De filosofie van Rand wordt het objectivisme genoemd, met als uitgangspunt dat er onafhankelijk van menselijke perceptie een werkelijkheid bestaat. Mensen interpreteren die werkelijkheid en zijn vrij om hun persoonlijke geluk na te streven. Hieruit vloeit voort dat er sprake zou moeten zijn van een samenleving waarin individuele vrijheid vooropstaat en waar (overheids)dwang wordt afgewezen. Het klassieke laissez-fairekapitalisme komt het dichtst in de buurt van haar filosofie. In 1966 schreef Greenspan een essay over goud en economische vrijheid waarin de filosofie van Rand sterk naar voren komt.

Greenspans latere keuze voor een centrale bank is tegen deze achtergrond opmerkelijk, aangezien een centrale bank juist de macht heeft die Greenspan in zijn essay afwijst. Een centrale bank is primair een instituut dat het overheden mogelijk maakt leningen te plaatsen ter vergroting van overheidsinvloed in de samenleving, aldus Greenspan. Hij was voor deregulering van financiële markten omdat die zorgde voor scherpe concurrentie, waardoor een stabiliserende factor werd ingebouwd in de onderlinge verhoudingen tussen financiële instellingen en banken. Tijdens zijn voorzitterschap heeft hij nooit afstand gedaan van zijn economische filosofie. Pas na het uitbreken van de kredietcrisis stelde hij tegen een onderzoekscommissie dat er blijkbaar gebreken waren in zijn visie op marktwerking in de financiële industrie. Hij vertelde er echter niet bij dat hij het bestaan van een impliciet vangnet voor financiële markten, in de praktijk sinds 1971, potentieel een groter gevaar vond voor de stabiliteit dan fouten gemaakt in de vrije markt. In een speech uit 1997 wees hij op het gevaar van dit vangnet.⁷

Een hindernis voor deregulering vormde een in 1933 ingestelde wet die risicovol gedrag van banken moest indammen, de Glass-Steagall Act. De wet was gericht op het beteugelen van het Amerikaanse banksysteem, een systeem dat door het te veel uitlenen van geld verantwoordelijk werd gehouden voor de Grote Depressie.

De wet bepaalde dat spaardeposito's van consumenten voortaan tot een substantieel bedrag werden gegarandeerd. Dit moest voorkomen dat er in tijden van economische crisis een run op banken zou ontstaan. Tevens werd in de wet gesteld dat spaar- en zakenbanken gescheiden zouden worden. Spaarbanken mochten niet risicovol beleggen met het geld van spaarders. Zakenbanken mochten risicovoller bankieren, maar dan wel voor eigen rekening.⁸ In 1999 maakte het Amerikaanse Congres een eind aan deze beperking.

Om de winsten op te krikken werden banken steeds inventiever. Greenspan had al in 1994 banken toegestaan om geld dat stond geparkeerd op betaalrekeningen 's nachts te 'sweepen' naar spaarrekeningen. Wanneer het geld werd opgevraagd, stond het door snelle computers ogenblikkelijk weer op de rekening, maar in wezen was het geld voor een ander doel ingezet. Door deze regeling werd het op de bankrekening staande geld maximaal benut.⁹

Banken zijn geneigd om zo veel mogelijk geld risicovol uit te lenen.

De kredietcreatie werd in de jaren negentig van de vorige eeuw nog verder opgerekt door de mogelijkheid om leningen op de bankbalans te verpakken en door te verkopen aan andere partijen. Door deze praktijk, securitisatie genoemd, kwamen de bankbalansen vrij om meer kredieten te kunnen verlenen. De verpakte leningen waren risicovol, maar werden gekocht door partijen die het risico konden dragen. Vaak waren dit echter door banken zelf opgezette vehikels die buiten de bankbalans mochten worden geplaatst. Alleen wanneer er sprake was van verliezen, was de bank genoodzaakt het risico weer terug te plaatsen op de eigen balans. De buiten de balans gehouden vehikels verdwenen ook van de jaarrekeningen van banken, zodat beleggers en zelfs toezichthouders vaak niet in de gaten hadden wat het totale risico was dat een bank liep. Hierdoor ontstonden twee werelden: de 'gewone' bankwereld en de wereld van de schaduwbanken. De schaduwbanken groeiden na 2001 sneller in omvang dan het reguliere banksysteem. Op de top in 2007 was het schaduwbankieren in

de vs groter in omvang dan de reguliere banksector. In Europa bleef de schaduwbankwereld ondanks een ook onstuimige groei achter bij de omvang van de reguliere banksector. Hier is het bedrijfsleven voor financiering dan ook afhankelijker van banken dan van de kapitaalmarkten.

Van geld naar krediet

Kredietcreatie door commerciële banken en financiële instellingen werd aanvankelijk met argusogen bekeken door de toezichhouders, maar later met gretigheid omarmd. De huidige voorzitter van de bank der centrale banken, de BIS in Bazel, noemde medio 2011 in een speech voor bankiers de kredietmarkten de goudmijnen van deze tijd. Het krediet van de een is de schuld van de ander, vastgelegd in een schuldcontract. Deze schuldcontracten werden verhandelbaar en konden dienst gaan doen als onderpand bij financiële transacties. Krediet kreeg er dus een kwaliteit bij: die van verhandelbare waarde, een eigenschap die vroeger voorbehouden was aan cash geld. Zo werd ons geld de afgelopen honderd jaar steeds zachter. Goud transformeerde naar papiergeld, papiergeld veranderde in elektronisch geld, uitgegeven en beheerd door centrale banken. En vanaf het moment dat commerciële banken vrijwel onbeperkt krediet mochten verlenen en dit krediet mocht worden verhandeld als echt geld, werd de geldcreatie overgenomen door commerciële banken. Krediet is zich gaan gedragen als geld. Men kan het krediet opnemen in cash of er elektronisch betalingen mee doen. Aangezien mensen en bedrijven steeds meer elektronisch gingen betalen, fungeert het cash geld van centrale banken alleen nog maar als smeermiddel in de reële economie. Anno 2012 bestaat 97 procent van het in het Westen circulerende geld uit door commerciële banken in omloop gebracht krediet.

Het paard achter de wagen

Het traditionele bankieren veranderde snel. Centrale bankiers kwamen tot de slotsom dat de kredietcreatie van de internationaal

opererende banksector niet meer was te beteugelen. Via belastingparadijzen konden banken nationale wetgeving omzeilen en gebruikmaken van een groeiende hoeveelheid statenloos geld, de eurodollars. Banken waren niet meer afhankelijk van spaargeld en konden overgaan op het creëren van krediet voordat er geld in kas was. Het gecreëerde krediet deed bij andere banken dienst als deposito.

Door de deregulering ging de kredietcreatie over van centrale banken naar commerciële banken en financiële instellingen. Deze ontwikkeling heeft van centrale banken toezichhouders gemaakt die essentieel zijn geworden in het bewaken van de financiële stabiliteit. Waar zij zich voor 1971 met behulp van goud als anker alleen bezighielden met de regulering van de geld- en krediethoeveelheid en de controle van de bankreserves, zijn ze zich steeds meer gaan toeleggen op het in toom houden van de financiële industrie. Ze hadden daarbij te maken met een onmogelijke opdracht: om het systeem te stabiliseren moesten ze een grote mate van schuldgroei toestaan, maar tegelijkertijd moest worden voorkomen dat belangrijke kredietverleners door te risicovol gedrag om konden vallen. Schuldgroei kon in die situatie snel omslaan in kredietkrimp en dat was zeer schadelijk voor de economie. Een financiële industrie die uit noodzaak de vrije teugels kreeg, moest tegelijkertijd worden begrensd. Het gaspedaal en de rem werden tegelijkertijd bediend.

Toezichhouders waren genoodzaakt een vangnet te spannen onder het financiële systeem. Banken en financiële instellingen hadden dit snel in de gaten. Er was een in het systeem ingebouwde prikkel om groter te groeien: ten eerste konden grote instellingen goedkoper geld lenen en ten tweede waren ze door hun grote omvang te belangrijk om te laten vallen. Fusies en aankopen van kleinere banken waren schering en inslag, er was sprake van een grote concentratie van activiteiten. De rol van centrale banken om in tijden van crises illiquide bankleningen om te zetten in liquide middelen maakte bankiers daarbij overmoedig.

De man die in de jaren zeventig en tachtig de reddingen achter de schermen coördineerde, was Gerald Corrigan, een vriend en

collega van Paul Volcker bij de New York Fed. Corrigan was ervan overtuigd dat het laten vallen van een grote bank tot een systeemkrach zou leiden. Om deze reden wees hij sanering van slechte schulden af en propageerde hij juist dat partijen met veel schuld zich dieper in de schulden moesten steken. Zo'n partij afsluiten van krediet had volgens Corrigan verregaande gevolgen voor het financiële systeem.¹⁰ Door het na 1971 gespannen en permanent aanwezige impliciete vangnet groeiden de bankbalansen ten opzichte van hun kapitaaldekking veel groter dan voor dat jaar. Banken werden systeembanken en door hun omvang potentieel gevaarlijk voor de stabiliteit van het mondiale financiële systeem.

Het gaspedaal en de rem werden tegelijkertijd bediend.

Door het vangnet is er sprake van een vrije markt onder zeer gunstige voorwaarden. Dat wil zeggen: gunstig voor de financiële industrie, maar ongunstig voor de belastingbetaler. De financiële industrie kan met het nemen van veel risico winsten in eigen zak steken, maar het verlies afwentelen op de belastingbetaler. Het is geprivatiseerde winst en gesocialiseerd verlies. Dit op ongelimiteerde kredietcreatie gebaseerde financiële systeem is hierdoor permanent instabiel.

De grens tussen een losgeslagen financieel systeem en een systeemkrach is flinterdun. Bij te veel vrijheid slaat het kredietcreërende systeem op hol en bij te veel krapte slaat kredietexpansie om in kredietdeflatie en mogelijk zelfs in een systeemkrach. Toezichthouders moeten proberen permanent de balans te vinden tussen euforie en een depressie. Door de afwezigheid van een bruikbaar en geloofwaardig wapen is het paard achter de wagen gespannen en is het financiële systeem uiteindelijk losgeslagen van zijn ankers.

Iedere week nieuwe analyses van Sander Boon, Frank Knopers en Eric Mecking:



The screenshot shows the homepage of Geotrendlines, a website focused on gold, silver, and geopolitics. The header features the Geotrendlines logo (a globe) and the tagline "Geld, goud en geopolitiek". Navigation links include "ANALYSES", "BOEKEN", "ABONNEREN", and "UITLOGGEN". A search bar is located in the top right corner.

The main content area features a large image of an industrial facility with smokestacks. Below the image is the headline: "Door Oekraïne-oorlog dreigt neoncrisis – productie computerchips in gevaar". The article is dated "6 mei 2022" and authored by "Sander Boon". A sub-headline reads: "Terwijl alle aandacht uitgaat naar olie en gas, dreigt een andere grondstoffencrisis door de oorlog in".

On the right side of the page, there is a search bar with the text "Zoeken". Below it is a yellow banner that says "Betalen in Bitcoin mogelijk!". Underneath this banner is a text box: "We accepteren vanaf nu ook betalingen in Bitcoin! Klik hier voor meer informatie." Below this is an image of a hand holding a Bitcoin coin with the text "Bitcoin accepted here". At the bottom right, there is a yellow banner that says "Nu verkrijgbaar" and a book cover titled "Van Goud tot Bitcoin" by Eric Mecking, Sander Boon, and Frank Knopers.

Word *Geotrendlines Insider*
en krijg onbeperkt toegang!

Meer informatie

5 Global casino

'International credit markets – investors, issuers and underwriters, and bankers – are today's gold mines.'

– Jaime Caruana, General Manager Bank for International Settlements

'You can fool some of the people all of the time, and all of the people some of the time, but you can not fool all of the people all of the time.'

– Abraham Lincoln

Inleiding

We maken nu even een pas op de plaats na het historische overzicht van de vorige drie hoofdstukken. In dit hoofdstuk kijken we naar de kenmerken van het systeem zoals dat eind jaren zeventig was gecreëerd. Een systeem dat is te karakteriseren als een *global casino*.

Begin jaren tachtig waren alle ingrediënten aanwezig om een geldbubbel van historisch ongekende proporties op te blazen. Goud was uit het systeem verdwenen, de dollar bleef de reserve-munt, de Amerikaanse staatsobligaties werden het referentiepunt van waarde, de gedereguleerde financiële sector kon beginnen met het creëren van krediet uit het niets en westerse consumenten, bedrijven en overheden konden overgaan op een uitgavenpatroon dat was losgekoppeld van het vermogen om onderliggende reële waarde te produceren. Dat werd duidelijk voor alle sectoren van de economie. De financiële sector groeide sneller dan de productieve sector, consumentisme vierde hoogtij, overheden werden duurder en inefficiënter zonder dat het effect had op de leencapaciteit.

Geholpen door de mogelijkheden die de ICT-revolutie bood, ontstond er een ongekend groot vertrouwen in de toekomst. Het is dan ook niet vreemd dat het steeds gemakkelijker verkrijgbare en gestaag goedkoper wordende krediet ging zitten in alle markten waar beleggers en speculanten geld konden verdienen. Aandelenbeurzen, obligatiemarkten, commerciële vastgoedmarkten, de huizensector, grondstoffen: elk van deze categorieën kent sinds begin jaren tachtig vrijwel overal ter wereld een opgaande lijn. De schuld om dit alles te financieren liep ook op, maar kon worden betaald uit het gestegen inkomen door de bijbehorende economische groei. Incidenteel waren er ook beurscrises of economische stagnatie, maar de centrale banken en overheden waren er als de kippen bij om deze verstoringen aan te pakken. Een hele generatie kent daardoor niet meer de moeilijkheden die gepaard gaan met economische krimp en snel oplopende werkloosheid. Toen bovendien de Muur viel en het communisme ophield te bestaan, was het hek van de dam.

De hoge reële rente vanaf de Volcker-schok in 1980 heeft ervoor gezorgd dat we zijn gaan sparen in claims op geld. De belofte van meer geld in de toekomst door rente maakte het voor de spaarder interessanter om in deze claims te beleggen. Lange tijd vertrouwden we erop dat de krediet- en dienstverlening van banken en de toezichthoudende rol van de overheid voldoende waarborg waren voor stabiele economische groei. In vier decennia tijd is de collectieve schuldenlast gestegen van 160 procent van het bruto nationaal product naar 325 procent. De toekomstige verplichtingen voor gepensioneerden en voor gezondheidszorg zijn daar nog niet bij opgeteld. Het geld kon worden geleend en belegd in het *global casino*.

De belofte van meer geld in de toekomst door rente maakte het voor de spaarder interessanter om in deze claims te beleggen.

De basis van het *global casino* vormt het kapitaal dat 'risicovrij' is gestoken in staatsobligaties, in het bijzonder die van de Ameri-

kaanse overheid, en de basis van ons internationale handelssysteem bestaat uit Amerikaanse dollars. Door deze combinatie wordt de verstoorde Amerikaanse handelsbalans niet gecorrigeerd, omdat schuldpapier voor exporterende landen de waardevolle tegenhanger is van door Amerikanen geïmporteerde goederen.

We zitten collectief gevangen in een systeem dat alleen maar kan functioneren door permanente kredietcreatie en uitdijende schulden.

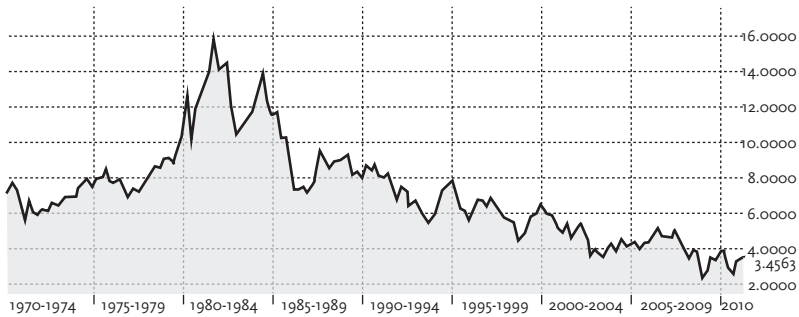
Daardoor neemt de hoeveelheid Amerikaanse schuld in de vorm van monetaire reserves in buitenlandse handen alleen maar toe. Dit systeem kan alleen maar blijven functioneren als de schuld oploopt. Dat betekent dat er een logisch einde aan moet komen, omdat schuld niet oneindig kan worden opgebouwd. De schuld kan ook niet worden afgelost, omdat daardoor de voor de internationale handel benodigde geld- en krediethoeveelheid wordt verkraapt.

We zitten sinds de jaren tachtig collectief gevangen in een systeem dat alleen maar kan functioneren door permanente kredietcreatie en uitdijende schulden. Door het grote vertrouwen dat er was in papiergeld met schuld als waardeopslag, is er een geldbubbel ontstaan van ongekende omvang. Een bubbel met aan de ene kant het vertrouwen in de waarde van geld en aan de andere kant het vertrouwen in de houdbaarheid van schuld.

Van bezit naar krediet en schuld

Het *global casino* draait op de groei van krediet. Krediet is sinds het begin van de jaren tachtig steeds bepalender geworden voor de groei van de economie. Het woord krediet is gebaseerd op het Latijnse woord *credere*, dat geloven of vertrouwen betekent. Het verlenen van krediet is dus het verlenen van vertrouwen. Het is een privilege waar omzichtig mee moet worden omgegaan; het kan zowel ten goede als ten kwade worden aangewend. Kredietverlening kan een positieve bijdrage leveren aan het welzijn van

de samenleving als het is gebaseerd op gespaard kapitaal. Als het aan bankiers toevertrouwde gespaarde kapitaal op een efficiënte manier via het banksysteem naar de juiste ondernemers wordt geloofst, resulteert dit in economische groei. De bankier geeft spaargeld van een ander in bruikleen in het vertrouwen dat het wordt terugbetaald, met rente. Het verdelen van krediet over te vertrouwen en dus kredietwaardige ondernemers is dan ook een vak apart. Omdat er een limiet zit aan de hoeveelheid gespaard kapitaal, is het ook een zelfdisciplinerend systeem. Hoe schaarser het kapitaal, hoe hoger de rente. En hoe hoger de rente, hoe minder kredietverlening.



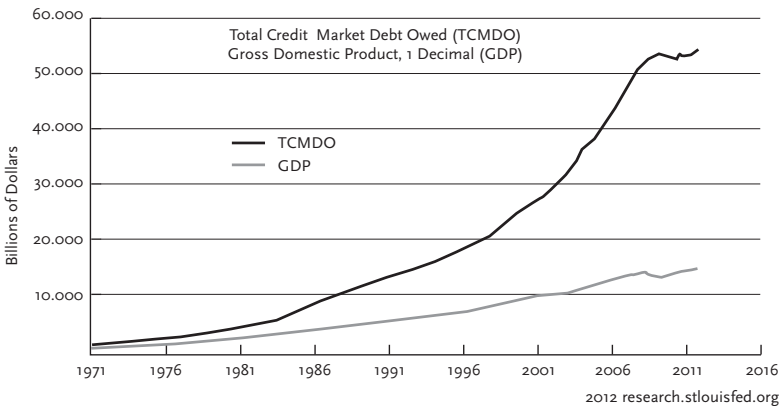
De internationale renteontwikkeling sinds 1971: daling vanaf 1984

© 2010 Bloomberg Finance L.P.

In ons internationale monetaire en financiële systeem (IMFS) kan krediet echter uit het niets worden gecreëerd. Het geldsysteem dat was gebaseerd op goudbezit, is vervangen door een geldsysteem op basis van staatsschuld. Dit was voor overheden, samenleving en banken op korte termijn natuurlijk geweldig, want op krediet kun je alles kopen wat je hartje begeert en banken verdienen goed aan de renteontvangst. Banken verlenen ook in dit van goud losgekoppelde systeem krediet op basis van vertrouwen. Het vertrouwen is echter niet meer alleen gebaseerd op de gelimiteerde hoeveelheid spaargeld en de terugverdiencapaciteit van de ondernemer, maar ook op het vertrouwen dat schulden altijd kunnen worden afgelost door liquidatie van een in waarde gestegen onderpand.

Als een schuld echter niet op een van deze manieren kan worden afgelost, is het altijd nog mogelijk om de schuld vooruit te schuiven door te herfinancieren. En als ook dit niet meer lukt, staat altijd de centrale bank klaar om de slechte leningen desgeventst te financieren door het drukken van nieuw geld. De afgelopen 25 jaar konden leningen tegen steeds lagere rente worden ge(her)financierd. Toen het de afgelopen jaren door deregulering mogelijk werd dat banken het risico op het verleende krediet doorverkochten aan derden, kwam de bankbalans weer vrij om nieuw krediet te verstrekken. Het creëren van krediet werd steeds gemakkelijker, verdienstelijker en omvangrijker.

De andere kant van krediet is schuld. Door het toenemen van de hoeveelheid schuld nam tegelijkertijd paradoxaal ons bezit toe. Dat werkt als volgt. Wanneer krediet wordt verleend, staat de ondernemer of de consument in het krijt bij de kredietgever. De schuld is vastgelegd in een contract. Schuldcontracten zijn geld waard, omdat er een onderliggende stroom aan rentebetalingen aan is gekoppeld. De waarde van het contract werd 'ontgonnen' toen het mocht worden verhandeld als vermogenstitel of waardepapier op kapitaalmarkten. De schuldcontracten werden door spaarders gekocht en beschouwd als vermogen. De een zijn schuld is hiermee de ander zijn bezit.



De stijging van de Amerikaanse schuld ten opzichte van het bnp sinds 1971

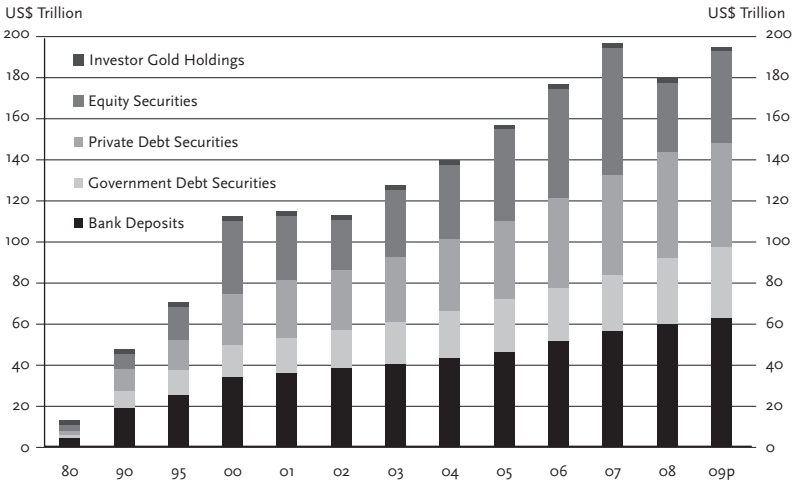
Bron: Federal Reserve Bank St. Louis

Dit boek is u gratis aangeboden door Geotrendlines.nl

Door de vraag naar schuldcontracten was verruiming van krediet en economische groei mogelijk. Overheden verruilden hun schuldcontracten voor geld – met de belofte het geld met rente terug te betalen – om het direct uit te geven in de economie aan salarissen, uitkeringen, subsidies en investeringen. Banken verruilden hun schuldcontracten voor geld om het direct uit te lenen in de vorm van krediet dat werd geïnvesteerd in bedrijvigheid. De schuld nam toe, terwijl de economie en onze bezittingen groeiden. Daardoor konden overheden en banken meer lenen en uitlenen, met als gevolg economische groei en weer toegenomen bezit.

Staatsobligaties deden in het gedereguleerde financiële systeem dienst als onderpand bij verdere financiering. Deze obligaties staan op de balans als bezit omdat er een stabiele inkomstroom tegenover staat, opgebracht door de belastingbetaler. Op een smalle basis van vertrouwen in papiergeld zijn leningen aangegaan die dienst doen als waardemaatstaf. Dit bezit is in het gedereguleerde financiële systeem gebruikt om krediet te creëren.

Overheden, bedrijven en particulieren konden al snel niet meer zonder goedkoop krediet en staken zich massaal in de schulden. Dat we deze schuld konden veronachtzamen kwam doordat er vanaf 1980 sprake was van trendmatig dalende rente. Schulden konden worden aangegaan en geherfinancierd tegen een steeds lagere rente, waardoor we ze uit ons collectief gegroeide inkomen konden blijven financieren. Paradoxaal genoeg werd de trendmatig dalende rente indirect veroorzaakt door het aangaan van hogere schulden. Met leningen werd geïnvesteerd in aandelen, vastgoed en economische groei. Veel van het door groei verdiende kapitaal werd echter gestoken in veilige staatsobligaties, met dalende rente als gevolg. Door deze dalende rente werd het interessant om meer te lenen om te consumeren, investeren en beleggen. De opbrengsten werden voor een deel weer geïnvesteerd in staatsobligaties. Op deze manier werkte de trendmatig dalende kapitaalmarktrente als een turbo op het lenen om rijker te kunnen worden.



De ontwikkeling van schuld als bezit sinds 1980; driekwart van het bezit is andermans schuld

Bron: CPM Group, McKinsey & Co., IMF

Van spaarder naar belegger

Er waren meerdere bronnen waaruit kon worden geput om het krediet te creëren. De vanouds meest gebruikelijke was het spaargeld van de bevolking. Een spaarder is in de kern geen belegger. Mensen willen de mogelijkheid hebben om op een veilige manier hun door economische groei gecreëerde overschot aan spaargeld op te sparen. In de tijd van de goudstandaard en de goudwisselstandaard was er sprake van een stabiele waarde van het geld, omdat het direct of indirect was gekoppeld aan de waarde van het goud. Overtoellig spaargeld kon in een oude sok worden gestopt zonder dat het zijn waarde verloor en als rente op het spaargeld wenselijk was, kon het worden uitgeleend aan overheden of aan banken. Gedurende de looptijd van de lening werd rente ontvangen, aan het einde van de looptijd werd de lening teruggegeven. Het was voor de spaarder een overzichtelijke tijd. Na het demonetiseren van goud en de introductie van schuld als de monetaire kern van het systeem is alles een stuk onoverzichtelijker geworden.

In het huidige, louter op papieren claims gebaseerde geld- en kredietsysteem is de spaarder noodgedwongen getransformeerd tot belegger. Overheden schrijven bij wet voor dat we gebruik dienen te maken van door hun centrale banken gedrukt papiergeld. Dat wordt ook wel fiatgeld genoemd, omdat het gebruik ervan door de overheid is gefiatteerd. Centrale banken hebben het monopolie op het drukken van dit geld en hanteren een jaarlijkse geldontwaarding van 2 procent. De gestage waardedaling komt voort uit het feit dat er meer geld en krediet in omloop komt in vergelijking tot goederen, diensten en financiële producten. Als spaarders geld in een oude sok stoppen, zijn ze in het papieren systeem na een aantal jaren dus een flink deel van hun koopkracht kwijt.¹ Willen spaarders niet in koopkracht achteruit hollen, dan moeten ze hun geld zelf beleggen of uitlenen aan instellingen die het voor hen beleggen. De instelling geeft hiervoor een rentevergoeding. Spaarders worden dus min of meer voor het blok gezet: gestage daling van koopkracht of spaargeld risicovol uitlenen aan derden of beleggen om de koopkrachtdaling voor te blijven. Al het spaargeld is in dit systeem permanent in gebruik.

Als spaarders geld in een oude sok stoppen, zijn ze in het papieren systeem na een aantal jaren een flink deel van hun koopkracht kwijt.

Aangezien niemand wil dat zijn gespaarde geld minder waard wordt en de spaarrente bij banken de afgelopen decennia trendmatig is gedaald, is beleggen een sociaal geaccepteerde hobby geworden. Beleggen kan op veel manieren. Door bijvoorbeeld geld te beleggen in groeiende bedrijven, neemt spaargeld in de loop der tijd toe. Het spaargeld kan ook tegen een rentevergoeding worden uitgeleend aan betrouwbare overheden, banken of bedrijven. Zelf beleggen is echter behoorlijk tijdrovend en er is heel wat specifieke kennis voor nodig. Het uitzoeken welke bedrijven goed presteren of welke overheden en bedrijven te vertrouwen zijn is geen gemakkelijke taak.

In de loop der tijd is de waardebepaling van financiële producten, mede door de opkomst van computers en de toegenomen rekenkracht, zeer complex geworden. In de regel komen daar wiskundige modellen en waardeoordelen door kredietbeoordelaars aan te pas. De risico's van wanbetaling kunnen worden afgedekt door *credit default swaps*, door derivaten of door securitisatie (opknippen, opnieuw verpakken en doorverkopen van vorderingen aan derden). De risico's van wanbetaling kunnen dus worden verzekerd en gespreid, maar zijn daarmee niet verdwenen. In dit landschap is het voor de gemiddelde belegger slecht toeven.

Het is los van de toegenomen complexiteit van financiële producten van groot belang op de hoogte te zijn van de internationale economische en monetaire politiek, omdat die veel invloed heeft op de waarde van beleggingen. Hoeveel geld drukken de verschillende overheden in samenspraak met centrale banken bijvoorbeeld uit het niets bij om de economie te 'stimuleren'? Het gros van de mensen belegt daarom niet zelf, maar via een gespecialiseerde tussenpersoon. Maar ook hij weet vaak niet wat een goede afweging is tussen een nieuw financieel product en het gelopen risico. Dat komt doordat hij zelf ook maar een pion is in het grote monetaire krachtenveld. Begrijpen doet ook de tussenpersoon de financiële wereld vaak allang niet meer.

De olifant in de kamer

Spaargeld is een belangrijke component voor kredietcreatie, maar in het huidige dollarsysteem houdt het daarmee niet op. In tegenstelling tot een wereld waarin spaargeld schaars is, is het in dit systeem ruim voorhanden en groeiende. Dat komt doordat diverse overheden en centrale banken in valutamarkten interveniëren. Gemanagede wisselkoersen en overheidsbestedingen vormden de afgelopen veertig jaar een onuitputtelijke bron voor de toename van kredietcreatie.

De waarde van de verschillende papieren valuta's fluctueert ten opzichte van elkaar en komt tot stand in de internationale

valutahandel. De valutahandel is echter niet de enige kracht die de waarde van een papieren valuta bepaalt. Overheden en centrale banken kunnen de waarde van hun eigen papiergeld ook beïnvloeden. Ze kunnen bijvoorbeeld de kortlopende rente verhogen of verlagen, de hoeveelheid geld aanpassen of de internationale verhandelbaarheid van het papiergeld via kapitaalcontrole beperken. Daar kunnen ze goede redenen voor hebben. Zo zagen we dat veel landen er in het dollarsysteem voor kozen de waarde van de eigen valuta laag te houden ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dat doen zij ter bevordering van de exportindustrie.

Het goedkoop houden van de eigen munt heeft echter een bizar effect: de geld- en krediethoeveelheid groeit zowel in de lokale economie als in de vs. Het geld dat de Amerikaanse consument uitgeeft aan goedkope buitenlandse producten, wordt door die buitenlandse centrale banken namelijk weer teruggestuurd naar de vs; er worden Amerikaanse waardepapieren mee gekocht. Dit waardepapier dient weer als onderpand om nieuw lokaal geld te scheppen. Zo kunnen de Amerikanen geld blijven uitgeven dat ze niet hebben, terwijl de economie in exportlanden groeit als kool. Het geld dat de Amerikanen niet zelf in hun eigen staatsobligaties hoeven te steken, wordt voor een groot gedeelte geïnvesteerd in de vs en in het buitenland. Aandelenaankoop en bedrijfsfusies leveren extra kapitaal voor de Amerikanen. De Amerikanen exporteren dus hun dollarinflatie en krijgen er hoge beurskoersen en lage rentes voor terug.

Zo kunnen de Amerikanen geld blijven uitgeven dat ze niet hebben, terwijl de economie in exportlanden groeit als kool.

De overwaardering van de dollar werd aanvankelijk in stand gehouden door Europa en Japan; vanaf 2000 heeft China het stokje overgenomen. Door hun aankoop van obligaties bleef de Amerikaanse kapitaalmarktrente laag, konden de huizenbezitters profiteren van herfinanciering van de hypotheeken en de overwaarde uitgeven aan consumptiegoederen. Zo bleef de consumptie op

peil, de rente laag en de wereld in beweging. Door de niet te stoppen consumptiedrift wordt Amerika ook wel de economische motor van de wereld genoemd.

Overigens fourneert de Amerikaanse overheid door dit systeem ook genoeg geld om de rol als wereldmacht te kunnen spelen. Er is sprake van een vicieuze cirkel. Al meer dan veertig jaar zorgen onze centrale bankiers ervoor dat het systeem min of meer stabiel is. Maar wel ten koste van economische en politieke stabiliteit op de langere termijn, zoals blijkt uit de systeemcrisis die in 2007 losbrak. Omdat in dit systeem van opkoop van Amerikaanse staatsobligaties geen rem zit op de groei van de overheidsuitgaven, is permanente economische groei een voorwaarde voor monetaire stabiliteit. We zitten sinds 1971 dus opgescheept met een monetair systeem waarbij de rest van de wereld door gebrek aan een alternatief voor de dollar noodgedwongen bij is blijven dragen aan het exorbitante privilege van de Amerikaanse overheid om permanente tekorten te financieren met geleend geld.²

Het non-systeem waarbij valuta's in theorie vrij ten opzichte van elkaar kunnen zweven, maar dat in de praktijk wordt omzeild doordat sommige landen er om strategische en economische redenen voor hebben gekozen de eigen munt vast te koppelen aan de dollar, is de olifant in de kamer waar beleidsmakers en economen voor het gemak omheen redeneren. Het heeft er sterk aan bijgedragen dat de hoeveelheid krediet die de financiële industrie kon creëren, is gegroeid.

Ongereguleerde markten

Door valuta-interventies en overheidsbestedingen lekte er de afgelopen veertig jaar een enorme hoeveelheid geld het financiële systeem in. Het dollarsysteem staat dan ook aan de basis van de sterk aan belang gegroeide financiële sector. Het extra spaargeld en nieuw gecreëerde geld door overheidstekorten en valuta-interventies werd geabsorbeerd door gedereguleerde financiële markten. Eerst langzaam, later versneld kwam de ongereguleerde

eurodollargeldmarkt tot wasdom. In hoofdstuk 3 beschreef ik al dat vreemde valuta's, aanvankelijk dollars maar later alle denkbare bruikbare valuta's, hun weg vonden naar belastingparadijzen. Deze belastingparadijzen verdienen veel geld door het aanbieden van belastinggeheim en gunstige belastingconstructies voor banken en andere financiële instellingen. Lange tijd hebben centrale banken geprobeerd deze markt nog enigszins te controleren, maar vanaf begin jaren tachtig is dit opgegeven. Omdat er zo veel geld in omging, werd aanvankelijk door de Fed en de Bank of Japan geprobeerd om delen van deze markt in het reguliere binnenlandse banksysteem te integreren,³ echter zonder succes.

Dat de belastingparadijzen belangrijk zijn, bleek eind 2011. Europa en Engeland botsten bij het vinden van een oplossing voor de schulden crisis. Engeland wilde het belastingparadijs London City onaangeroerd laten, de EU wilde meer regulering. Engeland was echter bang dat daardoor de speciale status van de City zou verbleken. Meer regulering zou minder belastinginkomsten en minder steun van financiële multinationals voor de Engelse overheid tot gevolg hebben, was de vrees.

Multinationals en internationaal opererende banken gebruiken de eurodollarmarkt om valuta's met elkaar te verhandelen en van elkaar te lenen. Er is bij deze gedecentraliseerde en ongereguleerde valutahandel geen beurs of locatie van waaruit de handel wordt gecoördineerd. Het is een markt waar de prijs van valuta's door onderlinge handel tussen banken tot stand komt. Transacties zijn vaak omvangrijk, denk aan miljarden dollars of andere valuta's per keer. Deze markt wordt door de banken ook gebruikt om aan liquide middelen te komen ter dekking van uitstaande verplichtingen. Leningen zijn kort, meestal niet langer dan een week, vaak voor de duur van de nacht. Liquide schuld papier van onberispelijke kwaliteit, zoals kortlopende staatsobligaties van landen met de hoogste kredietwaardering of betrouwbare hypothekleningen, dient als onderpand voor de leningen. Als het vertrouwen tussen banken groot is, neemt de handel in deze markt toe. Banken zijn dan geneigd meer risico te lopen bij het verstrekken van krediet aan overheden, bedrijven en consumenten.

Schuld op schuld

Naast de belastingparadijzen en de eurodollarmarkt was er nog een andere ontwikkeling die een aanjager werd van kredietcreatie: het ontstaan van het sinds de kredietcrisis bij het grote publiek bekend geworden schaduwbanksysteem. Dit is de meest ontransparante bron van kredietcreatie. In deze relatief snel opgekomen, ongereguleerde markt kan schuldpapier worden verhandeld en kan het dienstdoen als onderpand, het zogenoemde verhypothekeren van het onderpand. Reeds gecreëerde schulden kunnen op deze manier dienstdoen als nieuwe bron van krediet.⁴

Het schaduwstelsel ontstond uit de behoefte bij assetmanagers zoals pensioenfondsen en verzekeraars om langetermijnleningen om te zetten in liquide middelen. Dit is het omgekeerde van de normale praktijk van het bankieren, waarin liquide middelen worden omgezet in langetermijnleningen. De verkregen liquide middelen worden gebruikt om de beleggingsmix te optimaliseren. Banken hebben traditioneel ook veel waardepapier op hun balans staan en zijn deze omgekeerde transformatie gaan gebruiken om aan liquide middelen te komen, die ze vervolgens gebruikten om weer nieuwe leningen uit te zetten.

Het verhypothekeren van waardepapier heeft een grote vlucht genomen.⁵ Waardepapier van onberispelijke kwaliteit dat normaal passief op de balans staat, wordt door deze transformatie meermaals actief te gelde gemaakt. Omdat in de ongereguleerde financiële wereld het onderpand door beleggers vaak weer kon worden hergebruikt om zelf aan krediet te kunnen komen, is de hoeveelheid krediet ten opzichte van het onderpand als een hefboom steeds groter gegroeid. Het krediet werd gegeven tegen onderpand, waarbij het bezit van het onderpand bleef bij de kredietnemer, maar waarvan het bezit overging naar de kredietgever als de kredietnemer niet in staat was zijn lening terug te betalen. Het waardepapier dat het meest geschikt is om als onderpand te fungeren, is de staatsobligatie. Maar ook ander schuldpapier kan dienstdoen als onderpand.

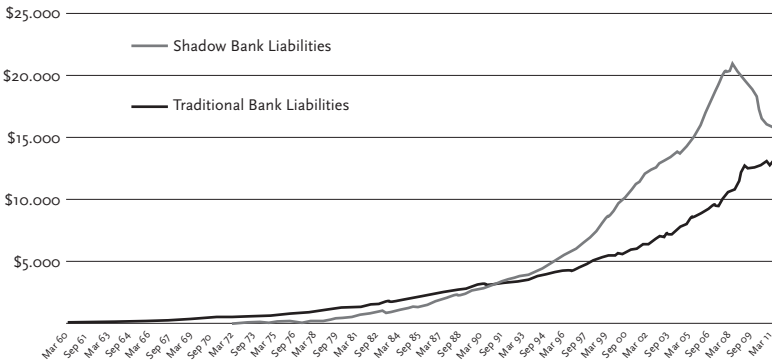
Verhypothekeren kon zo vaak doorgaan als er vertrouwen was in het systeem. Zo ontstond een dynamische kredietketen die

veel meer risico bevatte. Er was veel behoefte aan nieuw onderpand van hoge kwaliteit, omdat met elk aan het financiële systeem toegevoegde onderpand een nieuwe kredietketen kon worden opgestart waar geld mee was te verdienen. Het creëren en ontginnen van nieuw onderpand wordt in de industrie ook wel *mining* genoemd, naar het aloude winnen van goud en andere waardevolle grondstoffen waar geld mee kon worden verdiend. De creatie van schuldderivaten zoals opgeknipte hypotheekleningen is voor een groot deel terug te voeren op de vraag naar onderpand met de hoogste kredietscore, triple-A.

Als het onderpand een schuld was van mindere kwaliteit, een schuld waarvan kon worden aangenomen dat de mogelijkheid bestond dat de schuldenaar niet aan zijn verplichtingen kon voldoen met als gevolg een waardedaling van het onderpand, konden kredietgevers en -nemers zich hiertegen indekken door de aanschaf of verkoop van zogenoemde *credit default swaps* (CDS). Dit zijn quasiverzekeringen waarmee het risico van wanbetaling wordt geruild (swap) met een partij die het risico wel op zich wil nemen, tegen betaling van een verzekeringspremie. Omdat deze ruil plaatsvindt in een ongereguleerd systeem, hoeft de inner van de premie, anders dan in de gereguleerde wereld der verzekeraars, geen kapitaal aan te houden om een eventuele wanbetaling (default) van het onderpand te kunnen dekken. Overigens was er naast deze transacties met onderpand ook vaak sprake van lenen zonder ingelegd onderpand, zogenoemd *unsecured lending*.

Het reguliere banksysteem is de afgelopen decennia steeds afhankelijker geworden van deze vorm van schaduwbankieren voor hun financiering van leningen. Het schaduwbanksysteem was in de vs op het hoogtepunt in 2007 aanmerkelijk omvangrijker dan de reguliere banksector.⁶

Het tegenpartijrisico, het risico dat een tegenpartij in de financiële transactie niet aan haar verplichting kan voldoen, is door het verhypothekeren van onderpand tot grote hoogten gestegen. Door het verpanden van de schuldbewijzen is het aanwezige kapitaal ook nog eens flink opgerekt. De kapitaaldekking van uitstaande schulden is daardoor flinterdun geworden.⁷



Schaduwbanken versus reguliere banken; vanaf 1990 zijn de schaduwbanken groter van omvang

Bron: Zero Hedge

Waninvesteringen

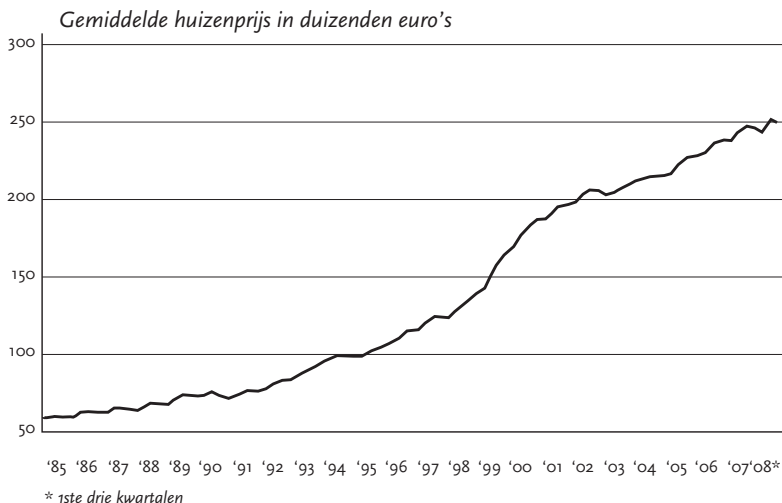
Wat is er gebeurd met al het verleende krediet? Veel ervan is productief gebruikt, bijvoorbeeld door bedrijven die het hebben geïnvesteerd. Maar het gemakkelijk verkrijgbare en steeds goedkopere krediet heeft onze economie ook structureel veranderd. Of dat krediet in nuttige sectoren is gaan zitten, kan alleen worden achterhaald als er een periode komt van kredietkrimp. Zoals superbelegger Warren Buffett het verwoordde: alleen als het eb wordt, kun je zien wie er naakt zwemt. Welke specifieke economische activiteiten afhankelijk zijn van een constante stroom aan goedkoop krediet is niet te zeggen, maar wel is vast te stellen dat die voorwaarde is voor het voortbestaan van veel economische activiteit.

Zoals superbelegger Warren Buffett het verwoordde: alleen als het eb wordt, kun je zien wie er naakt zwemt.

Toch zijn er op voorhand sectoren aanwijsbaar die gevoelig zijn voor een stagnatie van kredietcreatie. Denk bijvoorbeeld aan de

huizenmarkt of de vastgoedsector. Beide sectoren hebben geprofiteerd van een grote stroom aan krediet, waardoor prijzen bovengemiddeld zijn gestegen.

Dijpe in huizenprijs na decennia van groei



Ontwikkeling huizenprijzen in Nederland – als indicatie van kredietcreatie – sinds 1985

Bron: NRC Handelsblad en NVM

Deze beweging was te zien in de vs, Engeland, de landen rond de Middellandse Zee en in Nederland. In Duitsland is daarentegen geen sprake van hogere prijzen in de huizen- en vastgoedsector, omdat er geen fiscale stimulering is om een hypotheekschuld aan te gaan. Kredietcontractie in de huizen- en vastgoedsector in de bubbellanden weegt veel zwaarder dan in de landen waar geen bubbel is opgebouwd.

Kredietgroei heeft ook bijgedragen aan de opbouw van de ICT-industrie. Veel opdrachten kwamen bijvoorbeeld van de overheid, die voor deze projecten betaalde met behulp van staatsleningen. De autobranche heeft ook ontegenzeggelijk gebruikgemaakt van goedkoop krediet. Dat gebeurde direct via het opzetten van

leasebedrijven, waardoor meer auto's konden worden weggezet in de markt, maar ook indirect, omdat door de economische groei meer afzet kon plaatsvinden. Andere bedrijfstakken die hebben geprofiteerd en die het moeilijk krijgen als de goedkope kredietstroom wegvalt, zijn de gemaksindustrie en de horeca.

Op macro-economisch niveau valt op dat producerende landen langer en meer konden exporteren naar consumerende landen door een constante stroom aan krediet. Dat is binnen Europa te zien aan de verhouding tussen producent Duitsland en consument Griekenland, maar ook op wereldniveau aan de verhouding tussen consument Amerika en producent China.

Het plotselinge wegvallen van dit krediet door bijvoorbeeld een economische, monetaire of geopolitieke crisis leidt noodzakelijkerwijs tot pijnlijke sanering van door kredietgroei gestimuleerde economische activiteiten. In de Oostenrijkse School binnen de economie, waar onder anderen Ludwig von Mises en Nobelprijswinnaar Friedrich Hayek toe behoren, spreekt men in dit opzicht van waninvesteringen. De met goedkoop krediet gefinancierde investeringen zijn volgens deze economen ondoordacht en onvoldoende getoetst aan de werkelijke wensen van het publiek en kunnen alleen blijven bestaan bij de gratie van goedkoop krediet. Wegvallen van dit krediet leidt onherroepelijk tot sanering van dit soort investeringen. Het is wrang voor ondernemers dat ze de investeringen hebben gedaan binnen een kredietsysteem dat zichzelf niet kon corrigeren, waardoor het te lang signalen heeft afgegeven dat het gezond was.

Faites vos jeux!

Dat de financiële economie is gegroeid, is niet verwonderlijk. Alle sectoren groeiden als gevolg van het goedkope krediet, maar per saldo groeide de financiële economie harder dan de productieve sector. Doordat in de financiële markten hierdoor grosso modo meer werd verdiend dan in de productieve sector, zijn de welvaartsverschillen steeds groter geworden. Mensen in de finan-

ciële sector zagen de afgenomen waarde van het geld beter gecompenseerd dan mensen die geld verdienden in de productieve sector, omdat ze eenvoudigweg meer van het in waarde afgenomen geld verdienden.

De sector werd door zowel overheden als door bedrijven en particulieren gebruikt voor het aangaan van nieuwe of herfinancieringen van oude leningen. Ook werden er veel aandelen, obligaties, grondstoffen en vastgoed gekocht. Al deze markten hebben hierdoor jaren achtereen een opgaande lijn gekend. Goedkoop krediet heeft niet alleen invloed gehad op de reële economische structuur, maar ook op de omvang, structuur en werking van financiële markten. Het krediet werd niet alleen gebruikt voor consumptie en investeringen, maar in toenemende mate ook voor speculatie.

Speculatie werd aanvankelijk door internationale banken en bedrijven aangewend als verzekering tegen in waarde dalende en ten opzichte van elkaar fluctuerende valuta's. Door financiële deregulering, toegenomen computerkracht en nieuwe financiële producten onttaarde speculatie echter steeds meer in gokken op waardeverschillen in aandelen-, rente- en valutamarkten. Er wordt meer gegokt op prijsvorming en prijsverschillen dan gekeken naar de onderliggende fysieke markt. Door de verstoorde prijssignalen is het voor ondernemers erg moeilijk om nog in te kunnen schatten of investeringen op de langere termijn kunnen worden terugverdiend. Het heeft tot een verstoring van vraag en aanbod van fysieke goederen en grondstoffen geleid.

Er wordt meer gegokt op prijsvorming en prijsverschillen dan gekeken naar de onderliggende fysieke markt.

De financiële economie is steeds instabieler geworden. Door de complexe structuur van de schaduwbanken en de enorme omvang van de totale transacties daarin is er geen grip meer op deze vorm van bankieren. Door de vraag naar onderpand van onberis-

pelijke kwaliteit is er een kunstmatig grote vraag ontstaan naar overheidsschuld met de hoogste kredietwaardering. Het gevolg was dat de prijs ervan omhoog ging en dat de effectieve rente gestaag is gedaald. Want bij obligaties geldt: hoe hoger de koers, hoe lager de rente. Door koersstijgingen in de obligatiemarkten zijn de afgelopen jaren renteopbrengsten over de hele linie omlaag gegaan. De gedaalde rente noopte tussenpersonen in de financiële industrie steeds meer risico te nemen om het geld te laten renderen. Nieuwe financiële producten moesten het rendement verhogen. Door deze ontwikkelingen zijn de financiële markten verworpen tot een waar *global casino*.

Seriële bubbels

Een voorbeeld van een waninvestering is een financiële bubbel. En daar hebben we er de afgelopen decennia flink wat van gekend. De meest gangbare definitie van een bubbel stelt dat wanneer de prijs van een goed of vermogenstitel ver boven de actuele economische waarde is gestegen, de prijs slechts verder zal stijgen als beleggers verwachten dat andere beleggers alsnog zullen instappen. Op basis van deze definitie zijn enkele bekende bubbels te benoemen. De bekendste is wel de Hollandse tulpenmanie van 1634 tot 1637. Maar er zijn er veel meer. Wat te denken van bijvoorbeeld de Franse Mississippi-bubbel (1719-1720), de Engelse South Sea-bubbel (1720) en de Amerikaanse Roaring Twenties (1924-1929). En dit zijn nog maar de bekendste.

Financiële markten accommoderen bubbels door lenen aan te moedigen. Ondernemers springen in het gat en proberen geld te verdienen in de opgaande markt. Door aan de ene kant de toename van geld van beleggers in een stijgende markt en aan de andere kant het toegenomen aanbod van goederen en/of diensten door ondernemers die geld willen verdienen, ontstaat er bij iedere bubbel een omslagpunt waarbij de rationele verhouding tussen vraag en aanbod is verdwenen. In reactie hierop ontstaat keer op keer de vlucht uit de bubbel, met als gevolg het ineensklappen ervan.

Maar er zijn ook bubbels die niet als zodanig worden herkend. Wat dacht u van een grondstof waarvan de productiekosten maar

een fractie zijn van de handelswaarde: olie. In het Midden-Oosten wordt het voor 3 dollar per vat uit de grond gepompt en op de wereldmarkt wordt het verkocht voor ongeveer 100 dollar per vat. Dat is een enorm verschil. En wat te denken van een briefje van 500 euro? De productiekosten zijn om en nabij de 0,10 euro per biljet, wat dus betekent dat de koopkracht van het biljet vele malen hoger ligt dan de productiekosten. Deze bubbels kunnen bestaan omdat ze óf functioneel zijn (olie heeft nog altijd een economische waarde die de 100 dollar ver overstijgt), óf omdat ze wettelijk zijn vastgelegd. De euro is een wettig betaalmiddel, een door de overheid opgelegde verplichting tot gebruik. Bubbels zijn dus niet altijd speculatief en kunnen zelfs aan het oog onttrokken zijn.

Vanaf de demonetisering van goud in 1971 is er sprake van een grote opgaande golf van prijzen in allerlei activa, zoals aandelen, vastgoed, afwisselende regio's en landen, bepaalde grondstoffen enzovoort. Eigenlijk zou je kunnen zeggen dat we sindsdien in een periode zijn aanbeland van seriële, elkaar afwisselende bubbels. In de zoektocht naar beleggingen die de prijsinflatie vóór bleven, faciliteerde de financiële industrie in het *global casino*-bubbelgedrag. Bubbels uit het verleden worden afgedaan als collectieve zinsbegoocheling. De seriële bubbels in onze tijd worden echter als volstrekt normaal gezien, zelfs als permanente mogelijkheid om vooruit te kunnen komen in het leven. Als in de 'juiste' bubbel is geïnvesteerd, is er als het ware sprake van een lot uit de loterij. Dat we dat normaal zijn gaan vinden, komt waarschijnlijk doordat we er binnen het dollarsysteem niet aan kunnen ontsnappen. Het is onze werkelijkheid.

Houd de fiches in de lucht

Gek genoeg zien de monetaire autoriteiten prijsinflatie in grondstoffen en energie als ongewenst, terwijl prijsinflatie in vermogenstitels en kapitaalgoederen wordt verwelkomd. De reden is natuurlijk dat prijsinflatie in grondstoffen en energie de kosten van primaire levensbehoeften opdrijft, wat leidt tot een gevoel van

armoede, terwijl we ons een stuk rijker voelen als onze aandelen of het huis waar we in wonen in prijs stijgen. Of de hogere prijzen economisch verantwoord zijn of niet, maakt voor het publiek niet eens zoveel uit. Als ze sneller stijgen dan die van grondstoffen, voedsel en energie, neemt het welvaartsgevoel en daarmee het vertrouwen in de economie als geheel toe.

Door het grote publieke vertrouwen in de groei van de economie en in de toezichthouders was er tot voor kort een groot vertrouwen dat hogere prijzen van vermogenstitels en vastgoed gerechtvaardigd waren. Toekomstige economische groei zou voldoende zijn om de opgebouwde schulden te kunnen financieren en dus de waarde van schuldpapier te honoreren. De afgelopen decennia is de enorme wereldwijde inflatie van geld en krediet dan ook gaan zitten in de 'gewenste' zaken, zoals aandelen en vastgoed. Toezichthouders en centrale bankiers hebben er alles aan gedaan om het vertrouwen in geld en krediet en daarmee in vermogenstitels te ondersteunen.

Voormalig president van De Nederlandsche Bank Nout Weling had het in dit verband over 'fiches'. In 2005 vertelde hij in een interview aan nieuwszender RTL-Z dat het zijn taak was om deze 'fiches' in de lucht te houden, waarmee hij bedoelde dat het gecreëerde geld en krediet niet zijn weg mocht vinden in aardse zaken zoals grondstoffen en energie. Zodra het gaat zitten in die 'ongewenste' zaken, komt namelijk de waardering van vermogenstitels in gevaar. In de eerste plaats hebben spaarders dan minder geld over om te beleggen; een groter deel van het inkomen gaat naar voedsel en energie. Het zorgt ook voor tanend vertrouwen in, en dalende prijzen van, waardepapieren en vastgoedprijzen, omdat beleggers meer gaan speculeren in grondstof- en energiemarkten en andere beleggingscategorieën links laten liggen. Dit zou net als in de jaren zeventig van de vorige eeuw kunnen leiden tot een nieuwe periode van door centrale bankiers vermaledijde stagflatie, prijsinflatie gecombineerd met een stagnerende economie.

Dat het belangrijk is de fiches in de lucht te houden is te visualiseren door een omgekeerde piramide die is opgebouwd uit

verschillende lagen van krediet. Onderaan, in de punt, bevindt zich het meest liquide en betrouwbaarste betaalmiddel. Bovenaan bevindt zich de meest risicovolle categorie, de derivaten. Als het vertrouwen groot is, expandeert de piramide in de bovenste lagen. Als het vertrouwen daalt, vluchten beleggers en spaarders in de meest liquide instrumenten en ontstaat er druk op de onderkant. Omdat er veel minder liquide middelen zijn dan schuld papier en derivaten, resulteert een vlucht in veiligheid altijd in een waardestijging van liquide middelen en een waardedaling van schuld papier.



De kredietpiramide van John Exter⁸

Bron: BIS, Independent Strategy

Een groot nadeel van afwaardering van schuld papier in de hogere lagen van de piramide is dat er de afgelopen decennia erg veel spaargeld in is gestoken. Als het vertrouwen daalt en beleggers deze papieren waarden de rug toekeren, neemt de prijs af en daalt de koopkracht van het gespaarde geld. Maar ook om een

andere reden is het vanuit het perspectief van toezichthouders bezien noodzakelijk dat het vertrouwen in papieren vermogens-titels groot blijft. Aangezien banken veel leningen hebben uitstaan waarmee vastgoed en andere beleggingscategorieën zijn gefinancierd, komt hun bankbalans in gevaar bij dalende prijzen. Banken zijn dan genoodzaakt om meer kapitaal aan te houden ter dekking van de uitstaande leningen of om hun balans af te bouwen door bezittingen te verkopen. Over het algemeen zal een waardedaling leiden tot een verzwakking van het banksysteem. Om dit te voorkomen zullen de toezichthouders te allen tijde streven naar het behoud van geloofwaardigheid van geld, krediet en de onderliggende schuld.

De croupier

Het *global casino* kon niet functioneren zonder een uitdijende kapitaalbasis. Die basis werd gevormd door staatsobligaties, in het bijzonder de Amerikaanse staatsobligatie. Deze obligatie vormt de waardestandaard van het *global casino*. Geld en krediet kunnen worden gecreëerd in het vertrouwen dat de standaard te vertrouwen is. De afgelopen veertig jaar is het financiële systeem gebouwd op de aanname dat het risicovrij was geld te beleggen in deze obligaties. Omdat dit schuldpapier de kern is van het dollarsysteem, hebben we niet gezien dat er een bubbel in deze obligaties is ontstaan. Een belangrijke reden waarom we deze bubbel niet hebben zien ontstaan, is dat de obligaties wereldwijd al decennialang de spaarstandaard vormen van zowel centrale bankiers als institutionele beleggers. De staatsobligaties zijn een solide onderpand zolang de vs kredietwaardig zijn.

Het vertrouwen dat de markt heeft in de kredietwaardigheid van de vs is nog altijd groot. De capaciteit van de Amerikaanse overheid om de staatsschuld te (her)financieren uit economische groei is lange tijd onbetwist geweest, maar de twijfel groeit anno 2012 door een aantal alarmerende signalen. Het aandeel van de Amerikaanse economie in de wereld is sinds 1980 sterk gedaald.

Dit ging gepaard met een afnemende kwaliteit van de economie, met vele schandalen als aanwijzing. Denk bijvoorbeeld aan de ondergang van energiegigant Enron, verzekeraar AIG, de nationalisatie van de hypotheekgiganten Fannie Mae en Freddy Mac, de ondergang van kredietverzekeraar Ambac, de ondergang van investeringsbank Lehman Brothers en eind 2011 die van clearinghouse MF Global.

In de zomer van 2011 kreeg de financiële wereld echter een dreun die nog altijd nagalmt. Standard & Poor's, een van de drie belangrijke kredietwaardeerders, verlaagde de waardering van de Amerikaanse staatsschuld. Het was een actie van historische proporties. Mohamed El Erian, directeur van het wereldwijd grootste obligatiefonds PIMCO, stelde dat de als risicovrij bestempelde staatsobligatie vanaf dat moment geen gegeven meer was, maar een variabele.⁹ De financiële industrie verloor daarmee een belangrijke pilaar van stabiliteit.

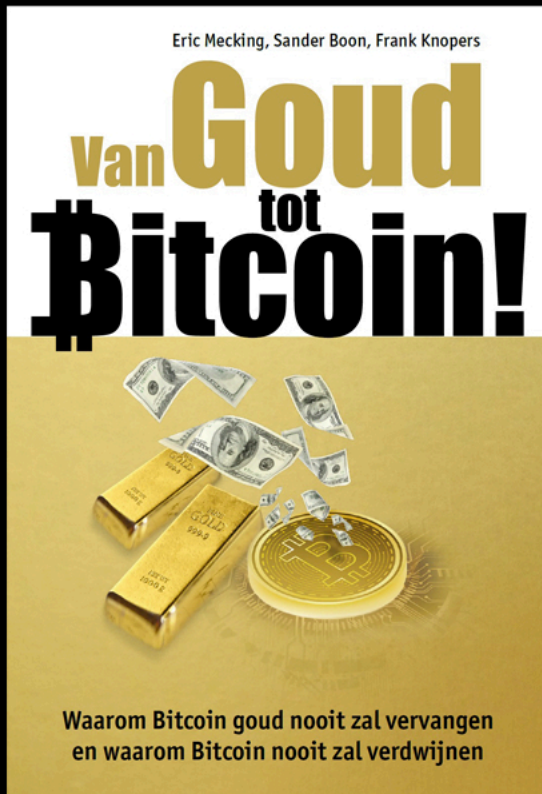
Het opzeggen van het vertrouwen in de dollar zal desastreus uitpakken.

Paradoxaal genoeg vormt het feit dat de Amerikaanse centrale bank staatsschuld op kan kopen als de reguliere vraag wegvalt voor de financiële industrie een reden om het vertrouwen in de stabiliteit en de waarde van de staatsobligaties vooralsnog te handhaven. Dit opkopen geschiedt letterlijk met de (elektronische) geldpers van de centrale bank. Het is zeer onwenselijk, omdat daarmee de uitbetaling van de staatsschuld geschiedt in dollars van steeds minder waarde. Dat kan een tijd worden getolereerd, maar er komt een punt dat er spanningen ontstaan.

De belangen om het dollarsysteem te schragen zijn groot. Het wordt niet alleen in stand gehouden door het vertrouwen dat de markt heeft in de economische kracht van de vs. De (geo)politieke steun die het krijgt van landen die door massale aankoop van dollars de waarde ervan ondersteunen, is onmisbaar. Het hele westerse handels- en financiële systeem is gebaseerd op een stabiele dollar. Geloof in en gebruik van de dollar zijn daarom niet

alleen voor de Amerikanen van levensbelang, maar ook voor de rest van de wereld. Het opzeggen van het vertrouwen in de dollar zal desastreus uitpakken. Ondanks het feit dat de Amerikanen nog altijd het exorbitante privilege genieten van het gebruik van de dollar, zijn centrale bankiers wereldwijd de grootste afnemers van deze dollars en van dollar-waardepapier, de Chinezen voorop. Als de kunstmatige vraag naar dollars door de implosie van het *global casino* of door een politieke crisis wegvalt, is de systeemcrisis die in 1971 nog werd voorkomen een feit. Omdat er geen nieuwe leider klaarstaat, kan een nieuwe wereldwijde monetaire crisis ontstaan die lijkt op de crisis van na 1931.

Meer lezen van Sander Boon?



Word *Geotrendlines Insider*
en ontvang *Van Goud tot
Bitcoin* GRATIS!

Meer informatie

6 ‘Houston, we have a problem!’

In 2007 ontspoorde het op hol geslagen *global casino*. Het begon met een ogenschijnlijk klein probleem: een aantal huizenbezitters in de vs kon de hypotheeklast niet meer dragen en bleef in gebreke. Dit leidde tot een voor de financiële industrie totaal onverwachte daling van de Amerikaanse huizenprijzen. Het had verstrekkende gevolgen. Het onderpand van hypotheekleningen verslechterde en de leningen daalden in waarde.

Deze waardedaling was onvoldoende voorzien en daardoor voor de financiële sector niet goed te verwerken. Overheden en centrale banken waren genoodzaakt massaal in te grijpen om de sector te behoeden voor implosie. Té massaal, want na de subprimecrisis in 2007 en de bankencrisis in 2008 kwam eind 2009 de landen-crisis. Daarmee lijkt de crisis op een niet onder controle te krijgen veenbrand.

De kern van het probleem blijkt de overmatige schuldcreatie door overheden, bedrijven en consumenten als gevolg van een door overheden en centrale en commerciële banken gecontroleerd en uitgebaat papieren geld- en kredietsysteem. Een economie die functioneert op basis van schuld en kredietgroei komt in de problemen als de schulden te veel zijn opgelopen; de waarde van het onderpand van uitstaande leningen daalt als de reële economie stagneert. Vaak gaat het een gepaard met het ander. De normaal gesproken werkzame maatregelen om een omvangrijke financiële crisis te bezweren werken in de huidige crisis niet. Fiscale stimulansen door overheden, aanpassing van boekhoudregels, sterke renteverlagingen door centrale banken en zelfs het bijdrukken van geld uit het niets worden massaal ingezet, maar de economie lijkt maar niet uit het dal te klimmen en steeds weer doemt er ergens op de wereld een nieuwe crisis op. Door een verlies van vertrouwen is het internationale geld- en kredietsysteem in de kern beschadigd.

Is het op schuld gebaseerde dollarsysteem ongeneeslijk ziek? Het is een vraag die ongemakkelijk maakt, een politiek-economische *inconvenient truth*. Zelfs een kernonderdeel van het systeem, het IMF, is pessimistisch en waarschuwt voor een herhaling van de periode na 1931.¹

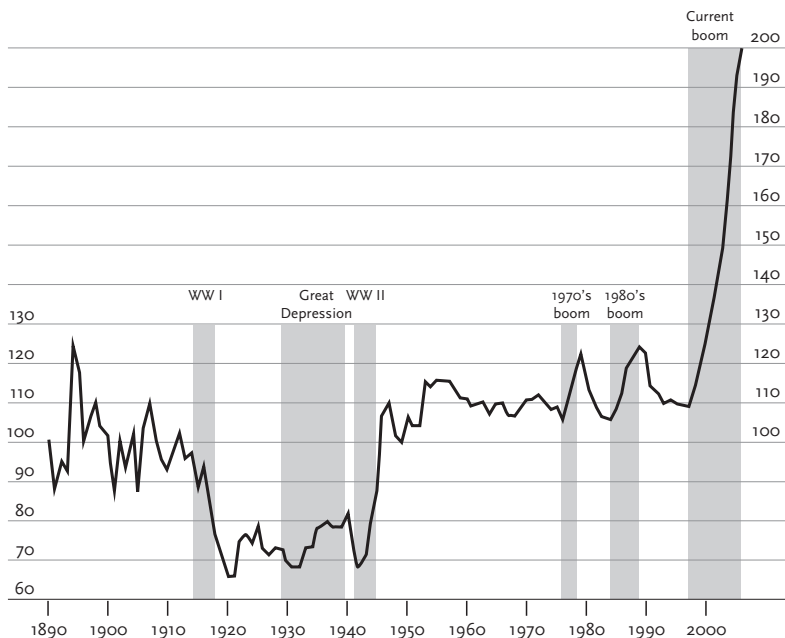
De huizen crisis

Het was niet de bedoeling dat de huizenprijzen zouden dalen. Een daling stond niet in de modellen. Huizeigenaren en zakenbanken waren afhankelijk van gestaag stijgende prijzen. Herfinanciering van leningen werd gedaan op basis van in waarde gestegen onderpand, waardoor huizeigenaren in hun huis konden blijven wonen. En de waarde van de doorverkochte en verknipte pakketten met hypotheekleningen was gemodelleerd op basis van stijgende huizenprijzen. Er was ook alle reden om aan te nemen dat aan de huizenprijsstijging geen eind zou komen; er was tenslotte voldoende liquiditeit en krediet aanwezig om potentiële huizenkopers in staat te stellen om de trotse eigenaar te worden van een nieuw huis. De financiële sector was zelfs actief op zoek naar die potentiële eigenaren. De hypotheeklening die aan een nieuw huis was gekoppeld, diende namelijk weer als onderpand voor nieuwe kredieten en de opgerekte kredietketen.

Een daling stond niet in de modellen.

Zo kon het gebeuren dat op het hoogtepunt van de Amerikaanse huizenbubbel mensen zonder inkomsten, bezit of baan een lening konden krijgen voor een nieuw huis. Dit waren de zogenoemde NINJA-leningen, wat staat voor *No Income, No Job and No Assets*. Deze subprimehypotheekleningen werden opgeknipt en verpakt in tranches met andere, kwalitatief betere, hypotheekleningen. Door de mix kreeg het schuldpapier een hoger rendement, terwijl de kredietbeoordelaars er stempels van hoge kre-

dietwaardigheid op plakten. Van 2001 tot 2006 werd in de vs per jaar 2 tot 3 biljoen dollar aan hypotheekleningen verstrekt, waarvan het percentage aan subprimeleningen toenam van 8,6 procent in 2001 tot 20,1 procent in 2006 (600 miljard dollar). In 2006 werd meer dan 80 procent van deze leningen opgeknipt en doorverkocht.² Deze leningen konden worden verzekerd en verhandeld. Hierdoor was de prijs ervan op twee manieren bekend: via de handelsprijs en via de prijs van de kredietverzekering. De prijzen waren te vinden op diverse gespecialiseerde websites en weergegeven in grafieken. De leningen werden gekocht door hedgefondsen, institutionele beleggers en met name Europese banken.



De huizenbubbel in perspectief (vanaf 1890)

Bron: Case-Shiller Residential Real Estate Index

Drie parallelle bewegingen veroorzaakten eerst stagnerende en later dalende prijzen in de huizensector. Om te beginnen waren

in de loop der jaren ondernemers opgestaan die steeds efficiënter waren in het bouwen en afwerken van woningen. Er ontstond een steeds ruimer woningaanbod. Bovendien raakte de voorraad mensen op die bereid en in staat waren om een hypotheeklening voor een huis aan te gaan. Een belangrijke derde factor in de aanloop naar de huizen crisis was de gestaag opgelopen olieprijs. Hierdoor werd de prijsinflatie aangewakkerd en werd het voor mensen aan de onderkant van de welvaarts ladder steeds moeilijker om rond te komen. En onderaan stonden de subprimehuseigenaren. In toenemende mate bleven ze in gebreke bij het aflossen van hun hypotheeklening, met huisuitzettingen als gevolg.

Een combinatie van een groter aanbod van huizen en een kleinere vraag resulteerde vanzelfsprekend in de beweging die zich volgens de modellen van de financiële whizzkids niet zou kunnen voordoen: een daling van de huizenprijzen. Zo'n daling zou in een normaal functionerende economie nooit tot grote problemen hebben geleid. Maar sinds 1971 leven we niet meer in een normale economie.

Vanaf het moment dat de prijzen begonnen te dalen, verminderde ook de waarde van verschillende verpakte hypotheekleningen. Eerst langzaam, daarna versneld. In het begin dachten toezichthouders nog dat het een lokaal probleem was met beperkte gevolgen voor de financiële sector. Dat bleek een grove misvatting. De meeste hypotheekderivaten werden buiten de bekende beurzen verhandeld – via bilaterale contracten in de zogenoemde *over the counter*-markt (OTC) – waardoor er geen zicht was op wie de eigenaren waren van de slechte leningen. Het in gebreke blijven van huiseigenaren en de lagere waarde van hypotheekderivaten noopten de kredietverzekeraars om tot uitbetaling over te gaan.³

De verzekeraars hadden in de periode voorafgaand aan de crisis veel geld opgestreken door verzekeringspremies te innen. Door een combinatie van onderdekking en stijgende uitbetalingen kwamen ze echter in de problemen. De waarde van de honderden miljarden aan verzekerde hypotheekleningen werd door

de problemen bij de verzekeraars ongewis, met een bredere crisis van het financiële systeem tot gevolg.

Door de combinatie van onderdekking bij verzekeraars en onzekerheid over de waarde van hypotheekderivaten ontstond een golf aan verkopen, met als gevolg een sterk dalende marktprijs. Het was een vicieuze cirkel, want hierdoor verdiepten de problemen van de verzekeraars en daalde de waarde van nog meer hypotheekleningen.

Fannie en Freddie

Ook de grootste spelers in de hypotheekmarkt, de giganten Fannie Mae en Freddie Mac, kwamen in de problemen. Het waren oorspronkelijk door de Amerikaanse overheid opgezette organisaties die het huizenbezit bij lage en middeninkomens moesten bevorderen. Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) werd opgericht tijdens de Grote Depressie in februari 1938 als onderdeel van president Roosevelts New Deal. In 1968 werd het verzelfstandigd om de uit het lood geslagen Amerikaanse begroting te ontlasten. Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) werd in 1970 opgericht als concurrent van de verzelfstandigde monopolist Fannie Mae.⁴

Het zijn door de overheid gesponsorde bedrijven, wat inhoudt dat de leningen impliciet worden gegarandeerd door de Amerikaanse overheid. Hierdoor betalen deze organisaties een lagere rente op de kapitaalmarkt. Met het geld kopen ze hypotheekleningen van banken in de zogenoemde secundaire markt. Deze leningen knippen ze op, verpakken ze en verkopen ze weer door. Fannie en Freddie garandeerden de kredietwaardigheid van de herverpakte leningen, waardoor kopers ervan een hoog rendement vergezeld zagen gaan van een hoge kredietwaardering.

Banken die hun hypotheekleningen verkochten aan Fannie en Freddie, konden door het vrijkomen van de balans weer nieuwe hypotheekleningen uitzetten, waardoor de vraag naar huizen groter was dan zonder het bestaan van deze organisaties.

Op het hoogtepunt van de huizenbubbel namen Fannie en Freddie meer dan de helft van de hypotheekmarkt voor hun rekening.

Het liep allemaal gesmeerd. Tot de huizenmarkt kantelde. Vanaf midden 2007 nam het aantal huiseigenaren dat in gebreke bleef bij het betalen van de hypotheekrente explosief toe, met als gevolg grote moeilijkheden bij Fannie Mae en Freddie Mac om aan hun verplichtingen te kunnen voldoen. In de zomer van 2008 was de situatie zo sterk verslechterd dat de markt in de gaten kreeg dat een nationalisatie door de Amerikaanse overheid onvermijdelijk was.

Op 7 september 2008 was het zover en nam de overheid de verplichtingen van de twee bedrijven, op dat moment geschat op 5 biljoen dollar, over. Om de run op verpakte hypotheekleningen te stoppen injecteerde de overheid nieuw kapitaal en bleven de garanties voor de uitstaande hypotheekleningen intact. Omdat de overheid in haar maag zat met een al hoge nationale schuld, op dat moment ruim 9 biljoen dollar, werd besloten de schulden van de twee bedrijven buiten de balans te houden. Hierdoor ontstond een enigszins merkwaardige situatie, want hoewel de bedrijven zijn genationaliseerd, worden ze boekhoudkundig niet als zodanig behandeld.

De bankencrisis van 2008

Ook het banksysteem werd hard geraakt door de hypotheekcrisis. De reden hiervoor is dat de sector een onmisbare schakel vormde tussen het verstrekken en doorverkopen van hypotheekleningen en het uiteindelijk weer opkopen en doorverkopen van verpakte hypotheekderivaten. Banken werden hierbij geholpen door de ICT-revolutie en de deregulering die eind jaren tachtig van de vorige eeuw waren ingezet.

Derivaten zijn financiële contracten waarvan de waarde zich ontwikkelt op basis van onderliggende prijsverschillen van bijvoorbeeld grondstoffen of hypotheekleningen. Overheden en toezichthouders waren zich niet bewust van de risico's die aan derivaten hingen en besloten de banken vrijwel ongeregeerd hun gang te laten gaan. Een heel scala van verschillende derivaten zag het daglicht, van *collateralised debt obligations* (CDO) tot

mortgage backed securities (MBS) en van *credit default swaps* (CDS) tot *swaptions*. Ze werden gebruikt om risico's af te dekken en om te speculeren. Met deze derivaten was het mogelijk om met een kleine initiële inleg grote winsten te maken, omdat de hefboom groot was. Een kleine prijswijziging van de onderliggende waarde kon zo worden omgezet in grote winsten of verliezen.

Slechts een zeer klein deel van de derivatencontracten was zichtbaar omdat ze werden gesloten via een clearinghouse; het grootste deel was onzichtbaar omdat ze bilateraal werden gesloten in de zogenoemde *over the counter*-markt (OTC). Omdat derivaten ook werden gebruikt om risicovolle posities af te dekken, was niet zichtbaar wie welk risico droeg op de balans. En dat was de achilleshiel van het banksysteem. Hoewel men er tot de crisis van 2007 van uitging dat het risico goed en evenwichtig in het financiële systeem was verdeeld en zich bevond bij partijen die naar eigen inzicht het risico konden dragen, bleek men over het hoofd te zien dat het risico dan wel gespreid was, maar niet was verdwenen.

Bij de geringste tegenwind bleek niemand te weten bij wie zich welk risico op de balans bevond.

Het aanvankelijk zichtbare tegenpartijrisico dat aan een lening vastzat, was door de derivatenconstructies aan het oog onttrokken. Het tegenpartijrisico was niet meer specifiek aanwijsbaar en daardoor een structureel onderdeel geworden van het gehele financiële systeem. Partijen die derivaten hadden gekocht, bleken aan elkaar vastgeklonken. Onder normale omstandigheden was er sprake van vertrouwen in de solvabiliteit van de tegenpartij. Maar bij de geringste tegenwind bleek niemand te weten bij wie zich welk risico op de balans bevond. Een probleem bij de ene instelling had onmiddellijk repercussies voor een andere instelling, omdat het collectieve vertrouwen werd opgezegd. Hierdoor kon bij vertrouwensverlies een lokaal probleem uitgroeien tot een systeemcrisis.

De bankproblemen hadden kunnen ontstaan op het gebied van bijvoorbeeld onverwachte renteontwikkelingen of valutaschommelingen, maar het uiteindelijke kantelpunt was de hypotheekcrisis. Om meer winsten te maken hadden banken zogenoemde schaduwbanken en *special purpose vehicles* opgericht. Die werden gebruikt om herverpakte hypotheekleningen met een hoog rendement aan te kopen. Banken konden deze vehikels buiten de balans houden zolang ze rendeerden. Pas als ze in de problemen kwamen, waren banken genoodzaakt de verplichtingen van de vehikels weer op de balans te plaatsen.

Omdat bankiers een verslechtering van de hypotheekmarkt niet hadden ingecalculeerd, was er bij banken te weinig kapitaal om het overnemen van de verplichtingen te kunnen dragen. De eerste bank die in problemen raakte, was de in 1925 opgerichte zakenbank Bear Stearns, anno 2006 de op zes na grootste bank ter wereld. In juni 2007 was de bank genoodzaakt een van haar *special purpose vehicles*, het High-Grade Structured Credit Fund, met een noodlening van 3,2 miljard dollar op de been te houden. Voor een ander vehikel, het High-Grade Structured Credit Enhanced Leveraged Fund, werd getracht bij andere banken leningen los te krijgen. Het door de bank aangeboden onderpand voor leningen bleek bij een veiling veel minder op te brengen dan verwacht, waardoor het vertrouwen in de stabiliteit van de bank verder werd ondermijnd. Omdat de waarde van de hypotheekbezittingen van Bear Stearns rap omlaag ging, moest de bank bezittingen verkopen of kapitaal aantrekken ter dekking. Het probleem voor Bear Stearns was dat tegelijkertijd de liquiditeit in de interbancaire geldmarkt langzaam opdroogde, waardoor aantrekken van kapitaal steeds lastiger werd. Op 14 maart 2008 moest de bank worden gered met kapitaalinjecties van de Fed en van concurrent J.P. Morgan Chase. Op 17 maart werd de noodlijdende bank overgenomen door J.P. Morgan Chase.

Het probleem was daarmee echter niet verdwenen. Niet alleen Bear Stearns merkte dat de interbancaire geldmarkt opdroogde; ook andere banken konden steeds moeilijker aan geld komen. De markt droogde op omdat banken elkaar steeds minder vertrouw-

den. Want welke bank was de volgende Bear Stearns? Banken die in normale omstandigheden overtollig geld uitleenden aan andere banken via de interbancaire markt, bleven steeds vaker zitten op hun geld. Hierdoor ontstond er een vicieuze cirkel van opdrogende liquiditeit, dalende prijzen van hypotheekleningen, verslechterde bankbalansen en verder opdrogende liquiditeit.

Net als bij Bear Stearns begonnen bij Lehman Brothers de problemen door geruchten over liquiditeitsproblemen. Dat deze geruchten op waarheid berustten bleek in 2010, toen onderzoek aantoonde dat Lehman al sinds eind 2007 door boekhoudtrucs een mooier beeld schetste van de liquiditeitspositie van de bank.⁵ Een combinatie van klanten die hun geld bij de bank weghaalden, een dalende aandelenkoers en een waardedaling van bankbezittingen door lagere kredietwaarderingen deed de bank uiteindelijk de das om. Op 15 september 2008 werd het faillissement aangevraagd. Het was het grootste bankfaillissement in de geschiedenis van het Amerikaanse bankieren, een faillissement dat wereldwijd verstrekkende gevolgen zou hebben.

Banken waren *too big to fail*,
maar ook *too big to be safe*.

De zakenbanken die de crisis zelfstandig overleefden, Goldman Sachs en Morgan Stanley, deden dat door een cruciale aanpassing in hun statuten. De banken kondigden op 22 september 2008 aan dat ze over waren gegaan van zakenbank naar bank met bankvergunning. Hierdoor konden ze de drooggevallen interbancaire geldmarkt omzeilen en voortaan lenen bij de Fed. Het gevolg van deze stap was wel dat de bedrijven voortaan strenger werden gereguleerd door de toezichhouders. Zonder geld van de Fed waren beide bedrijven echter ten dode opgeschreven.

Ook de Europese banken kwamen niet ongeschonden door de crisis heen. Net als hun Amerikaanse collega's verslikten ze zich in de markt voor hypotheekderivaten. Europese banken maakten voor de financiering van de producten gebruik van de door de kredietcrisis drooggevallen eurodollarmarkt. Ook hier ontston-

den problemen bij het aantrekken van geld. Het uitlenen ervan aan andere banken werd tot het minimum beperkt. In Europa was er echter nog een complicerende factor: de banksector was veel groter dan in de vs. Voordat de crisis losbarstte, was de waarde van de gecombineerde bankbalansen 23 biljoen euro, ruim twee maal zo groot als de totale Europese economie. In de vs was de banksector met een omvang van 10 biljoen dollar kleiner dan de economie. Die geringere omvang komt doordat bedrijven en consumenten in de vs veel vaker van de kapitaalmarkt gebruikmaken om te lenen.

Door de omvang bleek de crisis in Europa moeilijk te bestrijden. Banken waren *too big to fail*, maar ook *too big to be safe*. In veel landen was het noodzakelijk banken gedeeltelijk of zelfs geheel te nationaliseren.

Kredietbeoordelaars

Een belangrijke rol in de aanloop naar de crisis was weggelegd voor de drie grote Amerikaanse kredietbeoordelaars, Fitch, Moody's en Standard & Poor's. De beoordelaars werden na de ont koppeling van dollar en goud steeds belangrijker, omdat waarde bepaling niet meer kon worden gebaseerd op een objectieve waardemaatstaf van het geld, maar alleen op de inschatting van een beoordelaar wat de houdbaarheid en kwaliteit was van een schuldcontract. Het stem pел van vertrouwen in de terugbetaalcapaciteit kon niet objectief worden gegeven, maar werd in toenemende mate afhankelijk van modelleringen waarin aannames werden gestopt.

Van oorsprong waren de beoordelaars onderzoeksbureaus. Ze werden betaald door degenen die een oordeel wilden over de kredietwaardigheid van een schuld. Een beoordelaar kon het zich niet veroorloven slechte analyses te maken, omdat dan de kans op minder klanten groot was. In 1975 besloot de SEC, de Amerikaanse toezichthouder op effectenverkeer, dat beoordelaars moesten voldoen aan bepaalde criteria.⁶ Alleen de bedrijven die voldeden aan deze criteria, mochten in het vervolg over de kredietwaardigheid van schuld papier, bedrijven en landen oordelen. Het aantal bureaus dat aan de criteria voldeed, schommelde sindsdien tussen

de vijf en de zeven. Vanaf 2003 waren Fitch, Moody's en Standard & Poor's de enige drie bureaus die aan de criteria voldeden.

Het was uitermate lastig om aan de criteria te voldoen, waardoor intreding van nieuwe bureaus vrijwel niet mogelijk was. Er was dus effectief sprake van een beoordelingskartel. Ook het verdienmodel werd aangepast. Voorheen werden de bureaus ingehuurd door potentiële kopers van schuldpapier. In het nieuwe model betaalden de uitgevers van schuldpapier voor een beoordeling. Dat het bedrijfsmodel en de gehanteerde rekenmodellen slecht werkten, bleek al in 2001. In de vrije markt werd het schuldpapier van de Amerikaanse energiegigant Enron als zeer risicovol beoordeeld. Door slechte rekenmodellen en politieke druk op de bureaus kon het echter gebeuren dat Enron tot vlak voor het faillissement de hoogste kredietwaardering mocht hanteren.

Tijdens de hypotheekbubbel werden de beoordelaars door de zakenbanken ingehuurd om de pakketten met schuldderivaten te beoordelen. Door de hevige concurrentie tussen de drie konden de banken druk uitoefenen om de beoordeling van een product zo gunstig mogelijk te laten uitvallen, omdat anders een andere beoordelaar de opdracht zou krijgen. De modellen die de beoordelaars gebruikten om de hypotheekderivaten op kredietwaardigheid te testen, bleken in veel gevallen uit te gaan van constant stijgende huizenprijzen. Dat was mogelijk omdat de modellen niet te ver in het verleden keken, waardoor prijsdalingen die eerder wel waren voorgekomen, niet werden meegenomen.

De beoordelingen waren door het grote vertrouwen in de economie, de door overheidsregulering verstoorde bedrijfsvoering van de bureaus en de selectief werkende rekenmodellen achteraf gezien veel te rooskleurig. Ook tijdens de crisis kregen de beoordelaars veel kritiek. Na te hebben geleerd van hun eerdere fouten verscherpten ze hun analyses en waren ze snel met het afwaarderen van schuldpapier, banken, bedrijven en landen. In de ogen van critici verdiepten de beoordelaars hierdoor de crisis.

Pompen of verzuipen

De toezichhouders van het kredietsysteem werden geconfronteerd met hun grootste nachtmerrie: een acuut kredietinfarct, met als gevolg een ‘meltdown’ van het wereldwijde financiële systeem. Alle betrokken partijen hadden er baat bij dat het geëvolueerde kredietsysteem bleef functioneren. Alles werd uit de kast gehaald om beleggers en spaarders het vertrouwen in schuldpapier te laten behouden en het financiële en bancaire systeem te ondersteunen: staatsgaranties, opkopen van onverkoopbare complexe financiële producten door centrale banken, opnieuw drastische renteverlagingen en aanpassing van boekhoudregels. De fiches moesten koste wat kost in de lucht blijven.

Op het hoogtepunt van de crisis garandeerde de Fed het financiële systeem voor het duizelingwekkende en onvoorstelbare bedrag van 30 biljoen dollar, bijna evenveel als de gecombineerde Europese en Amerikaanse economie. Overheden staken zich diep in de schulden. Niet alleen werden door overheden schulden van het financiële systeem overgenomen, ook moesten ze de reële economie stimuleren. Dat was nodig, want door de vertrouwensschok die de crisis teweegbracht, dreigde die versneld in een neerwaartse spiraal te belanden, met het gevaar dat de schulden in het systeem niet meer konden worden ge(her)financierd. Schuldeflatie moest tegen elke prijs worden voorkomen.

De centrale banken hadden een aantal troeven in handen. In eerste instantie werd via allerlei kanalen noodliquiditeit in het financiële systeem gepompt. De ECB begon daar al mee in september 2007. De Fed verlaagde in hoog tempo de rente van 5,57 procent naar uiteindelijk 0 procent om de banksector lucht te geven. Noodliquiditeit en lage rente bleken echter al snel niet genoeg om het systeem te stabiliseren.

Eind 2008 dreigde de kredietpiramide daadwerkelijk in te zakken. Een run op een geldmarktfonds startte een keten aan paniekverkopen. Er ontstond als het ware een elektronische run op het financiële systeem van de vs, met als grote gevaar ongecontroleerde schuldeflatie, de grootste nachtmerrie van centrale ban-

kiers. De Fed stond niets anders te doen dan de waarde en houdbaarheid van de schulden in het bancaire en financiële systeem te garanderen. Een keur aan noodprogramma's en ad-hocleningen werd uit de kast getrokken om de run te stoppen. TARP is daar voor het grote publiek het bekendste voorbeeld van, omdat het Amerikaanse Congres hier toestemming voor moest geven. Dit hulpprogramma van 700 miljard dollar zou aanvankelijk worden gebruikt om slechte leningen in het banksysteem te garanderen en op te kopen, maar werd uiteindelijk gebruikt om het kapitaal van de banksector direct aan te zuiveren.

Toen dit allemaal niet hielp,
ging de geldpers aan.

Ook het Europese banksysteem werd door de Fed gered. Eerst direct via de redding van verzekeraar AIG, later indirect via zogenoemde dollar-swaps met de ECB. Europese banken financierden veel van hun activiteiten met dollars. Door de crisis viel de geldmarkt droog en konden ze maar met zeer veel moeite aan steeds schaarser wordende dollars komen. Het resulteerde in een waardestijging van de dollar. In het klimaat van dreigende schulddeflatie was dat zeer onwenselijk, omdat het schulden genoteerd in dollars alleen maar duurder maakte. Om de nood aan dollars te lenigen besloot de Fed tot het omruilen van dollars voor euro's. Europese banken konden hierdoor voor dollars terecht bij de eigen ECB. Eind 2008 stond er voor 600 miljard dollar aan swaps in de boeken van de Fed.⁷

Toen dit allemaal niet hielp, ging de geldpers aan. Centrale banken gingen over tot wat eufemistisch 'kwantitatieve verruiming' werd genoemd. De voorzitter van de Fed, Ben Bernanke, had reeds in 2002 aangegeven dat bestrijding van schulddeflatie boven aan de prioriteitenlijst van de Fed stond. Hij stelde dat dat effectief zou kunnen gebeuren door het aanzetten van de geldpers. In november 2008, op het hoogtepunt van de paniek na de val van Lehman Brothers, voegde Bernanke de daad bij het woord en werd begonnen met het opkopen van slechte leningen,

hypothekobligaties en staatsobligaties. De Fed ging voortvarend te werk en kocht in de eerste fase voor 1250 miljard dollar aan hypothekobligaties en staatsobligaties.

Nadat de eerste fase van monetaire verruiming in de vs was voltooid, besloot de Fed dat vrijkomend geld uit hypotheekaflossingen moest worden geherinverteerd in staatsobligaties. Deze maatregel werd 'kwantitatieve verruiming 1.5' genoemd, omdat er geen sprake was van nieuw gecreëerd geld. Eind 2010 bleek de economie geen tractie te krijgen en kwam er een tweede fase van monetaire verruiming. Over een periode van zes maanden injecteerde de Fed 100 miljard dollar per maand. Ook deze actie bracht niet het beoogde effect en eind 2011 kondigde de Fed aan om een bedrag van 400 miljard dollar aan kortlopende staatsleningen om te ruilen voor langlopend staatspapier. Met deze actie werd getracht de langlopende rente verder te laten dalen.

Niet alleen de Fed maakte gebruik van de geldpers, ook de Bank of England, de Bank of Japan en de ECB gingen ieder op hun eigen manier over tot het opkopen van staatsleningen en slechte bankleningen met nieuw geld. De ECB moest echter een lijst verzinnen omdat zij geen mandaat had om direct staatsobligaties aan te kopen. De bank omzeilde dit door ongelimiteerde kredieten voor de commerciële banken uit te schrijven. Met deze leningen werden niet alleen de bankbalansen versterkt, maar ook staatsobligaties aangekocht. In Europa was dus sprake van indirecte kwantitatieve verruiming.

De hoofdredenen voor het opkoopprogramma waren het tegengaan van deflatie, het verlagen van de rente en het stimuleren van economische groei. Bernanke schreef zelf dat de versoepeling zou leiden tot hogere aandelenkoersen, meer vertrouwen, hogere inkomens, meer consumptie en hogere bedrijfswinsten.⁸ Zoals zo vaak waren er echter ook bijkomende redenen.

De Fed redde niet alleen Amerikaanse en Europese banken, maar stelde met het aanzetten van de geldpers ook China tevreden. China, de grootste financier van de aan schuld verlaafde vs, stak de door export verdiende dollars niet alleen in staatsobligaties, maar ook in hoger renderende hypothekleningen van Fan-

nie en Freddie. China was namelijk niet erg blij met de afwaardering van deze leningen. De Fed besloot met nieuwe dollars deze leningen over te nemen. De ontvangen dollars werden gebruikt om veiliger kortlopend Amerikaans staatspapier aan te schaffen.

Er was sprake van een collectieve geldontwaarding.

Een andere reden was het verlagen van de waarde van valuta's. Om de economie te stimuleren wilden de Amerikanen een lagere waarde van de dollar. Het bijdrukken van nieuwe dollars was een effectieve en goedkope manier om dat te bereiken. Een lagere dollar was gunstig voor de scheve handelsbalans; import van goederen uit andere landen werd daardoor immers duurder. Export werd juist gestimuleerd. Het zou een oppepper voor de Amerikaanse economie betekenen. Als de dollar daadwerkelijk flink zou dalen, was er ook een ander groot voordeel: schulden genoteerd in dollars zouden minder waard worden. Houders van Amerikaanse staatsschuld zouden daardoor echter worden gedupeerd. Omdat andere centrale banken eenzelfde strategie volgden, bleef het effect echter uit. Er was sprake van een collectieve geldontwaarding.

Waar blijft de inflatie?

Velen vragen zich af waarom het aanzetten van de geldpersen nog niet heeft geleid tot prijsinflatie of zelfs hyperinflatie. Daar zijn twee redenen voor. Ten eerste is het gedrukte geld nog niet door de banksector in omloop gebracht: veel geld blijft hangen in het banksysteem en vindt daardoor niet zijn weg naar de reële economie. In de tweede plaats is er sprake van een sterk afgenomen omloopsnelheid van het geld.

Dat de banken het niet uitlenen, is niet zo vreemd. Ten eerste zijn de economische tijden zo onzeker dat niet kan worden ingeschat of de schuld in de toekomst nog zal kunnen worden afgelost; liever op het geld zitten dan het in de toekomst kwijt zijn. Ten tweede zijn banken zeer bevreesd voor het verslechteren van hun huidige uitstaande leningen. Het niet-uitgeleende geld kan dienen als een buffer voor nieuwe verliezen. En ten derde is het maar de

vraag of er vanuit consumenten en bedrijven überhaupt een grote vraag is naar nieuwe leningen. Bedrijven zitten anno 2012 zelf op een historisch gezien enorme hoeveelheid liquide middelen omdat ze geen investeringsmogelijkheden zien. En consumenten houden de hand op de knip of zijn zelfs bestaande leningen aan het afbetalen. Niet echt een klimaat voor banken om het geld in de markt kwijt te kunnen. Al met al is er momenteel weinig reden om aan te nemen dat het aanzetten van de geldpersen zal gaan zorgen voor snel stijgende prijsinflatie.

De gedaalde omloopsnelheid van het geld is de tweede reden dat er nog geen sprake is van noemenswaardige prijsinflatie. In normale economische omstandigheden is het vertrouwen groot en circuleert het geld op een voor centrale bankiers voorspelbare manier. In economisch slechte tijden neemt het vertrouwen echter af en passen mensen hun uitgavenpatroon aan. Ze gaan meer sparen voor slechte tijden en bezuinigen op dure aankopen. Dit heeft tot gevolg dat de circulatie van het geld stagneert, het wordt minder snel uitgegeven en opgepot. Bedrijven zijn in een periode van economische stagnatie ook niet genegen om geld te investeren in nieuwe bedrijvigheid. Ook zij wachten af en zitten op hun geld. Door de afname van de omloopsnelheid heeft een toename van de geldhoeveelheid nog geen effect gehad op de prijzen die mensen in winkels moeten betalen.⁹ Hetzelfde gebeurde vlak voor hyperinflaties in Weimar-Duitsland in 1923 en Argentinië in 2002.

In normale omstandigheden neemt de omloopsnelheid van het geld weer toe als de economie, al dan niet gestimuleerd met lagere rentes door centrale banken, aantrekt; het geld gaat dan rollen. Dat kan omslaan in een versnelling die voor centrale banken ongewenst is, een zogenaemde oververhitting van de economie. Een centrale bank kan in deze omstandigheden de omloopsnelheid van geld beïnvloeden door de rente te verhogen. Neemt het vertrouwen af en dreigt de omloopsnelheid te snel te dalen, dan verlaagt de centrale bank de rente weer.

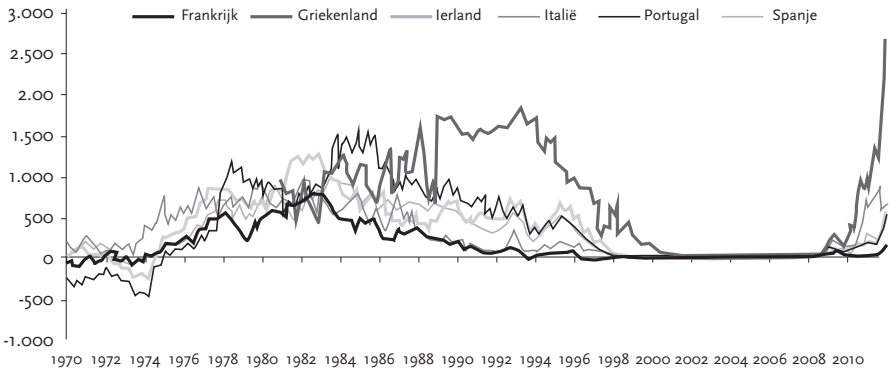
In de huidige crisis functioneert het rentewapen echter niet meer. Lagere rente en zelfs het injecteren van nieuw geld hebben geen effect gehad op de omloopsnelheid. Door nog meer geld te

injecteren proberen centrale banken de economie toch op gang te krijgen. In deze situatie dreigt er iets te gebeuren waar centrale banken geen grip op hebben: de omloopsnelheid van geld loopt op omdat mensen het vertrouwen in papiergeld verliezen. In plaats van het aanhouden van geld kopen ze dan liever goederen. Het zet veel mensen op het verkeerde been, omdat het aanvankelijk lijkt op een normale opleving van de economie. Op een gegeven moment kan door het verdere verlies van vertrouwen in de waarde van geld de situatie omslaan. Mensen doen er dan alles aan om zo snel mogelijk van het geld af te komen. Dat resulteert in een snel toenemende omloopsnelheid en daarmee een snel afnemende waarde van het papiergeld. Deze cyclus is zeer moeilijk te doorbreken en eindigt vaak in hyperinflatie, het totaal waardeloos worden van papiergeld. Renteverhogingen sorteren geen effect, omdat de ontwaarding sneller gaat dan de renteverhoging, de uitholling van de waarde van het geld is dus niet meer te stoppen. Zolang er echter vertrouwen is in de waarde en bruikbaarheid van het papiergeld treedt dit proces niet op.

Van bankencrisis naar Europese landencrisis

In 2010 kwam er een nieuwe schok: de kwaliteit van staatsschulden in Europa werd door de markt betwijfeld en de leencapaciteit van staten kwam in gevaar. De crisis die moest worden opgelost door overheden die zich daarvoor diep in de schulden staken, kwam als een boemerang terug. Beleggers verloren het vertrouwen in de terugbetaalcapaciteit van Griekenland, Portugal, Spanje, Italië en Ierland – economisch zwakkere of verzwakte landen met hoge schulden – en deden de staatsobligaties van deze landen van de hand. De Europese schuldencrisis was een feit. De waarde van de staatsobligaties daalde en de rente steeg. Door de stijgende rente konden bestaande schulden steeds moeilijker worden geherfinancierd en woog de schuldenlast steeds zwaarder. De rentepercentages die landen moeten betalen voor het lenen van geld, liepen eerst langzaam en later versneld uiteen.

In aanloop naar de introductie van de euro waren ze juist naar elkaar toe gekropen en na de daadwerkelijke invoering op vrijwel gelijke hoogte gekomen.



De renteverschillen in eurolanden voor en na de introductie van de euro

Bron: Deutsche Bank, GFD

De rentedaling was voor landen rond de Middellandse Zee een geschenk uit de hemel. Jarenlang betaalden ze een hogere rente als gevolg van een slechte overheidshuishouding en matig presterende economieën. Alleen door periodiek de munt te devalueren konden deze landen concurreren met andere landen. Door de gedaalde rente als gevolg van de invoering van de euro leek het alsof de landen hun problemen hadden opgelost. Er was geen economische en politieke aanpassing nodig om toch van een lagere rente te kunnen profiteren. En dat hebben deze landen, ieder op hun eigen manier, de afgelopen jaren dan ook gedaan. Er ontstonden vastgoedbubbels, banken expandeerden en lonen en overheidsuitgaven stegen. Toen bleek dat de Griekse overheid het officiële overheidstekort ook nog eens jarenlang te rooskleurig had voorgesteld, ontstond er wantrouwen in de markt. De oplopende rente voor staatsobligaties en dalende bank aandelen brachten aan het licht dat overheden en banksector te diep in de schulden waren geraakt.

Vanaf het moment dat risico's werden herprijsd en de rente ging stijgen, bleek de herfinanciering van de schulden bij zwakker presterende economieën problematisch en gingen de schulden steeds zwaarder wegen op de economie. Eind april 2010 liepen de rentes op Griekse staatsobligaties snel op en op een bepaald moment werden ze zelfs illiquide, omdat de markt erop speculeerde dat Griekenland zonder externe steun failliet zou gaan. Waar tien jaar geleden een rentepercentage van 7 procent nog normaal was, bleek dat percentage door de hogere schuld niet meer betaalbaar.

Rijkere en meer kredietwaardige Europese landen moesten te hulp komen om een faillissement van landen te voorkomen. Een faillissement was ondenkbaar, omdat de Europese banksector als primaire kredietverschaffer nauw betrokken was geraakt bij de in de problemen geraakte landen. De nieuwe wending in de kredietcrisis maakte duidelijk dat banken en overheden volledig in elkaar verweven zijn geraakt. De een kan niet overleven zonder de ander. De banksector stond er na de crisis van 2008 nog te beroerd voor om een nieuwe crisis te kunnen overleven. Maar ook de buidel van de meer kredietwaardige landen bleek niet diep genoeg. Het schuldenprobleem was te omvangrijk geworden.

Landen in de eurozone komen anno 2012 tot de conclusie dat ze decennialang hebben geleefd op de pof en dus in een illusie.

Alleen een combinatie van maatregelen kon het schuldenprobleem enigszins stabiliseren. Er kwam een Europees noodfonds gevuld met garanties van de meer kredietwaardige landen, het IMF werd ingeschakeld en uiteindelijk moest ook de ECB het noodloket voor banken verder openzetten. Hoewel uit diverse hoeken druk werd uitgeoefend om de ECB direct staatsobligaties op te laten kopen van landen in problemen, werd die route gedwarsboemd door Duitsland. Het monetair financieren van staatsobligaties werd gezien als een marsroute naar hyperinflatie. De ECB koopt alleen in de marge direct staatsobligaties van landen in problemen en probeert zo speculanten het leven zuur te maken.

Het is ironisch dat de Europese problemen zijn ontstaan binnen het door de vs opgelegde schuldsysteem. Landen in de eurozone hebben hiervan geprofiteerd, maar komen anno 2012 tot de conclusie dat ze decennialang hebben geleefd op de pof en dus in een illusie. Hoewel het europroject door de onevenwichtige opbouw van schulden en het gebrek aan economische convergentie in wezen als mislukt kan worden beschouwd, is het nog niet ten einde. Europa verlangt dat de economieën van landen die steun krijgen, verregaand worden geherstructureerd. Lonen moeten omlaag, de productiviteit moet omhoog en de logge overheden moeten inkrimpen. Alleen op deze manier zijn de economieën weer competitief te krijgen. Het levert natuurlijk veel sociale onvrede op, maar de route is economisch gezien de juiste. In wezen legt de EU op deze wijze een disciplinerende op die onder een goudstandaard automatisch en geleidelijk zou hebben plaatsgevonden. Het is een andere aanpak om tot een oplossing voor de crisis te komen dan die van de vs, Engeland en Japan, waar structurele economische veranderingen vooralsnog vooruit worden geschoven. Of Europa met deze aanpak succesvol uit de crisis naar voren zal komen, kan alleen de toekomst uitwijzen.

Groei op krediet ten einde?

Het op basis van het dollarsysteem gecreëerde *global casino* financierde de afgelopen decennia in alle westerse landen economische groei en logge verzorgingsstaten. Lange tijd vertrouwden we erop dat de krediet- en dienstverlening van banken en de toezichthoudende rol van de overheid voldoende waarborg waren voor stabiele economische groei. Schuldfinanciering was verantwoordelijk voor een belangrijk deel van de economische groei. Terwijl de langlopende rente op de kapitaalmarkt dertig jaar lang in een dalende trend zat, nam de schuld bij particulieren, bedrijven, banken en overheden gestaag en later versneld toe. De schuld kon worden gefinancierd door de steeds lagere rente.

Wat tot nadenken stemt, is dat dit alles plaatsvond in een lange periode van economische en (geo)politieke stabiliteit en dalende kapitaalmarktrente. Het is de vraag of deze schuldenlast houdbaar is in een periode van stress, toenemend protectionisme en stijgende rente. De voor economische groei benodigde verdere schuldgroei lijkt in het licht van de aanhoudende kredietcrisis in ieder geval uitgesloten.

Maar ook om een andere reden lijkt schuldgefinancierde groei niet meer mogelijk. Hoewel met nieuwe overheidsschulden vanaf 2007 werd getracht de crisis die was ontstaan door te veel schulden op te lossen, creëerde dat geen structureel groeiende economie. Eind 2011 was er met name in Europa zelfs weer sprake van economische krimp. Ondanks de enorme stimulering bleek de economie niet autonoom te kunnen groeien. Daar is een reden voor. De BIS in Bazel heeft onderzocht wat de maximale schuldenlast is waarbij economische groei mogelijk is. Daar zijn we collectief al ver voorbij.¹⁰ De schuldenlast is te zwaar om economische tractie te krijgen.

De analogie van de drugsverslaafde die steeds meer drugs nodig heeft om eenzelfde verdovend effect te bereiken is gemakkelijk gemaakt.

Tot de crisis van 2007 kon met nieuw krediet – en dus het verhogen van de schuld – de economie worden aangejaagd. Krediet werd gebruikt om te consumeren en te investeren, elke geleende dollar of euro bracht hierdoor een bepaald percentage economische groei. Deze route lijkt sindsdien echter niet meer te werken. De effectiviteit van elke geleende euro of dollar is de afgelopen jaren steeds lager geworden. Het krediet werd steeds minder productief. Anders gezegd: er moet steeds meer worden geleend om eenzelfde mate van economische groei te bewerkstelligen. De analogie van de drugsverslaafde die steeds meer drugs nodig heeft om eenzelfde verdovend effect te bereiken is gemakkelijk gemaakt.

Schuldgefinancierde economische groei is niet meer mogelijk omdat de schulden te zwaar zijn gaan wegen. Saneren van schulden is echter pijnlijk omdat we dan ook bezittingen moeten afschrijven. We kunnen dus niet vooruit en willen niet achteruit. Wat is de volgende stap in de crisis van de geldbubbel?

Psssttt... wilt u lezen wat alleen de **insiders** weten?

Laatste: Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld



ANALYSES ~ BOEKEN **ABONNEREN** UITLOGGEN ~

Onze nieuwste analyses



Olieprijs stabiliseert, maar tekort aan diesel dreigt

De energiemarkt lijkt weer wat te stabiliseren met een olieprijs van ongeveer \$100 per vat, maar schijn bedriegt. Door een combinatie van factoren dreigt namelijk een schaarste aan diesel te ontstaan. Verschillende analisten voorzien deze zomer een schaarste aan diesel. Een groot probleem, omdat diesel van vitaal belang is voor transport, landbouw en industrie. Wat is er precies aan de hand?

Deel dit artikel:



Sander Boon over het gevaar van digitaal centralebankgeld

Centrale banken willen meer grip op het geldsysteem en werken daarom aan digitaal centralebankgeld. Wat betekent deze ontwikkeling voor ons geld, de stabiliteit van ons geldsysteem en onze vrijheid? In deze podcast van De Andere Krant legt politcoloog Sander Boon uit dat dit een zeer gevaarlijke ontwikkeling is. Hij heeft volgens hem veel weg van het beruchte sociale kredietsysteem in China, dat erop gericht is het gedrag van mensen te sturen.



Opnieuw onrust in Treasury markt, dollar stijgt verder

De 60/40 portfolio's lijden pijn. Dit zijn beleggingsportefeuilles waar voor 60% aandelen en voor 40% staatsleningen in zitten. De gedachte achter deze verhouding is dat aandelen hard kunnen dalen, maar dat het verlies dan kan worden opgevangen door stijgende prijs van staatsleningen (en een dalende rente). Zowel staatsleningen en bedrijfsleningen als aandelen dalen nu echter hard in waarde. Het is een vicieuze cirkel waar we nog niet uit zijn gebroken.

Word *Geotrendlines Insider*
en wees voorbereid op de toekomst!

Meer informatie

7 Hoe nu verder?

'I was quite impressed until I hit the floor.'

– Andrew Eldritch (Sisters of Mercy)

De voortschrijdende kredietcrisis maakt duidelijk dat schuldenaren in toenemende mate niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. De crisis die begon bij Amerikaanse huiseigenaren, sloeg over naar de banken en heeft door de stagnerende economie inmiddels ook de Europese overheden bereikt. Omdat het een schulden crisis is, is deze crisis tegelijkertijd een bedreiging voor de kwaliteit en de omvang van ons bezit. Afschrijven en saneren van de schuld staat gelijk aan het afschrijven van bezit. Daarmee raakt de crisis aan de wortels van onze welvaart. Om dat tegen te gaan wordt met behulp van onorthodoxe maatregelen getracht het systeem van schulden als bezittingen te schragen.

Dit alles heeft echter niet kunnen voorkomen dat de productieve economie, de kurk waarop de schuld drijft, in de problemen is geraakt. Door de problemen in de banksector en de onzekerheid rondom de waarde van staatsobligaties heeft het bedrijfsleven ineens moeite om aan nieuwe leningen te komen of kunnen zij hun oude leningen maar moeizaam doorrollen. De aanhoudende onzekerheid sloeg om in economische stagnatie en recessie. De economie kon niet op eigen kracht groeien zonder fiscale stimulerings- en monetaire steunmaatregelen, terwijl al die maatregelen tegelijkertijd onbetaalbaar bleken te zijn.

Door de crisis wankelt het vertrouwen in zowel de waarde van geld als in de houdbaarheid van schulden. En dat is gevaarlijk, want het geld is al uitgegeven terwijl de claim op geld, het schuldcontract, is blijven staan. Als het vertrouwen in geld, schuld of beide omslaat in wantrouwen, klapt de geldbubbel in elkaar. De schulden crisis zadelt ons nu op met een ogenschijnlijk onoplos-

baar probleem: hoe onze welvaart te behouden en tegelijkertijd onze schuldenlast financieerbaar te houden?

Door de crisis wankelt het vertrouwen in zowel de waarde van geld als in de houdbaarheid van schulden.

Hoe de crisis verder zal verlopen is niet voorspelbaar, maar dat de wereld er de komende vijftien jaar anders uit zal zien dan de afgelopen decennia is onontkoombaar. In dit hoofdstuk wordt geschetst dat het zich zal uiten in drie mogelijke, maar waarschijnlijk opvolgende scenario's: financiële repressie, schuldeflatie en hyperinflatie. Met repressie zullen overheden en centrale banken trachten het monetaire en financiële systeem te stabiliseren. Onder zachte of harde dwang zullen zij proberen de schulden via hoge inflatie en lage rente langzaam maar zeker te verminderen. Spaarders zullen in dit scenario worden belast, schuldenaren juist gesubsidieerd. Repressie wordt ingezet om de twee uiterste risico's, die van schuldeflatie en hyperinflatie, te vermijden. Het kan alleen slagen als er net zoals na de Tweede Wereldoorlog tegelijkertijd sprake is van robuuste economische groei.

In de twee hierop volgende scenario's wordt beschreven wat er gebeurt als de repressie mislukt. Schuldeflatie treedt op als fiscaal en monetair beleid om de economie aan te zwengelen faalt, maar waarbij de geldpers niet verder wordt ingezet om het systeem te ondersteunen. Schulden zullen worden gesaneerd en geherstructureerd, prijzen van aandelen en vastgoed zullen sterk dalen en de werkloosheid zal toenemen, Het is een vorm van economische shocktherapie.

Als de geldpers ondanks de stagnerende economie en de dalende belastinginkomsten wel zal worden ingezet om de oncontroleerbare begrotingstekorten te financieren, zal hyperinflatie een zeker gevolg zijn. Eerst langzaam en later versneld zal het vertrouwen in de waarde van staatsobligaties en geld afnemen, met als resultaat het toenemen van de omloopsnelheid van het geld en uiteindelijk het waardeloos worden van geld. Dit bete-

kent een totale ontwrichting van de samenleving. In hoofdstuk 8 wordt geschetst waar zich de nooduitgang bevindt.

De consumptie van kapitaal vanaf 1980

Vanaf begin jaren tachtig van de vorige eeuw kende de schuld-economie een groeiende economie met afnemende prijsinflatie. Deze situatie verschilde sterk van die in de jaren zeventig, toen economische stagnatie gepaard ging met snel oplopende prijsinflatie. De kentering kwam toen de prijsinflatie een halt werd toegeeroepen met flink hogere rentes. Vanaf dat moment daalden de prijzen van grondstoffen en keerde het vertrouwen terug in papieren vermogenstitels. Geld lenen werd gemakkelijker en goedkoper. De economie groeide omdat het geleende geld door de productieve economie werd gebruikt voor investeringen. Omdat er sprake was van economische groei, was dat vertrouwen aanwezig en konden bedrijven gemakkelijk nieuwe schulden aangaan. Door het geld te investeren groeiden de bedrijvigheid en de werkgelegenheid en kon het worden terugverdiend.

Overheden hebben ook flink gebruikgemaakt van de kapitaalmarkten om geld te lenen. Een groot deel van het geleende geld is door hen op minder of zelfs niet-productieve manieren gebruikt. Gechargeerd gezegd werd het geld door Europa aangewend om de welvaartsstaat op te bouwen; de vs gebruikten de leningen om wereldmacht te blijven. Er is veel geld gaan zitten in zaken die de productieve economie vooruit hielpen; denk bijvoorbeeld aan onderwijs en gezondheidszorg. Maar dat geld is vaak minder effectief gebruikt omdat overheden nu eenmaal inefficiënter werken dan bedrijven, die onderhevig zijn aan de tucht van de markt. Daarbij is heel veel geld consumptief besteed, bijvoorbeeld aan subsidies, genereuze uitkeringen, politieke prestigeprojecten en oorlogsvoering. Rondom deze uitgaven zijn economische activiteiten en bureaucratieën ontstaan die afhankelijk werden van een permanente geldstroom. Ook werd veel geleend geld gestoken in

fiscale stimulering van de economie als er een recessie dreigde. Dit geleende geld is in tijden van economische voorspoed echter nooit afgelost.

Sinds het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw konden overheden steeds meer schuld aangaan tegen steeds lagere rentetarieven, waardoor rentebetaling en aflossing geen merkbaar effect hadden op de overheidsbegroting. De schuldomvang werd zo ongemerkt steeds groter, terwijl hij ogenschijnlijk geen effect had op de economische gezondheid. Dat effect was alleen merkbaar bij een stijgende rente. Het gevaar schuilt erin dat er geen waarschuwingen voorafgaan aan zo'n stijging en dat een plots stijgende rente onherroepelijk een einde maakt aan de mogelijkheid om zich dieper in de schulden te steken, zo is uit onderzoek gebleken.¹ Aan de plots stijgende rente op Ierse, Griekse en Portugese staatsleningen hebben we kunnen zien dat zo'n situatie potentieel catastrofaal is voor beleggers, bankiers, overheden en bevolking.

Toch vluchten beleggers in deze crisis met hun geld vooral nog richting staatsobligaties. Dat komt doordat die tot nu toe altijd werden gezien als veilige haven in tijden van financiële stress. De beleggingsklasse met het hoogste rendement in 2011 was dan ook de Amerikaanse staatsobligatiemarkt.² Maar niet alleen de Amerikaanse obligaties worden nog vertrouwd, ook de schulden van andere sterke overheden, zoals Duitsland en Nederland, doen het nog steeds goed. Bij oplopende stress is de vraag naar staatspapier zelfs zo groot dat beleggers bereid zijn een negatieve rente te ontvangen, oftewel aan het einde van de looptijd van de lening minder geld terug te ontvangen dan de oorspronkelijke inleg.³

De waarde van de staatsobligaties is extreem hoog en de rente extreem laag. Dat zegt twee dingen: de angst onder financiële partijen is enorm en de geldhoeveelheid is enorm. Dit is een zeer instabiele situatie, want de waardeontwikkeling van deze obligaties is geen afspiegeling meer van het risico dat beleggers lopen, maar het gevolg van de interventies van overheden en centrale banken. De aanhoudende crisis maakt duidelijk dat de waarde

van staatsobligaties, en daarmee de waarde van ons spaargeld, steeds onzekerder is. Hoe gaan overheden dit probleem oplossen?

O spaarder, let op u saeck!

De geschiedenis leert dat er enkele manieren zijn waarop een zware schuldenlast kan verdwijnen. De meest gewenste is klassieke economische groei. Als de economie sneller groeit dan de omvang van de schuld, blijft de schuldenlast financieerbaar. Die route blijkt wegens de enorme collectieve schuldenlast anno 2012 niet haalbaar.

Als de schulden niet draagbaar kunnen worden gehouden door economische groei, moet de tering naar de nering worden gezet. Overheden moeten snijden in uitgaven en belastingen moeten worden verhoogd. Dit aanhalen van de broekriem is in ons democratische systeem voor politici en belangengroepen doorgaans niet de meest gewenste manier. Omdat overheden zo'n grote rol spelen in onze economie, kunnen zij moeilijk bezuinigen zonder een krimpende economie te veroorzaken. En een krimpende economie zorgt weer voor een zwaardere schuldenlast.

Gepoogd zal worden de schuldenlast daarom te verminderen op een meer verscholen wijze: via financiële repressie. Als deze repressie mislukt, zijn er nog twee noodscenario's. Zeer ongewenst, maar zeer effectief: ongecontroleerde schulddeflatie of hyperinflatie. Deze drie scenario's hebben een ding gemeenschappelijk: ze zijn nadelig voor de spaarder. In het navolgende schets ik de te herkennen stappen die worden genomen in de drie mogelijke scenario's.

Scenario 1: financiële repressie

Financiële repressie is voor overheden de ideale en meest geschikte manier om een te hoog opgelopen schuldenberg te saneren zonder dat het systeem acuut vastloopt. Door strakke regu-

lering, zachte en soms ook harde dwang kunnen zij financiële instellingen overreden om, in een klimaat waarin de rente lager is dan de prijsinflatie, in staatsobligaties te beleggen. Hierdoor blijven de overheidsschulden niet alleen betaalbaar, maar neemt de schuld ten opzichte van de economie in de loop van een aantal jaren of zelfs decennia ook af. Tijdens de repressie ontstaat er een nauwere band tussen de bancaire instellingen en overheden. Centrale banken verliezen vaak impliciet of expliciet hun onafhankelijkheid. Dat gebeurt bijvoorbeeld als overheden door politieke benoeming grip krijgen op het monetaire beleid van de banken. Ook kunnen overheden zogenoemde aanwijzingen geven om het beleid van banken te sturen. Als laatste middel kunnen de banken zelfs worden genationaliseerd.⁴

In aanloop naar en tijdens de repressie wordt de beleidsrente van centrale banken sterk verlaagd. Ideaal is het als die rente flink onder de prijsinflatie zakt, zodat er sprake is van een zogenoemde negatieve reële rente. Schulden worden dan ten opzichte van de reële goederen en diensten in de samenleving langzaam maar zeker minder waard. Lagere rente is onaantrekkelijk voor beleggers, omdat de koopkracht van hun beleggingen in deze situatie achteruitgaat. Daarom worden financiële instellingen zoals pensioenfondsen vaak verplicht om tijdens deze repressie in staatsobligaties te beleggen. Dat gebeurt meestal onder het mom van het te hulp schieten van de nationale overheid.

Spaarders en beleggers hebben onder het regime van financiële repressie maar weinig mogelijkheden om hun geld te laten renderen; zeker wanneer financiële repressie ook in andere landen wordt toegepast. Door kapitaalcontrole worden alternatieven onaantrekkelijk of onmogelijk gemaakt. Een transactietaks op bijvoorbeeld de handel in aandelen stuurt beleggers in de richting van obligaties. Vaak wordt door het onderdrukken van de goudprijs of door het vaststellen van een maximaal percentage aan goud in de portefeuille van institutionele beleggers ook de handel in of het bezit van goud ontmoedigd of zelfs aan banden gelegd. Als laatste redmiddel kan de overheid ervoor kiezen het goud te nationaliseren.⁵

Omdat er onder financiële repressie maar weinig alternatieven voor spaarders en beleggers zijn, heeft de overheid meestal weinig moeite om ze opgesloten te houden in het systeem van staatsobligaties. Als deze methoden niet voldoen, kan de overheid een groter direct belang nemen in financiële instellingen, om op die manier de investeringen in de economie in een door de overheid gewenste richting te sturen. Er zijn dus nogal wat mogelijkheden voor overheden en centrale banken om de schuldenpositie kunstmatig houdbaar te maken, mogelijkheden die ook succesvol zijn ingezet na de Tweede Wereldoorlog.

Spaarders en beleggers hebben onder het regime van financiële repressie maar weinig mogelijkheden om hun geld te laten renderen.

Financiële repressie was na 1945 noodzakelijk om de hoge oorlogsschulden van westerse landen weg te werken. De vermindering van de schuld ten opzichte van de economie was groot. In de vs en Engeland daalde de schuld bijvoorbeeld met zo'n 3 à 4 procent op jaarbasis, wat betekent dat de schuld in tien jaar tijd verminderde met 30 à 40 procent.⁶ Deze repressie duurde van 1945 tot het einde van Bretton Woods in 1971. In die periode was er in veel landen sprake van een streng gereguleerd financieel systeem en een negatieve reële rente. Tegelijkertijd was de economische groei hoger dan de rente op staatsobligaties. De economie kon groeien omdat de private sector nog niet diep in de schulden zat. Ook zorgde de wederopbouw van de verwoeste economieën voor een sterke economische impuls.

De regulering van het systeem was overigens al begonnen in reactie op de kredietcrisis die aan de Grote Depressie voorafging en viel dus in vruchtbare aarde. Tijdens deze periode was de mogelijkheid om in goud te beleggen beperkt. Het werd beleggers moeilijk gemaakt goud als vluchthaven te kiezen. Tot 1975 mochten Amerikaanse staatsburgers bijvoorbeeld geen goud bezitten. En zoals we eerder hebben gezien, werd de goudprijs door westerse centrale bankiers tijdens de London Gold Pool ook on-

derdrukt, waardoor het niet interessant was voor internationale beleggers om goud aan te houden. De repressie werd beëindigd in de jaren zeventig. De financiële industrie werd gedereguleerd en na de lange periode van schuldsanering kon de periode van kredietcreatie en schuldgroei weer beginnen.

Het is niet vreemd dat de omslag van ongekende kredietcreatie naar crisis en schuldsanering nu weer gepaard gaat met een nieuwe poging tot financiële repressie. We hebben al gezien dat er sprake is van valutaspanningen en zelfs het begin van een valutaoorlog. Japan en Zwitserland hebben hun valuta's ten opzichte van andere valuta's met groot machtsvertoon naar beneden gedrukt. China houdt nog steeds vast aan de koppeling met de dollar. Landen als Brazilië en Argentinië kozen voor kapitaalcontrole om de instroom van dollars en euro's tegen te gaan. En in het Westen zijn de centrale banken overgegaan tot het opkopen van slechte leningen en het verlagen van de beleidsrente naar een historisch dieptepunt. Ook zijn er tekenen dat politici de macht bij de centrale banken willen overnemen. In Hongarije werd het primaat van de politiek boven dat van de bank zelfs in de grondwet verankerd.

Hoewel repressie na de Tweede Wereldoorlog succes had, is dat minder zeker in onze tijd. Schuldsanering door repressie is namelijk alleen maar effectief als er tegelijkertijd sprake is van economische groei. Door de groei nemen belastinginkomsten toe en hoeven overheden minder extra schuld op zich te nemen. In onze tijd hebben niet alleen de overheden een enorme schuldenlast, maar ook de private partijen. Economische groei wordt hierdoor sterk belemmerd.

Ook zijn er in onze tijd veel meer uitwijkmogelijkheden voor beleggers en spaarders. De mobiliteit van het kapitaal is nog steeds ongekend. Met een klik van de muis verhuist het kapitaal van de ene kant van de wereld naar de andere kant en van de ene beleggingscategorie naar de andere. Als die mogelijkheden door kapitaalcontrole, regulering en verboden worden beperkt, ontstaat waarschijnlijk al snel sociale onvrede.

Door de jarenlang gestegen welvaart zijn mensen in onze tijd helemaal niet voorbereid op minder welvaart. In de tijd na de Tweede Wereldoorlog was men bezig met de wederopbouw. Anno 2012 zijn mensen juist bezig met het behouden van hun welvaart. Versobering wordt maar moeilijk geaccepteerd. Daarbij worden autoriteiten niet meer vanzelfsprekend geloofd en vertrouwd; burgers kijken niet meer naar ze op. De onvrede kan zich dan ook snel verspreiden en tot politiek instabiele situaties leiden.

Repressie heeft ook onvoorziene economische effecten. Door de draconische monetaire interventies is er geen sprake meer van transparante prijsvorming. En wanneer de prijsvorming van goederen en diensten niet meer transparant is, kunnen ondernemers niet meer goed inschatten wat het rendement zal zijn van risicovolle investeringen. Ondernemers kijken in dit economische klimaat dus de kat uit de boom, met als gevolg een verder stagnerende economie. Dit noopt centrale bankiers om nog meer te interveniëren in de geld- en kredietmarkten, met als gevolg meer diffuse prijsvorming en een verdere verslechtering van economische omstandigheden.

Het wegblijven van economische groei kan ook internationale spanningen opleveren. Landen zullen proberen om economische groei te 'stelen' bij anderen door hun munt te devalueren. Een goedkopere munt stimuleert export van eigen goederen, waardoor geld wordt verdiend. Devaluatie van de ene munt wordt echter vaak beantwoord met een devaluatie van andere. In de praktijk leidt dit tot een competitieve valutadevaluatie, oftewel een wereldkampioenschap geldontwaarding. De volgende stap is vaak dat landen de grenzen sluiten voor goederen, met als gevolg een snel verslechterende economie en hoge werkloosheid. Een internationale politieke crisis is dan al snel geboren, met oorlog als slechtste uitkomst. Of financiële repressie in onze huidige tijd zal slagen, is dus uiterst twijfelachtig. Ondertussen zijn centrale banken en overheden noodgedwongen bezig met het bestrijden van schuldeflatie.

Scenario 2: implosie door schulddeflatie

Schulddeflatie is een angstdroom voor overheden en centrale banken. Aan de activiteiten die ze sinds het begin van de systeemcrisis in 2007 hebben ontplooid, is te zien dat ze alles uit de kast trekken om het te voorkomen. Dat deze vorm van deflatie zo gevaarlijk is, komt doordat hij vooraf is gegaan door een lange periode van verruimde kredietcreatie, schuldaccumulatie en het belenen van steeds meer onderpanden.

Er is echter ook een goede vorm van deflatie: deflatie die niet wordt veroorzaakt door de voorafgaande kredietinflatie, maar door marktwerking. Op de vrije markt neemt de productie van goederen door concurrentiewerking sneller toe dan de vraag naar deze producten, waardoor er een prijsdaling ontstaat van deze goederen. Bedrijven zijn door de concurrentie namelijk gedwongen om hun productiviteit te verhogen, wat leidt tot relatief lagere kosten en lagere consumentenprijzen. We hebben dit bijvoorbeeld de laatste twee decennia in de computer- en software-industrie kunnen zien. De hoeveelheid computers en software breidde zich in die periode enorm uit, waardoor de prijzen aanzienlijk daalden. Dit gebeurt ook met andere producten waar aanvankelijk een grote vraag naar is. Steeds meer aanbieders strijden dan om het geld van potentiële kopers, met als gevolg verdere prijsdalingen. Veel bedrijven zullen uiteindelijk door een gebrek aan efficiëntie failliet gaan.

We kunnen dit proces samenvatten onder de noemer vrije-marktconcurrentie. Dit is een economisch zeer gezonde ontwikkeling, waarbij bedrijven in de loop der tijd komen en gaan en consumenten genieten van een steeds grotere koopkracht van hun geld. In de negentiende eeuw bestond deze vorm van deflatie op elk denkbaar productieniveau en voor alle denkbare producten.

In tegenstelling tot deze positieve vorm van deflatie bestaat er ook een gevaarlijk soort deflatie: schulddeflatie. Het is het spiegelbeeld van de voorafgaande kredietcreatie en schuldaccumulatie. Vanaf de jaren tachtig van de vorige eeuw worden inflatie en

deflatie niet meer zozeer veroorzaakt door de hoeveelheid geld, maar door de hoeveelheid krediet in de economie. Door commerciële banken en financiële instellingen gecreëerd krediet heeft de rol van door centrale banken gecreëerd geld overgenomen in het economische verkeer; geld dient alleen nog als facilitator van contante betalingen. Het krediet is gebruikt om eerder en meer te kunnen consumeren dan te produceren. De vraag naar goederen en diensten nam meer toe dan zonder krediet mogelijk was geweest. Bedrijven vergrootten hun productiecapaciteit en er kwamen nieuwe industrieën en bedrijfstakken. Consumenten kochten op krediet huizen en aandelen, waardoor de prijzen ervan stegen. Overheden, ten slotte, leenden op de kapitaalmarkt geld om uit te geven aan voor kiezers en belangengroepen interessante zaken. De tegenhanger van het krediet, de schuldpapieren, stapelden zich op de balans van banken, pensioenfondsen en verzekeraars op als bezit.

De door kredietcreatie en schuldaccumulatie mogelijk geworden combinatie van groei van inkomens en papieren vermogen noemde men de ‘nieuwe economie’: er zouden geen recessies meer plaatsvinden en men voorspelde een permanent plateau van economische voorspoed. Dit heeft wereldwijd tot enorme financiële excessen geleid, waardoor de aandelenmarkt en de onroerendgoedsector tot ongekende hoogte zijn gestegen. De kredietcreatie en schuldaccumulatie staan aan de basis van deze opgaande lijn. Groei van inkomens en vermogen, groeiend vertrouwen en een dalende rente resulteerden in een opwaartse dynamiek. Schuldeflatie is het spiegelbeeld van deze beweging; het wordt veroorzaakt door een combinatie van economische krimp, wegvallen van vertrouwen en een hogere rente.

Als centrale banken schuldeflatie laten gebeuren, ontstaat er een vlucht naar veilige havens zoals staatsobligaties. Dat is, gezien de structuur van ons schuldstelsel, begrijpelijk, maar ook opmerkelijk. We vertrouwen overheden klaarblijkelijk meer dan we de reële economie vertrouwen. Overheden zijn klaarblijkelijk beter in staat ons geld een goede bestemming te geven dan wij dat zijn. In het beginstadium van schuldeflatie is dat misschien

logisch, omdat beleggers geen productieve investeringsmogelijkheden meer zien. Door overheden te laten beschikken over ons geld ontstaat er echter kapitaalschaarste in de reële economie. Dit wordt ook wel verdringing genoemd. Als gevolg hiervan zullen burgers en bedrijven mede hierdoor hogere rentes moeten betalen. Omdat geld relatief schaars wordt – overigens meer een gevolg van een lagere omloopsnelheid dan omdat het niet beschikbaar is – doet ook cash het goed. Liquide zijn en naar gelang de veranderende omstandigheden kunnen handelen wordt in deze situatie voor steeds meer partijen noodzaak. Cash geld doet het ook goed, omdat de vraag naar geld toeneemt om er schulden mee af te betalen. Deflatie in een krediet economie resulteert dan ook altijd in een – per saldo – ‘tekort’ aan cash geld.⁷ Door de waardevermindering van geld ontstaat er moeite bij het aflossen van schulden.

Als de deflatie langer duurt, krimpt de economie. Economische activiteiten die met korte en langlopende kredieten waren gefinancierd, verdwijnen eerst langzaam en later versneld. Schulden die niet kunnen worden afbetaald of afgeschreven, blijven staan en worden door het gebrek aan cashflow moeilijker financierbaar. Tegenpartijrisico, het risico dat een tegenpartij in een financiële transactie niet meer aan haar verplichting kan voldoen, neemt fors toe. Bedrijfsobligaties en hypotheekobligaties worden hierdoor illiquide en tegen afbraakprijzen op de markt aangeboden, met als gevolg een waardedaling.

Staatsobligaties en cash geld doen het in die deflatoire periode erg goed, omdat zij als gevolg van de precaire marktomstandigheden als meest liquide worden gezien. Fysiek goud doet het in deze situatie ook erg goed, omdat het eveneens zeer liquide is. In sterk deflatoire omstandigheden verslaat het zelfs staatsobligaties, omdat tegenpartijrisico afwezig is. Als de centrale banken niet interveniëren, zal na verloop van tijd ondanks de aanvankelijke vlucht van kapitaal richting staatsobligaties het omgekeerde gebeuren: er zal een opwaartse druk op de rente ontstaan. Overheden kampen als gevolg van de aanhoudende crisis met een daling van belastinginkomsten. Tegelijkertijd worden zij ge-

confronteerd met hogere uitgaven, waardoor de vraag naar geld groot blijft. Private investeerders hebben door de aanhoudende crisis en de krimpende economie echter te weinig geld om te kunnen beleggen in staatsobligaties. Bij een gebrek aan kopers zal de rente op staatsobligaties stijgen, met als gevolg een rem op de economische groei. Omdat de rente op tienjarige staatsobligaties een benchmark is voor onder meer hypotheekleningen, werkt de hogere rente door in de economie. Belastinginkomsten zullen verder dalen en overheden zullen nog meer moeten lenen, waardoor ze aanspraak moeten maken op het schaarse kapitaal en de rente hierop verder stijgt.

Doordat overheden op de kapitaalmarkt aan geld proberen te komen, drukken ze private investeerders uit de markt. Investeren en lenen wordt duurder en de schuldenlast wordt zwaarder. Rentes zullen verder stijgen, omdat het vertrouwen afneemt dat schuldenaren hun schuld kunnen afbetalen. Bezittingen worden minder waard en onze perceptie van rijkdom neemt af. Het is de neerwaartse spiraal van kredietverstikking die volgt op de eerdere opwaartse spiraal van kredietcreatie. De middenklasse verarmt en de sociale onvrede en politieke instabiliteit zullen toenemen. Hoe dat plaatje eruitziet, hebben we kunnen zien na de Grote Depressie.

Bezittingen worden minder waard en onze perceptie van rijkdom neemt af.

Schulddeflatie is de doodsteek voor de krediet economie en wordt daarom krachtig bestreden. Overheden en centrale banken hebben de afgelopen dertig jaar bij dreigende deflatie ook altijd geïnterveneerd. Volgens klassiek keynesiaans recept verhoogden centrale banken de liquiditeiten en verlaagden ze de rente, terwijl overheden de economie stimuleerden met fiscale maatregelen. De theorie was dat een lagere rente banken zou aanzetten tot het uitlenen van meer geld, waardoor de investeringen in de economie zouden toenemen en de bedrijvigheid voor meer werkgelegenheid zou zorgen. Tegelijkertijd zorgde de overheid voor het op

peil houden van de economische vraag. Overheden staken zich hierdoor wel dieper in de schulden, maar die konden worden afbetaald in economisch gunstige tijden.

In de praktijk werd het door de banken uitgeleende geleende geld vaker gebruikt voor consumptieve en speculatieve doeleinden. Het was eenvoudiger te investeren in de gedereguleerde financiële economie dan risicovol te investeren in de vaak overgereguleerde reële economie. Dat de liquiditeit niet werd vertaald in hogere prijzen van voedsel en energie, komt doordat deze is gaan zitten in vastgoed, aandelen en obligaties.⁸

Overheidsschulden zijn alleen maar toegenomen, in goede én slechte tijden. Daar zijn twee redenen voor. Ten eerste is het in onze democratische politieke systemen zeer lastig om eerder uitgedeelde privileges aan belangengroepen weer in te trekken door bezuinigingen. Ten tweede was de vraag naar staatsobligaties erg groot. We stopten de afgelopen dertig jaar collectief ons niet voor investeringen gebruikte kapitaal in dit spaarmiddel. En financiële markten gebruikten de staatsobligaties bij financiële handelstransacties als onderpand. Om de toenemende wereldhandel mogelijk te maken was er simpelweg meer schuld nodig, niet minder.

Anno 2012 staat de rente echter al historisch laag en de staatschulden zijn in veel landen niet meer houdbaar. Centrale banken en overheden kunnen hun klassieke recept om schuldeflatie te bestrijden dus niet meer uit de kast halen. Dat is de reden dat de centrale banken over zijn gegaan tot radicale maatregelen. Door het aanzetten van de geldpers worden slechte leningen overgenomen van banken en andere financiële instellingen. Deze private schulden worden op de balans gezet van publieke instellingen.⁹ De belastingbetaler staat voor deze slechte leningen garant. Daarmee wordt het verlies van de banken gesocialiseerd en verspreid. In het algemeen gold dat zolang het systeem nog draaide, de winsten werden geprivatiseerd en die waren met name voor de aandeelhouders van banken; bankiers werden met hoge bonussen beloond. Centrale banken intervierden in de hoop dat de banken hierdoor – tegen de pendule in – meer kredieten

zouden gaan verstrekken. Het vergroten van de liquiditeiten biedt voor centrale banken het enige houvast om de schulden crisis het hoofd te bieden. We hebben al aan Japan kunnen zien dat dit een nutteloze ingreep is, want tijdens een 'liquiditeitscrisis' en de deflatoire spiraal die erop volgt, is er geen enkele lener nog bereid om zichzelf meer in de schulden te steken en is geen enkele bank bereid om risico te zoeken. Immers, als banken vermoeden dat bijvoorbeeld hypotheekleningen in de toekomst nauwelijks of niet zullen worden terugbetaald, lenen zij geen geld uit. Hier geldt het oude gezegde: als de zon schijnt krijg je van de bank een paraplu, maar als het regent willen ze hem terug.

Centrale banken kopen niet alleen slechte leningen, maar ook staatsobligaties. Ze doen dit om de rente op die obligaties niet verder op te laten lopen. Dit heeft echter wel onvoorziene bijwerkingen. Waar in een gezonde deflatoire toestand de prijzen van goederen en diensten trendmatig dalen als gevolg van de gestegen productiviteit, is er tijdens schulddeflatie vaak sprake van prijsinflatie in heel specifieke categorieën. Het geld dat overheden ontvangen van centrale banken, wordt op een directe manier uitgegeven als overheidsinvesteringen om de economie te stimuleren en op een indirecte manier in de vorm van uitkeringen aan individuen en gezinnen. Dit contante geld vindt met name zijn weg naar voedsel en energie. Omdat dit wordt gezien door beleggers op zoek naar rendement, gaan zij de consument 'front-runnen', met als gevolg een verdere prijsstijging ten opzichte van de prijzen van kapitaalgoederen. Omdat uitkeringen in beginsel meestijgen met de prijsinflatie, is speculeren nog lonend ook. Als overheden en centrale banken niet zouden interveniëren in de kapitaalmarkt, zouden de prijzen alleen maar dalen omdat het geld schaarser en daardoor meer waard werd. In die zin kunnen bepaalde partijen inderdaad blij zijn met de interventie.

Of het tegengaan van schulddeflatie op de lange termijn werkt, is zeer twijfelachtig. Want waar eindigt de stimulering en wie betaalt het allemaal? Het verlagen van de rente heeft in ieder geval een sterk negatief bijeffect. Speculanten en beleggers worden namelijk gestimuleerd om geld te steken in (onder meer) staats-

obligaties, die later tegen een hogere waarde door een interveniërende centrale bank worden opgekocht. De waarde stijging die beleggers daarmee realiseren, is gratis winst. Speculeren in de staatsobligatiemarkt is winstgevend zolang centrale bankiers de rente laag willen houden. Dit werkt deflatoir voor de productieve economie, omdat de relatieve kapitaalschaarste toeneemt.¹⁰

Op de lange termijn zijn er linksom of rechtsom meer verliezers. Centrale banken kunnen tot de conclusie komen dat hun beleid niet heeft gewerkt; stoppen behoort dan tot de mogelijkheden. Als ze uiteindelijk besluiten tot het opschorten van hun aankoopbeleid, ligt een plotse rentestijging op staatsobligaties voor de hand en zullen overheden tot hun schrik moeten constateren dat ze insolvent zijn. De waarde van obligaties wordt niet meer kunstmatig ondersteund en zal terugvallen, de centrale bank was tenslotte de enige overgebleven koper. Als die wegvalt, valt de bodem onder de prijs weg. De eerder aangekochte obligaties zullen door de prijsdaling onder de aankoopwaarde komen te liggen en een gat slaan in zowel de balans van de centrale bank als die van de commerciële banken. Banken kunnen dan überhaupt geen kredieten meer verstrekken en zullen in dat geval moeten worden geherkapitaliseerd door de belastingbetaler. Het vertrouwen dat de markt heeft in de centrale bank, krijgt door deze verslechtering van de balans ook een knauw. Een bijkomend negatief punt is dat financiële markten waarschijnlijk zullen vastlopen als staatsobligaties sterk in waarde dalen, omdat die als onderpand worden gebruikt in transacties. Voor de banken geldt dus dat ze door te beginnen met het aankopen van staatsobligaties een voet in het drijfzand hebben gezet, een stap die in zekere zin onomkeerbaar is. De centrale banken kunnen ook tot de conclusie komen dat hun beleid moet worden uitgebreid, juist omdat het tot dan toe niet heeft gewerkt. De kans dat deze conclusie wordt getrokken is aannemelijk, omdat stoppen met liquiditeitsinjecties en opkoopprogramma's gelet op voorgaande erg onaantrekkelijk is. De schuldeflatie die hierdoor werd bestreden, treedt in dat geval alsnog op. Mochten de centrale banken doorgaan met het

tegengaan van schuldeflatie door het opkopen van obligaties met nieuw geld, dan neemt de kans op hyperinflatie toe.

Scenario 3: explosie door hyperinflatie

Schuldeflatie is geen optie voor overheden en centrale banken, maar er zijn maar weinig middelen die kunnen worden ingezet om het te bestrijden. Om schuldeflatie te voorkomen zijn private schulden overgenomen door overheden en centrale banken, die daardoor zelf steeds dieper in de schulden zijn komen te zitten. Hoewel private partijen langzaamaan zijn begonnen aan het proces van verminderen van schuld, is door toename van overheidsschulden de totale hoeveelheid schulden in het financiële systeem vijf jaar na het begin van de schulden crisis niet afgenomen, maar zelfs groter geworden. Deze schulden zijn door de economische stagnatie steeds moeilijker te financieren. Het laatste redmiddel is het aanzetten van de geldpers. Dat is risikant, omdat daarmee het vertrouwen in papiergeld op het spel staat. Het gebruik van de geldpers heeft op de korte termijn al gevolgen, hebben we gezien. Maar op de langere termijn kan het drukken van geld om obligaties en slechte leningen op te kopen catastrofaal uitpakken. Centrale banken denken echter dat ze de geldpers op een verstandige wijze kunnen hanteren.

Elke keer dat de vraag naar financiering in deze crisis toenam en daardoor de prijs ervan steeg, werd door het drukken van geld de rente onderdrukt en de gestegen vraag naar geld gefaciliteerd. Het gebeurde in oktober 2008 na de val van Lehman Brothers, in mei 2011 na de tsunami in Japan, midden 2011 na de stijging van de Zwitserse frank en eind 2011 na de eurocrisis. Als centrale bankiers de waarde van hun valuta's willen beïnvloeden, hebben ze daar dus mogelijkheden toe. Het succesvol beïnvloeden van de waarde van hun valuta's speelde zich echter altijd af tegen de achtergrond van een stijgende vraag naar hun geld. Waar centrale bankiers echter geen invloed op hebben, is de waardeverandering van staatsobligaties als gevolg van het wegvallen van de vraag

naar hun geld. Dit kan zich voordoen als een waardedaling van staatsobligaties te voortvarend wordt opgevangen met de geldpers. Dit brengt het risico met zich mee dat daardoor de omloopsnelheid van de reeds beschikbare hoeveelheid geld toeneemt. De omloopsnelheid kan echter al stijgen als mensen *verwachten* dat de geldpers aangaat.

De aanname van veel economen en centrale bankiers dat hyperinflatie alleen maar kan ontstaan als er meer geld wordt gedrukt ten opzichte van de aanwezige hoeveelheid goederen en diensten is foutief. Zoals we eerder zagen, kan een snelle stijging van de omloopsnelheid al de opmaat zijn naar hyperinflatie; de geldpers hoeft daarvoor niet eens te worden aangezet. De omloopsnelheid kan al stijgen als mensen het vertrouwen in toekomstige economische groei verliezen. Het ontstaan van hyperinflatie is daarmee een fenomeen dat niet kan worden gemodelleerd of voorspeld. Dat de omloopsnelheid ondanks het aanzetten van de geldpersen nog laag is gebleven, komt doordat consumenten en beleggers denken dat de crisis na verloop van tijd weer zal omslaan in stabiele economische groei; daarom is er nog vertrouwen in staatsobligaties. Ondertussen erodeert de waarde van deze obligaties door het drukken van geld om het schuldensysteem te schragen. Het is een race tegen de klok, waarbij de klok harder gaat lopen dan de productieve economie kan bijhouden.

Het unieke van de huidige situatie is dat centrale banken bezig zijn met het drukken van contant geld om het vertrouwen in de waarde van in de toekomst geparkeerd geld te stutten. Het is dus een balanceeract tussen het tegelijkertijd behouden van vertrouwen in cash en de waarde van staatsobligaties. Wanneer het drukken van geld om leningen te stabiliseren omslaat in wantrouwen jegens de transactiewaarde van het geld zelf en het gespaarde vermogen staatsobligaties gaat ontvluchten en elders zijn heil gaat zoeken, neemt de omloopsnelheid toe met als gevolg snel stijgende prijsinflatie. De rentevergoeding die banken en overheden geven op leningen, is in die situatie niet meer toereikend om de geldontwaarding voor te blijven, een situatie van zogenoemde negatieve reële rente.

Negatieve reële rente in een kredieteconomie is gevaarlijk, omdat het een vlucht van het in de toekomst gestalde geld naar het heden kan veroorzaken. Hier wordt de zogenoemde tijdwaarde van geld belangrijk. Onder 'normale' omstandigheden is de tijdwaarde van geld positief. Daarmee wordt bedoeld dat geld in tijden van positieve reële rente in de loop der tijd meer oplevert als het wordt uitgeleend. In de huidige situatie van negatieve reële rente is de tijdwaarde van geld negatief: uitgeleend geld wordt uiteindelijk minder waard. Rentevergoedingen zijn nu historisch laag en de prijsinflatie bevindt zich boven de rentevergoeding. Omdat de waarde van uitgeleend geld in deze situatie wordt uitgehouden, wakkert het de wens van mensen aan om het in de toekomst gestalde geld contant te maken en terug te halen naar het nu; een vlucht uit de toekomst richting het heden.

Het contant gemaakte geld kan vervolgens worden aangewend voor tastbare zaken, zoals grondstoffen, kunst, voedsel, energie, zilver en goud. Het is als het ware het begin van een run op de supermarkt. Als deze beweging wat langer aanhoudt, haken meer en meer beleggers aan. Dat heeft een zichzelf versterkend effect, want de prijsstijging van de grondstoffen werkt door in de producenten- en daarna consumentenprijzen. Er ontstaan voor beleggers mogelijkheden op snelle rendementen in grondstoffen, met hogere prijzen tot gevolg. De snelle prijsstijgingen van tastbare zaken vinden plaats tegen de achtergrond van het ineenzakken van het kredietsysteem. De prijzen van beleggingen waar veel krediet en vreemd vermogen in is gaan zitten, zullen in het beginstadium van de hyperinflatie dan ook dalen. Banken komen in grote moeilijkheden, omdat ze grote verliezen lijden op aangekochte staatsleningen en mensen hun rekeningen leegtrekken om tastbare zaken aan te schaffen. De enige remedie is een zogenoemde bankvakantie.

In reactie op het vertrouwensverlies en op de stijging van prijzen zullen centrale banken en overheden overgaan tot het drukken van meer contant geld. Het klinkt raar, maar ze doen dat om de snel stijgende prijzen te kunnen betalen, het betalingsstelsel op gang te houden, de rekeningen van ambtenaren en

uitkeringen te kunnen blijven betalen en nieuwe schulden te financieren. Dit drukken van geld na het wegvallen van vertrouwen veroorzaakt uiteindelijk de hyperinflatie die we kennen uit de geschiedenis.

Dat hyperinflatie door wegvallend vertrouwen uiteindelijk te voorkomen is, lijkt uitgesloten. Scherp hogere rente zoals in de tijd van Paul Volcker is dit keer niet mogelijk, omdat de collectieve schuld te groot is geworden om ons dat te kunnen veroorloven. Het zou een onmiddellijke schulddeflatie veroorzaken. Uit onderzoek van de BIS is gebleken dat economische groei boven een bepaald percentage schuld steeds lastiger te verwezenlijken is. Ander onderzoek concludeert dat bij een schuldquote boven de 110 procent van het bruto nationaal product extra krediet geen economische groei meer genereert.¹¹

Gelet op de schuldbestand en de gekozen actie van de wereldwijde centrale banken is de weg naar hyperinflatie al ingeslagen.

We kunnen dus niet voor- of achteruit. We hebben echter aan de acties van overheden en centrale banken sinds het begin van de kredietcrisis in 2007 gezien dat zij alles in het werk stellen om de politieke economie die wordt gefinancierd door het kredietsysteem te redden. Dat is ook logisch, want de afgelopen honderd jaar zijn overheden en banken verstrengeld geraakt. Ze kunnen niet meer functioneren zonder elkaars steun. Gelet op de schuldbestand versus de economische stagnatie en de gekozen actie van de wereldwijde centrale banken is de weg naar hyperinflatie al ingeslagen.

Voor welke valuta's de kans op hyperinflatie het grootst is, is natuurlijk niet op voorhand te zeggen. Maar er zijn wel aanwijzingen. De euro zal bijvoorbeeld eerder uiteenvallen dan aan hyperinflatie ten onder gaan. Hoewel in Europa de schulden in de publieke en de private sector torenhoog zijn en in zwaarte groeien door de stagnerende economie, is er (nog) niet gekozen voor het definitief grootschalig aanzetten van de geldpers door de

ECB. Paradoxaal genoeg veroorzaakt dit op zich positieve signaal kapitaalvlucht uit Europa. Schuldeflatie blijft door de aarzelende centrale bank boven de markt zweven en daar houden beleggers niet van. Zij hebben liever een langzame vermindering van de waarde van hun verwaterde geld dan een plotse afschrijving van hun belegde kapitaal.

Als gevolg van de kapitaalkrapte komen banken en financiële instellingen nog verder in de problemen en dit heeft weer een negatief effect op de economie. Het dwingt de overheden echter tot structurele economische hervormingen die op de lange termijn gunstig zijn voor de economie. Een van die maatregelen is het in de nationale grondwetten van de eurolanden opnemen dat een begrotingstekort tot het verleden gaat behoren. Dit zou een historische mijlpaal zijn, een piketpaal in de monetaire geschiedenis. De EU zou daarmee duidelijk maken dat de staatsobligatie principieel en grondwettelijk niet tot de monetaire reserve kan behoren en daarmee niet tot de kern van het geldsysteem. Als de euro de huidige malaise overleeft, zijn de vooruitzichten op lange termijn hierdoor gunstiger dan voor andere valuta's.

De vooruitzichten voor de valuta's van Japan, Engeland en de vs zijn een stuk beroerder. De houdbaarheid van de schuldenlast die zij hebben opgebouwd, de hoeveelheid nieuwe leningen die nodig zijn om hun levensstandaard te kunnen handhaven en de capaciteit om de rente op de schulden en nieuwe leningen te kunnen blijven betalen, zijn voor een steeds groter deel afhankelijk van de geldpers. Inmiddels wordt ruim 30 procent van de begroting van Engeland en de vs niet gefinancierd uit belastingen, maar met leningen. Deze leningen worden voor een steeds kleiner deel gefinancierd door binnenlandse en buitenlandse beleggers. Daarom neemt het eigen banksysteem in combinatie met de geldpers van de centrale bank een steeds groter deel voor zijn rekening. In Japan wordt in 2012 maar liefst 50 procent van de overheidsbegroting geleend.¹²

De combinatie van een stagnerende economie en een hoge schuldenlast maakt dat deze percentages niet kleiner zullen worden. Het zijn getallen die in het verleden wezen op een zekere

hyperinflatie.¹³ Wanneer beleggers niet meer bereid zijn om de risicovolle staatsleningen van deze landen te financieren tegen de huidige lage rente, nemen de centrale banken het stokje over. Zij hebben zich in tegenstelling tot de ECB in staat en bereid verklaard de begrotingstekorten van hun overheden te blijven financieren teneinde de economie te laten draaien. Op een gegeven moment zal het tempo waarin deze centrale banken genoodzaakt zijn de begrotingstekorten van hun overheden te financieren oncontroleerbaar worden. Dit zal de aanzet zijn tot een vlucht uit staatsobligaties, oplopende omloopsnelheid van het geld en een run op de supermarkt, eindigend in hyperinflatie.

Verzekering tegen koopkrachtverlies: wat te doen?

In Duitsland heeft men het over *Flucht in die Sachwerte* als er sprake is van snel oplopende inflatie. Het illustreert goed wat met het geld wordt gedaan: de aanschaf van zaken van waarde. Welke zaken dat zijn, hangt natuurlijk af van plaatselijke gebruiken en omstandigheden. Denk bijvoorbeeld aan goud, zilver, kunst, vastgoed en landbouwgrond. Ook diamanten doen het vaak goed als waardeopslag, maar die zijn in tegenstelling tot goud en zilver gewoon na te maken. Diamant is namelijk onder grote druk samengeperste koolstof. Goud en zilver bestaan uit niet kunstmatig samen te stellen atoomverbindingen.

In Zwitserland heeft men een mooie uitdrukking voor het omgaan met tijden van tegenslag: *Kellerpolitik*. Het betekent dat er altijd rekening moet worden gehouden met omstandigheden waarin een normaal functioneren van de economie sterk is verstoord. Dat doen de Zwitsers door in hun kelder zaken van waarde aan te leggen die kunnen worden gebruikt in slechte tijden. Denk daarbij aan het gebruikelijke ingeblikte voedsel, sterkedrank (zeer geschikt als ruilmiddel!) en wapens, maar ook aan gouden en zilveren munten als een verzekering tegen een financieel systeem dat op instorten staat.

Los van deze basisbenodigdheden zijn er voor de meer vermogenden onder ons ook verdere maatregelen die kunnen worden getroffen om het vermogen te beschermen. Denk en handel om

te beginnen zoals de superrijken. Zij sparen voornamelijk in kunst, zeldzame auto's en vastgoed, en zijn voor hun rijkdom minder afhankelijk van papieren vermogenstitels. Door deze strategie zijn ze de afgelopen decennia alleen maar rijker geworden en dat zullen ze door deze strategie ook blijven doen.

Let ook goed op wat andere beleggers doen. De prijsontwikkeling van vastgoed op toplocaties zegt bijvoorbeeld iets over de verwachte waardedaling van geld. Als er bijvoorbeeld een prijsdaling van meer dan 40 procent wordt verwacht in de vastgoedsector, is het niet aan te raden om erin te investeren. Behalve als de verwachte geldontwaarding de 40 procent zal overstijgen. Dat kan in een gemiddeld dalende markt zorgen voor lokale prijsstijgingen en is een teken dat daar een instap kan worden overwogen. Kijk ook goed naar de prijsontwikkeling van aandelen. Hoewel de economie stagneert, kunnen ook de prijzen van aandelen snel stijgen als de verwachte waarde van het geld af gaat nemen. We hebben dit kunnen zien aan de aandelenkoersen in Zimbabwe tijdens de hyperinflatie. Die gingen harder omhoog dan de waardedaling van het geld.

Voor de gokkers onder ons is een strategie mogelijk die je zou kunnen omschrijven als binair investeren. Beleg het gedeelte van het kapitaal dat niet nodig is in staatsobligaties van landen met een centrale bank die geld drukt om schulden op te kopen. Deze landen kopen het altijd terug tegen een hogere waarde, omdat ze nu eenmaal de rente laag willen houden. Beleg voor de zekerheid het andere gedeelte van het kapitaal in fysiek goud. Op die manier kan er geld worden verdiend tot de omslag van het systeem. Na de omslag is het goud geherwaardeerd en kan verder worden gegaan met consumeren, beleggen en investeren in zaken die in de nieuwe tijd aan populariteit zullen gaan winnen.

En natuurlijk zijn daar fysiek goud en zilver, de waardeopslagmiddelen bij uitstek. De voorkeur gaat uit naar goud, omdat ook centrale banken voor dit edele metaal hebben gekozen. De kans dat zilver als monetair metaal terugkeert, lijkt met name door zijn industriële potentieel minimaal. Het is de afgelopen eeuw steeds meer een industrieel metaal geworden, waarbij de bovengrondse

voorraad geconsumeerd is. Mocht de prijs van zilver snel hoger worden door geldontwaarding, dan zullen ondernemers er als de kippen bij zijn om de productie snel op te voeren. Dat is bij goud niet mogelijk. Zilver is ook veel omslachtiger, omdat er naar verhouding veel meer van moet worden aangeschaft dan van goud. Overigens doet goud het in een omgeving van deflatie ook heel goed, het is tenslotte uiteindelijk het echte geld en dus het meest liquide.

Hoe groot het percentage goud en zilver moet zijn, hangt af van de huidige omvang van het gespaarde kapitaal. Onder de 100.000 euro is het raadzaam om minimaal 25 procent aan goud te bezitten. Daarboven neemt het percentage al snel af, tot 5 tot 10 procent bij een vermogen van 10 miljoen en hoger. De rest van het vermogen moet dan natuurlijk wel zijn belegd in kunst, land, sieraden, zeldzame auto's en vastgoed.

De waarheid is niet welkom

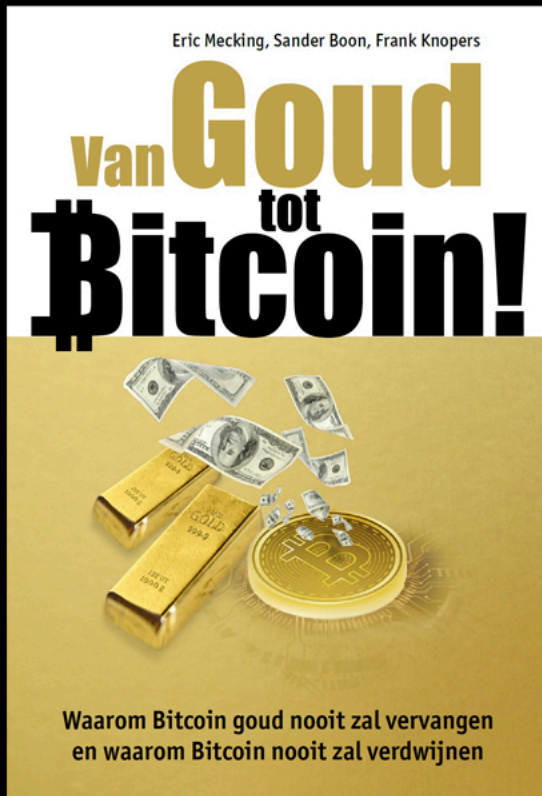
Hoewel overheden en centrale bankiers met onorthodoxe maatregelen en toenemende financiële repressie proberen het wereldwijde monetaire en financiële systeem te stabiliseren, is niet uit te sluiten dat er een omslag komt richting schuldeflatie of hyperinflatie. Door de combinatie van de nog steeds toenemende schuldenlast en economische stagnatie en de gekozen maatregelen door de beleidsmakers is uiteindelijk niet te ontsnappen aan koopkrachtverlies van het spaargeld. De schuldenlast moet worden teruggebracht tot een niveau dat voor de productieve economie draagbaar is.

In de strijd tegen schuldeflatie worden door financiële repressie cruciale signalen uitgeschakeld en wordt zo de wereld het zicht op de realiteit ontnomen. De vrije markt wordt vervangen door interventies van overheden en centrale banken en daarmee is de waarheid niet langer welkom. De drie belangrijkste indicatoren die van belang zijn, zijn de renteontwikkeling, de inflatiecijfers en de goudprijs. Het rentesignaal is uitgeschakeld door

de constante manipulatie van kort- en langlopende rentes door centrale banken. Inflatiecijfers vertellen in onze tijd niet meer het hele verhaal omdat zowel het mandje van meegewogen goederen als de berekening van prijsverschillen wordt gemanipuleerd.¹⁴ En ook is het signaal dat goud vanouds gaf in tijden van stress beknut. In het volgende hoofdstuk volgt meer hierover.

Hoewel het vooralsnog is gelukt om een meltdown van het kredietsysteem en schuldeflatie te voorkomen, is het risico levensgroot dat door het aanzetten van de geldpersen mensen het vertrouwen in cash geld gaan verliezen, met als gevolg hyperinflatie en het toch nog ineenzakken van het kredietsysteem. Spaarders zijn linksom of rechtsom de gebeten hond, want er is uiteindelijk geen verschil tussen het afschrijven van kapitaal door schuldeflatie of het afschrijven van de waarde van een munt door hyperinflatie. In beide gevallen verliest de spaarder zijn koopkracht.

Meer lezen van Sander Boon?



Word *Geotrendlines Insider*
en ontvang *Van Goud tot
Bitcoin* GRATIS!

Meer informatie

8 Herkapitaliseren

‘Als wij willen dat de dingen blijven zoals zij zijn, dan zullen de dingen moeten veranderen.’

– Giuseppe Tomasi di Lampedusa

We hebben gezien dat de idee van maatschappelijke maakbaarheid en vooruitgang aan de wieg stond van de politieke en financiële omwentelingen van de afgelopen eeuw. Het politieke systeem veranderde van laissez-faire naar massademocratie; het automatisme van de goudstandaard werd vervangen door rationale centrale bankiers die streefden naar prijsstabiliteit. De oogst is een eeuw van politieke megalomanie, belangenstrijd, politieke instabiliteit, koude en warme oorlogen, gefinancierd door de geldbubbel. Een bubbel die op springen staat, omdat verder oppompen niet meer kan worden bewerkstelligd. De machinerie van de maakbaarheid stakt. De interventionistische overheid op krediet is bijna ten einde. Betekent dit een terugkeer van politieke bescheidenheid en grotere verantwoordelijkheden voor mens en samenleving? Hoe ziet de wereld eruit na de transitie?

Geld: zacht of hard?

De intellectuele klasse die voortvarend in de samenleving ingreep, werd aanvankelijk geïnspireerd door Karl Marx en Friedrich Engels. Later konden de ideeën van de econoom John Maynard Keynes worden gebruikt om de maakbaarheid beleidsmatig invulling te geven. Keynes' theorieën leven nog steeds voort in academische kringen, ondanks het feit dat de praktijk zich moeilijk laat voegen naar de theorie. De idee dat de drijvende kracht achter het kapitalisme de strijd is tussen de arbeidende en de bezittende klasse, een strijd tussen het proletariaat en de bour-

geoisie, arm en rijk, een strijd die moet worden beteugeld door middel van overheidsingrijpen, is foutief. Door met een andere blik naar dezelfde gebeurtenissen te kijken, blijkt de klassenstrijd als motor van sociale veranderingen helemaal niet bepalend. Niet de strijd tussen de arbeider en de kapitalist is de drijvende kracht achter sociale ontwikkelingen en omwentelingen, maar de verhouding tussen de schuldenaar en de spaarder, tussen de lenende partij en de verschaffer van het kapitaal.¹ Dat is te zien aan de evolutie van 'hard' geld (goud of papiergeld gekoppeld aan goud) naar 'zacht' geld (eerst papiergeld, later krediet) binnen ons monetaire en financiële systeem (IMFS).

Niet de strijd tussen de arbeider en de kapitalist is de drijvende kracht achter sociale ontwikkelingen en omwentelingen, maar de verhouding tussen de schuldenaar en de spaarder.

Schuldenaren wilden lenen omdat ze geld wilden uitgeven dat ze nog niet hadden verdiend. Spaarders en producenten daarentegen wilden hun overschot aan kapitaal voor een later tijdstip oppotten. Dat oppotten deden zij het liefst in spaarmiddelen die waardevast waren. In de tijd van de goudstandaard, maar ook daarvoor, werd gespaard in fysiek goud of in staatsobligaties die werden afbetaald in goud of aan goud gekoppeld waardevast papiergeld. Omdat de waarde van geld was gekoppeld aan goud, eisten spaarders dat het geld 'hard' moest blijven. Prijsinflatie die de waarde van geld erodeerde, werd niet op prijs gesteld. Hard geld gaf hun de zekerheid dat hun spaargeld in de toekomst evenveel waard zou blijven. Goud vormde voor hen de garantie dat het geld niet in waarde zou dalen door het kunnen bijdrukken ervan.

Ten tijde van de goudstandaard was onder de oppervlakte al een verschuiving van hard naar zacht geld gaande. Het geld in circulatie was in theorie hard omdat er sprake was van een theoretische vaste gouddekking, maar banken wisten de discipline van het harde geld te omzeilen door meer geld uit te lenen dan er onderliggend goud aanwezig was. Er was daardoor sprake van

een kunstmatige oprekking van de hoeveelheid goud. Als schuldenaren in de problemen raakten, konden zij het geleende geld niet retourneren, waardoor de spaarder die via de bank zijn geld aan hen had uitgeleend, zijn bezit moest afschrijven. Dat was pijnlijk en het zorgde voor sociale onrust.

Tegelijkertijd was er ook een beweging in opkomst die liever gebruikmaakte van ‘zacht’ geld, geld dat in de loop der tijd minder waard werd. Deze wens was aanwezig, omdat leningen die waren aangegaan in dat geld in diezelfde tijd ook minder waard werden. De immer terugkerende liquiditeits- en bankencrises waren een uitgelezen kans om zacht geld te introduceren. De spelregels werden aangepast. Door het oprekken van de geldhoeveelheid en het verminderen van de gouddekking ervan werden twee vliegen in één klap geslagen. Met zacht geld konden liquiditeitscrises worden opgelost en het geleende geld werd langzaam minder waard. Wat de Romeinen voor elkaar kregen door van elke gouden munt een stukje af te schaven, werd in ons geldstelsel bereikt door de afgenomen en sinds 1971 geheel verdwenen gouddekking. In het eerste voorbeeld betaalt het publiek de rekening *direct* in de vorm van afgenomen koopkracht van de gouden munt; in het tweede geval betaalt de burger *indirect* in de vorm van de ‘inflatiebelasting’. In beide gevallen is er sprake van een vorm van waardeoverdracht van de burger aan de overheid.

Diverse belangengroepen hadden baat bij de overgang van een ‘harde’ gouden standaard naar een ‘zachte’ papieren standaard: politici omdat ze meer konden uitgeven dan via belasting kon worden geïnd, banken omdat ze meer konden uitlenen dan er aan spaargeld in de kluis lag, maar ook burgers en bedrijven, omdat een economische en sociale opwaartse mobiliteit kon worden bereikt die niet mogelijk zou zijn zonder krediet. Het is niet verwonderlijk dat in deze periode van zacht kredietgeld onze collectieve schuldpositie wereldwijd is geëxplodeerd.²

Ondanks de geleidelijke overgang van ‘hard’ geld (goud) naar steeds ‘zachter’ geld (papier) konden de wensen van beide groepen een tijd lang op elkaar worden afgestemd. De belangen liepen parallel en schuldenaren en spaarders leefden in harmonie

met elkaar. Door politieke inmenging heeft het monetaire systeem echter nooit goed gefunctioneerd. Onbalansen konden groter worden en langer blijven bestaan. Door na elke crisis banken te redden is er uiteindelijk onherroepelijk een crisis ontstaan van het systeem die dieper en langduriger is dan de vorige. De huidige schulden crisis is er door de seriële bailouts een geworden van het hele systeem: het is een systeemcrisis. Door de systeemcrisis lopen de belangen echter steeds meer uiteen. De strijd tussen schuldenaren en spaarders zal wederom een drijvende kracht blijken te zijn in de verdere evolutie van ons IMFS.

Kapitaal: schuld of bezit?

Dat schuld tegelijkertijd ons bezit vormt, is een fundamentele weeffout in het systeem, een fout die voor velen pas door de schulden crisis aan het licht is gekomen. Het op schuld gebaseerde systeem blijkt alleen te kunnen blijven functioneren bij een verdere schuld groei. Zolang de staatsobligatie, een schuldbewijs, de basis vormt van het internationale geld-, krediet- en handelsstelsel, kan staatsschuld niet worden afgebouwd omdat er bij aflossing monetaire contractie optreedt. Monetaire contractie veroorzaakt deflatie, waardoor schulden moeilijker zijn af te lossen en de economie stagneert. De economie moet echter groeien om de schulden te kunnen blijven financieren. Het in staatsobligaties gestoken spaargeld is al uitgegeven en kan alleen worden teugverdiend door toekomstige economische groei.³ Omdat de rente op staatsobligaties de benchmark werd voor kredietverlening, heeft de obligatiestandaard de afgelopen decennia vergaande invloed gekregen op de economische ontwikkeling. Hoeveel van de groei is op eigen kracht geweest en hoeveel afhankelijk van steeds lagere rente? In het schuldsysteem is economische groei sterk afhankelijk geworden van kredietverlening. De schuldenlast is echter te groot geworden, waardoor economische groei niet meer mogelijk is. De schulden kunnen ook worden afgeschreven, maar dat betekent tegelijkertijd snijden in ons bezit, met als gevolg sterk

verarmde pensioenfondsen en verzekeraars en economische contractie. Schuld als bezit en als benchmark voor rente blijkt een slecht idee. Dat er een crisis kwam, is niet verwonderlijk.

Het is al eerder aangestipt, maar het is goed het hier nog eens te herhalen. Spaarders zijn geen beleggers of investeerders. Het niet aan consumptie of investeringen bestede kapitaal willen zij veilig op kunnen potten voor later gebruik. Kapitaal definieer ik daarmee als het uit economische activiteiten verdiende geld dat nog niet voor consumptie en/of investering is aangewend. Vanouds werden spaaroverschotten opgeslagen in een stabiel en waardevast medium als goud, later gevolgd door opslag in goudgedekte staatsobligaties. Om het kapitaal productief te kunnen ontginnen, moest de waarde ervan onbetwist zijn. Het opgeslagen kapitaal werd pas aangewend voor investeringen als het daadwerkelijk een goed rendement kon genereren of gebruikt voor consumptie wanneer het voor levensonderhoud nodig was. Het was voor degenen die het kapitaal opzij hadden gezet van groot belang dat het wanneer nodig zowel aanwezig als van gelijke waarde was.

Dat schuld tegelijkertijd ons bezit vormt, is een fundamentele weeffout in het systeem.

Dat spaarders zijn gaan sparen in schuldcontracten is omdat de overgang geleidelijk was. In het beginstadium konden politici en bankiers nog worden vertrouwd. Spaaroverschotten werden dan ook opgepot in risicovrij geachte staatsobligaties, direct of via banken.⁴ Overheden hebben dit kapitaal geconsumeerd, met de belofte het met rente te retourneren met behulp van toekomstige economische groei. Daarmee vormt het schuldbewijs ons kapitaal.

De schulden crisis maakt echter steeds meer duidelijk dat schuld een slechte vorm van kapitaal is. Het verslechtert in kwaliteit waar we bijstaan. Deze trend zal doorzetten, omdat de schuldenlast niet meer is te financieren als gevolg van economische stagnatie.

We hebben gezien dat de schuldenlast alleen kan verminderen door afschrijven, en dus vermindering van kapitaal, of door verwatering via inflatie. Door beide strategieën erodeert de kapitaalbasis van onze economie. We blijken ons kapitaal te hebben opgepot in het verkeerde spaarmiddel. We zijn minder rijk dan we dachten.

Door de schulden crisis lopen de belangen van degenen die het geld uitgeven en de spaarders steeds meer uiteen. In 2007 kwam er een eind aan het wederzijdse voordeel dat spaarders en schuldenaren bij elkaar hield. De crisis markeert zo een nieuw kantelpunt in onze monetaire geschiedenis. Het papieren geld- en kredietsysteem gebaseerd op schuld loopt op zijn laatste benen. De periode van opkomst en bloei van zacht kredietgeld is afgesloten. We beleven nu de transitie van een systeem van zacht geld naar een van hard geld, gebaseerd op bezit. In deze transitie wordt door de autoriteiten alles op alles gezet om het oude systeem in stand te houden. Het tegen elke prijs in stand houden van het systeem zorgt ervoor dat de kosten onevenredig bij de belastingbetalers en spaarders komen te liggen.

Zoals overheden in geldnood tijdens de transitie actief op zoek zijn naar beschikbare financiële middelen, zo zullen spaarders op zoek gaan naar een alternatief spaarmiddel dat niet kan worden aangetast door overheden. En dat is nodig. Er moet snel een oplossing komen voor het wegvallen van de basis van het economische kapitaal, want zonder kunnen we niet investeren in de toekomst. Een vrije samenleving die de vruchten wil kunnen plukken van productieve arbeid, heeft namelijk kapitaal nodig om te kunnen investeren.

De terugkeer van goud

In tijden dat kapitaal erodeert, is behoud van kapitaal belangrijker dan rendement op het kapitaal. Zowel spaarders als beleggers gaan dan ook op zoek naar alternatieven voor de staatsobligatie. Deze zoektocht heeft hen al op verschillende plaatsen gebracht;

zo is gekozen voor Zuid-Amerikaanse landbouwgrond en de Zwitserse frank. Maar telkens als de stroom geld in die richting goed op gang komt, steken de autoriteiten daar een stokje voor in de vorm van kapitaalcontrole of valutadevaluatie. Ook de jacht op spaargeld in belastingparadijzen is flink opgevoerd. Door financiële repressie gaan de vluchthavens voor spaarders en beleggers stuk voor stuk dicht.

**In tijden dat kapitaal erodeert, is
behoud van kapitaal belangrijker
dan rendement op het kapitaal.**

Het is niet verwonderlijk dat het geld langzaam maar zeker zijn weg vindt richting goud. Goud is een onpartijdige waardeopslag. In tegenstelling tot de diverse valuta's klaagt goud niet als het in waarde stijgt. Niet alleen marktkrachten weten goud te vinden, ook centrale banken zijn vanaf 2009 weer als nettokopers op de markt verschenen. Dat is niet zo vreemd, want goud is bij uitstek geschikt om te zorgen voor een herkapitalisatie door revaluering. Door goud te herwaarderen kan het de balansen van centrale banken herkapitaliseren; balansen die door de vele monetaire interventies en het opkopen van slechte leningen niet alleen zijn opgeblazen, maar ook sterk aan kwaliteit hebben ingeboet. Een herkapitalisatie zal moeten plaatsvinden, omdat alleen dat een basis kan vormen voor een opnieuw bloeiende economie.

Er zijn echter drie formidabele krachten die een terugkeer van goud tegengaan: de Amerikaanse overheid en haar centrale bank, modern geschoolde economen en collectivistische politieke stromingen.

De Amerikanen zijn sinds de ontkoppeling van goud en de dollar mordicus tegen een terugkeer van monetair goud en hebben er alles aan gedaan om goud uit het systeem te krijgen en te houden. Europa, met name Frankrijk, trachtte door het herintroduceren van de monetaire rol van goud onder dit dollarsysteem uit te komen. De Amerikanen gebruikten alle hen ter beschikking staande politieke en economische middelen om deze

herintroductie door de Europeanen te blokkeren.⁵ Als Europa de leidende rol op zich zou nemen bij de remonetisering van goud, zou de macht van de vs verschuiven naar het Oude Continent, zo waarschuwden diverse Amerikaanse beleidsmakers in de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw achter de schermen. Een hernieuwde rol voor goud als monetair metaal zou de rol van de dollar en daarmee de geopolitieke macht van de vs ondermijnen.

In 1999 werd er door de nieuw gevormde ECB een poging gedaan om het goud terug te plaatsen in een monetaire rol. In dat jaar werd in het zogenoemde Akkoord van Washington besloten dat goud niet meer zou worden uitgeleend of geswapt met andere partijen. De steun aan de papieren goudmarkt werd hiermee opgezegd. Verder werd zwart op wit gesteld dat goud een belangrijke monetaire reserve was en zou blijven. Het is niet verwonderlijk dat de Amerikanen geen ondertekenaars waren van het akkoord. Zolang in de wereld de dollar de reservevaluta en de Amerikaanse staatsobligatie de monetaire reserve is, zal als het aan de Amerikanen ligt goud geen enkele rol van betekenis spelen.

De tweede tegenkracht bestaat uit modern geschoolde economen. Zij zijn om verschillende redenen tegen het gebruik van goud als monetair metaal. Keynesianen vinden dat overheden in tijden van economische recessie de economie moeten kunnen stimuleren door zich dieper in de schulden te steken. Goud maakt dit onmogelijk. Monetaristen zijn minder voor overheidsingrijpen, maar vinden dat centrale banken via gericht monetair beleid de rente en de geldhoeveelheid op elkaar af moeten stemmen. Goud past volgens hen niet in het instrumentarium van centrale banken.⁶

Economen zijn ook om andere redenen sterk gekant tegen een terugkeer van goud in het monetaire systeem. Ze veroordelen een vlucht in goud met het argument dat geld gestoken in goud wordt onttrokken aan de economie. Dit onttrokken geld kan niet worden gebruikt voor investeringen en zorgt dus voor een verder stagnerende economie. Daar zijn twee dingen over te zeggen. Ten eerste koopt men goud omdat er steeds minder spaar-, be-

leggings- en investeringsmogelijkheden zijn, zowel door de aanhoudende economische stagnatie als door constante interventies van centrale banken en overheden. Het wordt voor ondernemers steeds moeilijker in te schatten of nu geïnvesteerd kapitaal in de toekomst kan worden terugverdiend. Voor investeerders is het dan lastig om ondernemers van kapitaal te voorzien omdat de vooruitzichten steeds onzekerder worden. Ten tweede is de vlucht in goud voor een groot deel te danken aan het feit dat beleggen in staatsobligaties ondanks de lage rentevergoeding steeds risicovoller wordt. Boven op de reeds uitstaande obligaties staan westerse overheden garant voor het bankwezen en ook impliciet voor het verzekeringswezen. Bovendien staan in Europa overheden garant voor elkaar via het tijdelijke (EFSF) en permanente (ESM) noodfonds. Hoewel die garanties vooralsnog niet worden meegetrekt in de bestaande schuld, gebeurt dat wel als één of meer landen daadwerkelijk failliet gaat. Spaarders en beleggers beginnen staatsobligaties steeds meer te wantrouwen.⁷

De langzaam op gang komende vlucht naar goud markeert een omslag in het denken van spaarders. Zij zijn niet meer bereid banken en overheden van kapitaal te voorzien en steken het in het neutrale fysieke goud. Goud geeft het geld niet uit aan verkeerde investeringen en mooie dingen met de belofte het in de toekomst te retourneren. Goud is bezit. Economen en politici houden hier niet van omdat ze daardoor niet meer over het kapitaal van burgers kunnen beschikken. Keynesiaanse economen houden hier niet van omdat het de bestedingsruimte van overheden om de samenleving richting te geven en de economie te stimuleren beknoppt. Maar daar is spaargeld in beginsel niet voor bedoeld.

Geld dat is gestoken in goud als spaarvehikel onttrekt overigens helemaal geen geld aan de economie. Het geld wordt gegeven aan degene die het goud verkoopt om de opbrengst weer productief in te zetten in de economie.

Het via financiële repressie ontmoedigen of verbieden om in goud te sparen zou symptoombestrijding zijn. Er moet aan de oorzaken van de vlucht in goud worden gewerkt. Politici en bankiers zouden er daarom goed aan doen de zaken in de economie

op orde te krijgen, waardoor het voor ondernemers weer interessant wordt te investeren. Geld dat is gestoken in goud zal dan al snel zijn weg weer weten te vinden naar ondernemers, die het kapitaal productief kunnen aanwenden.

De prijs versus de waarde van goud

De rol van goud als monetair metaal is de afgelopen veertig jaar op instigatie van overheden en (centrale) bankiers ogenschijnlijk naar de achtergrond gedreven, maar niet verdwenen. Omdat de monetaire rol door de markt werd veronachtzaamd, is nog maar een zeer klein gedeelte (0,6 procent) van het totale wereldwijde vermogen belegd in goud. Het merendeel van het vermogen is opgeslagen in papieren vermogenstitels, op zoek naar rendement. De reden hiervoor is dat als gevolg van de politieke keuze voor het gebruik van een wettig betaalmiddel de jaarlijkse waardevermindering van papiergeld (doelstelling Fed en ECB: -2 procent) moet worden goedge maakt door het geld te beleggen in aandelen of vastgoed, of door het risicovol uit te lenen aan derden.

Omdat fysiek goud geen rentevergoeding kent – er is immers geen sprake van tegenpartijrisico – is er geen model te construeren waarmee het interessant wordt om het in een standaardbeleggingsportefeuille op te nemen. Hierdoor werd goud de afgelopen decennia steeds meer in de rol geduwd van speculatieve grondstof. Beleggers verkozen het goud op papier, omdat daar door hefboomwerking geld kon worden verdiend aan prijsveranderingen. Spaarders kozen voor papiergoud omdat het geen opslagkosten kent.

Omdat goud voornamelijk wordt verhandeld op papier, heeft goud de afgelopen decennia een rol gespeeld die niet representatief is voor de ultieme functie ervan. Er ontstond – zonder dat dit direct zichtbaar was – een ont koppeling tussen de prijs van papiergoud en de onderliggende monetaire waarde van fysiek goud. De prijsvorming van goud werd door de introductie van steeds meer claims op goud gedempt en was op veel momenten tegennatuurlijk. Papieren contracten maakten dat er kunstmatig meer goud was dan fysiek. Dat heeft een prijsdrukkende werking, omdat het

de vraag naar fysiek goud heeft afgebogen richting claims. Dat is potentieel gevaarlijk, omdat iedereen met een claim denkt uiteindelijk aanspraak te kunnen maken op een klompje fysiek goud. De contractmarkt maakt ook dat de prijs op cruciale momenten gemakkelijk te beïnvloeden is. En of die beïnvloeding wordt gemotiveerd door de wens meer winst te hebben of door de wens de prijsontwikkeling te frustreren, doet niet ter zake.

Beleggers in de moderne goudmarkt zijn niet op zoek naar fysiek goud, maar naar papieren winsten. De termijncontracten resulteren in 95 procent van de gevallen niet in fysieke levering van goud, maar worden uitgekeerd in cash. De papieren goudmarkt is dus eigenlijk een valutaderivaat. Daardoor is de prijsvorming en functie van goud de financiële wereld in getrokken. In de wereld van grondstoffen kan via contracten die worden verhandeld op termijnmarkten de prijs van een grondstof worden gestabiliseerd en de allocatie ervan worden gestroomlijnd door het kat-en-muisspel tussen producent, speculant en uiteindelijke afnemer. Het fysieke goud staat echter nog steeds buiten dit systeem. En dat is meteen de achilleshiel van deze moderne goudmarkt. Goud is namelijk geen grondstof, maar een monetair metaal dat ideaal kan functioneren als een standaard van waarde.

De reden dat goud erg goed functioneert als universele standaard van waarde heeft te maken met de zogenoemde *stock to flow ratio*, de totale hoeveelheid boven de grond aanwezig goud (170.000 ton) gedeeld door de jaarlijkse productie (ongeveer 2500 ton). Deze ratio is bij goud het hoogst van alle grondstoffen, omdat goud niet wordt geconsumeerd. Er zijn geen grootschalige industriële toepassingen voor. Bijna al het ooit gedolven goud is nog in een of andere vorm boven de grond aanwezig. De prijsvorming en allocatie van het goud wordt daardoor bepaald door politieke besluitvorming en de gezondheid van het financiële systeem. Een termijnmarkt voor goud is dan ook zeer risicovol.

Het gevaar bestaat dat mensen in bepaalde situaties hun papieren claim op goud in willen wisselen voor fysiek goud. Omdat er echter veel meer claims zijn geschreven dan er aan onderliggend metaal aanwezig is, is een run op fysiek goud niet uit te sluiten.

Ook kan het gebeuren dat door het wegvallen van vertrouwen in het papieren geld- en kredietsysteem de huidige bezitters van fysiek goud het voor geen prijs willen verkopen. Als dat gebeurt, komt er geen nieuw fysiek goud meer op de markt en implodeert de papieren contractmarkt. Paradoxaal genoeg zal dan de prijs van 'papieren' goud zakken, terwijl de waarde van fysiek metaal door het dak gaat. Er hoeven dus niet eens nieuwe kopers op de goudmarkt te verschijnen om de prijs te laten exploderen. Op dat moment is goud spontaan geherwaardeerd en geschikt om gemonetiseerd te worden. Zowel centrale banken als marktpartijen zouden een run op goud kunnen starten of kunnen weigeren hun fysieke goud nog aan te bieden in de markt. Wie als eerste actie onderneemt in het huidige instabiele financiële klimaat, is echter niet te zeggen.

Een derde factor die goud zou kunnen tegenhouden is nu nog niet aan de horizon te zien, maar er moet terdege rekening mee worden gehouden: politieke onderdrukking. De geschiedenis laat zien dat met name politici van linkse signatuur, communisten en (nationaal)socialisten, er alles aan hebben gedaan om goud uit het systeem te krijgen, vaak met geweld.⁸ Goud in het monetaire systeem betekent discipline. Dit beknot overheidsinterventie en monetaire verruiming op grote schaal, omdat het te zien is aan de hogere waardering van goud. Een sterk sturende overheids-hand kan niet worden gecombineerd met de aanwezigheid van goud, omdat het mensen een uitweg biedt tegen overheidsdwang. Goudbezit geeft mensen een mate van financiële en economische onafhankelijkheid die politiek gezien in sterk collectivistische samenlevingen niet kan worden getolereerd. Nu is de kans op de opkomst van nieuwe communistische stromingen niet groot meer, maar de neiging van politici om in tijden van sociale onrust een kunstmatig groepsgevoel op te roepen door zondebokken aan te wijzen, kan leiden tot een collectivistische politiek van wij tegen zij. Om te kunnen slagen moeten politici gebruikmaken van groepsdenken, wat weer kan leiden tot de inperking van

individuele vrijheden en de verbanning van goud naar de zijlijn. Dit gevaar is altijd onder de oppervlakte aanwezig.

Aanwijzingen van een herwaardering

Hoewel deze drie factoren niet moeten worden onderschat, lijkt het economisch gezien onherroepelijk dat goud gaat terugkeren als kernkapitaal. Daar zijn ook al concrete aanwijzingen voor. Zowel de markt als specifieke overheidsinstanties zijn bezig met een herwaardering van goud, zowel wat prijs als wat rol betreft. De markt heeft goud al meer dan tien jaar in het vizier. Van de bodemprijs van 256 dollar in 2001 is de goudprijs medio 2011 gestegen naar een hoogste prijs van 1920 dollar. Maar de vlucht in goud is niet alleen te zien aan de prijs; ook het aanbod en de hoeveelheid van nieuwe goudgerelateerde producten is sterk gegroeid. Denk bij dat laatste aan goudtrackers, aandelen waarmee de prijs van goud wordt gevolgd, of aan goudsparen via internet.

Veel van deze initiatieven spelen nog altijd het spel van de papieren goudprijs. Als het belegde geld daadwerkelijk in fysieke vraag zou zijn omgezet, zou de prijs beduidend hoger zijn geweest. De op de papieren prijs gebaseerde producten dempen namelijk de vraag naar het fysieke goud. In deze periode is de vraag naar juwelen gedaald ten opzichte van de vraag naar baar goud en gouden munten, een teken dat beleggers en spaarders goud in toenemende mate zijn gaan zien als een alternatief voor valuta's en staatsobligaties.

Het is voor spaarders en beleggers interessant dat zowel de EU als de ECB al langere tijd klaar is voor een herwaardering van goud. Niet alleen heeft de ECB in 1999 aangegeven dat goud een belangrijk monetair instrument is en blijft; het werd vanaf dat moment ook elk kwartaal geherwaardeerd naar de actuele marktprijs, het zogenoemde *mark to market*-principe. Een eventuele val van de dollar kan op deze manier worden opgevangen door snelle herwaardering van goud. Een jaar eerder werd goud in de gehele eurozone vrijgesteld van btw. Goud wordt in Europa niet

beschouwd als grondstof of consumptiegoed, maar als financieel middel. In de wetgeving werd gesteld dat deze rol moest worden gestimuleerd. Vanaf 2009 zijn centrale banken wereldwijd weer als nettokopers op de goudmarkt verschenen. Met name buiten Europa en de VS wordt het aangeschaft om de kwaliteit van de balans te versterken. Het is een teken dat de monetaire panelen zijn gaan schuiven. En als de toezichthouders en beleidsmakers van het papieren geldsysteem in goud gaan, moet er goed worden opgelet.

De kredietcrisis zorgde ervoor dat de hoeveelheid staatsobligaties met de hoogste kredietwaardering snel verminderde. Dat was problematisch, omdat die als onderpand worden gebruikt bij financiële transacties. Om dit probleem op te lossen besloot het Europees Parlement medio 2011 dat financiële partijen goud mochten gaan gebruiken als triple-A-onderpand bij transacties. En eind 2011 werd bekend dat er door het officiële Londense goudhandelsplatform LBMA een lobby is gestart bij de financiële toezichthouders te Bazel om goud te laten meetellen als kernkapitaal van banken, het zogenoemde tier 1-kapitaal. Als dat wordt geacordeerd, migreert goud van het handelsplatform van banken rechtstreeks naar het kernkapitaal. Dat zou een aardverschuiving zijn in de officiële rol van goud. Al deze ontwikkelingen gaan overigens buiten de Amerikaanse beleidsmakers om. Zij zijn op het gebied van goud voornamelijk niet in beweging gekomen.

Op de langere termijn speelt dat de economische macht van het Westen naar het Oosten verschuift. Door de enorme bevolkingsaantallen van China en India zullen zij in de toekomst een veel dominantere rol gaan spelen in de wereldeconomie. Dit zijn traditionele goudlanden die goud zien als een ideale manier om spaargeld op te slaan, zowel in de vorm van juwelen als van munten en baren. China is inmiddels de grootste goudproducent ter wereld.⁹ Aangezien mensen graag succesvolle culturen kopiëren, is het geen rare redenering om te denken dat door de opkomst van deze goudlanden het goud ook bij ons in het Westen aan populariteit zal winnen.

Tot slot pleit zelfs een aantal gerenommeerde Nobelprijswinnaars en beleidsbepalers inmiddels voor een terugkeer van goud; het wordt weer intellectueel omarmd.¹⁰ Dat is van belang, want het kan betekenen dat autoriteiten hierdoor gemakkelijker een draai maken richting goud.

Dat goud terugkeert naar het middelpunt van ons monetaire systeem, lijkt onherroepelijk. Maar in welke vorm? Goud kan op drie manieren weer een plek krijgen in het middelpunt van onze samenlevingen. Het monetaire metaal kan terugkomen als basis voor geld in circulatie in een door overheden nieuw opgetuigde goudstandaard, als een door de markt afgedwongen ruilmiddel of als een door overheid en markt geïnstalleerd officieel spaarmiddel. Welke van die drie manieren het wordt, is niet op voorhand te zeggen; dat hangt af van politieke keuzes en economische omstandigheden. Ik schets hierna drie toekomstscenari's.

Scenario 1: de goudstandaard

De geldbubbel loopt leeg. De reële waarde van spaargeld verdamp, belastingen nemen toe en dienstverlening van de overheid verschaalt. De onzekerheid bij de bevolking neemt in veel landen snel toe. De economische koek die op krediet een aantal decennia groter werd, dreigt door de aanhoudende crisis op te raken. Die crisis legt sociale breuklijnen bloot die eerder konden worden toegedekt met nieuw geld en privileges. De druk vanuit het electoraat wordt in veel landen onhoudbaar. De roep om echte oplossingen wordt steeds luider. Politici in door depressie getroffen landen weten het niet meer en geven de macht over aan technocraten. De kapitaalbasis van de westerse economie, maar ook die van China en Japan, verslechtert gestaag en de wereld economie belandt in een neerwaartse spiraal. Ondernemers gaan in staking omdat er geen mogelijkheid meer is om geïnvesteerd geld in de toekomst terug te kunnen verdienen.

Het lijkt hopeloos, maar er is een uitweg. Voordat de geldbubbel chaotisch leegloopt en de wereld wegwijnt in verarming, ver-

warring en sociale onrust, kunnen overheden proactief ingrijpen en het banksysteem en de economie herkapitaliseren. Door het opzetten van een nieuwe conferentie à la Bretton Woods is het mogelijk om tot een nieuw monetair arrangement te komen.¹¹ Overheden zien in dat ze niet verder kunnen met het huidige IMFS en besluiten op een conferentie terug te keren naar een goudstandaard zoals die gold vóór 1914, tegen een flink hogere goudprijs. Centrale bankiers die in het oude systeem voor hun eigen solvabiliteit afhankelijk waren van het presteren van een andere economie, kiezen voor geherwaardeerd goud als reserve, als tegenwaarde voor het uitstaande papiergeld en als vereffenaar van de handelsbalans. Door het aanhouden van impliciete regels en het tentoonspreiden van goed monetair gedrag nemen de banken elkaar de maat. Commerciële banken moeten weer rekening gaan houden met de gouddekking van de uitstaande leningen.

Een terugkeer naar een goudstandaard heeft een aantal grote voordelen. Cijfers wijzen uit dat de productieve economie nog nooit zo veel groei heeft gekend als onder de goudstandaard van 1871-1914. Deze periode kan worden beschouwd als de eerste fase van globalisering. Dat is niet vreemd, want stabiele waarden brengen voorspelbaarheid en vertrouwen, twee basisingrediënten voor de bloei van bedrijvigheid. In een systeem dat is gekoppeld aan goud, worden mensen die spaargeld aanhouden beloond omdat de productiviteit doorgaans sneller stijgt dan de hoeveelheid goud. De koopkracht van goud neemt hierdoor ten opzichte van goederen en diensten langzaam toe; technisch gesproken is er dan sprake van prijsdeflatie. De geld- en krediethoeveelheid is stabiel vanwege de discipline die goud afdwingt. Mensen die schulden willen aangaan, worden beknot. Het is immers niet gunstig om een lening af te moeten lossen met geld dat in de loop van de lening meer waard is geworden. In een aan goud gekoppeld geldsysteem hoeven mensen niet massaal hun toevlucht te nemen tot riskante beleggingsproducten en leningen.¹²

Een nieuwe goudstandaard betekent een terugkeer naar automatisme en discipline. Tekorten en overschotten op de handelsbalans zullen weer geleidelijk worden gecorrigeerd door het

vereffenen ervan met de in- of uitvoer van goud. Bankkrediet zal weer nadrukkelijker productief worden aangewend. Overheden, banken, bedrijven en consumenten kunnen bij een succesvolle herintroductie van de standaard niet meer lenen dan zij kunnen dragen. Alleen leningen die gefinancierd worden met productiviteit, of dit nu een bedrijf of individu betreft, zijn uiteindelijk af te betalen. Daarmee komen productie en consumptie weer in een gezonde balans.

Economen die beweren dat een nieuwe goudstandaard niet kan functioneren, hebben niet goed gekeken naar de redenen waarom de goudstandaard in het verleden is verlaten. Daar lagen geen economische, maar (geo)politieke redenen aan ten grondslag. Overheden wilden meer uit kunnen geven dan via belastinginning binnenkwam. Maakbaarheid, vooruitgangsgeloof en militair avonturisme moesten worden gefinancierd. Later bleek dat met het eerst deels en later geheel van goud losgekoppelde geldsysteem ook een Amerikaans wereldrijk was te bekostigen. Het is dan ook de vraag of een herinvoering van de goudstandaard gezien de menselijke neiging tot onmatigheid op termijn succesvol kan zijn.

Economen die beweren dat een nieuwe goudstandaard niet kan functioneren, hebben niet goed gekeken naar de redenen waarom de goudstandaard in het verleden is verlaten.

Politici van alle tijden en in alle culturen zijn maar al te graag bereid om kiezers datgene te beloven waarmee ze de meeste stemmen krijgen. En kiezers zullen altijd geneigd zijn de voorkeur te geven aan politici die hen het meeste profijt opleveren. Door deze prikkelstructuur is het lastig om de juiste weg te blijven bewandelen. Om duurzaam te kunnen zijn zal een nieuwe goudstandaard moeten worden vergezeld van een cultureel fundament, een fundament van discipline en terughoudendheid. Het zou voor het behoud van een goudstandaard bijvoorbeeld een goed signaal zijn als overheden zichzelf disciplineren. Als het over-

heden, zoals eind 2011 in Europa het geval leek, grondwettelijk wordt verboden om een begrotingstekort te hebben en de wereld dus niet overspoeld kan worden met niet-productieve leningen, kan een goudstandaard werkbaar en duurzaam zijn.

Scenario 2: de bimetalen muntstandaard

Als overheden en centrale bankiers geen oplossing weten te vinden voor de crisis en de geldbubbel chaotisch leegloopt, zullen goud en zilver na een periode van politieke en economische verwarring terug kunnen keren in de rol die deze metalen eeuwenlang hebben gespeeld: als fysiek ruilmiddel en spaarmiddel. In de economische literatuur wordt deze situatie een muntstandaard genoemd. Goud en zilver circuleren in muntvorm vrij ten opzichte van elkaar in het economische verkeer, gereguleerd of ongereguleerd. Vaak begint het circuleren van deze munten ongereguleerd en op basis van een behoefte van de bevolking. Deze ongereguleerde circulatie wordt dan echter overgenomen door een of andere overheidsinstelling, omdat er veel winst is te halen uit het geldverkeer.

Vrije circulatie geeft de bevolking zeggenschap over zowel de geldhoeveelheid als de renteontwikkeling; regulering van hogerhand is helemaal niet nodig. Onbelemmerde vraag naar en onbelemmerd aanbod van de edelmetalen volstaan om tot een evenwichtige prijsvorming van zowel de edelmetalen als goederen en diensten te komen. Als bijvoorbeeld door nieuwe mijnproductie het aanbod van zilver wordt verhoogd, resulteert dat in een daling van de prijs ten opzichte van goud. Goud wordt dan ten opzichte van het zilver schaarser; door het overaanbod van zilveren munten daalt de waarde ervan. Door deze prijsverschillen treedt de Wet van Thier in werking: goed geld drijft slecht geld uit circulatie.¹³ Men gaat dan betalen in het duurdere goud, omdat daar meer waar voor te koop is. Het zilver verdwijnt uit circulatie en wordt omgesmolten tot kandelaars of juwelen. Door het uit circulatie halen van zilver wordt het na verloop van tijd weer

schaarser. De schaarste veroorzaakt een hogere prijs. Als reactie hierop gaat men weer over tot het slaan van zilveren munten. Het aanbod van en de vraag naar goud en zilver hebben dus invloed op de 'prijs' ervan.

Overigens zweven goud en zilver niet alleen ten opzichte van elkaar, maar ook ten opzichte van de aanwezige goederen en diensten. De koopkracht van edelmetalen is afhankelijk van specifieke situaties. Als in een door een ramp getroffen regio voedsel bijvoorbeeld steeds schaarser wordt, daalt de ruilvoet van goud of zilver ten opzichte van het voedsel: voor eenzelfde eenheid voedsel is meer goud of zilver nodig. In een vrije markt met een relatief constante hoeveelheid goud en zilver is de waarde ervan dus altijd relatief.

Ook de rente wordt in dit basale geldsysteem bepaald door de constante eb en vloed van metalen op de markt. Schaarste van edelmetalen resulteert in hogere rente en omgekeerd. Aangezien in deze situatie goud en zilver tegelijkertijd spaarmiddel en betaalmiddel zijn, is er behoefte aan kapitaalopslag.¹⁴ Daar moet voor worden betaald. Het is dan ook te verwachten dat bankieren onder een muntstandaard weer een echt vak wordt. Bankiers zijn weer dienstbaar voor kapitaalbezitters die hun kapitaal productief willen inzetten om er geld aan te kunnen verdienen. Hoewel niet is te zeggen welke instituties er zullen ontstaan, zal er waarschijnlijk een scheiding komen tussen spaar- en investeringsbanken. Bij spaarbanken moet worden betaald voor service en opslag. Bij investeringsbanken wordt rente ontvangen, omdat er een productieve bestemming voor is gevonden door de bankier.

De geschiedenis leert dat een ongereguleerd en goed functionerend geldsysteem nooit lang kan blijven bestaan. Omdat er veel geld is te verdienen met het geldverkeer en omdat ook het gedrag van mensen ermee is te sturen, nemen bankiers, landheren, koninkrijken en overheden graag het heft in handen. Dat doen ze door het geld als wettig betaalmiddel te verordnen. Bij aanvang is de nominale waarde van de munt gelijk aan de intrinsieke waarde. Zodra de circulatie goed op gang is gekomen, ontstaat echter de prikkel om waarde aan het geld te onttrekken.

Het geld is nodig om bijvoorbeeld een oorlog te voeren. Hiertoe wordt een klein deel edelmetaal van de gouden of zilveren munten afgeschaafd, het zogenoemde clippen. De nominale waarde van de munt blijft gelijk, maar de hoeveelheid goud of zilver is gedaald. De munten worden weer in circulatie gebracht, met als gevolg dat de kwalitatief goede munten uit circulatie verdwijnen; ze worden opgepot om hun hogere waarde. Er wordt betaald met de munten van mindere kwaliteit, een omkering van de Wet van Thier.

Door de combinatie van wettig geld en het clippen van munten treedt de Wet van Gresham in werking, die stelt dat slecht geld goed geld uit circulatie drijft. Het is een verstoring van de vrije markt in geld, maar het werkt waarschijnlijk weer goed genoeg om economische groei te kunnen bewerkstelligen. Hoewel koninkrijken en landheren goed zouden kunnen profiteren van deze geldvorm, komt hij aan zijn eind als het gehalte aan edelmetaal dermate is opgesoupeerd dat de bevolking de munten niet meer vertrouwt. Men stapt eerst illegaal en geleidelijk, later in groten getale over op buitenlandse munten van betere kwaliteit. Zo komt meestal een einde aan de heerschappij van de autoriteit in kwestie.

Scenario 3: goud ontketend: vrije referentiewaarde

Goud kan terugkomen in de vorm van een door overheden heringevoerde goudstandaard of als door de markt gekozen betaalmiddel. Maar er is nog een andere rol die goud kan aannemen: goud als spaarmiddel en referentiepunt van waarde, losgekoppeld van de betaalfunctie. Dat is een noviteit die paradoxaal genoeg mogelijk is geworden door het gat in de hand van overheden. Spaarders belegden in staatsobligaties die tegelijkertijd expandeerden en meer waard werden, eigenschappen van een klassieke bubbel.¹⁵ Dat er zo lang is gespaard in staatsobligaties, komt doordat er sprake was van een gemixte functie van spaarmiddel met betaal-

middel. Het was een koppeling die in ons papieren geldsysteem ogenschijnlijk goed heeft gefunctioneerd. Maar nu niet meer.

In ons huidige internationale monetaire stelsel kan de koppeling tussen betaalmiddel en spaarmiddel alleen in stand worden gehouden bij een gezonde overheidsfinanciering en een goed functionerende economie. Zodra de overheidsfinanciering uit het lood slaat en de economie stagneert, dreigt het verlies van vertrouwen in óf de munt (dollar, pond, yen) óf het spaarmiddel (de staatsobligatie), of beide.

De koppeling tussen betaalmiddel en spaarmiddel is meegenomen uit de klassieke goudstandaard, uit een tijd dat het betaalmiddel niet kon expanderen zonder een gelijktijdige toename van de hoeveelheid goud. Het 'harde' geld verloor niet zijn waarde, waardoor mensen die het geld hadden uitgeleend, er zeker van konden zijn dat de koopkracht van het spaargeld behouden bleef. Door de gouddekking eerst te verlagen en uiteindelijk te vervangen door een renderende staatsobligatie was het wel ineens mogelijk om de hoeveelheid betaalmiddelen te expanderen, zonder dat het aanvankelijk veel effect had op de koopkracht. Als gevolg hiervan is de samenleving meer en meer gaan sparen in schulden. Er is echter gespaard in een illusie van waarde. De koppeling tussen de betaalfunctie en de spaarfunctie van geld heeft spaarders op het verkeerde been gezet.

Dat fysiek goud een ideaal spaarmiddel kan zijn, is niet vreemd. Goud kan niet worden bijgedrukt en de hoeveelheid nieuw goud die per jaar wordt gewonnen, is vele malen kleiner dan de reeds boven de grond aanwezige hoeveelheid. Stabiliteit, een voorwaarde voor vertrouwen, is bij goud als het ware ingebakken. Goud vertegenwoordigt waarde op zich, niet alleen omdat de hoeveelheid ervan van nature stabiel is, maar ook omdat goud het enige middel in de financiële wereld is waarvan de waarde niet afhankelijk is van de prestatie van een tegenpartij. Het is geen contract, maar eigendom.

Hoewel goud anno 2012 door veel spaarders al wordt herkend als alternatief spaarvehikel in plaats van staatsobligaties, heeft het nog niet de ultieme stabiliteit die nodig is voor deze monetaire

functie. Daarvoor moet de papieren contractmarkt die goud als grondstof ziet eerst worden vervangen door geherwaardeerd fysiek goud, dat vervolgens de rol van monetaire reserve kan vervullen. Vanaf dat moment zal goud in de grond, net als olie en gas, overigens hoogstwaarschijnlijk worden genationaliseerd. Dat is al terug te zien in veel wetgeving en in actuele gebeurtenissen.¹⁶

Op het moment dat er een verschuiving optreedt van staatsobligaties als spaarmiddel en monetaire basis naar goud, zal de benchmark voor rente in de economie stabiliseren en zullen de betaal- en de spaarfunctie van geld worden gescheiden. Dat dit mogelijk is en in het verleden ook zo is geweest, wordt duidelijk als we over de grens van ons taalgebied kijken. In onze taal kennen we maar één woord voor geld. Door dit gebrek is ons denken over geld incompleet. De Engelse taal kent er gelukkig twee: *money* en *currency*. Vanouds werd in Engeland het woord *money* gebruikt voor de onderliggende waarde van een goed of dienst. Met het woord *currency* werd de munt bedoeld waarin de ruiltransactie van de waarde tot stand kwam. *Currency* was het smeermiddel van de economie, *money* was de opgeslagen onderliggende waarde van de economie. Als we dat vertalen naar het Nederlands, is goud *money* en geld *currency*.

De econoom Ludwig von Mises heeft in dit verband opgemerkt dat in een goedlopende economie primaire en secundaire ruilmiddelen naast elkaar bestaan. Goud is het secundaire ruilmiddel, geld is het primaire ruilmiddel. Het primaire ruilmiddel heeft voornamelijk waarde door het praktische gebruik als transactiemiddel; secundaire ruilmiddelen hebben waarde door de superieure stabiliteit en de capaciteit om omvangrijke sommen geld mee op te potten. Het betaalmiddel behoudt natuurlijk de functie van rekeneenheid, want alleen dan is de waardeontwikkeling van het spaargeld te zien.

Dit systeem lijkt in de verte op de eerder beschreven muntstandaard, de standaard waarbij fysiek goud en zilver naast elkaar werden gebruikt als spaarmiddel en betaalmiddel. Zilver is er echter vervangen door gemanaged overheidsgeld van papier en munten van een goedkoper materiaal. De managers van geld-

monopolies gebruiken de prijsontwikkeling van fysiek goud om het eigen management te optimaliseren. Wereldbank-voorzitter Robert Zoellick was de eerste beleidsmaker die de aandacht heeft gevestigd op deze ont koppeling. Hij stelde dat goud het referentiepunt van waarde zou moeten worden waartegen alle papieren valuta's zouden zweven.¹⁷

Een geldsysteem met goud als referentiepunt van waarde heeft verschillende voordelen. Om te beginnen zal het geherwaardeerde goud hoogstwaarschijnlijk niet veel omlaag gaan in waarde. Het zal stabiel op een hoog plateau blijven. Klassieke bubbels komen doorgaans tot een eind doordat ondernemers de toevloed van geld faciliteren in de vorm van nieuwe productie van het door beleggers gewilde goed. Vaak spat de bubbel uiteen op het moment dat de toevloed van geld afneemt terwijl de productie van het gewilde goed op stoom komt. Met goud gebeurt dat niet. Ten eerste omdat het niet mogelijk is de jaarlijkse productie snel te verhogen, maar in de tweede plaats omdat overheden goud in de grond zullen gaan zien als nationaal bezit. Er is dan geen prikkel om wanneer mogelijk de productie sterk te verhogen, omdat dat een prijsdaling in de hand zou kunnen werken waar overheden op dat moment niet op zitten te wachten.

Belangrijker nog is dat tijdens en na de herwaardering van goud sprake zal zijn van een ont koppeling van de 'papieren' goudprijs en de fysieke goudprijs. Spaarders die goud bezitten, hebben er baat bij dat ze in de 'goede' goudbelegging zitten: fysiek goud. Wanneer zij merken dat anderen hun fysieke goud willen hebben omdat de geld- en kredietmarkten niet meer worden vertrouwd, zullen zij het tijdens en vlak na de herwaardering niet zonder meer willen afstaan. Houders van fysiek goud zullen het goud bij uitblijven van een daling van de prijs niet verkopen, omdat zij weten dat anderen dat ook niet doen. In de economie is er in dit geval sprake van een zogenoemd 'Nash-equilibrium'. Als goud uiteindelijk is gestabiliseerd op het hogere plateau, zullen spaarders het geen probleem vinden om het aan te schaffen tegen de veel hogere prijs, want zij kunnen ervan uitgaan dat de prijs op dat hogere niveau blijft.

Als goud het ultieme spaarmiddel wordt naast papiergeld als transactiemiddel, zal ook de Wet van Gresham zijn werk doen: het slechte geld zal het goede geld uit circulatie drijven. Overheden zullen niet af willen van het monopolie op uitgifte van het transactiemiddel dat wordt gebruikt binnen de landsgrenzen. Dat betekent dat het wettige betaalmiddel gehandhaafd blijft, maar het zal goud ongemoeid laten. Het mag slechter van kwaliteit zijn dan het stabiele goud omdat ermee kan worden betaald en geleend, terwijl het uitlenen van goud nog maar mondjesmaat zal gebeuren. Bij een goed gemanaged papieren geldsysteem met goud als een van overheidsinterventies gevrijwaard spaarmiddel zal de koopkracht van goud op peil blijven, terwijl de koopkracht van papiergeld al naar gelang de economische prestaties kan fluctueren en dus kan stijgen en dalen. Hierdoor zullen mensen het papiergeld en mogelijk zilveren munten kiezen voor reguliere uitgaven, terwijl zij het goud oppotten voor later gebruik. In dit systeem zal de overheid weer worden beteugeld door de markt, in plaats van andersom. Bovendien zullen burgers, consumenten en belastingbetalers in vrijheid hun verantwoordelijkheid gaan nemen voor de eigen welvaart. Aan de waardeontwikkeling van het referentiepunt goud is te zien welke markteconomieën hun systeem van papieren betaalmiddel goed managen. Er kan door overheden, banken, bedrijven en consumenten niet meer worden geleend dan economisch houdbaar is.

Een ander prangend probleem van het huidige internationale monetaire stelsel, het Triffin Dilemma, wordt ook opgelost. Net als in de tijd van Robert Triffin is er medio 2012, ondanks de flexibele wisselkoersen sinds 1971, geen systeem van aanpassing in de onbalans in de wereldhandel. De vs zijn de uitgever van de monetaire dollarreserves en de manager van de dollar als handelsmunt. In dit non-systeem handelen niet alleen de Amerikanen uit eigenbelang, maar ook de Chinezen. De uitgever en de ontvanger van de reserves hebben nog steeds een groot voordeel: hoe groter de onbalans, hoe groter de economische groei. De uitgever en ontvanger houden elkaar in een ongedisciplineerde houdgreep en hun economische-groeimodel versterkt de onba-

lans in plaats van die te beperken. Daarmee zadelen ze de rest van de wereld op met een financieel instabiel non-systeem met een dubieus anker.

Het gevaar bestaat dat het vertrouwen in de stabiliteit van dollarreserves wegvalt, waardoor de basis van de wereldhandel wegvalt. Wanneer de dollarreserves worden vervangen door fysiek goud als referentiepunt, hangt de waarde van bezittingen van centrale banken niet meer af van de economische gezondheid en de politieke stabiliteit van de vs, maar van het goede management van het eigen papieren geld. Met een neutrale reserve zullen conflicterende binnenlandse en buitenlandse belangen niet meer schadelijk zijn voor houders van de reserves. Het Triffin Dilemma is daarmee ten einde.

Conclusie

Goud keert terug als geherwaardeerd kapitaal, omdat kapitaal dat is gestoken in staatsobligaties als gevolg van de systeemcrisis zienderogen erodeert. Het is evenwel moeilijk te bepalen welk van de genoemde scenario's na het leeglopen van de geldbubbel het meest waarschijnlijk is; dat hangt af van sociale, politieke en economische omstandigheden.

Het eerste scenario heeft in het verleden geen stand gehouden. Of het in onze tijd succesvol kan zijn, is ook twijfelachtig. Het culturele fundament om tot deze oplossing te komen lijkt in onze huidige samenleving (nog) niet voorhanden. Te lang hebben politici en electoraat kunnen profiteren van goedkoop krediet. De pijn van disciplineren zal tot het laatste moment worden vermeden. Een herinvoering van een goed functionerende goudstandaard is uiteindelijk geen economisch, maar een politiek en zelfs filosofisch vraagstuk. Beschikken politici, bankiers, ondernemers en burgers ooit over voldoende culturele, morele en intellectuele bagage om de stap te kunnen zetten?

Scenario 2 lijkt reëler, omdat overheden in onze tijd door uit-enlopende belangen waarschijnlijk niet tot een wereldwijde

consensus kunnen komen die nodig is voor een nieuwe goudstandaard. Toch kleven er ook bezwaren aan. Het wordt alleen maar bereikt na een periode van scherp gedaalde welvaart en veel sociale onrust. Veel van de huidige kosmopolitische verworvenheden zullen vanzelfsprekend moeten worden opgegeven, omdat ze niet meer financieerbaar zijn. Of een terugkeer naar goud en zilver in circulatie duurzaam zal zijn is ook twijfelachtig. De kans is groot dat op een bepaald moment het spel van gouddekking van papiergeld weer zal worden uitgevonden, een gouddekking die later waarschijnlijk weer over zal gaan in een papieren geld- en kredietsysteem.

Het meest functionele scenario is wel aanwijsbaar; dat is nummer 3. Dat weten centrale bankiers waarschijnlijk ook. Bij steeds meer banken staat goud op de balans gewaardeerd tegen marktprijs. Of zij iets te maken hebben met de vaak gelijktijdige afschaffing van de btw op goud is niet bekend, maar deze twee gebeurtenissen zijn voorwaarde voor de introductie van goud als spaarmiddel en als referentiepunt voor de waarde van papiergeld. Het zou de semipermanente strijd tussen de schuldenaren en de spaarders, tussen de aanhangers van hard en zacht geld, tot een logisch einde brengen. Met fysiek goud als spaarmiddel heeft de spaarder grip op zijn eigen spaarpot. Die kan niet meer zonder consequenties worden aangesproken door politici en bankiers.

Met fysiek goud als spaarmiddel heeft de spaarder grip op zijn eigen spaarpot.

Omdat onbeperkt lenen in de kapitaalmarkt niet meer mogelijk zal zijn, zullen overheden zich weer moeten gaan beperken tot hun kerntaken. Bankiers zullen weer hun best moeten gaan doen om productieve bestemmingen te vinden, omdat ze alleen op die manier spaarders aan kunnen trekken die een rentevergoeding op hun kapitaal wensen. Een afgeslankte financiële industrie ten slotte zal weer dat gaan doen waar ze het meest geschikt voor is: het op efficiënte wijze benutten van door investeerders aangeboden kapitaal.

Maar ook als goud door politieke omstandigheden niet terugkeert als spil in het monetaire systeem en mogelijk zelfs illegaal wordt verklaard, zal het op de onvermijdelijke zwarte markt veel meer waarde vertegenwoordigen dan het dan door overheden uitgegeven officiële geld. Bedenk daarbij dat overheden die in het verleden tot confisquatie of nationalisatie van goud zijn overgegaan, dat hebben gedaan door het om te wisselen voor overheids-geld. Dus ook in situaties waarbij goud werd verboden, leverde het iets op. Mensen zonder goud kregen niets.

Of een politiek systeem zonder goud lang zal kunnen bestaan, is echter twijfelachtig. Ten tijde van de grote dictaturen was er altijd sprake van hen omringende welvarende en kapitaalkrachtige landen. Dictaturen konden direct of indirect profiteren van de welvaart van deze landen door bijvoorbeeld bilaterale handel of de uitvoer van gewilde grondstoffen. In een wereld waarin het hele geldsysteem is geïmplodeerd, zijn er geen welvarende landen meer. Revaluatie van goud werkt welvaartverhogend.

De transitie van papieren welvaart naar tastbare welvaart zal in ieder geval niet zonder slag of stoot gaan, omdat veel spaarders die nu in staatsobligaties hebben belegd, niet op tijd hun kapitaal daaruit terug kunnen of willen trekken. Er zal daardoor een verschuiving in welvaart optreden binnen de westerse wereld, maar ook naar het Oosten, omdat de traditionele goudculturen zich daar bevinden.

Het tijdperk van opslag van spaargeld in papieren vermogens-titels is een monetair experiment geweest. Een experiment geboren uit opportunisme en machtspolitiek. Jelle Zijlstra verwoordde het aldus: 'De intrinsieke waarde van het goud heeft tot in de jaren zestig het internationale monetaire stelsel beheerst. Het was een misschien irrationeel maar wel stabiel anker. Daarin is tenslotte verandering gekomen, niet omdat ouderwetse inzichten werden vervangen door moderne, maar omdat de Verenigde Staten van Amerika de rol van de dollar in de wereld bedreigd zagen door goud.' Alle tekenen lijken erop te wijzen dat het experiment op haar laatste benen loopt en goud weer de rol en plaats terugkrijgt die het ooit had en die het ook hoort te hebben: als goed

functionerend, irrationeel anker en natuurlijke disciplinator in het hart van de samenleving.¹⁸

Hoe loopt dit boek af? Lees het op Geotrendlines.nl:

The screenshot shows the Geotrendlines website interface. At the top, there is a logo with a globe and the text "Geotrendlines Geld, goud en geopolitiek". Below the logo are navigation links: "ANALYSES", "BOEKEN", "ABONNEREN", and "UITLOGGEN". A search bar is located on the right. The main content area features a table of financial data with columns for dates, prices, and percentages. A green line chart is overlaid on the table. Below the table, there is a section titled "Bubbels barsten altijd maar wanneer? (Deel 4: de aandelenmarkt)" with a sub-header "15 mei 2022" and "Eric Mecking". Below this, there is a small text block: "Tijdens enkele interviews en in diverse artikelen op deze website hebben we erop gewezen dat we nu niet alleen een bubbel hebben op de aandelenmarkt, maar ook op de obligatiemarkt en de...". To the right of the table, there is a search bar with the text "Zoeken". Below the search bar, there is a section titled "Betalen in Bitcoin mogelijk!" with the text "We accepteren vanaf nu ook betalingen in Bitcoin! Klik hier voor meer informatie." Below this, there is an image of a hand holding a Bitcoin coin with the text "Bitcoin accepted bank". Below the image, there is a section titled "Nu verkrijgbaar" with an image of a book cover titled "van Goud tot Bitcoin" by Eric Mecking, Sander Bann, and Frank Kappers.

Geotrendlines
Geld, goud en geopolitiek

ANALYSES BOEKEN **ABONNEREN** UITLOGGEN

Zoeken

Betalen in Bitcoin mogelijk!

We accepteren vanaf nu ook betalingen in Bitcoin! Klik hier voor meer informatie.

Nu verkrijgbaar

van Goud tot Bitcoin
Eric Mecking, Sander Bann, Frank Kappers

Bubbels barsten altijd maar wanneer? (Deel 4: de aandelenmarkt)
15 mei 2022 • Eric Mecking

Tijdens enkele interviews en in diverse artikelen op deze website hebben we erop gewezen dat we nu niet alleen een bubbel hebben op de aandelenmarkt, maar ook op de obligatiemarkt en de...

Word *Geotrendlines Insider*
en krijg onbeperkt toegang!

Meer informatie

Over de auteur

Sander Boon (1971) is politicoloog. Na zijn studie werkte Boon bij politieke denktanks en specialiseerde hij zich in financieel-economisch en sociaal-economisch beleid. Hij adviseerde politieke partijen en schreef voor een aantal partijen het partijprogramma. In 2003 richtte hij samen met Albert Spits en mr. René van Wissen de Frédéric Bastiat Stichting op, een denktank ter bevordering van het economisch liberalisme in Nederland.

Naast zijn politieke advieswerk deed Boon onderzoek naar de relatie tussen ons monetaire en financiële systeem, de politiek en de reële economie. Samen met marktcommentator Willem Middelkoop werkte hij aan de bestseller *Als de dollar valt* en aan een wekelijkse nieuwsbrief over geopolitiek, energie en financiële markten.

Vanaf 2010 is Sander Boon consultant in de pensioensector. Daarnaast publiceert hij in binnen- en buitenland in uiteenlopende media, waaronder *Trouw*, *de Volkskrant*, *Opinio*, *Het Financieele Dagblad* en internet. Naast zijn werkzaamheden als consultant geeft hij regelmatig marktcommentaar en lezingen.

Noten

Hoofdstuk 1

1. Uit deze deelbelangen ontstonden drie hoofdstromingen in de politiek: de sociaaldemocraten, de (sociaal) liberalen en de confessionelen. Deze stromingen zijn in de loop der tijd afgedreven van hun ideologische uitgangspunten. De sociaaldemocraten hebben de verheffing van het volk vervangen voor de wens tot het bereiken van gelijke uitkomsten, de liberalen hebben het streven naar vrijheid voor het individu aangevuld met de wens tot ontplooiing van het individu en de confessionelen hebben hun idee van goed rentmeesterschap en subsidiariteit ingewisseld voor actieve ondersteuning en herverdeling van middelen. Alle drie deze stromingen hebben zich toegelegd op het in toenemende mate interveniëren in de samenleving om de door hen gestelde doelen ten uitvoer te brengen.
2. Cijfers van U.S. Census Bureau.
3. *The End of History and the Last Man*, New York: Free Press, 1992.
4. In het volgende hoofdstuk komt aan de orde hoe in een gemanagede economie economische groei mogelijk is.
5. Bronnen: Adam Smith Institute en J.L. van Zanden en R.T. Griffiths, *Economische geschiedenis van Nederland in de 20e eeuw*, Utrecht: Aula, 1989. Dat de 52 procent in 2002 niet werd gehaald en de lasten ten opzichte van het nationale inkomen in de jaren negentig van de vorige eeuw snel daalden, komt alleen maar door de sterke groei van de productieve economie. De collectieve uitgaven groeiden in die tijd gewoon door, zij het minder sterk dan de productieve economie. Nu de productieve economie stagneert, zullen we de komende jaren bij ongewijzigd overheidsbeleid een omgekeerd proces zien.
6. In Noorwegen doen ze dat anders. Daar worden vanaf het begin de opbrengsten van de verkoop van olie in een apart fonds gestopt ter financiering van de vergrijzing.

Hoofdstuk 2

1. Tot de Tweede Wereldoorlog (1939-1945) werd de Eerste Wereldoorlog (1914-1918) de Grote Oorlog genoemd.

2. Het zogenoemde steriliseren van de goud- en /of deviezenvoorraad betekent dat door specifieke maatregelen de stijging van de eigen valuta wordt gereguleerd, waardoor inflatie kan worden gedempt. Een instroom van goud of deviezen resulteert zonder ingrijpen doorgaans in verruiming van de binnenlandse geld- en krediethoeveelheid. Dit kan worden voorkomen door bijvoorbeeld buitenlandse investeringen aan te moedigen, waardoor het geld niet wordt aangewend voor binnenlandse consumptie. Gebruikelijker is echter de instroom te neutraliseren door het door de centrale bank verkopen van staatsobligaties. Hierdoor wordt als het ware het door export verdiende geld door de bank opgedweild.
3. *De laatste gulden. Gedenkboek bij het afscheid van de gulden*, Final Publishing, 1998.
4. Wim Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998: Van Amsterdamse kredietinstelling naar Europese stelselbank*, Amsterdam: Boom, 2004, p. 26.
5. In de wetenschap is deze redenering overigens niet onbetwist.
6. Hoewel daarmee op de korte termijn lokale bankruns konden worden voorkomen, hebben centrale banken het risico hierop naar een hoger niveau getild. Bankruns vinden nu niet meer plaats op lokale schaal, maar op mondiaal niveau.
7. Wim Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998*, p. 23-24.
8. *Ibid.*, p. 24.
9. Benjamin Anderson, *Economics and the Public Welfare*, 1949.
10. John R. Garrett, 'Monetary Policy and Expectations: Market-Control Techniques and the Bank of England, 1925-1931', in: *The Journal of Economic History*, vol. 55, no. 03, 612-636, Cambridge: Cambridge University Press, 1995.
11. Dat de omvang en bestemming van de handel in goud door de Engelse centrale bank ook anno 2011 nog te belangrijk waren om te openbaren, bleek uit een brief van de bank in antwoord op een vraag om openbaarheid van goudtransacties via de Engelse Freedom of Information Act 2000. Informatie over het uitlenen van goud werd als 'marktgevoelig' van de hand gewezen en was niet in het belang van de Engelse regering, de centrale bank en haar klanten.
12. Het Amerikaanse systeem van centrale banken stond onder leiding van de machtigste vestiging in New York.

13. Hoover, *Memoirs* 3:104, New York: Macmillan, 1952.
14. 'Door de val van het pond leed De Nederlandsche Bank op haar pondenbezit een verlies van circa 30 miljoen gulden. Dit betekende dat haar gehele reserve en ruim drie vijfde van haar maatschappelijk kapitaal verloren gingen.' Wim Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998*.
15. Willi A. Boelcke, *Die Deutsche Wirtschaft*, p. 219. Düsseldorf: Droste, 1983.
16. Wim Vanthoor, *De Nederlandsche Bank 1814-1998*.

Hoofdstuk 3

1. Na de conferentie werd White verdacht van communistische sympathieën en van spionage voor de Sovjet-Unie. Hij zou een aantal communisten uit de Amerikaanse underground aan posities hebben geholpen op het departement van Financiën. In 1948 verscheen hij hiervoor voor een rechtbank, maar kort na het verhoor overleed hij aan een hartaanval. Na zijn dood bleek, onder meer uit de zogenoemde 'Mitrokhin archives', dat White tijdens zijn publieke functioneren daadwerkelijk staatsgeheimen heeft doorspeeld aan de communistische Sovjet-Unie.
2. Opmerkelijk is dat het IMF meer kan worden gezien als een wereldbank en de Wereldbank als een investeringsfonds.
3. De First Bank of the United States (1791-1811) en de Second Bank of the United States (1816-1836).
4. Jacques Rueff, *The Monetary Sin of the West*, p. 22. Vertaling: Roger Glémet, New York: Macmillan, 1972. (Oorspronkelijke uitgave: *Le Pêché monétaire de l'Occident*, Parijs: Librairies Plon, 1971.)
5. Ook Nederland is volgens veel belastingdeskundigen een belastingparadijs. Sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw kiezen veel multinationals, maar ook succesvolle popgroepen als The Rolling Stones en U2, voor domicilie in Nederland. In 2009 ontstond er nog een diplomatieke rel toen de Amerikaanse president Barack Obama Nederland beschuldigde van het faciliteren van 'legale belastingontduiking' door Amerikaanse multinationals. Na overleg in de wandelgangen werd de beschuldiging echter weer ingetrokken.
6. 'Der Spiegel: Is het niet zo dat we (...) door aankoop van Amerikaanse staatsobligaties, door het opstapelen van dollars in plaats

van die tegen goud te wisselen, de Amerikanen aanzienlijk steunen?

Karl Blessing: Ik kan u nu zeggen dat ik mij daar persoonlijk schuldig over voel. Ik had mij veel harder moeten opstellen tegenover de Amerikanen. We hadden alle dollars die we ontvingen rigoureus in moeten wisselen tegen goud.

En ik antwoordde hem: "Mijn beste McCloy, uw situatie is duidelijk, u hebt een betalingsbalansprobleem en niets anders. U hebt gezien dat wij redelijk zijn en dat we onze dollars niet inwisselen tegen goud. Ik ben bereid dat voor een bepaalde periode schriftelijk voor u vast te leggen." Jammer genoeg is de brief die ik toen schreef vandaag nog steeds geldig.'

Interview met voormalig Bundesbankpresident Karl Blessing, *Der Spiegel*, 3 mei 1971, p. 82.

7. De centrale banken van de vs (50 procent), Engeland (9 procent), Duitsland (11 procent), Frankrijk (9 procent), Italië (9 procent), België (4 procent), Nederland (4 procent) en Zwitserland (4 procent).
8. Charles Coombs in notulen van 14 maart 1968. Coombs was als Special Manager van System Open Market Account verantwoordelijk voor de internationale operaties van de New York Fed.
9. Vergelijkbaar met de situatie anno 2011: de politieke impasse maakt het in de vs onmogelijk om te bezuinigen.
10. Het doel van de aanwezigheid van Amerikaanse militairen in Europa werd tijdens de Koude Oorlog binnen de NAVO als volgt verwoord: 'To keep the Russians out, the Americans in, and the Germans down.'
11. De Amerikaanse econoom Milton Friedman voorspelde dat de goudprijs snel na de demonetisatie zou dalen naar 10 dollar. Hij veronderstelde dat goud werd gewaardeerd omdat het geld was. De markt dacht daar anders over en revalueerde het goud naar 850 dollar in 1980.
12. Sheikh Yamani: 'They decided to raise the price of oil 400 percent. They needed to help the oil companies to invest outside OPEC. In Mexico, in North Sea and so on. And this will not happen without a high price of oil...' / 'Yes and there was an agreement between the Shah of Iran and between Dr. Henry Kissinger to raise the price of oil... I really highly respect Henry

Kissinger. He is really a planner and strategically he is a man to be respected.'

13. The Gold Trail, te vinden in het archief van www.usagold.com.

Hoofdstuk 4

1. Jelle Zijlstra (1918-2001, voormalig minister van Financiën, directeur van De Nederlandsche Bank en president BIS) in *Per slot van rekening: memoires*, p. 227, Amsterdam: Contact, 1993.
2. Vítor Constâncio, vicepresident van de Europese Centrale Bank, 'The Future of the International Monetary System' (lezing, gehouden op 23 november 2011).
3. Olie was inmiddels zo belangrijk voor de westerse industrie dat hogere prijzen grif werden betaald. Dat is ook niet zo verwonderlijk. Een vat ruwe olie van 159 liter is anno 2012 even duur als een vat bronwater. De calorische waarde van een vat olie is echter veel groter. In elk vat zit een equivalent van twaalf manjaren fysieke arbeid. Door per dag 80 miljoen vaten uit de grond te pompen, beschikt de mensheid over een 'slavenleger' van miljarden arbeidskrachten.
4. Arthur F. Burns, 'Memorandum for The President' (3 juni 1975). Het memorandum is vrijgegeven na een verzoek op basis van de Amerikaanse versie van de Wet openbaar bestuur.
5. Een sterk dalende rente treedt ook op als het vertrouwen in de productieve economie afneemt. Spaargeld zoekt dan een veilige haven en vindt dat in staatsobligaties. Staten kunnen namelijk niet failliet gaan, omdat hun schuld in het uiterste geval kan worden gefinancierd door de geldpers van centrale banken. Dalende rente kan daarom ook optreden als juist het vertrouwen in de terugbetaalcapaciteit van overheden afneemt. Dat gebeurt dan door anticipatie op het aanzetten van de geldpers van centrale banken of door het daadwerkelijk aanzetten van die geldpers. Het nieuwe geld wordt gebruikt om de leningen op te kopen.
6. Toezichthouders maakten het in de Bazel I- en II-akkoorden aantrekkelijk voor banken om te beleggen in staatsobligaties. Banken hoefden tegen staatsleningen van triple-A-kwaliteit geen kapitaaldekking apart te houden voor het geval de betreffende overheid niet aan de verplichtingen kon voldoen.
7. Alan Greenspan, 'Maintaining Financial Stability in a Global Economy' (29 augustus 1997).

8. Een wet met dezelfde naam, maar dan uit het jaar 1932, gaf ironisch genoeg bevoegdheid aan de Amerikaanse centrale bank om dollars in omloop te brengen die als onderpand geen goud, maar Amerikaanse staatsobligaties hadden. Hierdoor was een inflatie van papieren dollars mogelijk, die volgens de bank deflatie van consumentenprijzen moest tegengaan. Murray N. Rothbard, *America's Great Depression*, 1963.
9. Het lijkt op het middeleeuwse systeem van ruiters die met goud in de zadeltassen de overheidscontroleurs voor waren en het goud in de kluis van een goudsmid deponeerden vlak voordat de controleur ter plekke was. Na vertrek van de controleur snelde de ruiter naar de volgende goudsmid. Zo leek het alsof de goudsmeden genoeg goud in de kluis hadden, maar in werkelijkheid hadden ze het uitgeleend tegen rente en verdienden ze daarmee goed aan deze fraude.
10. Chris Whalen, *Gone Fishing: E. Gerald Corrigan and the Era of Managed Markets*, Herbert Gold Society, 1993.

Hoofdstuk 5

1. Bij een geldontwaarding van 2 à 3 procent per jaar halveert de koopkracht van het geld na respectievelijk 34,4 en 22,8 jaar.
2. '(T)he way in which the IMS works and thus the modalities through which the dilemma operates have changed considerably; but the fundamental tension between short-term domestic policy incentives and the stability of the IMS has not. Hence the Triffin Dilemma is, in its essence, still alive and well. (...) In particular, the exorbitant privilege remains largely the dollar's attribute.' Lorenzo Bini Smaghi, 'The Triffin Dilemma Revisited' (lezing gehouden op 3 oktober 2011).
3. Ronen Palan, Richard Murphy en Christian Chavagneux, *Tax Havens: How Globalization Really Works*, Cornell University Press, 2010.
4. IMF Working Paper, Zoltan Poznar en Manmohan Singh, *The Non-Bank Nexus and the Shadow Banking System*, Washington D.C., 2011.
5. Christopher Elias, 'MF Global and the Great Wall Street Hypothecation Scandal' (Reuters, 7 december 2011): 'Engaging in hyper-hypothecation have been Goldman Sachs (\$ 28.17 billion

- re-hypothecated in 2011), Canadian Imperial Bank of Commerce (re-pledged \$ 72 billion in client assets), Royal Bank of Canada (re-pledged \$ 53.8 billion of \$ 126.7 billion available for re-pledging), Oppenheimer Holdings (\$ 15.3 billion), Credit Suisse (CHF 332 billion), Knight Capital Group (\$ 1.17 billion), Interactive Brokers (\$ 14.5 billion), Wells Fargo (\$ 19.6 billion), JP Morgan (\$ 546.2 billion) and Morgan Stanley (\$ 410 billion).'
6. De reguliere banksector was in de vs gegroeid tot zo'n 12.000 miljard dollar, de geschatte omvang van de schaduwbankwereld was op dat moment 15.000 à 20.000 miljard dollar.
 7. De Europese schulden crisis vormt een groot gevaar voor de Europese banken, omdat het beschikbare en bruikbare onderpand om aan liquide middelen te komen beperkter is geworden. Banken lopen hierdoor het risico dat ze niet meer aan liquide middelen kunnen komen, met een mogelijke nieuwe golf van bankfaillissementen en een kredietcrisis als gevolg.
 8. Exter was in de jaren zestig van de vorige eeuw voorzitter van een van de regionale Amerikaanse centrale banken en later topbankier bij Citibank.
 9. Mohamed El Erian, 'America's Debt Downgrade Heralds a New Era', *Financial Times*, 6 augustus 2011.

Hoofdstuk 6

1. 'IMF Warns That World Risks Sliding into a 1930s-Style Slump'. *The Guardian*, 15 december 2011.
2. Bron: *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*.
3. De belangrijkste spelers in deze markt waren Ambac (faillissement in november 2010), MBIA (sluit geen nieuwe verzekeringen meer af en heeft anno 2012 kredietwaardering 'speculatief') en AIG (overgenomen door de Amerikaanse overheid in september 2008).
4. Fannie Mae heeft een balanstotaal van 3100 miljard dollar en Freddie Mac 841 miljard dollar. De Federal Housing Finance Agency (FHFA) schat dat de bailout van de twee de Amerikaanse belastingbetaler ongeveer 224 tot 360 miljard dollar zal gaan kosten, 150 miljard dollar is reeds aan steun gegeven.
5. Anton R. Valukas, 'Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report', 11 maart 2010, <http://jenner.com/lehman/>.

6. Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO).
7. Gerald P. O'Driscoll Jr., 'The Federal Reserve's Covert Bailout of Europe', *Wall Street Journal*, 28 december 2011.
8. Ben Bernanke, 'What the Fed Did and Why: Supporting the Recovery and Sustaining Price Stability', *The Washington Post*, 4 november 2010.
9. Om het effect van de omloopsnelheid te illustreren: als bij een gelijkblijvende geldhoeveelheid de omloopsnelheid verdubbelt, stijgen de prijzen van goederen en diensten met 50 procent. Er hoeft dus geen geld te worden bijgedrukt om prijzen in winkels te laten stijgen.
10. Als schulden van overheden boven de 85 procent, bij bedrijven boven de 90 procent en bij consumenten boven de 85 procent komen, weegt dat negatief op toekomstige economische groei. *The Real Effects of Debt*, BIS Working Paper 352, september 2011.

Hoofdstuk 7

1. Atish R. Ghosh, Enrique G. Mendoza en Jonathan D. Ostry, 'Running Out of Room: Fiscal Space in Advanced Countries', VoxEU.org, 8 maart 2011.
2. Cordell Eddings, 'Bonds Prove Best Financial Asset in 2011', Bloomberg.com, 31 december 2011.
3. 'Duitsland slijt voor het eerst lening tegen negatieve rente', ANP, 9 januari 2012.
4. In 1948 werd De Nederlandsche Bank door de overheid generationaliseerd. In de bankwet van 1948 stond dat de Nederlandse overheid het bankbeleid kon aanpassen via het recht van aanwijzing. Dit paardenmiddel is echter nooit gebruikt, omdat Bank en overheid via dialoog altijd de angel uit lastige vraagstukken hebben kunnen halen.
5. Sinds 1978 staat in de Nederlandse Grondwet dat de overheid fysiek goud kan vorderen als dat vanuit het algemeen belang billijk is. De minister-president kan tot dit besluit komen in samenspraak met de ministers van Buitenlandse Zaken, Economische Zaken en Landbouw en Visserij. Overigens zal de overheid de Nederlandse bevolking daartoe wel moeten overhalen, wil het goud niet spontaan verdwijnen tijdens vistichtjes op het IJsselmeer. Zij zal, net zoals de Amerikaanse regering in 1933, een

- vergoeding moeten bieden om te voorkomen dat het goud ondergronds gaat.
6. Carmen M. Reinhart en M. Belen Sbrancia, *The Liquidation of Government Debt*, NBER Working Paper, maart 2011.
 7. 'UK facing worst cash shortage since 1930s', *Irish Times*, 7 oktober 2011.
 8. Deze periode werd ook wel *The Great Moderation* genoemd: een lange periode van stabiele economische groei, dalende rentes zonder hogere prijsinflatie en afnemende volatiliteit in financiële markten. Door deze gunstige omstandigheden werden centrale banken en toezichhouders in slaap gesust. Financiële excessen werden niet opgemerkt of gebagatelliseerd. Het was officieel beleid van de Amerikaanse centrale bank dat bubbels niet konden worden herkend en achteraf moesten worden opgeruimd.
 9. De balansen van de ECB, de Fed en de Bank of England (BoE) zijn sinds de aanvang van de systeemcrisis door aankoop van slechte leningen uit de financiële sector zeer sterk gegroeid. Volgens analisten van de Zwitserse bank Credit Suisse is de omvang van de balans van de Fed begin 2012 gegroeid naar 20 procent van de waarde van de Amerikaanse economie. Ook de BoE bezit dat percentage. De balans van de ECB is nog groter en omvat begin 2012 reeds 30 procent van de Europese economie.
 10. De Hongaarse econoom Antal Fekete is een van de weinige economen die wijst op de schadelijke bijwerkingen van het opkopen van staatsobligaties door centrale banken.
 11. Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes en Ugo Panizza, 'Too Much Finance?', VoxEU.org, 7 april 2011.
 12. Toru Fujioka, 'Japan Budget's Dependence on Bonds to Rise to Record Next Year', Bloomberg.com, 25 december 2011.
 13. Peter Bernholz, *Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships*, Cheltenham Glos/Northampton, MA: Edward Elgar, 2006.
 14. Zo worden de prijzen van energie en voedsel bijvoorbeeld niet meegenomen in het meest bekeken inflatiecijfer, categorieën die in de periode van tegengaan van schulddeflatie juist erg in prijs stijgen. De prijsstijgingen van de goederen die wel in het mandje zitten, worden statistisch betuigeld door bijvoorbeeld substitutie en hedonistische aanpassingen.

Hoofdstuk 8

1. Deze analyse is niet nieuw, maar wordt sinds de crisis wel vaker gemaakt. Op internet is er een invloedrijke blogger onder het acroniem FOIA die dit onderscheid al enkele jaren maakt. Onlangs kwam een voormalige columnist van de *Financial Times*, Philip Coggan, in zijn boek *Paper Promises* (New York: Public Affairs, 2012) met eenzelfde onderscheid.
2. Los van de oude schulden zijn er ook nog toekomstige verplichtingen van overheden die nog niet zijn vertaald in nieuwe schulden.
3. Ten tijde van de goudstandaard werd ook gespaard in staatsobligaties, maar spaarders wisten dat de uiteindelijk terug te ontvangen hoofdsom werd gedaan in waardevast geld, omdat het was gekoppeld aan goud. Sparen in staatsobligaties was in die tijd dus niet zo risicovol als in onze tijd.
4. Natuurlijk wordt er ook gebruikgemaakt van spaardeposito's, maar dat geld is door de bank weer uitgeleend aan derden. Het geld is dus niet liquide. We houden het overschot aan geld niet cash aan, omdat het in ons papieren geld- en kredietsysteem langzaam in waarde afneemt.
5. Via het Amerikaanse Office of the Historian, het instituut dat oude documenten van het ministerie van Buitenlandse Zaken beheert en onderzoekt, zijn documenten opvraagbaar waaruit ontegenzeggelijk blijkt dat de Amerikanen tussen 1968 en 1979 zeer antigoud waren. Het was de periode waarin is besloten dat goud werd gedemonetiseerd.
6. Er zijn ook economen die goud juist omarmen vanwege het disciplinerende karakter. Deze economen omarmen vrije marktwerking en zijn doorgaans aanhangers van de Oostenrijkse School. Zij benadrukken dat de groei van welvaart ligt besloten in de stijgende koopkracht van de munt en niet in de groei van de geldhoeveelheid. Door vrije marktwerking plukt iedereen in het economische verkeer de vruchten van arbeid. Het welvaartsniveau wordt verhoogd omdat verhoogde productiviteit resulteert in een hogere koopkracht van de munt.
7. Ondanks het feit dat goud wordt herontdekt, vlucht het gros van de spaarders en beleggers vooralsnog richting staatsobligaties als veilige haven. Het is ironisch te noemen dat door de crisis mensen geneigd zijn nog meer geld te geven aan overheden in

- de vorm van de aankoop van staatsobligaties. In feite zeggen we hiermee dat de overheid het geld dat we hebben beter uit kan geven dan dat we het zelf kunnen. De reden is dat goud nog niet universeel is herontdekt. Andere spaarmiddelen dan staatsobligaties zijn ook dun gezaaid.
8. In de ogen van veel analisten en commentatoren wordt het nationaalsocialisme van Hitler gerekend tot de extreem rechtse politieke stroming. Politicologisch is dat onjuist. De as van ideologieën gaat van collectivistisch links tot individualistisch rechts. Extreem links is een volksdictatuur à la Noord-Korea, extreem rechts is het zogenoemde anarchokapitalisme. In die laatste stroming is er geen centraal gezag dat zijn wil oplegt aan het individu.
 9. Dit goud vindt niet zijn weg naar de wereldmarkt, omdat de Chinese centrale bank al het goud zelf opkoopt. Eenzelfde praktijk overigens als in Rusland.
 10. Nobelprijswinnaars Robert Mundell en Robert Nash en Wereldbank-president Robert Zoellick, maar ook republikeinse kandidaten voor het Amerikaanse presidentschap Ron Paul en Newt Gingrich.
 11. De Franse president Charles de Gaulle was in de jaren zestig van de vorige eeuw sterk voorstander van zo'n goudstandaard. In een speech gehouden op 4 februari 1965 stelde hij: 'There can be no other criterion, no other standard than gold. Yes, gold which never changes, which can be shaped into ingots, bars, coins, which has no nationality and which is eternally and universally accepted as the unalterable fiduciary value par excellence.' (Peter Bernstein, *The Power of Gold: The History of an Obsession*, 2000.)
 12. Laat dit nu net de producten zijn waarmee ons moderne banksysteem veel geld verdient. Het lijkt erop dat het gros van de economen, analisten en vermogensbeheerders bang is voor broodroof als er hernieuwde belangstelling komt voor een goudstandaard. Als er namelijk iets wordt beknot bij invoering van een goudstandaard, dan is het niet de welvaart, maar de groei van de financiële sector.
 13. De Wet van Thier is geformuleerd door de Zwitserse professor Peter Bernholz. Het is een omkering van de bekende Wet van Gresham, die stelt dat slecht geld goed geld uit circulatie drijft.

- Dat laatste gebeurt in een omgeving waarin de waarde van geld niet vrij zweeft, maar bij wet is vastgesteld.
14. Door de ruimere beschikbaarheid en de grotere volatiliteit van zilver werd het vaker gebruikt als betaalmiddel dan goud.
 15. Bill Gross, de baas van het grootste obligatiefonds ter wereld, schreef in februari 2012 dat er waarschijnlijk een eind is gekomen aan de decennialange waardeestijging van staatsobligaties. De rente kan niet veel verder omlaag, wat betekent dat het opwaartse potentieel van obligaties nihil is.
 16. In landen waar goud wordt gedolven, is wetgeving in voorbereiding of al toegepast waarin de winstbelasting wordt verhoogd (Australië, de vs) of mijnen kunnen worden genationaliseerd (Zuid-Afrika).
 17. Robert Zoellick, 'The G20 Must Look Beyond Bretton Woods II', *Financial Times*, 7 november 2010.
 18. Jelle Zijlstra, *Memoires*, 1992.

Register

A

Akkoord van Washington 170
Amerikaanse deflatie 31
anticyclische begrotings-
politiek 49

B

Bancor 52
bankencrisis 2008 120
bankvakantie 155
Bear Stearns 122
belastingparadijzen 59
beleggen 95
Bernanke, Ben 127
Big Bang 80
bimetalen muntstandaard
180-182
Black, Fischer 80
Bretton Woods 51
aanloop 49
goudwisselstandaard met
dollar als reservevaluta 52
problemen eerste fase 54
tegengeluiden 56
Buffett, Warren 103
bullion-standaard 36
Burns, Arthur 76

C

centrale banken 29
clippen 182
coin-standaard 36
collateralised debt obligations 120

collectieve geldontwaarding 129
competitieve valutadevaluatie 145
conferentie Belgrado 1979 77
Connolly, John 71
Corrigan, Gerald 87
credit default swaps 82, 102, 121

D

deelbelangenpolitiek 15
gevolg 17
democratisch gemanagede
economie 17
deregulering 1986 79
derivaten 120
dirty float 72
Disraeli, Benjamin 70
dollar:
als zwevende reservemunt 69
devaluatie 71
loskoppeling van goud 67
redding 77
stabiliteit waarde 60
dollaroverschot 58
dollar-swaps 127
dollarstekort 54
dubbele standaard muntgeld 26
Duitse hyperinflatie 31

E

economie:
democratisch gemanagede ~ 17
politiek gemanagede ~ 13
trilemma 30

Eerste Wereldoorlog:

eind 31

zilverprijs 26

El Erian, Mohamed 112

Engels, Friedrich 163

Enron 125

Europese landencrises 131

F

Fannie Mae 119

Federal Reserve System (Fed)

32, 53

fiatgeld 96

fiduciair geld 28

financiële bubbels 107

financiële repressie 138, 141-145

Fitch 124

Ford, Gerald 84

Freddie Mac 119

Fukuyama, Francis 18

G

geld:

ontkoppeling van goud en ~ 20

zacht versus hard 163

geldpers 20

Glass-Steagall Act 84

global casino 89, 111

ontsporing 115

Goldman Sachs 123

goud:

aanwijzingen herwaarde-
ring 175

loskoppeling van dollar 67

ontkoppeling van ~ en geld 20

prijs versus waarde 172

revaluatie versus

ontkoppeling 64

terugkeer 168

terugkeer signaalfunctie 75

van monetair anker naar

grondstof 74

goudprijs, stabiliteit 60

goudraam 63

goudstandaard:

loslaten 31

onder vuur 27

terugkeer 177-180

goudwisselstandaard 35

eind 42, 44

met dollar als reservevaluta 52

Greenspan, Alan 64, 76, 83

Griekenland 131

grondrechten, klassieke ~ 14

Grondwet Nederland 14

Grote Depressie 44, 119

H

hard geld 164

Hayek, Friedrich 105

herkapitaliseren 163

High-Grade Structured Credit

Enhanced Leveraged Fund 122

High-Grade Structured Credit

Fund 122

Hitler, Adolf 45

huizencrisis 116

hyperinflatie 153-158

I

Ierland 131

internationaal monetair en finan-
cieel systeem (IMFS) 92

Internationaal Monetair Fonds 52

International Bank for Recon-
struction and Development

(Wereldbank) 52

internationale goudstandaard 23

Italië 131

K

kapitaal, schuld versus bezit 166
 kapitaalconsumptie vanaf
 1980 139
 kapitaalschaarste 148
 Kellerpolitik 158
 Keynes, John Maynard 48, 52, 163
 Kleine Depressie 32
 koopkrachtverlies, verzekering
 tegen ~ 158
 koppeling betaalmiddel en
 spaarmiddel 183
 Koude Oorlog 55
 kredietbeoordelaars 124
 kredietcreatie 86, 91
 kredietcrisis 137
 kredietcrisis 1931 44
 Krieger, Andy 80
 kwantitatieve verruiming 127
 kwantitatieve verruiming 1.5 128

L

Leeson, Nick 80
 Lehman Brothers 123
 lenen 53
 London Gold Pool 62

M

machinerie van de
 maakbaarheid 46
 marktwerking 146
 Marx, Karl 14, 163
 Merton, Robert 80
 Milken, Mike 80
 mining 102
 Mises, Ludwig von 105, 184
 monetaire conferentie Genua 35
 Moody's 124
 Morgan Stanley 123

mortgage backed securities 120
 muntgeld in Nederland 26
 Muntwet 26

N

Napoleon 34
 Nash-equilibrium 185
 negatieve reële rente 142, 154
 New Deal 119
 nieuwe economie 147
 NINJA-leningen 116
 Nixon, Richard 64, 71, 83
 Nixon-shock 63, 69
 Norman, Montagu 39, 43

O

oliecrisis 1973 73
 oliecrisis 1979 77
 omloopsnelheid geld 129
 onderpand verhypothekeren 101
 ongereguleerde markten 99
 ont koppeling van goud en
 geld 20
 Oostenrijkse School 105
 Organisatie van Olie Exporte-
 rende Landen (OPEC) 73
 over the counter-markt 118, 121
 overwaardering dollar 98

P

permanente instabiliteit 69
 PIMCO 112
 politieke wil, transformatie 13
 politiek gemanagede economie 13
 Portugal 131

R

Rand, Ayn 84
 Roaring Twenties 41

Rogers, Jim 80
Roosevelt, Franklin D. 119
Rueff, Jacques 57

S

Schacht, Hjalmar 45
schaduwbanken 82, 101, 122
Scholes, Myron 80
schuld 91
schuldcontracten 93
schuldeflatie 126, 146-153
securitisatie 85
seriële bubbels 107
sociaaldemocratie 14
Soros, George 80
Spanje 131
special purpose vehicles 122
speculatie 106
staatsobligaties 81, 94
 Amerikaanse ~ 69, 80, 99, 111
stagflatie 73
Standard & Poor's 112, 124
stock to flow ratio 173
Strong, Benjamin 40
subprimehypotheekleningen 116
swaptions 121
systeemcrisis 166

T

TARP 127
tegenpartijrisico 148
tier 1-kapitaal 176
tijdwaarde van geld 155
Triffin, Robert 56, 186
Triffin Dilemma 56, 186
Tweede Wereldoorlog 45
 eind 51

U

Unitas 51
unsecured lending 102

V

verlaging waardering
 Amerikaanse staatsschuld 112
Vissering, Gerard 43, 64
Volcker, Paul 64, 77, 83, 88
Volcker-schok 90
vrije-marktconcurrentie 146
vrije referentiewaarde 182-187

W

waninvesteringen 103
Wellink, Nout 109
wereldmacht Amerika 66
Wet van Gresham 182, 186
Wet van Thier 180
White, Harry Dexter 51
Wilhelmina 27
Willem I 26
Willem II 26
Willem III 27

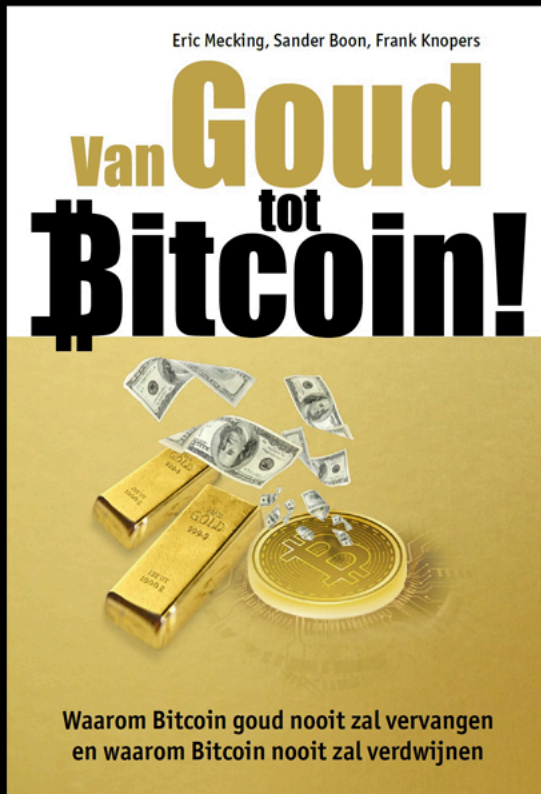
Y

Yamani, Sheikh Ahmed Zaki 65

Z

zacht geld 165
Zijlstra, Jelle 64, 70, 189
Zoellick, Robert 185
zucht naar geld 19
zwevende dollars 71

Meer lezen van Sander Boon?



Word *Geotrendlines Insider*
en ontvang *Van Goud tot
Bitcoin* GRATIS!

Meer informatie