

DE WAARHEID IS

*Het geld dat nodig is om belasting te betalen
komt van de overheid.*



De

Zeven Dodelijke Onschuldige Misvattingen

van Economisch Beleid

W A R R E N M O S L E R

VERTALING

Boudewijn Rooseboom

"Een van de scherpste geesten in de financiële wereld."

CNBC (11 juni 2010)

"Warren Mosler is een van de meest originele en scherpzinnige stemmen in het huidige debat over economisch beleid."

JAMES GALBRAITH, VOORMALIG UITVOEREND DIRECTEUR VAN HET JOINT ECONOMIC COMMITTEE EN HOOGLERAAR, UNIVERSITY OF TEXAS - AUSTIN

"Ik kan zonder aarzeling zeggen dat Warren Mosler de grootste invloed heeft gehad op ons begrip van modern geld en overheidsbegrotingen van iedereen die ik ken of van wie ik heb gehoord, inclusief Nobelprijswinnaars, directeuren van centrale banken, ministers van Financiën en hoogleraren aan Ivy League-universiteiten. Het is geen overdrijving om te zeggen dat zijn ideeën over economische theorie en beleid verantwoordelijk zijn voor het spannendste nieuwe paradigma in de economie van de afgelopen dertig jaar, misschien zelfs langer, en dat hij meer economen heeft geïnspireerd om zich te richten op de echte wereld van economisch beleid dan enig ander individu."

DR. MATTHEW FORSTATER, HOOGLERAAR ECONOMIE, UNIVERSITY OF MISSOURI - KANSAS CITY

"Warren is een van de weinige mensen die geld en financiën echt begrijpen, evenals hoe het ministerie van Financiën en de Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve (de Fed), werkelijk functioneren. Hij ontvangt informatie van vakexperts uit de hele wereld."

WILLIAM K. BLACK, UNIVERSITAIR HOOFDDOCENT ECONOMIE EN RECHT, UNIVERSITY OF MISSOURI - KANSAS CITY

"Hij [Warren Mosler] vertegenwoordigt een zeldzame combinatie: iemand met een uitzonderlijke kennis van financiën én de wijsheid en compassie om beleid te formuleren dat ons terugbrengt naar duurzame volledige werkgelegenheid."

MARSHALL AUERBACK, WERELDWIJD PORTEFEUILLESTRATEEG, RAB CAPITAL EN FELLOW BIJ ECONOMISTS FOR PEACE & SECURITY

"In dit boek leent Warren Mosler het idee van 'onschuldige misvatting' van John Kenneth Galbraith en identificeert hij zeven van de meest destructieve maar wijdverbreide mythes over de economie. Net als Galbraith gaat Mosler ervan uit dat de misvatting onbedoeld is, voortkomend uit onwetendheid, misverstanden of, waarschijnlijker, het toepassen van het verkeerde economische paradigma op onze echte economie. Om het simpel te zeggen: veel van de meest gevaarlijke opvattingen over hoe de economie werkt zouden enige relevantie hebben als de VS nog een strikt goudstandaardregime kenden. Maar de Amerikaanse dollar is sinds de ineenstorting van Bretton Woods nergens meer aangekoppeld. Dus wat zijn die dodelijke (maar wellicht onschuldige) misvattingen? Ten eerste wordt aangenomen dat de overheidsfinanciën vergelijkbaar zijn met die van een huishouden: de overheid moet eerst belasting heffen en lenen voordat ze kan uitgeven. Ten tweede leggen de huidige

begrotingstekorten een last op de schouders van onze kleinkinderen in de vorm van staatsschuld. Ten derde, en nog erger, zouden tekorten de spaartegoeden van vandaag absorberen. Ten vierde heeft de sociale zekerheid pensioenen en gezondheidszorg beloofd die ze zich nooit zal kunnen veroorloven. Ten vijfde vermindert het Amerikaanse handelstekort de binnenlandse werkgelegenheid en brengt het Amerikanen gevaarlijk in de schulden bij het buitenland, dat op elk moment zou kunnen besluiten de kredietverlening stop te zetten die wij nodig hebben. Ten zesde, en gerelateerd aan misvatting nummer drie, hebben we besparingen nodig om investeringen te financieren (wat zou betekenen dat begrotingstekorten tot minder investeringen leiden). En tot slot: hogere begrotingstekorten zouden betekenen dat de belastingen in de toekomst omhoog moeten - wat de last voor toekomstige belastingbetalers verder zou vergroten.

Mosler toont aan dat deze overtuigingen, of ze nu onschuldig zijn of niet, in ieder geval onjuist zijn. Misschien zouden ze kloppen in een andere economische context. In een niet-monetaire economie moet een boer bijvoorbeeld zaad bewaren om te 'investeren' in de oogst van volgend jaar. Onder een goudstandaard is de overheid daadwerkelijk genoodzaakt belasting te heffen en te lenen om de vaste wisselkoers in stand te houden. Enzovoort. Maar in het geval van een niet-converteerbare munt (in de zin dat de overheid niet belooft de valuta om te wisselen tegen een vaste koers in edelmetaal of buitenlandse valuta), geldt geen van deze stellingen. Het zijn stuk voor stuk misvattingen.

De beste reden om dit boek te lezen is om een misvatting te herkennen wanneer je er een hoort. In zijn heldere en nauwkeurige stijl laat Mosler je kennismaken met het juiste paradigma om de wereld waarin we daadwerkelijk leven te begrijpen.”

L. RANDALL WRAY, HOOGLERAAR ECONOMIE, UNIVERSITY OF MISSOURI - KANSAS CITY; ONDERZOEKSDIRECTEUR, CENTER FOR FULL EMPLOYMENT & PRICE STABILITY; SENIOR ONDERZOEKER, LEVY ECONOMICS INSTITUTE, AUTEUR VAN *UNDERSTANDING MODERN MONEY: THE KEY TO FULL EMPLOYMENT AND PRICE STABILITY* EN REDACTEUR VAN *CREDIT AND STATE THEORIES OF MONEY: THE CONTRIBUTIONS OF A. MITCHELL INNES*.

GESCHRIFTEN van WARREN MOSLER

(te vinden op www.moslereconomics.com)

The Seven Deadly Innocent Frauds

Galbraith/Wray/Mosler submission for February 25

Mosler Palestinian Development Plan

Soft Currency Economics

Full Employment AND Price Stability

A General Analytical Framework for the Analysis of Currencies and Other Commodities

The Natural Rate of Interest is Zero

2004 Proposal for Senator Lieberman

EPIC - A Coalition of Economic Policy Institutions

An Interview with the Chairman

What is Money?

The Innocent Fraud of the Trade Deficit: Who's Funding Whom?

The Financial Crisis - Views and Remedies

Quantitative Easing for Dummies

Tax-Driven Money

DE ZEVEN DODELIJKE ONSCHULDIGE MISVATTINGEN VAN ECONOMISCH BELEID

WARREN MOSLER

COPYRIGHT© Warren Mosler, 2010

Uitgegeven door Valance Co., Inc., met toestemming van de auteur

www.moslereconomics.com

Alle rechten voorbehouden, inclusief het recht om dit boek of gedeelten daarvan in welke vorm dan ook te reproduceren, behalve zoals toegestaan onder de toepasselijke auteurswet.

Oorspronkelijke titel: The Seven Deadly Innocent Frauds of Economic Policy

Nederlandse vertaling: Boudewijn Rooseboom, 2026, met toestemming van de auteur

Inhoudsopgave

Voorwoord	8
Proloog	11
Overzicht	14
Inleiding	15
Deel I: De zeven dodelijke onschuldige misvattingen.....	17
Dodelijke onschuldige misvatting #1:.....	18
Dodelijke onschuldige misvatting #2:	30
Dodelijke onschuldige misvatting #3:	37
Dodelijke onschuldige misvatting #4:	43
Dodelijke onschuldige misvatting #5:	49
Dodelijke onschuldige misvatting #6:	52
Dodelijke onschuldige misvatting #7:	55
Deel II: Het tijdperk van ontdekking.....	56
Deel III: Publiek doel.....	78
Eindnoten.....	91

Voorwoord

Warren Mosler is een zeldzaam fenomeen: een autodidactisch econoom die geen zonderling is, een succesvolle investeerder zonder opgeblazen ego, een zakenman met een talent voor lesgeven, een financier met een oprechte toewijding aan het algemeen belang.

Wij hebben samen getuigenissen en artikelen geschreven, en ik kan met zekerheid zeggen dat zijn bijdragen aan die inspanningen de mijne overtroffen.

Veel economen waarderen complexiteit omwille van de complexiteit. Een blik op een willekeurig modern economisch tijdschrift bevestigt dat. Een werkelijk onbegrijpelijk betoog kan aanzien opleveren. Het probleem is echter dat, als een redenering onbegrijpelijk lijkt, degene die haar maakt het vaak zelf ook niet begrijpt. Ik was onlangs nog op een bijeenkomst van Europese centrale bankiers en internationale monetaire economen in Helsinki, Finland. Na een voordracht vroeg ik een zeer vooraanstaande Zweedse econoom hoeveel mensen hij dacht dat de wiskunde hadden kunnen volgen. Hij zei: “Nul.” Warrens gave is transparante helderheid. Hij denkt dingen door op de simpelst mogelijke manier. En daar steekt hij veel energie in, want ware eenvoud is moeilijk. Hij kiest voor herkenbare metaforen en huiselijke voorbeelden. Zijn redenering kan worden uitgelegd aan kinderen, studenten en mensen uit de financiële wereld. Alleen economen, die hardnekkig blijven vasthouden aan bestaande ideeën, hebben er moeite mee. Politici begrijpen het vaak wel, maar voelen zich zelden vrij om openlijk hun mening te geven.

En hier komt Warren Mosler met een klein boekje waarin hij zijn redenering uiteenzet over zeven kernkwesties. Deze gaan over begrotingstekorten en staatsschuld, de relatie tussen publieke tekorten en private besparingen, tussen sparen en investeren, over sociale zekerheid en over het handelstekort. Warren noemt ze “Zeven Dodelijke Onschuldige Misvattingen”, een term die hij ontleent aan mijn vader, die hem gebruikte als titel van diens laatste boek. Galbraith senior zou ingenomen zijn geweest.

De gemeenschappelijke rode draad die deze thema's met elkaar verbindt is dodelijk eenvoudig. Namelijk dat modern geld een spreadsheet is. Het werkt via computers. Wanneer de overheid geld uitgeeft of uitleent, doet zij dat door cijfers toe te voegen aan private bankrekeningen. Wanneer zij belastingen heft, verlaagt zij diezelfde rekeningen. Wanneer zij geld leent, verschuift zij bedragen van een reserve-rekening naar een effectenrekening. En dat is in de praktijk alles wat er gebeurt. Het geld dat de overheid uitgeeft komt nergens vandaan, en het kost niets om het te creëren. De overheid kan dus nooit zonder geld komen te zitten.

Geld wordt gecreëerd door overheidsuitgaven, of door bankleningen die deposito's creëren. Belastingen zorgen ervoor dat wij dat geld willen, omdat wij het nodig hebben om belasting te betalen. Zij helpen bovendien de totale bestedingen te reguleren, zodat die niet hoger

worden dan het aanbod van goederen en diensten tegen de geldende prijzen, wat anders inflatie zou veroorzaken. Maar belastingen zijn niet vooraf nodig om te kunnen uitgeven. Dat kan ook niet, want vóórdat de overheid uitgeeft is er geen geld om te belasten.

Een overheid die leent in haar eigen valuta, kan nooit gedwongen worden haar schulden niet na te komen. Afbetalen is simpelweg een kwestie van rente toevoegen aan bankrekeningen van obligatiehouders. Een overheid kan alleen besluiten om in gebreke te blijven, een daad van financiële zelfmoord, of, in het geval van lenen in een vreemde valuta, daartoe gedwongen worden door haar financiers. Maar een Amerikaanse bank zal altijd een cheque van de Amerikaanse overheid innen, ongeacht wat er gebeurt.

Ook is de staatsschuld geen last voor de toekomst. Alles wat in de toekomst wordt geproduceerd, wordt in de toekomst geconsumeerd. Hoeveel er wordt geproduceerd hangt af van hoe productief de economie op dat moment is. Dat heeft niets te maken met de huidige staatsschuld. Een hogere schuld vandaag vermindert de productie van morgen niet en kan die zelfs verhogen als het leidt tot verstandig gebruik van middelen.

Begrotingstekorten verhogen de private financiële spaartegoeden, boekhoudkundig, dollar voor dollar. Import is een voordeel, export een kostenpost. Wij lenen niet van China om onze consumptie te financieren. De lening die een import uit China financiert wordt verstrekt door een Amerikaanse consument bij een Amerikaanse bank. Privatisering van sociale zekerheid zou slechts eigendom van activa herschikken, risicovolle activa naar gepensioneerden, veilige activa naar vermogenden, zonder andere economische effecten. De Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve (de Fed)*, bepaalt zelf de rentevoet.

Dit zijn enkele van de eenvoudige principes die in dit kleine boekje worden uiteengezet.

Het bevat ook een boeiend relaas over de vorming van een financieel expert en een actieprogramma om de Amerikaanse economie te redden uit de werkloosheids crisis. Warren zou dat doen door de loonbelasting op te schorten, waardoor elke werkende Amerikaan netto ruim 8 procent meer loon zou krijgen, door een overdracht per hoofd van de bevolking aan staten en lokale overheden om hun begrotingscrises te verlichten, en door een werkgelegenheidsprogramma dat iedereen die wil werken een baan biedt tegen een bescheiden loon. Dit zou de gevaarlijkste vormen van werkloosheid elimineren en jongeren in het bijzonder de kans geven nuttig werk te verrichten.

Warrens hielden onder de economen, naast mijn vader, zijn Wynne Godley en Abba Lerner. Godley, een prachtig mens die onlangs overleed, heeft veel van dit werk voorbereid met zijn stock-flow-consistente macro-economische modellen, die tot de beste

** Fed staat voor Federal Reserve System, het stelsel van twaalf regionale centrale banken van de Verenigde Staten. De Fed is verantwoordelijk voor het monetair beleid, het reguleren van banken, en het uitgeven van de Amerikaanse dollar.*

voorspellingsinstrumenten behoren. Lerner pleitte voor “functionele financiën”, wat inhoudt dat beleid moet worden beoordeeld op resultaten in de reële economie, zoals werkgelegenheid, productiviteit en prijsstabiliteit, en niet op cijfers over begroting of schuld. Warren verwijst ook graag naar de wet van Lerner: het principe dat men in de economie nooit principes mag opofferen, hoe moeilijk anderen ze ook vinden om te begrijpen. Ik wou dat ik zelf zo goed was in het naleven van dat principe als hij.

Kortom, dit boek is een boeiende en leerzame leeservaring, van harte aanbevolen.

James K. Galbraith
Universiteit van Texas
Austin, 12 juni 2010

Proloog

De term "onschuldige misvatting" werd geïntroduceerd door professor John Kenneth Galbraith in zijn laatste boek, *The Economics of Innocent Fraud*, dat hij schreef op vierennegentigjarige leeftijd in 2004, slechts twee jaar voor zijn overlijden. Professor Galbraith gebruikte deze term om een reeks foutieve aannames te beschrijven die worden aangehangen door mainstream economen, de media, en vooral politici.

De veronderstelling van onschuld, opnieuw een voorbeeld van Galbraiths elegante en bijtende humor, impliceert dat degenen die deze misvattingen in stand houden niet alleen ongelijk hebben, maar ook niet slim genoeg zijn om te begrijpen wat ze daadwerkelijk doen. En elke bewering dat men het al wél begreep, is een impliciete bekentenis van opzettelijke misleiding - een ondenkbare vorm van zelfbeschuldiging.

Galbraiths economische opvattingen bereikten een breed publiek in de jaren vijftig en zestig, met zijn bestsellers *The Affluent Society* en *The New Industrial State*. Hij had nauwe banden met zowel de regering-Kennedy als de regering-Johnson en diende van 1961 tot 1963 als Amerikaans ambassadeur in India, waarna hij terugkeerde naar zijn functie als de meest gerenommeerde economiehoogleraar van Harvard.

Galbraith was grotendeels een Keynesiaan die geloofde dat enkel het begrotingsbeleid het "bestedingsvermogen" kon herstellen. Begrotingsbeleid is wat economen aanduiden met belastingverlagingen en verhogingen van overheidsuitgaven, en met bestedingen bedoelen ze de "totale vraag".

Galbraiths academische tegenhanger, Milton Friedman, leidde een andere stroming die bekend staat als het monetarisme. Monetaristen geloofden dat de federale overheid de begroting altijd in evenwicht moest houden en gebruik moest maken van zogenaamd monetair beleid om de economie te reguleren. Aanvankelijk betekende dat het langzaam en gestaag laten groeien van de geldhoeveelheid om inflatie te beheersen en de economie verder haar gang te laten gaan. Maar men slaagde er nooit in een geldhoeveelheid te definiëren die betrouwbaar werkte, en de Federal Reserve kon evenmin werkelijk greep krijgen op de verschillende geldhoeveelheden waarmee zij experimenteerde.

Paul Volcker was de laatste voorzitter van de Federal Reserve die probeerde de geldhoeveelheid direct te beheersen. Na een lange periode waarin alleen maar werd aangetoond wat centrale bankiers allang wisten, namelijk dat het niet mogelijk is om de geldhoeveelheid effectief te controleren, liet Volcker deze aanpak varen.

Het monetair beleid werd al snel geherdefinieerd als het sturen van rentetarieven in plaats van de geldhoeveelheid. "Inflatieverwachtingen" kwamen bovenaan het lijstje van inflatieoorzaken te staan, terwijl de geldhoeveelheid nauwelijks nog een rol speelde.

Interessant genoeg komt het woord "geld" zelfs niet meer voor in de nieuwste wiskundige modellen van monetaristen die pleiten voor het gebruik van rentetarieven als beleidsinstrument.

Bij ernstige economische crises hebben politici resultaten nodig in de vorm van meer banen om aan de macht te blijven. Eerst kijken ze toe hoe de Fed de rente verlaagt, in de hoop dat lage rentes hun werk doen. Helaas gebeurt dat zelden. Wanneer de werkloosheid dan oploopt en de herverkiezing van congresleden en de president bedreigt, wenden de politici zich tot Keynesiaans beleid van belastingverlagingen en hogere overheidsuitgaven. Deze maatregelen worden dan ingevoerd ondanks hevige bezwaren en sombere voorspellingen van de meerderheid van centrale bankiers en mainstream economen.

Het was Richard Nixon die tijdens de dubbele economische neergang van 1973 de beroemde woorden sprak: "We zijn nu allemaal Keynesianen."

Ondanks Nixons uitspraak verloor Galbraiths Keynesianisme terrein aan het monetarisme toen de grote inflatie van de jaren zeventig schokgolven door de Amerikaanse samenleving joeg. Het overheidsbeleid richtte zich vanaf dat moment op de Federal Reserve en haar rente-instrumenten als het meest doeltreffende middel tegen de zogenoemde "stagflatie", de combinatie van een stagnerende economie en hoge inflatie.

Ik begon mijn loopbaan in de bankensector in 1973 als incasseur van achterstallige leningen bij de Savings Bank of Manchester, in mijn geboortestad Manchester, Connecticut. In 1975 werd ik portefeuillebeheerder van de bank, wat me in 1976 naar Wall Street bracht, waar ik tot 1978 op de handelsvloer werkte. Daarna werd ik aangenomen door William Blair and Company in Chicago om hun afdeling bedrijfsobligaties uit te breiden met vastrentende arbitrage. Van daaruit startte ik in 1982 mijn eigen fonds.

Ik beschouwde de "grote inflatie" als een door kosten gedreven fenomeen, veroorzaakt door de prijszettingsmacht van OPEC. Alles wees erop dat het om een kartel ging dat steeds hogere prijzen oplegde, wat leidde tot de grote inflatie, welke uiteindelijk werd gebroken door een eenvoudige aanbodreactie. Toen OPEC de olieprijs opdreef van 2 dollar per vat begin jaren zeventig tot ongeveer 40 dollar per vat tien jaar later, zag ik twee mogelijke uitkomsten. De eerste was dat het op de een of andere manier beperkt zou blijven tot een relatieve-prijzenverhaal, waarbij inflatie in de VS redelijk laag bleef, en hogere olieprijsen simpelweg minder vraag en lagere prijzen voor andere producten betekenden, terwijl lonen constant bleven.

Dat zou een forse daling betekenen van de reële ruilvoet en levensstandaard voor de VS, en een nog grotere stijging van de reële ruilvoet en levensstandaard voor de olie-exporterende landen.

De tweede uitkomst, die werkelijkheid werd, was dat er algemene inflatie optrad. Terwijl OPEC weliswaar hogere prijzen kreeg voor haar olie, moest ze ook meer betalen voor wat ze wilde importeren. Het gevolg was dat de reële ruilvoet uiteindelijk vrijwel gelijk bleef, nadat de olieprijs zich stabiliseerde tussen de 10 en 5 dollar per vat, waarop die vervolgens meer dan een decennium bleef staan. Vanuit mijn perspectief zag ik geen deflatoire gevolgen van het zogenaamde strenge monetaire beleid. In plaats daarvan was het de deregulering van de aardgasmarkt in 1978 die ervoor zorgde dat de gasprijzen stegen en gasvelden als gevolg weer werden opengezet.

Amerikaanse elektriciteitsbedrijven schakelden vervolgens over van dure olie naar het goedkopere aardgas. OPEC reageerde op deze aanbodverschuiving met een snelle productieverlaging in een poging de olieprijs boven de 30 dollar per vat te houden. De productie werd met meer dan 15 miljoen vaten per dag teruggeschroefd, maar het was niet genoeg: ze verdronken in een zee van wereldwijde olieoverschotten terwijl de elektriciteitsbedrijven doorgingen met de overstap naar alternatieve brandstoffen. Dit boek is verdeeld in vier delen. In het eerste deel worden direct de zeven “onschuldige misvattingen” gepresenteerd die, naar mijn overtuiging, de hardnekkigste obstakels vormen voor nationale welvaart. Ze worden op een toegankelijke manier uitgelegd, zonder dat voorkennis van het monetaire stelsel, economie of boekhouding vereist is. De eerste drie gaan over het begrotingstekort van de federale overheid, de vierde behandelt de sociale zekerheid, de vijfde de internationale handel, de zesde sparen en investeren, en de zevende keert terug naar het federale begrotingstekort. Dit laatste hoofdstuk bevat de kernboodschap van het boek; het doel is om een breed gedragen begrip te bevorderen van deze cruciale kwesties waar ons land voor staat.

Het tweede deel beschrijft hoe mijn inzicht in deze zeven dodelijk onschuldige misvattingen zich heeft ontwikkeld gedurende meer dan dertig jaar ervaring in de financiële wereld.

In het derde deel pas ik de kennis van deze zeven misvattingen toe op de belangrijkste actuele vraagstukken.

In het vierde deel presenteer ik een concreet actieplan waarmee ons land zijn economische potentieel kan verwezenlijken en de Amerikaanse droom kan herstellen.

15 april 2010
Warren Mosler
67 Chimney Corner Circle
Guilford, CT 06437-3134

Overzicht

DE ZEVEN DODELIJKE ONSCHULDIGE MISVATTINGEN VAN ECONOMISCH BELEID

1. De overheid moet geld ophalen via belastingen of leningen om te kunnen uitgeven.
Met andere woorden: overheidsuitgaven worden beperkt door haar vermogen om belasting te heffen of geld te lenen.
2. Via begrotingstekorten laten we onze schuldenlast na aan onze kinderen.
3. Begrotingstekorten van de federale overheid onttrekken spaartegoeden aan de economie.
4. Social Security is kapot.
5. Het handelstekort is een onhoudbare onevenwichtigheid die banen en productie kost.
6. We hebben besparingen nodig om investeringen te financieren.
7. Het is een slechte zaak dat hogere begrotingstekorten vandaag leiden tot hogere belastingen morgen.

Inleiding

Het doel van dit boek is om het herstel van de Amerikaanse welvaart te bevorderen. Mijn stelling is dat de zeven dodelijke onschuldige misvattingen van economisch beleid het enige zijn dat nog tussen de huidige economische chaos en het volledige herstel van de Amerikaanse welvaart staat.

Op het moment dat dit boek verscheen, voerde ik campagne voor een zetel in de Amerikaanse Senaat namens mijn thuisstaat Connecticut, uitsluitend uit gewetensoverwegingen. Ik stelde mij kandidaat om mijn nationale agenda voor het herstel van de Amerikaanse welvaart te bevorderen via de volgende drie voorstellen.

Het eerste voorstel is wat men een “volledige vrijstelling van loonbelasting” noemt, waarbij het Amerikaanse ministerie van Financiën stopt met het wekelijks afkomen van zo’n 20 miljard dollar van werkende mensen. In plaats daarvan neemt de overheid alle FICA-betalingen* op zich, zowel die van werknemers als van werkgevers. Een gemiddeld Amerikaans huishouden met een gezamenlijk jaarinkomen van 100.000 dollar zou hierdoor meer dan 650 dollar per maand extra overhouden, wat hen helpt om hun hypotheek te betalen en in hun huis te blijven wonen, wat de financiële crisis zou beëindigen. Dit extra inkomen zou bovendien helpen bij het betalen van rekeningen en het stimuleren van de consumptie, zodat Amerikanen kunnen terugkeren naar hun vroegere levensstijl.

Mijn tweede voorstel is dat de federale overheid 500 dollar per hoofd van de bevolking overdraagt aan de deelstaten, zonder enige voorwaarden. Dit stelt hen in staat de crisis te overbruggen en hun essentiële publieke diensten te blijven leveren. Dankzij de extra koopkracht en de miljoenen banen die worden ondersteund door het hogere nettoloon uit de loonbelastingvrijstelling komt de economische activiteit weer op gang en keren de belastinginkomsten van de staten terug naar het niveau van vóór de crisis.

Mijn derde voorstel is het herstel van de Amerikaanse welvaart via een federaal gefinancierde baan van 8 dollar per uur voor iedereen die wil en kan werken. Het hoofddoel van dit programma is om een brug te slaan tussen werkloosheid en werk in de private sector. De loonbelastingvrijstelling en de inkomensoverdracht aan de staten zouden onmiddellijk een golf van economische activiteit teweegbrengen, waardoor werkgevers in de private sector snel miljoenen extra werknemers zouden willen aannemen om aan de toenemende vraag te voldoen.

* *FICA staat voor Federal Insurance Contributions Act. Het betreft loonheffingen waarmee de sociale zekerheid en de gezondheidszorg voor ouderen worden gefinancierd. Zowel werknemers als werkgevers dragen verplicht een percentage van het brutoloon af.*

Eerdere recessies hebben echter laten zien dat bedrijven terughoudend zijn om werklozen aan te nemen, vooral langdurig werklozen. Een overgangsbaan zou deze mensen opnieuw bij het arbeidsproces betrekken, hun de kans geven om te laten zien wat ze kunnen, en te bewijzen dat ze verantwoordelijk zijn en op tijd op hun werk kunnen verschijnen.

Dit programma opent bovendien de arbeidsmarkt voor groepen die daar vaak moeilijk toegang toe hebben: risicojongeren, ex-gedetineerden, mensen met een beperking, ouderen en vijftigplussers die hun baan zijn kwijtgeraakt en van wie de uitkering inmiddels is stopgezet. Hoewel dit het minst kostbare van mijn drie voorstellen is, is het even belangrijk, omdat het de overgang naar werk in de private sector versoepelt en optimaliseert naarmate de economie aantrekt.

Wat maakt mij nu bij uitstek geschikt om deze voorstellen te bepleiten? Mijn zelfvertrouwen komt voort uit veertig jaar ervaring in de financiële en economische wereld. Ik durf te stellen dat ik misschien wel de enige ben die werkelijk antwoord kan geven op de vraag: “Hoe ga je dat betalen?” Dit boek behandelt precies die kwestie en pleit voor een heroriëntatie van de economische wetenschap op de werkelijke werking van ons monetaire systeem.

Deel I:

De zeven dodelijke onschuldige misvattingen

Dodelijke onschuldige misvatting #1:

De overheid moet geld ophalen via belastingen of leningen om te kunnen uitgeven. Met andere woorden: overheidsuitgaven worden beperkt door haar vermogen om belasting te heffen of geld te lenen.

Feit:

De uitgaven van de federale overheid worden op geen enkele manier operationeel beperkt door inkomsten. Dat betekent dat er geen sprake is van een “insolvabiliteitsrisico.” Met andere woorden: de federale overheid kan altijd elke betaling in haar eigen valuta verrichten, ongeacht hoe groot het begrotingstekort is of hoe weinig belasting zij int.

Vraag een willekeurig Congreslid (zoals ik vaak heb gedaan) of een gewone burger hoe het allemaal werkt, en hij of zij zal nadrukkelijk zeggen: “...de overheid moet óf belasting heffen óf lenen om aan geld te komen om uit te geven, net zoals een huishouden op de een of andere manier geld moet verkrijgen om uit te geven.” En daaruit volgt onvermijdelijk de vraag als het gaat om gezondheidszorg, defensie, sociale zekerheid of welke overheidsuitgave dan ook:

Hoe ga je dat betalen?

Dit is de cruciale vraag, de vraag waarop niemand het juiste antwoord heeft. En juist dat antwoord vormt de kern van het publieke doel achter dit boek.

In de komende minuten zal alles aan het licht komen, zonder theorie of filosofie, slechts een handvol harde, kille feiten. Ik beantwoord deze vraag door eerst precies te bekijken hoe de overheid belastingen heft, en vervolgens hoe zij uitgeeft.

Hoe heft de federale overheid belastingen?

Laten we eens kijken wat er gebeurt als je je belasting betaalt met een cheque. Wanneer de Amerikaanse overheid jouw cheque ontvangt en deze wordt gestort en “verrekend”, doet de overheid in feite maar één ding: ze verlaagt het saldo op jouw betaalrekening door het bedrag van de cheque van jouw betaalrekening af te trekken.

Krijgt de overheid daarbij iets tastbaars dat ze aan iemand anders kan geven? Nee. Het is niet alsof er een gouden munt beschikbaar komt om uit te geven. Je kunt dit zelfs zelf zien gebeuren via internetbankieren: kijk naar het saldo op je scherm. Stel dat je 5.000 dollar op je rekening hebt staan en je schrijft een cheque aan de overheid van 2.000 dollar. Zodra die cheque is verwerkt, wat gebeurt er dan? De 5 verandert in een 3 en je nieuwe saldo is 3.000 dollar. Recht voor je ogen! De overheid “ontving” in werkelijkheid niets wat ze aan iemand anders kan geven. Er viel geen gouden munt in een emmer bij de centrale bank. Zij veranderden gewoon cijfers op bankrekeningen. Er ging niets ergens naartoe.

En wat gebeurt er als je naar het lokale belastingkantoor gaat om je belastingen contant te betalen? Je overhandigt je stapel bankbiljetten aan de medewerker als betaling. Die telt het geld, geeft je een betalingsbewijs en hopelijk ook een bedankje voor je bijdrage aan de sociale zekerheid, de rente op de staatsschuld en de oorlog in Irak. Maar zodra jij, de belastingbetaler, het kantoor hebt verlaten, pakt hij dat met moeite verdiende contante geld dat je net hebt ingeleverd en haalt het vervolgens door de versnipperaar (al het oude papiergeld dat wordt gebruikt voor betalingen aan banken van de Federal Reserve wordt vernietigd.)

Ja, het wordt gewoon weggegooid. Vernietigd! Waarom? Omdat je het verder nergens meer voor kunt gebruiken. Net als een toegangskaartje voor de Super Bowl. Zodra je het stadion binnenkomt en je het kaartje, dat misschien wel duizend dollar heeft gekost, aan de medewerker geeft, scheurt die het doormidden en gooit het weg. Sterker nog, je kunt in Washington D.C. zelfs versnipperd geld kopen.

Dus als de overheid jouw contante geld weggooit nadat ze het heeft geïnd, hoe kan dat geld dan ergens voor betalen, zoals de sociale zekerheid of andere overheidsuitgaven? Dat doet het dus ook niet. Zie je nu waarom het volstrekt onzinnig is om te denken dat de overheid eerst geld moet innen via belastingen om te kunnen uitgeven? De overheid “krijgt” namelijk niets wat ze daarna daadwerkelijk “gebruikt.” Dus als de overheid bij belastingheffing feitelijk niets ontvangt, hoe en wat geeft ze dan eigenlijk uit?

Hoe de federale overheid uitgeeft

Stel je voor dat je een betaling van 2.000 dollar aan Social Security-uitkeringen verwacht op je bankrekening, die al 3.000 dollar bevat. Als je je rekening op het computerscherm bekijkt, kun je zien hoe de overheid uitgeeft zonder iets te bezitten. Presto! Plotseling verandert het saldo op je rekening van 3.000 dollar naar 5.000 dollar. Wat deed de overheid om je dat geld te geven? Ze veranderde simpelweg het cijfer in je bankrekening van 3.000 dollar naar 5.000 dollar. Er kwam geen gouden munt aan te pas. Alles wat ze deed, was een cijfer veranderen op je rekening via een gegevensinvoer op haar eigen spreadsheet, die gekoppeld is aan andere spreadsheets in het banksysteem. Overheidsuitgaven gebeuren volledig via gegevensinvoer in haar eigen spreadsheet, het monetaire systeem van de Amerikaanse dollar.

Ter illustratie hierbij een citaat van de voorzitter van de Federal Reserve Bank, Ben Bernanke, in het tv-programma *60 Minutes*:

SCOTT PELLEY: “Is dat belastinggeld dat de Fed uitgeeft?”

VOORZITTER BERNANKE: “Het is geen belastinggeld. De banken hebben rekeningen bij de Fed, net zoals jij een rekening hebt bij een gewone bank. Dus om aan een bank te

lenen, gebruiken we simpelweg de computer om het saldo van hun rekening bij de Fed te verhogen.”

De voorzitter van de Federal Reserve Bank legt in begrijpelijke taal uit dat ze geld uitgeven (spenderen of uitlenen) door simpelweg cijfers op bankrekeningen aan te passen. Er is dus helemaal geen noodzaak om eerst belastingen te innen (of te lenen) om een spreadsheetregel aan te passen die we “overheidsuitgaven” noemen. Computerdata komt nergens vandaan. Dat weet iedereen!

Waar zien we dit nog meer gebeuren? Jouw team scoort een goal en op het scorebord verandert de stand van bijvoorbeeld 7 naar 10 punten. Vraagt iemand zich af waar het stadion die drie punten vandaan haalde? Natuurlijk niet! Of je gooit vijf kegels om bij het bowlen en je score stijgt van 10 naar 15. Maak jij je dan zorgen over waar de bowlingbaan die punten vandaan haalde? Denk je dat bowlingbanen en stadions een soort ‘puntenreserve’ in een kluis moeten aanhouden om er zeker van te zijn dat jij de punten kunt krijgen die je hebt gescoord? Natuurlijk niet! En als blijkt dat je bij het bowlen een voetfout maakte en je score wordt weer met 5 punten verlaagd, heeft de bowlingbaan dan opeens meer punten beschikbaar om uit te delen? Natuurlijk niet!

We weten allemaal hoe gegevensinvoer werkt, maar op de een of andere manier is dit volledig omgekeerd en verdraaid geraakt door onze politici, de media en vooral door vooraanstaande mainstream economen.

Houd dit als uitgangspunt in gedachten: de federale overheid heeft nooit dollars, net zomin als zij ooit geen dollars heeft.

Het is net als het stadion, dat geen voorraad punten “heeft” of “niet heeft” om uit te delen. Als het om dollars gaat, is onze overheid, via haar federale instanties, de Federal Reserve Bank en het Amerikaanse ministerie van Financiën, degene die de score bijhoudt. (En ze bepaalt ook de spelregels!)

Je hebt nu het operationele antwoord op de vraag: “Hoe gaan we dat betalen?” En het antwoord is: op dezelfde manier als de overheid voor alles betaalt, door de cijfers op onze bankrekeningen aan te passen.

De federale overheid zal niet “zonder geld komen te zitten”, zoals onze president ten onrechte herhaaldelijk heeft gezegd. Zoiets bestaat niet. Evenmin is zij afhankelijk van “het verkrijgen” van dollars uit China of elders. Om geld uit te geven, hoeft de overheid slechts de saldo’s op bankrekeningen bij haar eigen bank, de Federal Reserve Bank, te verhogen. Er is geen numerieke limiet aan hoeveel geld de overheid kan uitgeven, wanneer zij dat wenst uit te geven. (Dit geldt ook voor rentebetalingen, evenals uitkeringen zoals Social Security en Medicare.) Het geldt voor alle overheidsuitgaven in dollars, aan wie dan ook.

Dit betekent niet dat overmatige overheidsuitgaven de prijzen niet kunnen opdrijven (wat inflatie is). Maar het betekent wel dat de overheid niet blut kan zijn of failliet kan gaan. Dat bestaat simpelweg niet.¹

Waarom begrijpt dan niemand in de overheid dit? Waarom maakt de Commissie voor Financiën in het Congres zich druk over “hoe we het gaan betalen”? Waarschijnlijk geloven zij de populaire opvatting dat de federale overheid, net als een huishouden, eerst geld moet “verdienen” om te kunnen uitgeven. Ja, ze hebben gehoord dat het voor een overheid anders ligt, maar ze geloven het niet echt, en er is nooit een overtuigende uitleg die voor hen logisch klinkt.

Wat ze allemaal niet lijken te begrijpen is het verschil tussen uitgaven in een munt die je zelf creëert, en uitgaven in een munt die door iemand anders wordt gecreëerd. Om deze veelgebruikte analogie van overheid en huishouden correct toe te passen, kijken we naar een voorbeeld van een “valuta” die door een huishouden wordt gecreëerd.

Het verhaal begint met ouders die coupons maken waarmee ze hun kinderen betalen voor het doen van huishoudelijke klusjes. Bovendien eisen de ouders, om het systeem te laten functioneren, dat de kinderen wekelijks 10 coupons aan hen betalen, om straf te vermijden. Dit lijkt sterk op belastingheffing in de echte economie, waar we als we geen belasting betalen geconfronteerd worden met sancties. De coupons zijn nu de nieuwe huishoudvaluta. Zie de ouders als de uitgevende partij van deze coupons om “diensten” (klusjes) van hun kinderen te kopen. Met deze nieuwe huishoudvaluta zijn de ouders, net als de federale overheid, de uitgevers van hun eigen valuta. En nu zie je hoe een huishouden met een eigen valuta inderdaad sterk lijkt op een overheid met haar eigen valuta.

Laten we enkele vragen stellen over hoe deze nieuwe huishoudvaluta werkt. Moeten de ouders eerst coupons van hun kinderen verkrijgen voordat ze hun kinderen met coupons kunnen betalen voor klusjes? Natuurlijk niet! In feite moeten de ouders eerst coupons betalen aan hun kinderen voor het uitvoeren van klusjes, om vervolgens in staat te zijn de wekelijkse belasting van 10 coupons te innen. Hoe zouden de kinderen anders aan de benodigde coupons kunnen komen?

Evenzo hoeft de federale overheid, net als dit huishouden met eigen coupons, de dollars die zij uitgeeft niet te verkrijgen via belastingen of leningen, of ergens anders vandaan. Met moderne technologie hoeft de federale overheid zelfs geen dollars meer te drukken zoals de ouders hun eigen coupons drukken.

Onthoud: de federale overheid zelf heeft nooit wel of geen dollars, net zoals de bowlingbaan geen doos met punten heeft. Als het om de dollar gaat, is onze federale overheid degene die de score bijhoudt. En hoeveel coupons hebben de ouders in het verhaal van het huishouden? Het maakt niet uit. Ze zouden zelfs gewoon kunnen opschrijven hoeveel coupons de kinderen hen verschuldigd zijn, hoeveel ze hebben verdiend en hoeveel ze elke maand hebben

terugbetaald. Wanneer de federale overheid uitgeeft, “komt” dat geld nergens vandaan, net zomin als punten op het scorebord van het voetbalstadion of de bowlingbaan ergens vandaan “komen”. Ook het innen van belastingen (of lenen) vergroot op geen enkele manier een “voorraad geld” waaruit de overheid vervolgens kan putten.

Sterker nog, de mensen bij het Amerikaanse ministerie van Financiën die het geld daadwerkelijk uitgeven (door cijfers op bankrekeningen te verhogen), hebben niet eens de telefoonnummers van, en zijn ook niet in contact met, de mensen bij de belastingdienst die belastingen innen (zij verlagen cijfers op bankrekeningen), of met degenen die “lenen” namens het ministerie (de uitgifte van staatsobligaties regelen). Als het echt uitmaakte hoeveel er werd belast of geleend voordat er kon worden uitgegeven, dan zou je toch denken dat ze op zijn minst elkaars telefoonnummers zouden hebben. Kennelijk maakt het voor hun werk niets uit.

Vanuit ons perspectief (niet dat van de federale overheid) moeten wij eerst dollars hebben om betalingen te kunnen doen. Net zoals de kinderen eerst coupons van hun ouders moeten verdienen voordat ze hun wekelijkse betalingen kunnen doen. Ook deelstaatregeringen, gemeenten en bedrijven zitten in hetzelfde schuitje. Zij moeten ook eerst op de een of andere manier dollars verkrijgen voordat ze kunnen uitgeven. Dat kan door ze te verdienen, te lenen of iets te verkopen om aan de benodigde dollars te komen. Logisch geredeneerd geldt: de dollars die wij nodig hebben om belastingen te betalen, moeten - direct of indirect - vanaf het ontstaan van de munt voortkomen uit overheidsuitgaven (of overheidsleningen, waar ik later op terugkom).

Laten we nu een nationale munt vanaf nul opbouwen. Stel je een nieuw land voor met een zojuist ingevoerde munt. Niemand heeft er nog een. Dan kondigt de overheid bijvoorbeeld een onroerendgoedbelasting aan. Hoe kan die dan worden betaald? Dat kan pas nadat de overheid begonnen is met uitgeven. Alleen door overheidsuitgaven beschikt de bevolking over de middelen om belasting te betalen.

Om het te herhalen: de middelen om belastingen te betalen komen, vanaf het begin, voort uit overheidsuitgaven (of leningen). Waar anders zouden ze vandaan kunnen komen?²

Ja, dat betekent dat de overheid eerst moet uitgeven om ons uiteindelijk te voorzien van het geld dat we nodig hebben om belasting te betalen. In dit geval is de overheid net als de ouders die eerst hun coupons moeten uitgeven voordat ze er iets van kunnen innen bij hun kinderen. En noch de overheid noch de ouders kunnen, vanaf het begin, meer van hun eigen munteenheid innen dan ze hebben uitgegeven. Waar zou het anders vandaan moeten komen?³

Dus hoewel politici oprecht geloven dat de overheid onze dollars nodig heeft, via belasting of leningen, om te kunnen uitgeven, is de waarheid:

Wij hebben de overheidsuitgaven nodig om aan de middelen te komen waarmee wij onze belastingen kunnen betalen.

Wij kunnen geen cijfers veranderen zoals de overheid dat doet (of de bowlingbaan of het voetbalstadion).⁴ En net zoals kinderen hun coupons moeten verdienen of op de een of andere manier verkrijgen om hun betalingen aan de ouders te doen, moeten wij dollars verdienen of verkrijgen om onze belasting te betalen. En zoals je nu begrijpt, werkt dat precies zo in elk huishouden dat zijn eigen coupons uitgeeft. De coupons die de kinderen nodig hebben om aan hun betalingsverplichtingen te voldoen, moeten van de ouders komen.

En zoals eerder gesteld: overheidsuitgaven zijn operationeel gezien nooit beperkt door inkomsten (zoals belastingen of leningen). Ja, er kunnen “zelfopgelegde” beperkingen zijn door het Congres, maar dat is een heel ander verhaal. Denk aan regels over het schuldenplafond, overboekingsregels voor het ministerie van Financiën, of restricties op het aankopen van staatsobligaties door de Federal Reserve. Al deze beperkingen zijn ingesteld door een Congres dat het monetaire systeem niet begrijpt. En binnen onze huidige monetaire structuur werken al deze zelfopgelegde beperkingen contraproductief als het gaat om het dienen van het algemeen belang. Ze creëren slechts onnodige blokkades in het monetaire systeem die er anders niet zouden zijn en veroorzaken van tijd tot tijd problemen die anders niet zouden ontstaan. Het waren zelfs sommige van deze zelf opgelegde blokkades die hebben bijgedragen aan het overslaan van de laatste financiële crisis naar de reële economie, en zo aan de recessie.

Het feit dat overheidsuitgaven niet operationeel worden beperkt door inkomsten, betekent dat er geen “insolventierisico” is. Met andere woorden, de federale overheid kan altijd in haar eigen munt alle betalingen verrichten, ongeacht hoe groot het tekort is of hoe weinig belastingen er worden geheven.

Maar dat betekent NIET dat de overheid zonder gevolgen ongelimiteerd kan uitgeven. Overbesteding kan de prijzen opdrijven en inflatie veroorzaken.

Wat het wél betekent, is dat er géén insolventierisico is. Dat wil zeggen: de federale overheid kan niet failliet gaan. En het idee dat de overheid “door haar geld heen kan raken,” zoals president Obama herhaaldelijk verkeerd heeft verklaard, is simpelweg onjuist.⁵ Evenmin, zoals Obama ook zei, zijn overheidsuitgaven beperkt tot wat de overheid kan lenen.

Dus de volgende keer dat iemand vraagt: “Waar moet het geld voor de Social Security vandaan komen?”, kun je gerust antwoorden: “Dat is gewoon een kwestie van data-invoer. Het komt van dezelfde plek als je score bij de bowlingbaan.”

Nog anders gezegd: cheques van de Amerikaanse overheid worden nooit geweigerd, tenzij de overheid ervoor kiest haar eigen cheques te weigeren.

Cheques van de federale overheid worden nooit geweigerd.

Een paar jaar geleden gaf ik tijdens een economische conferentie in Australië een lezing met de titel “Cheques van de overheid worden nooit geweigerd”. In het publiek zat de onderzoeksdirecteur van de Australische centrale bank (Reserve Bank of Australia), David Gruen. Het was een en al spanning. Ik had al jaren voor deze groep academici gesproken en had de meesten er nog niet van kunnen overtuigen dat de solvabiliteit van de overheid geen probleem was. Ze begonnen altijd met het bekende refrein: “Wat Amerikanen niet begrijpen, is dat het anders is voor een kleine, open economie zoals Australië dan voor de Verenigde Staten.” Er leek geen manier te zijn om hun duidelijk te maken dat dit, in elk geval op dit punt, er helemaal niet toe doet. Een spreadsheet is een spreadsheet. Alleen professor Bill Mitchell en een paar van zijn collega’s leken hiervoor geen mentale blokkade te hebben, terwijl de rest zich zorgen maakte over wat er zou gebeuren als de markten zich tegen Australië zouden keren en het land daardoor het begrotingstekort niet meer zou kunnen “financieren.”

Dus begon ik mijn lezing over hoe cheques van de Amerikaanse overheid nooit worden geweigerd. Na een paar minuten stak David zijn hand op en zei, op toon van zekerheid, een stelling die elke enigszins gevorderde economiestudent bekend is: “Als de rente op de schuld hoger is dan de groeivoet van het BBP, dan is de overheidsschuld onhoudbaar.” Dit werd niet als vraag gesteld, maar als feit geponeerd.

Ik antwoordde: “Ik ben iemand van de operationele kant, David. Dus vertel me: wat bedoel je precies met ‘onhoudbaar’? Bedoel je dat als de rente heel hoog is, en de staatsschuld over 20 jaar groot genoeg is, de overheid dan haar rentebetalingen niet meer kan doen? En dat als ze dan een cheque uitschrijft aan een gepensioneerde, die cheque wordt geweigerd?”

David werd heel stil, duidelijk in gedachten verzonken. “Weet je,” zei hij uiteindelijk als poging tot grapje, “toen ik hier naartoe kwam, had ik niet gedacht dat ik zou moeten nadenken over hoe de cheque-afhandeling van de centrale bank werkt.” Maar niemand in de zaal lachte. Iedereen was volledig gefocust op wat zijn antwoord zou zijn. Het was een beslissend moment over deze kwestie. Uiteindelijk zei David: “Nee, we zullen de cheque accepteren, maar het zal inflatie veroorzaken en de munt zal in waarde dalen. Dat is wat mensen bedoelen met onhoudbaar.”

Doodse stilte in de zaal. Het lange debat was voorbij. Solvabiliteit is geen probleem, zelfs niet voor een kleine, open economie. Bill en ik verwierven meteen meer aanzien, dat zich zoals gebruikelijk uitte in de vorm van: “ja, natuurlijk, dat zeiden we altijd al” van de voormalige sceptici.

Ik vervolgde tegen David: “Ik denk dat de meeste gepensioneerden zich zorgen maken of het geld er zal zijn wanneer zij met pensioen gaan, en of de Australische overheid hen dan kan

betalen.” Waarop David antwoordde: “Nee, ik denk dat ze zich zorgen maken over inflatie en de waarde van de Australische dollar.” Toen mengde professor Martin Watts, hoofd van de Economische Faculteit van de Universiteit van Newcastle, zich in het gesprek: “Welnee, David, dat is onzin!” En David gaf nadenkend toe: “Ja, je hebt waarschijnlijk gelijk.”

Dus, wat werd er die dag feitelijk bevestigd voor de aanwezige academici in Sydney? Regeringen die hun eigen valuta gebruiken, kunnen uitgeven wat ze willen, wanneer ze willen, net zoals een voetbalstadion op elk moment punten op het scorebord kan zetten. De gevolgen van overbesteding kunnen inflatie zijn of een waardedaling van de munt, maar nooit geweigerde cheques.

Feit is: begrotingstekorten kunnen er nooit toe leiden dat een overheid een betaling, hoe groot ook, niet kan doen. Er is geen solvabiliteitsprobleem. Er bestaat simpelweg niet zoiets als “door het geld heen raken”, wanneer uitgaven niets meer zijn dan het verhogen van cijfers op bankrekeningen bij haar eigen centrale bank.

Ja, huishoudens, bedrijven en zelfs deelstaten moeten dollars op hun bankrekeningen hebben staan als ze een cheque uitschrijven, anders worden die geweigerd. Dat komt omdat de dollars die zij uitgeven zijn gecreëerd door iemand anders - de federale overheid - en huishoudens, bedrijven en staten niet degene zijn die zede score bijhouden.

Waarom de federale overheid belasting heft

Maar waarom heft de federale overheid dan belasting, als ze feitelijk niets krijgt om uit te geven en ook niets hoeft te verkrijgen om uit te geven? (Hint: om dezelfde reden dat ouders hun kinderen verplichten elke week 10 coupons te betalen, terwijl ze die coupons zelf helemaal niet nodig hebben.)

Er is een zeer goede reden waarom belasting wordt geheven: belastingen creëren een voortdurende behoefte aan dollars in de economie, en dus een voortdurende noodzaak voor mensen om hun goederen, diensten en arbeid te verkopen om aan dollars te komen. Dankzij die belastingverplichting kan de overheid goederen en diensten kopen met wat anders waardeloze dollars zouden zijn, omdat mensen die dollars nodig hebben om hun belastingen te betalen. Net zoals de couponbelasting de kinderen motiveert om klusjes te doen om de benodigde coupons te verdienen. Denk aan een onroerendgoedbelasting. (Je bent nog niet toe aan het nadenken over inkomstenbelasting, dat komt op hetzelfde neer maar is veel indirecter en complexer.) Je moet de onroerendgoedbelasting in dollars betalen, of je verliest je huis. Het is net zoals bij de kinderen: zij moeten 10 coupons bemachtigen of de gevolgen onder ogen zien. Dus word je gemotiveerd om dingen te verkopen - goederen, diensten, je arbeid - om aan de dollars te komen die je nodig hebt. Net zoals de kinderen gemotiveerd zijn om klusjes te doen om hun coupons te verdienen.

Tot slot moeten we het verband leggen tussen het feit dat sommige mensen dollars nodig hebben om belastingen te betalen, en dat uiteindelijk iedereen dollars wil en gebruikt voor bijna al zijn koop- en verkooptransacties. Om dat te doen, keren we terug naar het voorbeeld van een nieuw land met een nieuwe munteenheid, laten we die “de kroon” noemen, waarin de overheid een onroerendgoedbelasting invoert. Stel dat de overheid die belasting instelt om een leger op te richten, en banen aanbiedt aan soldaten die in “kronen” worden betaald. Plotseling hebben veel mensen die land bezitten kronen nodig, maar willen ze die niet rechtstreeks van de overheid verkrijgen door het leger in te gaan. Dus beginnen ze hun goederen en diensten aan te bieden in ruil voor de kronen die ze nodig hebben, hopen om zo hun belastingen te kunnen betalen zonder het leger in te gaan. Andere mensen zien op hun beurt van alles te koop wat ze graag willen hebben: kippen, graan, kleding en allerlei diensten zoals kappersbeurten, medische zorg en meer. De verkopers van deze goederen en diensten willen kronen ontvangen om niet in het leger te hoeven. Het feit dat al deze dingen nu te koop worden aangeboden in ruil voor kronen zorgt ervoor dat weer anderen wél het leger ingaan om zo aan het geld te komen dat ze nodig hebben om die goederen en diensten te kopen.

In feite zullen de prijzen zich aanpassen totdat het leger voldoende soldaten heeft kunnen aantrekken als de overheid wenst. Want zolang dat niet gebeurt, heeft de overheid nog niet genoeg kronen uitgegeven om de belastingplichtigen in staat te stellen al hun belastingen te betalen. Degenen die kronen nodig hebben maar niet in dienst willen, zullen dan de prijzen van hun goederen en diensten zover verlagen als nodig is om ze verkocht te krijgen, of ze gooien de handdoek in de ring en gaan alsnog het leger in.

Het volgende is niet zomaar een theoretisch concept. Het is exact wat er in Afrika gebeurde in de 19e eeuw, toen de Britten daar kolonies oprichtten om gewassen te verbouwen. De Britten boden de lokale bevolking banen aan, maar niemand was geïnteresseerd in het verdienen van Britse munten. Dus legden de Britten een “hutbelasting” op alle woningen, uitsluitend betaalbaar in Britse munten. Plotseling werd het gebied “gemonetariseerd”, want iedereen had nu Britse munten nodig, en de lokale bevolking begon goederen te verkopen, evenals hun arbeid, om aan de benodigde munten te komen. De Britten konden hen vervolgens inhuren en betalen in Britse munten om de velden te bewerken en gewassen te verbouwen.

Dit is precies wat de ouders deden om arbeidsuren van hun kinderen te verkrijgen om klusjes gedaan te krijgen. En dat is precies hoe zogenaamde “niet-converteerbare valuta” werken (er zijn geen goudstandaarden meer, en slechts enkele vaste wisselkoersen zijn overgebleven), zoals de Amerikaanse dollar, de Japanse yen en het Britse pond.

Nu zijn we klaar om de rol van belastingen vanuit een ander perspectief te bekijken, namelijk dat van de hedendaagse economie, met gebruikmaking van de economische terminologie. Een geschoold econoom zou vandaag de dag zeggen dat belastingen dienen om de totale vraag te verminderen. Waarbij ‘totale vraag’ in feite hetzelfde betekent als koopkracht.

De overheid heft belastingen en neemt ons geld af met één enkel doel: zodat wij minder te besteden hebben, waardoor de munt schaarser en dus waardevoller wordt. Dat geld afnemen kun je ook zien als het creëren van ruimte voor de overheid om te besteden zonder dat dit tot inflatie leidt. Stel je de economie voor als één groot warenhuis, gevuld met alle goederen en diensten die we jaarlijks produceren en te koop aanbieden. In principe verdienen we allemaal tezamen genoeg aan lonen en winsten om alles in dat warenhuis te kunnen kopen, gesteld dat al het verdiende geld en alle winsten daadwerkelijk worden uitgegeven. (En als we via leningen extra besteden, kunnen we zelfs meer kopen dan er in het warenhuis beschikbaar is.) Maar zodra een deel van ons geld naar belastingen gaat, houden we onvoldoende koopkracht over om alles te kopen wat te koop staat. Zo ontstaat er ruimte voor de overheid om naar eigen inzicht te spenderen, zodat het totaal van de uitgaven door overheid en burgers samen niet hoger uitkomt dan de waarde van wat in het warenhuis te koop is.

Echter, wanneer de overheid te veel belasting heft, in verhouding tot haar uitgave, is de totale besteding onvoldoende om ervoor te zorgen dat werkelijk alles in het warenhuis wordt verkocht. Als bedrijven niet alles kunnen verkopen wat ze produceren, raken mensen hun baan kwijt en hebben zij nog minder te besteden, waardoor er nóg minder wordt verkocht. Vervolgens verliezen opnieuw meer mensen hun werk, en raakt de economie in een neerwaartse spiraal die we een recessie noemen.

Het is belangrijk om te beseffen dat het publieke doel van al dit overheidsoptreden is om te zorgen voor een goed functionerende publieke infrastructuur. Daaronder vallen onder meer het leger, het rechtssysteem, de wetgevende en de uitvoerende macht. Met andere woorden, er zijn heel wat taken waarvan zelfs de meest conservatieve kiezers vinden dat de overheid ze moet uitvoeren.

Daarom bekijk ik het als volgt: als we uitgaan van het 'juiste' niveau van overheidsuitgaven, dat wil zeggen, wat nodig is om het land zo te laten functioneren als gewenst, hoe hoog moeten de belastingen dan zijn? De reden dat ik er zo naar kijk is omdat het 'juiste niveau van overheidsuitgaven' een economische en politieke beslissing is die in wezen niets te maken heeft met de overheidsfinanciën. De echte 'kosten' van overheidsuitgaven zijn de feitelijke goederen en diensten die de overheid consumeert, alle arbeidsuren, brandstof, elektriciteit, staal, koolstofvezel, harde schijven, enzovoort, die anders beschikbaar zouden zijn voor particuliere activiteiten. Wanneer de overheid deze echte middelen voor zichzelf gebruikt, blijven er minder middelen over voor de particuliere sector. Zo is de daadwerkelijke prijs van een leger van 'juiste omvang', met voldoende soldaten voor defensie, dat er minder werknemers overblijven voor de particuliere productie van voedsel, auto's, medische zorg, administratieve diensten, handel in aandelen en onroerend goed, schilderwerk, tuinonderhoud, enzovoort.

Dus mijns inziens bepalen we eerst hoe groot de overheid moet zijn om te voldoen aan het 'juiste' niveau van publieke infrastructuur, op basis van het reële nut en de reële kosten en niet op basis van 'financiële' overwegingen. Het monetaire systeem is dan het instrument dat we gebruiken om onze reële economische en politieke doelen te bereiken, en niet de bron van informatie over die doelen. Als we eenmaal hebben vastgesteld hoe groot de overheid moet zijn en wat daarvoor nodig is aan uitgaven, passen we de belastingen zo aan dat iedereen de benodigde koopkracht houdt om te kopen wat er in het 'warenhuis' te koop blijft nadat de overheid haar inkopen heeft gedaan. In het algemeen verwacht ik dat de totale belastinginkomsten aanzienlijk lager zijn dan de overheidsuitgaven, zoals al eerder uitgelegd en later in dit boek verder toegelicht. Sterker nog, een begrotingstekort van rond de vijf procent van het bruto binnenlands product (bbp) kan de norm zijn, wat in de huidige economie neerkomt op circa 750 miljard dollar per jaar. Maar dat getal op zichzelf is verder niet economisch relevant en kan afhankelijk van de omstandigheden veel hoger of lager uitvallen. Waar het om draait is dat het doel van belastingen is om de economie in balans te houden, niet te heet, niet te koud. En de overheidsuitgaven worden bepaald op basis van het gewenste omvang en bereik van de overheid.

Dat betekent dat we de overheid niet in omvang moeten laten toenemen om een dip in de economie op te vangen. We dienen al op de juiste overheidsomvang te zitten en die niet steeds te hoeven vergroten bij een economische terugval. Hoewel meer overheidsuitgaven tijdens een recessie de tekortschietende bestedingen cijfermatig weliswaar oplossen en de recessie beëindigen, is dat mijns inziens een stuk minder wenselijk dan hetzelfde te bereiken met gerichte belastingverlagingen van voldoende omvang om de particuliere bestedingen weer op het gewenste peil te krijgen.

Nog erger is het als de omvang van de overheid wordt vergroot simpelweg omdat er een begrotingsoverschot is. Ook hier zeggen de overheidsfinanciën niets over hoe groot de overheid zou moeten zijn; die beslissing staat geheel los van de financiën. De juiste mate van overheidsuitgaven heeft niets te maken met belastinginkomsten of met de mogelijkheid tot lenen, want beide zijn slechts middelen om beleid t.b.v. het publiek belang te realiseren, niet redenen om uitgaven te doen of te laten, en zeker geen bron van geld die nodig is voor feitelijke uitgaven.

Later in dit boek kom ik nog terug op welk type overheid ik voor me zie, maar wees gerust: mijn visie is die van een veel kleinere en efficiënte overheid, gefocust op de kern van fundamenteel publiek belang. Gelukkig zijn er direct toepasbare en uitermate verstandige manieren om dat te regelen. We kunnen de prikkels zo instellen dat marktkrachten met de juiste sturing meer publieke baten opleveren en er minder regelgeving nodig is. Dat leidt tot een overheid en samenleving waar de rest van de wereld jaloers op zal zijn. Het zal een overheid zijn die onze Amerikaanse waarden belichaamt, zoals het belonen van hard werken en innovatie, het bevorderen van gelijke kansen, eerlijke uitkomsten en handhaafbare wetten en regels die we met oprechte trots kunnen respecteren.

Maar ik dwaal af. Terugkomend op de vraag hoe hoog de belastingen moeten zijn, bedenk dat als de overheid simpelweg zou proberen te kopen wat zij wil zonder tegelijk onze koopkracht te verminderen, er in feite geen belastingen zouden zijn, dan zou er 'te veel geld op te weinig goederen' jagen, wat tot inflatie leidt. Sterker nog, zonder belastingen zou er aanvankelijk zelfs niets te koop worden aangeboden in ruil voor overheidsgeld, zoals eerder besproken.

Om te voorkomen dat overheidsuitgaven op die manier inflatie veroorzaken, moet de overheid dus een deel van onze koopkracht wegnemen via belastingen, niet om daadwerkelijk iets te betalen, maar zodat haar uitgaven géén inflatie veroorzaken. Een econoom zou het als volgt zeggen: belastingen zijn er om de totale vraag te reguleren, niet om daadwerkelijk inkomsten te genereren voor de overheid. Met andere woorden, de overheid heft belastingen en neemt geld van ons af om inflatie te voorkomen, niet om geld te verzamelen voor haar uitgaven.

Nogmaals: Belastingen reguleren de economie en zijn niet bedoeld om geld voor de overheid beschikbaar te maken.

En, opnieuw: de overheid heeft noch dollars, noch geen dollars, ze verandert slechts de cijfers op onze bankrekeningen omhoog als ze uitgeeft en omlaag als ze belastingen int. Dit gebeurt, als het goed is, om de economie t.b.v. het publiek belang te reguleren. Maar zolang de overheid blijft geloven in die eerste van de zeven dodelijke onschuldige misvattingen, namelijk dat ze geld nodig heeft uit belastingen of via schuld om te kunnen uitgeven, zal ze beleid blijven steunen dat productie en werkgelegenheid afremt en voorkomt dat we de beschikbare economische mogelijkheden realiseren.

Dodelijke onschuldige misvatting #2:

Via begrotingstekorten laten we onze schuldenlast na aan onze kinderen.

Feit:

Gezamenlijk, in reële termen, is zo'n last onmogelijk. Of er nu schulden zijn of niet, onze kinderen zullen kunnen consumeren wat ze kunnen produceren.

Deze dodelijke onschuldige misvatting is vaak het eerste antwoord dat mensen geven op wat zij zien als het grootste probleem van begrotingstekorten. Lenen betekent immers dat we vandaag uitgeven en pas later betalen. Of, zoals je vaak hoort of leest in de media:

“Hogere tekorten vandaag betekenen morgen hogere belastingen.”

En later betalen betekent dat het reële welvaartsniveau en algemeen welzijn van onze kinderen in de toekomst beperkt zal worden door onze huidige begrotingstekorten.

Economen noemen dit het ‘intergenerationele’ schuldenvraagstuk. Aangenomen wordt dat als de federale overheid een tekort heeft, de lasten van de huidige uitgaven op een of andere manier door toekomstige generaties moeten worden gedragen.

En de cijfers zijn duizelingwekkend!

Maar gelukkig, net als alle zeven dodelijke onschuldige misvattingen, is het eenvoudig en op een begrijpelijke manier te weerleggen. In werkelijkheid is het idee dat onze kinderen in de toekomst per se verstoken zouden zijn van echte goederen en diensten door de zogenaamde nationale schuld ronduit absurd.

Hier volgt een voorbeeld dat het punt illustreert. Jaren geleden kwam ik de voormalige senator en gouverneur van Connecticut, Lowell Weicker, en zijn vrouw Claudia tegen op een aanlegsteiger in St. Croix. Ik vroeg gouverneur Weicker wat er mis is met het begrotingsbeleid van de VS. Hij antwoordde dat we moeten ophouden met het opstapelen van tekorten en dat we onze kinderen straks niet moeten opzadelen met die last t.b.v. de uitgaven van vandaag.

Daarop stelde ik hem de volgende vragen, om hopelijk het verborgen gebrek in zijn redenering bloot te leggen: “Als onze kinderen over twintig jaar jaarlijks 15 miljoen auto's bouwen, moeten zij die auto's dan terug in de tijd naar 2008 sturen om hun schuld af te betalen? Sturen wij vandaag eigenlijk nog steeds echte goederen en diensten terug naar 1945 om de resterende schuld van de Tweede Wereldoorlog af te betalen?”

En heden, nu ik meedoe aan de verkiezingen voor de Amerikaanse Senaat in Connecticut, is er niets veranderd. De andere kandidaten blijven benadrukken dat we lenen van landen als

China om onze huidige uitgaven te betalen en dat we de rekening doorschuiven naar onze kinderen en kleinkinderen.

Maar we weten allemaal dat we geen echte goederen en diensten terugsturen in de tijd om de tekorten van de federale overheid af te lossen, en dat onze kinderen dat evenmin zullen hoeven doen.

Noch is er een reden waarom overheidsuitgaven uit het verleden onze kinderen zouden verhinderen om gewoon te werken en alle goederen en diensten te produceren die ze in staat zijn te produceren. Net als nu zal ook in de toekomst iedereen die leeft in staat zijn te werken, te produceren en de opbrengst daarvan te consumeren, ongeacht het aantal uitstaande Amerikaanse staatsobligaties. Het is ronduit onmogelijk om de productie van dit jaar af te staan aan het verleden en terug te sturen naar voorgaande generaties. Onze kinderen zullen ons voor wat wij hen nalaten niet kunnen en hoeven terugbetalen, zelfs als ze dat al zouden willen.

Ook is het financieren van begrotingstekorten volstrekt geen punt van betekenis. Wanneer de overheid uitgeeft, verhoogt zij gewoon de cijfers op onze bankrekeningen. Alle commerciële banken waar wij bankieren, hebben rekeningen bij de centrale bank, die reserverekeningen worden genoemd. Buitenlandse overheden hebben ook rekeningen bij de centrale bank. Die reserverekeningen zijn net als gewone betaalrekeningen bij een commerciële bank.

Als de overheid uitgeeft zonder belasting te heffen, verhoogt zij simpelweg het saldo op de betreffende betaalrekening (reserverekening) bij de centrale bank. Dat betekent dat als de overheid je bijvoorbeeld een uitkering van 2.000 dollar betaalt, zij het saldo op de betaalrekening van jouw bank bij de centrale bank verhoogt met 2.000 dollar, wat automatisch ook het saldo op jouw rekening bij jouw bank met 2.000 dollar verhoogt.

Verder is het belangrijk om te weten wat een Amerikaans staatsobligatie eigenlijk is. Een Amerikaanse staatsobligatie is in feite niet meer dan een spaarrekening bij de centrale bank. Wanneer je een staatsobligatie koopt, stuur je je dollars naar de centrale bank en vervolgens krijg je die na verloop van tijd, plus rente, weer terug. Precies hetzelfde geldt voor elke spaarrekening bij welke bank dan ook: je stort dollars en krijgt die op termijn, met rente, weer terug. Stel dat je bank besluit voor 2.000 dollar aan staatsobligaties te kopen. Om die obligaties te betalen, vermindert de centrale bank het saldo in de betaalrekening van je bank bij de centrale bank met 2.000 dollar en verhoogt zij het saldo van de spaarrekening van jouw bank bij de centrale bank met 2.000 dollar. (Ik noem staatsobligaties 'spaarrekeningen' wat ze in essentie zijn.)

Met andere woorden, als de Amerikaanse overheid geld 'leent', doet ze niets anders dan geld van betaalrekeningen bij de centrale bank verplaatsen naar spaarrekeningen

(staatsobligaties) bij de centrale bank. In feite is de volledige staatsschuld van 13 biljoen dollar niet meer dan het totale spaarsaldo van de economie bij de centrale bank.

En wat gebeurt er als die staatsobligaties aflopen en die 'schuld' afgelost moet worden? Precies: je raadde het al, de centrale bank boekt het dollarsaldo van de spaarrekeningen (staatsobligaties) bij de centrale bank gewoon terug naar de betreffende betaalrekeningen (reserve-rekeningen) bij de centrale bank. Dit is overigens niets nieuws. Het gebeurt al zeer lange tijd precies zo en vrijwel niemand beseft hoe eenvoudig het systeem is en dat het nooit een probleem zal vormen.

Belastingen en overheidsuitgaven beïnvloeden wel de verdeling

Verdeling draait om wie over de geproduceerde goederen en diensten beschikt. Dit is waar politici zich in feite mee bezighouden bij elke wet die wordt aangenomen; ze herverdelen reële goederen en diensten bij wet, ten goede of ten kwade. En de kans op een goede uitkomst neemt aanzienlijk af als ze de Zeven Dodelijk Onschuldige Misvattingen niet begrijpen. Elk jaar bijvoorbeeld debatteert het Congres over het belastingbeleid, altijd met het oog op de verdeling van inkomsten en uitgaven. Veel politici willen belasting heffen bij degenen “die het het beste kunnen dragen” en de overheidsuitgaven richten op de mensen “die het nodig hebben”. Ook bepalen ze hoe rente, vermogenswinsten, erfenissen, enzovoort worden belast, net zoals inkomen wordt belast. Dit alles zijn verdelingsvraagstukken.

Voorts bepaalt het Congres wie de overheid aanneemt of ontslaat, van wie zij goederen en diensten koopt, en wie wordt betaald. Ook maakt het Congres wetten die directe invloed hebben op allerlei aspecten van prijzen en inkomens.

Buitenlanders die Amerikaanse dollars bezitten, lopen daarbij een bijzonder risico. Zij verdienen die dollars door ons reële goederen en diensten te leveren, maar zij hebben geen enkele garantie dat zij daar in de toekomst nog reële goederen en diensten van ons voor terug kunnen kopen. De prijzen kunnen namelijk stijgen (inflatie), en de Amerikaanse overheid kan allerlei belastingen invoeren op alles wat buitenlanders bij ons willen kopen, wat hun koopkracht beperkt.

Denk aan al die auto's die Japan jaren geleden voor minder dan 2.000 dollar per stuk naar ons exporteerde. Zij hebben die dollars jarenlang aangehouden op hun spaarrekeningen bij de Fed (ze bezitten Amerikaanse staatsobligaties), en als ze die dollars nu willen uitgeven, moeten ze waarschijnlijk meer dan 20.000 dollar per auto betalen om auto's van ons te kopen. Wat kunnen ze tegen die hogere prijzen doen? De manager bellen en klagen? Ze hebben miljoenen uitstekende auto's aan ons verkocht in ruil voor een creditsaldo in de boeken van de Amerikaanse centrale bank, dat alleen kan worden besteed aan wat wij hen toestaan te kopen. En kijk wat er onlangs gebeurde, de Amerikaanse centrale bank verlaagde de rente, waardoor de renteopbrengsten van Japan op hun Amerikaanse staatsobligaties daalden. (Dit onderwerp komt later terug bij een volgende onschuldige misvatting.)

Het is allemaal volkomen legaal en business as usual, want elk jaar wordt de productie 'verdeeld' tussen de levenden. Geen enkel deel van de werkelijke productie wordt 'weggegooid' vanwege uitstaande schulden, hoe groot die ook zijn. Ook verlaagt uitstaande schuld de productie en werkgelegenheid niet. Behalve wanneer slecht geïnformeerde beleidsmakers besluiten maatregelen te nemen om tekorten tegen te gaan die de productie en werkgelegenheid juist wél verminderen. Helaas is dat nu het geval, en dat maakt dit tot een dodelijke onschuldige misvatting.

Vandaag (15 april 2010) is het duidelijk dat het Congres ons via belastingen meer koopkracht afneemt dan nodig is om ruimte te maken voor de eigen uitgaven. Zelfs nadat wij hebben besteed wat wij willen en de overheid al haar enorme uitgaven heeft gedaan, blijft er nog veel onverkocht in het grote warenhuis dat we de economie noemen.

Hoe weten we dat? Heel eenvoudig! Tel het aantal werkzoekenden. Kijk naar de enorme hoeveelheid ongebruikte productiecapaciteit in de economie. Kijk naar wat de centrale bank de 'productiekloof' noemt, het verschil tussen wat we bij volledige werkgelegenheid zouden kunnen produceren en wat we nu daadwerkelijk produceren. Dat verschil is gigantisch.

Natuurlijk is er een recordtekort en staatsschuld, wat, zoals je nu weet, betekent dat we tezamen dat bedrag aan spaartegoeden bij de centrale bank hebben in de vorm van staatsobligaties. Overigens is het cumulatieve Amerikaanse begrotingstekort, gecorrigeerd voor de omvang van de economie, nog steeds veel lager dan dat van Japan, veel lager dan dat van de meeste Europese landen en vele malen lager dan de tekorten tijdens de Tweede Wereldoorlog waarmee we uit de Depressie zijn gekomen (zonder schuldenlast als gevolg).

Als je tot dit punt in dit boek bent gekomen, weet je waarschijnlijk al waarom de omvang van het tekort geen financieel probleem is. Hopelijk weet je nu dat belastingen bedoeld zijn om de economie te reguleren en niet om inkomsten te vergaren, zoals het Congres denkt. Wanneer ik naar de huidige economie kijk, is het overduidelijk dat het probleem is dat mensen te weinig geld hebben om uit te geven. Niets wijst erop dat mensen te veel bestedingsruimte hebben en aan het overbesteden zijn. Wie zou het daar niet mee eens zijn?

De werkloosheid is verdubbeld en het bbp ligt meer dan 10% lager dan waar het zou staan als het Congres ons niet zou overladen met belastingen en ons zoveel bestedingsruimte zou afpakken.

Als we onder ons potentieel werken, oftewel onder volledige werkgelegenheid, ontnemen we onze kinderen de reële goederen en diensten die we namens hen zouden kunnen produceren. Ook wanneer we onze steun aan het hoger onderwijs verminderen, ontnemen we onze kinderen de kennis die ze nodig hebben om in de toekomst het beste uit zichzelf te halen. Op dezelfde manier ontnemen we onze kinderen door bezuinigingen op basaal onderzoek en ruimtevaart de vruchten van dat werk, die in plaats daarvan verloren gaan aan werkloosheid.

Dus ja, de levenden mogen de productie van dit jaar consumeren en zij mogen ook beslissen een deel van de productie te gebruiken als 'investeringsgoederen en -diensten', wat de toekomstige productie zou moeten vergroten. En ja, het Congres heeft een grote invloed op wie de productie van dit jaar consumeert. Mogelijke verdelingsproblemen als gevolg van eerdere federale tekorten kunnen door het Congres eenvoudig worden aangepakt en de verdeling kan wettelijk naar hun wens worden aangepast.

Dus hoe betalen we China terug?

Wie zich daar zorgen over maakt, begrijpt niet hoe het stelsel operationeel functioneert. Anders zou men zich realiseren dat deze vraag helemaal niet relevant is. Wat men niet inziet, is dat zowel dollars als Amerikaans schatkistpapier (staatsobligaties) niets anders zijn dan 'rekeningen', oftewel cijfers die de overheid zelf op haar eigen boeken bijwerkt.

Dus laten we beginnen met hoe de situatie met China nu is ontstaan. Alles begon ermee dat China ons goederen wilde verkopen, en wij die wilden kopen. Bijvoorbeeld: stel dat het Amerikaanse leger 1 miljard dollar aan uniformen van China wil kopen, en China die hoeveelheid uniformen graag tegen die prijs wil verkopen. Dus koopt het Amerikaanse leger 1 miljard aan uniformen van China. Belangrijk is: beide partijen zijn tevreden. Er is geen 'onevenwicht'. China heeft liever 1 miljard Amerikaanse dollars dan de uniformen, anders hadden ze niet verkocht, en het Amerikaanse leger heeft liever de uniformen dan het geld, anders hadden ze niet gekocht. Alles gebeurt vrijwillig en in Amerikaanse dollars. Maar terug naar de kern: hoe wordt China betaald?

China heeft een reserverekening bij de Federale Reserve Bank. Dat is in feite niets anders dan een betaalrekening. Het is de Federale Reserve Bank dus ze noemen het een reserverekening in plaats van een betaalrekening. Om China te betalen, verhoogt de Fed het tegoed op China's betaalrekening bij de Fed met 1 miljard dollar. Dat gebeurt simpelweg door het saldo met dat bedrag te verhogen. Die cijfers komen nergens vandaan, net zomin als de cijfers op een scorebord ergens vandaan komen. China heeft vervolgens een aantal opties. Ze kan het miljard gewoon laten staan op de betaalrekening bij de Fed, of er Amerikaanse staatsobligaties voor kopen.

Nogmaals, om kort samen te vatten: een Amerikaanse staatsobligatie is simpelweg een cheque naam voor een spaarrekening bij de Fed. De koper geeft geld aan de Fed en krijgt het later, met rente, terug. Dat is precies wat een spaarrekening is, je geeft een bank geld en je krijgt het later, met rente, terug.

Stel, China koopt een eenjarige staatsobligatie. Alles wat er gebeurt, is dat de Fed 1 miljard dollar afschrijft van China's betaalrekening bij de Fed en 1 miljard dollar bijschrijft op China's spaarrekening bij de Fed. En zodra na een jaar China's staatsobligatie afloopt, haalt

de Fed dat bedrag (plus rente) weer van China's spaarrekening bij de Fed en boekt het bij op China's betaalrekening bij de Fed.

Op dit moment bezit China ongeveer 2 biljoen dollar aan Amerikaanse staatsobligaties. Wat doen we als die aflopen en we China moeten terugbetalen? We halen die dollars uit hun spaarrekening bij de Fed en zetten ze over naar hun betaalrekening bij de Fed, en wachten tot China beslist wat het daarna eventueel met dat geld wil doen.

Dat gebeurt bij elke Amerikaanse overheidsschuld die afloopt, en dat gebeurt voortdurend. De Fed boekt dollars over van spaarrekeningen naar betaalrekeningen in haar boekhouding. Kopen mensen staatsobligaties, dan verschuift de Fed dollars van hun betaalrekening naar hun spaarrekening. Waar is dan al die ophef over?

Het is gewoon een tragisch misverstand.

China weet dat wij hen niet nodig hebben voor het 'financieren van onze tekorten' en houdt ons voor de gek. En dat geldt tegenwoordig ook voor Geithner, Clinton, Obama, Summers en de rest van de regering, alsook voor het Congres en de media.

Laat me dit nu op een meer technische manier beschrijven, voor degenen die daarin geïnteresseerd zijn. Wanneer een lang of kortlopende staatsobligatie wordt gekocht door bijvoorbeeld een bank, maakt de overheid twee boekingen in haar spreadsheet, dat we het 'monetaire systeem' noemen. Eerst debiteert (verlaagt) ze het saldo van de reserverekening (betaalrekening) van de koper bij de Fed. Vervolgens crediteert (verhoogt) ze het saldo van de effectenrekening (spaarrekening) van de koper bij de Fed. Net als eerder verandert de overheid dus simpelweg de cijfers in haar eigen spreadsheet, het ene cijfer gaat omlaag, het andere omhoog. En wanneer de gevreesde dag aanbreekt, en de staatsobligaties die China bezit aflopen en moeten worden terugbetaald, verandert de Fed opnieuw slechts twee cijfers in haar eigen spreadsheet. De Fed debiteert (verlaagt) het saldo van China's effectenrekening bij de Fed en crediteert (verhoogt) het saldo van China's reserverekening (betaalrekening) bij de Fed. Dat is alles, schuld afgelost!

China heeft nu haar geld terug. Het heeft een (zeer groot) saldo in Amerikaanse dollars op haar betaalrekening bij de Fed. Als China iets anders wil - auto's, boten, onroerend goed, andere valuta - moet het die kopen tegen marktprijzen van een bereidwillige verkoper die in ruil daarvoor dollartegoeden wil ontvangen. En als China iets koopt, zal de Fed dat bedrag van China's betaalrekening afschrijven en toevoegen aan de betaalrekening van degene van wie China het heeft gekocht.

Merk ook op dat 'China terugbetalen' China's vermelde vermogen in Amerikaanse dollars niet verandert. Ze hebben gewoon dollars op een betaalrekening in plaats van staatsobligaties (spaarrekening) van gelijke waarde. En als ze liever meer staatsobligaties willen, is dat geen probleem, de Fed verplaatst hun dollars dan van de betaalrekening naar de spaarrekening door simpelweg de cijfers aan te passen.

Het afbetalen van de gehele Amerikaanse staatsschuld is slechts een kwestie van het wegschrijven van de waarde van de aflopende obligaties van de ene rekening bij de Fed en het bijboeken van die waarde op een andere rekening bij de Fed. Deze overboekingen hebben geen betekenis voor de reële economie en veroorzaken niet de gevreesde financiële stress die gangbare economen, politici, zakenmensen en de media voorspellen.

Nogmaals: om de staatsschuld af te lossen verandert de overheid twee posten in haar eigen spreadsheet, een cijfer dat staat voor de hoeveelheid obligaties in bezit van de particuliere sector gaat omlaag en een ander cijfer dat staat voor de hoeveel Amerikaanse dollars dat wordt aangehouden op reserverekeningen bij de Fed gaat omhoog. Dat is alles. Schuld afgelost. Alle schuldeisers hebben hun geld terug. Wat is het probleem?

En wat gebeurt er als China weigert onze schuld te kopen tegen de huidige lage rente die ze ontvangen? De rentes moeten dan omhoog om ervoor te zorgen dat ze de staatsobligaties alsnog kopen, toch? Fout!

Ze kunnen het geld laten staan op hun betaalrekening. Voor een overheid die haar monetaire systeem begrijpt, heeft dat geen gevolgen. De fondsen worden niet gebruikt voor bestedingen, zoals eerder beschreven. Er zijn geen negatieve gevolgen als het geld op een betaalrekening bij de Fed staat in plaats van op een spaarrekening.

Wat als China zegt: ‘Wij willen geen betaalrekening meer bij de Fed. Betaal ons in goud of op een andere manier!’ Dat is simpelweg geen optie binnen ons huidige ‘fiat-valutasysteem’⁶, zoals ze ook wisten toen ze uniformen aan het Amerikaanse leger verkochten en het geld op hun betaalrekening bij de Fed werd gezet. Als ze iets anders willen dan dollars, zullen ze het moeten kopen van een bereidwillige verkoper, net als wij doen als we onze dollars uitgeven.

Op een dag zullen onze kinderen de cijfers in hun spreadsheet met evenveel gemak aanpassen als wij en onze ouders deden, maar hopelijk met een beter begrip! Maar voorlopig blijft de dodelijk onschuldige misvatting dat we de staatsschuld aan onze kinderen doorgeven, het beleidsproces bepalen, en verhindert het ons de productie en werkgelegenheid te optimaliseren.

De verloren productie en het afgenomen menselijk kapitaal is de werkelijke prijs die wij en onze kinderen nu betalen. Dit beperkt zowel het heden als de toekomst. We moeten het doen met minder dan wat we eigenlijk kunnen produceren en houden zo hoge werkloosheid in stand (met alle bijbehorende criminaliteit, gezinsproblemen en medische problemen), terwijl onze kinderen worden beroofd van de echte investeringen die namens hen zouden zijn gedaan, als we wisten hoe we ons menselijk kapitaal volledig konden benutten en productief konden houden.

Dodelijke onschuldige misvatting #3:

Begrotingstekorten van de federale overheid onttrekken spaartegoeden aan de economie.

Feit:

Begrotingstekorten VERHOGEN onze spaartegoeden.

Lawrence Summers

Enkele jaren geleden had ik een bespreking met senator Tom Daschle en toenmalig adjunct-staatssecretaris van Financiën Lawrence Summers. Ik had mijn dodelijk onschuldige misvattingen besproken met de senator, en uitgelegd hoe nadelig ze waren voor het welzijn van degenen die op hem stemden. Dus zette hij een ontmoeting op met de adjunct-staatssecretaris van Financiën, die ook voormalig Harvard-econoom is en twee ooms heeft die Nobelprijzen in de economie hebben gewonnen, om zijn reactie te krijgen en hopelijk te bevestigen wat ik zei.

Ik begon met een vraag: "Larry, wat is er mis met het begrotingstekort?" Hij antwoordde: "Het neemt spaartegoeden weg die voor investeringen gebruikt hadden kunnen worden." Ik sprak hem tegen: "Nee, dat doet het niet, het enige dat staatsobligaties doen is operationele zaken bij de Fed compenseren. Het heeft niets met sparen en investeren te maken." Waarop hij antwoordde: "Nou, ik begrijp reserveboekhouding niet echt, dus ik kan het op dat niveau niet bespreken."

Senator Daschle keek hier met ongeloof naar. Deze Harvard-econoom, adjunct-staatssecretaris van Financiën Lawrence Summers, begreep reserveboekhouding niet? Triest maar waar.

Dus bracht ik de volgende twintig minuten door met het stap voor stap uitleggen van de "paradox van spaarzaamheid" (meer details later over deze onschuldige misvatting #6), wat hij uiteindelijk enigszins begreep toen hij als reactie zei: "...dus we hebben meer investeringen nodig die zich zullen vertalen in besparingen?" Ik antwoordde vriendelijk met "ja". En na deze eerstejaars economieles aan de goede Harvard professor te hebben gegeven beëindigde ik het gesprek. De volgende dag zag ik hem op een podium met de Concord Coalition - een bende begrotingsfanaten - praten over het enorme gevaar van het begrotingstekort.

Deze derde dodelijke onschuldige fraude leeft en bloeit op de allerhoogste niveaus. Dit is hoe het daadwerkelijk werkt, en het kan niet eenvoudiger: Ieder U.S.-dollar begrotingstekort is precies GELIJK aan de totale netto toename in de spaartegoeden (U.S.-dollar financiële activa) van de rest van ons - bedrijven en huishoudens, ingezetenen en niet-ingezetenen - wat de "niet-overheidssector" wordt genoemd. Met andere woorden, begrotingstekorten zijn

gelijk aan de verhoogde "monetaire spaartegoeden" van de rest van ons, tot op de cent nauwkeurig.

Eenvoudig gezegd, begrotingstekorten verhogen onze spaartegoeden (tot op de cent nauwkeurig). Dit is een boekhoudkundig feit, geen theorie of filosofie. Er bestaat geen discussie. Het is eenvoudig boekhouden van onze nationale inkomensrekening. Bijvoorbeeld, als het begrotingstekort vorig jaar \$1 biljoen was, betekent dit dat de netto toename van financiële spaartegoeden voor iedereen tezamen exact, tot op de cent, \$1 biljoen was. (Voor degenen die economie hebben gestudeerd, u weet misschien dat netto spaartegoeden van financiële activa worden aangehouden als een combinatie van werkelijk contant geld, schatkistpapier en bankdeposito's bij de Federal Reserve.) Dit is Economie 101 en eerstejaars bankieren voor beginners. Het is onbetwistbaar. Het is een boekhoudkundige identiteit. Toch wordt het continu verkeerd voorgesteld, zelfs op het hoogste politieke niveau. Ze hebben het gewoon fout.

Vraag het aan iemand bij het CBO (Congressional Budget Office), zoals ik heb gedaan, en ze zullen je vertellen dat ze het "kasboek kloppend moeten maken" en moeten zorgen dat het begrotingstekort gelijk is aan onze nieuwe spaartegoeden, anders zouden ze over moeten werken om hun boekhoudkundige fout te vinden.

Zoals eerder gezegd, is het gewoon een verzameling van invoeren op de spreadsheet van de overheid. Wanneer de accountants de rekening genaamd "overheid" debiteren (aftrekken van) wanneer de overheid uitgeeft, crediteren (toevoegen aan) ze ook de rekeningen van degenen die die gelden ontvangen. Wanneer de overheidsrekening daalt, stijgt een andere rekening met exact hetzelfde bedrag.

Hier is een voorbeeld van hoe operationele begrotingstekorten bijdragen aan onze spaartegoeden. Het ontkracht ook meteen een nieuwe absurde uitleg van deze onschuldige misvatting dat onlangs opdook: "Een begrotingstekort betekent dat de overheid leent van de ene persoon en het geeft aan een ander, dus er wordt niets nieuws toegevoegd - het is alleen een verschuiving van geld van de ene persoon naar de andere." Met andere woorden, ze zeggen dat begrotingstekorten onze spaartegoeden niet vergroten, maar slechts verschuiven. Dit is volkomen fout! Laten we eens kijken hoe tekorten wel degelijk bijdragen aan spaartegoeden in plaats van slechts te verschuiven:

1. Begin met de verkoop van \$100 miljard aan staatsobligaties door de overheid. (Deze verkoop is vrijwillig, wat betekent dat de koper het papier wil kopen. Kennelijk gelooft hij dat hij er beter aan doet het te kopen dan het niet te kopen. Niemand wordt ooit gedwongen staatsobligaties te kopen. Ze worden geveild aan de hoogste bidder die de laagste rente wil accepteren.)
2. Wanneer de kopers van deze staatsobligaties ervoor betalen, worden de betaalrekeningen bij de Fed met \$100 miljard verlaagd voor het realiseren van de

betaling. Met andere woorden, geld op de betaalrekening bij de Fed wordt omgezet in nieuwe staatsobligaties, wat in feite spaarrekeningen bij de Fed zijn. Tot zover blijven de spaartegoeden van de private sector ongewijzigd. De kopers hebben nu hun nieuwe staatsobligaties als spaartegoed in plaats van het geld dat op hun betaalrekening stond.

3. Nu geeft de overheid na de verkoop van de nieuwe staatsobligaties \$100 miljard uit aan zaken waaraan ze doorgaans geld besteedt.
4. Deze uitgaven voegen \$100 miljard toe aan de betaalrekeningen van de ontvangers.
5. De niet-overheidssector heeft nu haar \$100 miljard terug op haar betaalrekeningen EN bezit \$100 miljard aan nieuwe staatsobligaties.

Kortom: het begrotingstekort van \$100 miljard voegde direct \$100 miljard toe aan de spaartegoeden van de niet-overheidssector (niet-overheid betekent iedereen behalve de overheid) in de vorm van nieuwe staatsobligaties.

De spaartegoeden van de koper van de staatsobligaties veranderden van geld op zijn betaalrekening in staatsobligaties (spaarrekening). Toen de overheid vervolgens \$100 miljard uitgaf na de verkoop, zagen de ontvangers van die uitgave hun betaalrekening met dat bedrag toenemen.

Dus, om terug te komen op het originele punt, begrotingstekorten verschuiven niet slechts financiële activa (U.S.-dollars en staatsobligaties). In plaats daarvan voegt een begrotingstekort nu juist precies datzelfde bedrag toe aan de financiële spaartegoeden van de niet-overheidssector. En evenzo onttrekt een begrotingsoverschot datzelfde bedrag aan onze spaartegoeden. En de media, politici en zelfs topeconomen hebben dit allemaal precies VERKEERD OM!

In juli 1999 stonden er twee koppen op de voorpagina van de Wall Street Journal. Links stond een kop die president Clinton en het recordoverschot van de federale overheid prees, en uitlegde hoe goed het begrotingsbeleid werkte. Rechts stond een kop waarin werd gesteld dat Amerikanen niet genoeg spaarden en dat we harder moesten werken om meer te sparen. Enkele pagina's verderop was er een grafiek met één lijn die liet zien dat het overschot omhoog ging, en een andere lijn die liet zien dat de spaartegoeden omlaag gingen. Ze waren bijna identiek, maar in tegengestelde richting, en lieten duidelijk zien dat de stijging van het overheidsoverschot ongeveer gelijk was aan de daling van de private spaartegoeden.

Er kan geen begrotingsoverschot zijn als de private spaartegoeden stijgen (inclusief spaartegoeden van niet-ingezetenen in Amerikaanse financiële activa). Dat bestaat niet, en toch had geen enkele mainstream econoom of overheidsfunctionaris het begrepen.

Al Gore

Begin 2000 zat ik in een privéwoning in Boca Raton, Florida, naast toenmalig presidentskandidaat Al Gore tijdens een fondsenwervingsdiner om het economische beleid te bespreken. Het eerste wat hij vroeg, was hoe ik dacht dat de volgende president het verwachte overschot van 5,6 biljoen dollar moest besteden dat werd voorspeld voor de komende tien jaar. Ik legde uit dat er geen overschot van 5,6 biljoen dollar zou komen, omdat dat een daling van 5,6 biljoen dollar in de spaartegoeden van de niet-overheidssector zou betekenen, wat een belachelijke gedachte was. Op dat moment had de private sector niet eens zoveel spaartegoeden om door de overheid te worden belast, en het recente overschot van enkele honderden miljarden dollars had al meer dan genoeg particuliere spaartegoeden weggenomen om de Clinton-boom te veranderen in de naderende inzinking.

Ik wees kandidaat Gore erop dat de laatste zes periodes van overheidsoverschotten in onze meer dan tweehonderdjarige geschiedenis werden gevolgd door de enige zes depressies in onze geschiedenis. Ook merkte ik op dat de komende inzinking het gevolg zou zijn van het toestaan van een begrotingsoverschot en het wegnemen van onze spaartegoeden, wat zou leiden tot een recessie die pas zou eindigen wanneer het tekort groot genoeg zou zijn om ons verloren inkomen en spaartegoeden terug te brengen en de totale vraag te leveren die nodig is om de productie en werkgelegenheid te herstellen. Ik stelde voor dat het voorspelde overschot van 5,6 biljoen dollar waarschijnlijk eerder een tekort van 5,6 biljoen dollar zou zijn, omdat de normale wens tot sparen waarschijnlijk gemiddeld 5% van het bbp zou bedragen in die periode.

Dat is ongeveer wat er gebeurde. De economie viel uiteen, en president Bush draaide het tij tijdelijk om met zijn massieve tekortbesteding in 2003. Maar daarna, voordat we genoeg tekortbesteding hadden gehad om de financiële activa die verloren waren gegaan in de Clinton-overschotjaren te vervangen (een begrotingsoverschot verlaagt precies dezelfde hoeveelheid spaartegoeden van de rest van ons), lieten we het tekort opnieuw te klein worden. En nadat de door subprime-schulden gedreven bubbel barstte, vielen we opnieuw uiteen door een tekort dat gezien de omstandigheden veel te klein was en nog steeds is.

Bij het huidige niveau van overheidsbesteding worden we te zwaar belast en hebben we niet genoeg netto-inkomen om te kopen wat te koop is in die grote winkel die we de economie noemen.

Al was een goede leerling, ging alle details na en was het ermee eens dat het logisch was en inderdaad zou kunnen gebeuren. Maar hij zei dat hij “het niet zo kon zeggen.” Ik zei dat ik de politieke realiteit begreep, terwijl hij opstond en zijn toespraak gaf over hoe hij de komende overschotten ging besteden.

Robert Rubin

Tien jaar geleden, rond het jaar 2000, net voordat alles instortte, bevond ik me op een exclusieve klantbijeenkomst van Citibank met Robert Rubin, voormalig minister van Financiën onder president Clinton, en ongeveer 20 Citibank-klanten. Rubin gaf zijn kijk op de economie en merkte op dat de lage spaarquote mogelijk een probleem zou worden. Met nog maar een paar minuten te gaan, zei ik dat ik het eens was dat de lage spaarquote een probleem was en voegde toe: "Bob, realiseert iemand in Washington zich dat het begrotingsoverschot de spaartegoeden van de niet-overheidssector verlaagt?" Hij antwoordde: "Nee, het overschot verhoogt de spaartegoeden. Wanneer de overheid een overschot heeft, koopt ze overheidsobligaties op de markt, en dat verhoogt de spaartegoeden en investeringen." Daarop reageerde ik: "Nee, wanneer we een overschot hebben, moeten wij onze obligaties verkopen aan de Fed (c.q. onze spaarrekeningen bij de Fed verzilveren) om aan het geld te komen waarmee we onze belastingen kunnen betalen, en onze netto financiële activa en spaartegoeden dalen met hetzelfde bedrag als het overheidsoverschot." Rubin zei: "Nee, ik denk dat je het mis hebt." Ik liet het daarbij en de bijeenkomst was voorbij. Mijn vraag was beantwoord. Als hij niet begreep dat overheidsoverschotten spaartegoeden wegnemen, dan deed niemand in de regering Clinton dat. En kort daarna stortte de economie in.

Toen het spaarrapport van januari 2009 werd uitgebracht en de pers meldde dat de stijging van de spaartegoeden tot 5% van het bbp de hoogste was sinds 1995, lieten ze na te vermelden dat het huidige begrotingstekort inmiddels ook boven de 5% van het bbp was gestegen, wat toevallig ook de hoogste waarde sinds 1995 was.

Blijkbaar beseft de mainstream nog niet dat begrotingstekorten spaartegoeden verhogen. En als Al Gore dat wel beseft, zegt hij niets. Dus let dit jaar op hoe het begrotingstekort stijgt en tegelijkertijd ook de spaartegoeden toenemen. Nogmaals, de enige bron van "netto \$U.S.-dollar monetaire spaartegoeden" (financiële activa) voor de gecombineerde niet-overheidssector (zowel ingezetenen als niet-ingezetenen) is het tekort van de Amerikaanse overheid.

Maar kijk hoe dezelfde mensen die willen dat wij meer sparen, tegelijkertijd vinden dat we "begrotingsevenwicht" moeten bereiken door onze spaartegoeden weg te nemen, hetzij via bezuinigingen of belastingverhogingen. Ze praten allemaal met een dubbele tong. Ze maken deel uit van het probleem, niet van de oplossing. En ze bevinden zich op het allerhoogste niveau.

Behalve één.

Professor Wynne Godley

Professor Wynne Godley, gepensioneerd hoofd van de afdeling economie aan Cambridge University en inmiddels ruim tachtig jaar oud, stond bekend als de meest succesvolle

voorspeller van de Britse economie gedurende meerdere decennia. Hij deed dit allemaal met zijn ‘sectoranalyse’, waarbij centraal stond dat het begrotingstekort gelijk is aan de spaartegoeden in financiële activa van alle andere sectoren samen. Ondanks het succes van zijn voorspellingen, de ijzersterke onderbouwing door pure boekhoudkundige feiten en het gewicht van zijn positie (wat tot op de dag van vandaag voortduurt), heeft hij de mainstream nog niet kunnen overtuigen van de juistheid van zijn inzichten.

Dus nu weten we:

- Begrotingstekorten zijn niet zo verschrikkelijk slecht als de mainstream ervan maakt. Ja, tekorten zijn wel degelijk van belang. Overmatige uitgaven kunnen inflatie veroorzaken. Maar de overheid zal niet failliet gaan.
- Begrotingstekorten vormen geen last voor onze kinderen.
- Begrotingstekorten verplaatsen geld niet slechts van de ene persoon naar de andere.
- Begrotingstekorten verhogen onze spaartegoeden.

Wat is dan de rol van tekorten in overheidsbeleid? Heel eenvoudig: telkens wanneer de uitgaven onvoldoende zijn om onze productie en werkgelegenheid in stand te houden, wanneer wij niet genoeg koopkracht hebben om te kopen wat er te koop is in die grote winkel die wij de economie noemen, kan de overheid ingrijpen om ervoor te zorgen dat onze eigen productie wordt verkocht door ofwel de belastingen te verlagen, ofwel de overheidsuitgaven te verhogen.

Belastingen hebben als functie onze koopkracht en de economie in het algemeen te reguleren. Als het “juiste” niveau van belasting dat nodig is om productie en werkgelegenheid op peil te houden aanzienlijk lager blijkt dan de overheidsuitgaven, dan is het resulterende begrotingstekort niets om bang voor te zijn op het gebied van solvabiliteit, duurzaamheid of de toekomst van onze kinderen.

Als mensen willen werken en geld willen verdienen, maar het niet willen uitgeven, prima! De overheid kan de belastingen blijven verlagen totdat we wél willen besteden en onze eigen productie kopen, en/of die productie zelf opkopen (door bijvoorbeeld opdrachten te verlenen voor infrastructuurherstel, nationale veiligheid, medisch onderzoek, enzovoort). De keuzes zijn politiek. De juiste omvang van het tekort is dat wat ons brengt waar we willen zijn qua productie en werkgelegenheid, en qua omvang van de overheid, ongeacht hoe groot of klein dat tekort is.

Waar het om gaat, is de reële, in output en werkgelegenheid uitgedrukte, omvang van het tekort, een boekhoudkundig gegeven. In de jaren veertig noemde de econoom Abba Lerner dit “Functional Finance,” en schreef er een boek over met dezelfde titel (dat nog altijd zeer relevant is).

Dodelijke onschuldige misvatting #4:

Social Security* is kapot

Feit:

Federale overheidscheques worden nooit geweigerd.

Als er één ding is waar alle leden van het Congres in geloven, dan is het dat Social Security kapot is. Obama, toen nog president-elect, zei: "het geld zal er niet zijn", president Bush gebruikte het woord "faillissement" vier keer op één dag, en senator McCain beweert vaak dat Social Security kapot is. Ze hebben het allemaal fout.

Zoals we al hebben besproken, heeft de overheid nooit wel of geen eigen geld. Ze geeft geld uit door cijfers te veranderen op onze bankrekeningen. Dit geldt ook voor Social Security. Er is geen operationele beperking op de mogelijkheid van de overheid om alle Social Security-betalingen tijdig te doen. Het maakt niet uit wat de cijfers zijn op de Social Security Trust Fund-rekening, want het trustfonds is niets meer dan boekhouding, net als alle rekeningen bij de Fed.

Wanneer het tijd is om Social Security-betalingen te doen, hoeft de overheid alleen maar cijfers te verhogen op de rekeningen van de begunstigden, en vervolgens cijfers te verlagen op de trustfondsrekeningen om bij te houden wat ze heeft gedaan. Als daardoor het trustfondssaldo negatief wordt, dan zij het zo. Het weerspiegelt tenslotte slechts de verhoogde cijfers in de vorm van betalingen aan de begunstigden.

Een van de grote discussies in Washington gaat over privatisering van Social Security. Zoals je inmiddels waarschijnlijk vermoedt, slaat die hele discussie nergens op, dus ik begin daarmee en ga dan verder.

Wat wordt bedoeld met privatisering van Social Security, en wat heeft dat voor effect op de economie en op jou als individu?

Het idee van privatisering is dat:

1. Social Security-belastingen en -uitkeringen worden verlaagd.
2. Het bedrag van de belastingverlaging wordt gebruikt om bepaalde aandelen te kopen.
3. Omdat de overheid hierdoor minder aan belastingen int, zal het begrotingstekort hoger zijn, en moet de overheid dus meer staatsobligaties verkopen om "het allemaal te kunnen betalen" (zoals ze zeggen).

* Social Security: het Amerikaanse pensioen- en invaliditeitsverzekeringsprogramma (OASDI), gefinancierd via FICA-loonheffingen met een trustfonds.

Begrepen? In simpelere woorden:

- Er wordt elke week minder van je loon ingehouden voor Social Security.
- Je kunt het geld dat ze niet meer van je inhouden gebruiken om aandelen te kopen.
- Later als je met pensioen gaat, krijg je iets minder aan Social Security-uitkeringen.
- Je bezit aandelen die hopelijk meer waard worden dan de Social Security-uitkeringen die je hebt ingeleverd.

Vanuit individueel perspectief lijkt het een interessante ruil. De aandelen die je koopt hoeven op de lange termijn slechts bescheiden te stijgen om je uiteindelijk een behoorlijke voorsprong te geven.

Voorstanders van dit plan zeggen: ja, het is een relatief grote eenmalige verhoging van het tekort, maar de besparingen op Social Security-uitkeringen op lange termijn maken dat goed, en de investeringen in de aandelenmarkt zullen de economie helpen groeien en bloeien.

Tegenstanders zeggen dat de aandelenmarkt te riskant is voor dit soort zaken en wijzen op de grote daling in 2008 als voorbeeld. En als mensen verlies lijden op de beurs, zal de overheid gedwongen zijn de Social Security-pensioenuitkeringen te verhogen om gepensioneerden uit armoede te houden. Dus tenzij we een hoog percentage van onze gepensioneerden onder de armoedegrens willen riskeren, neemt de overheid alle risico's voor haar rekening.

Ze hebben het allebei vreselijk mis. (Wie had dat gedacht?!)

De grote fout in deze gangbare discussie is wat men de zogenaamde "drogreden van de samenstelling" noemt. Het typische schoolvoorbeeld hiervan is het voetbalstadion, waar je beter kunt zien als je gaat staan, en men daaruit concludeert dat iedereen beter zou zien als iedereen ging staan. Fout! Als iedereen gaat staan, ziet niemand beter en zijn allen slechter af. Men kijkt hier uitsluitend op microniveau, dat van de individuele deelnemers aan Social Security, in plaats van op macroniveau, dat van de bevolking als geheel.

Om te begrijpen wat er fundamenteel mis is op macroniveau (het grote geheel, top-down), moet je eerst begrijpen dat deelnemen aan Social Security functioneel hetzelfde is als een overheidsobligatie kopen. Laat het me uitleggen. Bij het huidige Social Security-programma geef je de overheid nu je dollars, en geeft zij je later dollars terug. Dit is precies wat er gebeurt als je een staatsobligatie koopt (of je geld op een spaarrekening zet). Je geeft de overheid nu je dollars en je krijgt later dollars terug plus eventuele rente. Ja, het ene kan een betere investering blijken met een hoger rendement, maar afgezien van het rendement zijn ze in wezen hetzelfde. (Nu je dit weet, loop je ver voor op het Congres, trouwens.)

Steve Moore

Nu ben je klaar om te lezen over het gesprek dat ik enkele jaren geleden had met Steve Moore, destijds hoofdeconoom bij het Cato Institute, tegenwoordig vaste gast bij CNBC en al lange tijd voorstander van privatisering van Social Security. Steve kwam naar Florida om over Social Security te spreken op een van mijn conferenties. Hij gaf een presentatie waarin hij betoogde dat het beter zou zijn om geld in de aandelenmarkt te beleggen in plaats van Social Security-afdrachten te betalen, met als argument dat mensen er op de lange termijn, bij pensionering, beter van zouden worden. Ook stelde hij dat een eenmalige verhoging van het begrotingstekort zowel de moeite waard was als waarschijnlijk zou worden “terugverdiend” door de daaropvolgende economische expansie, omdat al dat geld voor aandelen de economie zou laten groeien en bloeien.

Op dat moment opende ik de vraag-en-antwoordsessie.

Warren: "Steve, geld nu aan de overheid geven in de vorm van Social Security-belastingen en het later terugkrijgen, is functioneel hetzelfde als het kopen van een staatsobligatie, waarbij je de overheid nu geld geeft en zij het later aan je terugbetaalt. Het enige verschil is het rendement dat gepensioneerden ontvangen."

Steve: "Oké, maar met staatsobligaties krijg je een hoger rendement dan met Social Security, waar je slechts 2% rente ontvangt. Social Security is een slechte investering voor individuen."

Warren: "Oké, daar kom ik later op terug, maar laat me eerst verdergaan. Onder jouw privatiseringsvoorstel zou de overheid de Social Security-afdrachten verlagen en zouden werknemers dat geld in de aandelenmarkt beleggen."

Steve: "Ja, ongeveer 100 dollar per maand, en alleen in goedgekeurde, kwalitatief hoogwaardige aandelen."

Warren: "Oké, en het Amerikaanse ministerie van Financiën (U.S. Treasury) zou extra staatsobligaties moeten uitgeven en verkopen om de lagere inkomsten te compenseren."

Steve: "Ja, en op de lange termijn zouden ook de Social Security-uitkeringen lager worden."

Warren: "Goed. Dus om mijn redenering voort te zetten: de werknemers die aandelen kopen, kopen die van iemand anders, dus de aandelen wisselen alleen van eigenaar. Er komt geen nieuw geld in de economie."

Steve: "Dat klopt."

Warren: “En de mensen die die aandelen verkopen, beschikken nu over contanten, die worden gebruikt om de nieuw uitgegeven staatsobligaties te kopen.”

Steve: “Ja, zo kun je het bekijken.”

Warren: “Dus wat er feitelijk is gebeurd, is dat werknemers stoppen met betalen aan Social Security, waarover we het eens zijn dat het functioneel hetzelfde is als het kopen van een staatsobligatie, en in plaats daarvan aandelen kopen. Andere mensen verkopen hun aandelen en kopen de nieuw uitgegeven staatsobligaties. Vanuit macro-economisch perspectief is er dus alleen sprake van een eigendomsoverdracht van aandelen en obligaties. Het totale aantal uitstaande aandelen en obligaties, als je Social Security als een vorm van obligatie meetelt, blijft ongeveer gelijk. Dat betekent dat dit geen effect heeft op de economie als geheel, noch op de totale spaartegoeden, en niets doet behalve transactiekosten genereren.”

Steve: “Ja, ik denk dat je het zo kunt zien, maar ik zie het als privatisering, en ik geloof dat mensen hun geld beter kunnen beleggen dan de overheid.”

Warren: “Oké, maar je bent het ermee eens dat de hoeveelheid aandelen in handen van het publiek niet is veranderd, en dat dit voorstel dus niets verandert voor de economie als geheel.”

Steve: “Maar het verandert wel iets voor de deelnemers aan Social Security.”

Warren: “Ja, met exact de tegengestelde verandering voor anderen. En dit punt is niet besproken door het Congres of door mainstream economen? Het lijkt erop dat je meer een ideologische voorkeur hebt voor de retoriek van privatisering dan voor de feitelijke kern van het voorstel.”

Steve: “Ik vind het aantrekkelijk omdat ik geloof in privatisering. Ik geloof dat je je geld beter kunt beleggen dan de overheid.”

Daarmee laat ik Steve hier het laatste woord hebben. Het voorstel verandert op geen enkele manier het aantal uitstaande aandelen, noch welke aandelen het Amerikaanse publiek voor beleggingsdoeleinden aanhoudt. Op macroniveau is er dus geen sprake van dat de natie “beter kan beleggen dan de overheid.” En Steve weet dat ook, maar dat doet er niet toe, hij blijft hetzelfde onlogische verhaal verkopen, terwijl hij weet dat het onlogisch is. En hij krijgt daarvoor geen kritiek van de media, behalve de misplaatste discussie over de vraag of aandelen een betere investering zijn dan Social Security, of de obligaties die de overheid moet verkopen spaartegoeden wegnemen die anders voor investeringen gebruikt zouden kunnen worden, of de overheid haar solvabiliteit in gevaar brengt door nog dieper in de schulden te gaan, en al die andere onzin die wij onschuldige misvattingen noemen.

Helaas stapelen deze dodelijke onschuldige misvattingen zich voortdurend op en vertroebelen zij elke kans op een legitieme analyse.

En het wordt nog erger. Het zogenoemde ‘intergenerationele’ verhaal gaat ongeveer als volgt verder: “Het probleem is dat er over dertig jaar veel meer gepensioneerden zullen zijn en verhoudingsgewijs veel minder werkenden (wat waar is) en dat het Social Security-trustfonds zonder geld zal komen te zitten (alsof een getal in een trustfonds een daadwerkelijke beperking vormt voor het vermogen van de overheid om geld uit te geven, onzinnig, maar zij geloven het). Dus om het probleem op te lossen, moeten we een manier vinden om gepensioneerden voldoende geld te geven om te kunnen betalen voor de goederen en diensten die zij nodig zullen hebben.” Met deze laatste uitspraak gaat het volledig mis. Men gaat ervan uit dat het echte probleem van minder werkenden en meer gepensioneerden, ook wel bekend als de “afhankelijkheidsratio”, kan worden opgelost door ervoor te zorgen dat gepensioneerden over voldoende geld beschikken om te kopen wat zij nodig hebben. Laten we het zo bekijken. Over vijftig jaar, wanneer er nog één persoon werkt en driehonderd miljoen mensen met pensioen zijn, ik overdrijf om het punt duidelijk te maken, zal die ene persoon het behoorlijk druk hebben, want hij zal moeten zorgen voor al het voedsel, alle gebouwen moeten bouwen en onderhouden, de was moeten doen, in alle medische behoeften moeten voorzien, televisieprogramma’s produceren, enzovoort, enzovoort. Wat wij dan moeten doen, is ervoor zorgen dat die driehonderd miljoen gepensioneerden voldoende geld hebben om hem te betalen??? Dat denk ik niet. Dit probleem gaat overduidelijk niet over geld.

Wat we moeten doen, is ervoor zorgen dat die ene werkende persoon slim genoeg is, productief genoeg is en beschikt over voldoende kapitaalgoederen en software om dit allemaal voor elkaar te krijgen, want anders hebben die gepensioneerden een ernstig probleem, ongeacht hoeveel geld zij misschien hebben. Het echte probleem is dus dat, als de overblijvende werkenden niet voldoende productief zijn, er een algemene schaarste aan goederen en diensten zal ontstaan. Meer “geld om uit te geven” zal dan alleen de prijzen opdrijven en niet op een of andere manier meer goederen en diensten creëren. Het gangbare verhaal ontspooit verder naarmate het doorgaat: “Daarom moet de overheid vandaag de uitgaven verlagen of de belastingen verhogen om fondsen te reserveren voor de uitgaven van morgen.” Inmiddels vertrouw ik erop dat je weet hoe belachelijk dit is, en hoe duidelijk het is dat de dodelijke onschuldige misvattingen hard aan het werk zijn om ons welzijn en de levensstandaard van de volgende generatie te ondermijnen.

We weten dat onze overheid noch dollars heeft, noch geen dollars heeft. Zij geeft uit door cijfers op onze bankrekeningen te verhogen en belast door cijfers op onze bankrekeningen te verlagen. En het verhogen van belastingen dient om onze koopkracht te verlagen, niet om de overheid iets te geven om uit te geven. Dat is acceptabel als de uitgaven te hoog zijn en de economie “oververhit” raakt, als we te veel koopkracht hebben voor wat er te koop is in het grote warenhuis dat we de economie noemen. Maar als dat niet het geval is, en de uitgaven juist ver achterblijven bij wat nodig is om bij volledige werkgelegenheid alles wat te koop

wordt aangeboden af te nemen, dan maken hogere belastingen en het wegnemen van koopkracht de situatie alleen maar erger.

En het verhaal wordt nóg erger. Elke mainstream econoom zal toegeven dat er vrijwel niets is aan reële goederen die we vandaag kunnen produceren en die over vijftig jaar nog nuttig zullen zijn. Vervolgens zeggen zij dat het enige wat we voor onze nakomelingen zo ver in de toekomst kunnen doen, is ons best doen om ervoor te zorgen dat zij beschikken over de kennis en technologie om aan hun toekomstige behoeften te voldoen. De ironie is dat wij, om op de een of andere manier publieke middelen “te sparen” voor de toekomst, vandaag de uitgaven verlagen, wat niets anders doet dan onze economie terugwerpen en de groei van productie en werkgelegenheid doen stagneren. En erger nog, de grote teleurstelling is dat het eerste waarop onze dwalende leiders bezuinigen, het onderwijs is, precies datgene waarvan de mainstream het erover eens is dat het enige is wat onze kinderen over vijftig jaar daadwerkelijk helpt.

Als onze beleidsmakers ooit werkelijk zouden begrijpen hoe het monetaire systeem functioneert, zouden zij inzien dat het vraagstuk draait om sociale rechtvaardigheid en mogelijk inflatie, maar nooit om de solvabiliteit van de overheid. Zij zouden beseffen dat, als zij willen dat gepensioneerden op enig moment meer inkomen hebben, het eenvoudigweg een kwestie is van het verhogen van de uitkeringen, en dat de echte vraag is welk niveau van reëel middelenverbruik wij aan onze gepensioneerden willen toekennen. Hoeveel voedsel willen we aan hen toewijzen? Hoeveel huisvesting? Kleding? Elektriciteit? Benzine? Medische zorg? Dat zijn de echte vragen. En ja, meer van die goederen en diensten voor gepensioneerden betekent minder voor ons. Dat is de werkelijke prijs voor ons, niet de feitelijke betalingen, die niets meer zijn dan cijfers op bankrekeningen.

En als onze leiders werkelijk begaan waren met de toekomst, zouden zij het onderwijs ondersteunen dat zij daarvoor het meest waardevol achten. Zij begrijpen het monetaire systeem echter niet, en zullen het pas “op de juiste manier” zien wanneer zij het wel begrijpen.

Ondertussen blijft de dodelijke onschuldige misvatting rond Social Security haar tol eisen, zowel van ons huidige welzijn als van dat in de toekomst.

Dodelijke onschuldige misvatting #5:

Het handelstekort is een onhoudbare onevenwichtigheid die banen en productie kost.

Feiten:

Importen zijn reële baten en exporten zijn reële kosten. Handelstekorten verhogen rechtstreeks onze levensstandaard. Banen gaan verloren omdat de belastingen te hoog zijn bij een gegeven niveau van overheidsuitgaven, niet door importen.

Inmiddels vermoed je misschien dat de mainstream het ook hier opnieuw volledig omgekeerd ziet, inclusief het handelsvraagstuk. Om het handelsvraagstuk goed te begrijpen, moet je dit altijd onthouden: in de economie is het beter om te ontvangen dan om te geven. Daarom, zoals al in het eerste jaar economie wordt onderwezen:

Importen zijn reële baten. Exporten zijn reële kosten.

Met andere woorden, werken om reële goederen en diensten te produceren die je exporteert zodat iemand anders ze kan consumeren, levert je economisch helemaal niets op, tenzij je in ruil daarvoor ook de reële goederen en diensten kunt importeren en consumeren die anderen produceren. Nog korter gezegd: *de reële rijkdom van een natie bestaat uit alles wat zij produceert plus alles wat zij importeert, minus wat zij moet exporteren.*

Een handelstekort verhoogt in feite onze reële levensstandaard. Hoe zou het anders kunnen zijn? Dus hoe groter het handelstekort, hoe beter. Mainstream-economen, politici en de media hebben het handelsvraagstuk volledig verkeerd begrepen. Treurig, maar waar.

Om dit punt verder te verduidelijken: stel dat generaal MacArthur na de Tweede Wereldoorlog had verklaard dat Japan, omdat het de oorlog had verloren, verplicht zou worden om de Verenigde Staten jaarlijks twee miljoen auto's te sturen en daar niets voor terug te krijgen. Het resultaat zou een enorme internationale verontwaardiging zijn geweest over Amerikaanse uitbuiting van verslagen vijanden. Men zou ons hebben beschuldigd van het herhalen van de nasleep van de Eerste Wereldoorlog, waarin de geallieerden herstelbetalingen van Duitsland eisten die vermoedelijk zo hoog en uitbuitend waren dat zij tot de Tweede Wereldoorlog leidden. Welnu, MacArthur heeft dat niet bevolen, en toch stuurt Japan ons al meer dan zestig jaar feitelijk ongeveer twee miljoen auto's per jaar, terwijl wij hen weinig tot niets terugsturen. En, verrassend genoeg, zij denken dat dit betekent dat zij de "handelsoorlog" winnen, en wij denken dat wij die verliezen. Wij hebben de auto's, en zij hebben het bankafschrift van de Fed waarop staat op welke rekening hun dollars zich bevinden.

Hetzelfde geldt voor China, zij denken dat zij winnen omdat zij onze winkels vullen met hun producten en daar niets voor terugkrijgen, behalve dat bankafschrift van de Fed. En onze leiders zijn het daarmee eens en denken dat wij verliezen. Dit is waanzin op grote schaal.

Kijk nu met frisse ogen naar de krantenkoppen en commentaren die we dagelijks zien en horen:

- De VS “lijden” onder een handelstekort.
- Het handelstekort is een onhoudbare “onevenwichtigheid”.
- De VS verliezen banen aan China.
- Als een dronken zeeman leent de VS in het buitenland om haar uitgavenpatroon te financieren, waarbij de rekening wordt doorgeschoven naar onze kinderen en onze nationale spaartegoeden worden uitgehold.

Ik heb het allemaal gehoord, en het is allemaal complete onzin. Wij profiteren ENORM van het handelstekort. De rest van de wereld stuurt ons honderden miljarden dollars aan reële goederen en diensten méér dan wat wij naar hen sturen. Zij mogen produceren en exporteren, en wij mogen importeren en consumeren. Is dit een onhoudbare onevenwichtigheid die we moeten “repareren”? Waarom zouden we die willen beëindigen? Zolang zij ons goederen en diensten willen sturen zonder daar goederen en diensten voor terug te eisen, waarom zouden wij die dan niet aannemen? Daar is geen enkele reden voor. Het feit dat een enorm reëel voordeel is verworpen tot een nachtmerrie van binnenlandse werkloosheid, komt uitsluitend voort uit het totale onbegrip van onze leiders van het monetaire systeem.

Herinner je uit de eerdere onschuldige misvattingen dat de VS ALTIJD de binnenlandse productie kan ondersteunen en volledige werkgelegenheid kan handhaven met begrotingsbeleid (belastingverlagingen en/of overheidsuitgaven), zelfs wanneer China of een ander land besluit ons reële goederen en diensten te sturen die onze binnenlandse productie voor datzelfde werk verdringen. Het enige wat we hoeven te doen is de Amerikaanse koopkracht hoog genoeg houden om te kunnen kopen wat buitenlanders ons willen verkopen, én tegelijk alles wat wij zelf bij volledige werkgelegenheid kunnen produceren. Ja, banen kunnen verloren gaan in één of meer sectoren. Maar met het juiste begrotingsbeleid is er altijd voldoende binnenlandse koopkracht om iedereen die wil en kan werken aan het werk te houden, en andere goederen en diensten te laten produceren voor private en publieke consumptie. Tot voor kort bleef de werkloosheid zelfs relatief laag, terwijl ons handelstekort steeds verder opliep.

Maar hoe zit het dan met al die beweringen dat de VS zich als een dronken zeeman in het buitenland in de schulden steekt om haar uitgaven te financieren? Ook dat is niet waar. Wij zijn niet afhankelijk van China om onze staatsobligaties te kopen of op welke manier dan ook onze uitgaven te financieren. Dit is wat er werkelijk gebeurt: binnenlandse kredietcreatie financiert buitenlandse besparingen.

Wat betekent dat? Laten we een typisch voorbeeld bekijken. Stel dat je in de VS woont en besluit een auto te kopen die in China is gemaakt. Je gaat naar een Amerikaanse bank, krijgt een lening en besteedt dat geld aan de auto. Jij ruilt het geleende geld in voor de auto, het Chinese autobedrijf krijgt een deposito bij de bank en de bank heeft zowel een lening aan jou als een deposito van het Chinese autobedrijf op haar balans. Om te beginnen is iedereen “tevreden”. Jij hebt liever de auto dan het geld, anders had je hem niet gekocht. Het Chinese autobedrijf heeft liever het geld dan de auto, anders had zij die niet verkocht. De bank wil leningen en deposito’s, anders had zij de lening niet verstrekt.

Er is geen “onevenwichtigheid”. Iedereen krijgt precies wat hij wil. De bank heeft een lening en een deposito en is in balans. Het Chinese autobedrijf heeft het Amerikaanse dollar-deposito dat het als spaartegoed wil aanhouden en is in balans. En jij hebt de auto die je wilt en een autoafbetaling waarmee je hebt ingestemd, en bent dus ook in balans. Iedereen is tevreden met zijn positie op dat moment.

En de binnenlandse kredietcreatie, de banklening, heeft het buitenlandse verlangen gefinancierd om een Amerikaans dollar-deposito aan te houden, wat wij ook wel spaartegoed noemen. Waar is het “buitenlandse kapitaal”? Dat bestaat niet. Het hele idee dat de VS afhankelijk zou zijn van buitenlands kapitaal is simpelweg niet van toepassing. In werkelijkheid zijn het de buitenlanders die afhankelijk zijn van ons binnenlandse kredietcreatieproces om hun wens om Amerikaanse financiële activa aan te houden te kunnen realiseren. Het is volledig een kwestie van binnenlands krediet dat buitenlandse besparingen financiert. Wij zijn op geen enkele manier afhankelijk van buitenlandse spaartegoeden om iets te financieren.

Nogmaals, het is ónze spreadsheet, en als zij onze dollars willen aanhouden als spaartegoeden, dan moeten ze meespelen in onze zandbak. Welke opties hebben buitenlandse spaarders met hun dollartegoeden? Zij kunnen er niets mee doen, zij kunnen er andere financiële activa mee kopen van bereidwillige verkopers, of zij kunnen er reële goederen en diensten mee kopen van bereidwillige verkopers. En wanneer zij dat doen tegen marktprijzen, zijn opnieuw beide partijen tevreden. De kopers krijgen wat zij willen, reële goederen en diensten, andere financiële activa, enzovoort. De verkopers krijgen wat zij willen, het dollartegoed. Er kan hier geen sprake zijn van onevenwichtigheden. En er bestaat zelfs niet de geringste mogelijkheid dat de Verenigde Staten (VS) afhankelijk zijn van buitenlands kapitaal, simpelweg omdat er in dit hele proces nergens buitenlands kapitaal aan te pas komt.

Dodelijke onschuldige misvatting #6:

We hebben besparingen nodig om investeringen te financieren.

Feit:

Investeren verhogen de spaartegoeden.

Als een-na-laatste, maar zeker niet de minste, ondermijnt deze onschuldige misvatting onze hele economie, omdat zij reële middelen onttrekt aan de reële sectoren en toewijst aan de financiële sector, met als gevolg dat reële investeringen worden aangestuurd op een manier die volledig losstaat van het publieke doel. Sterker nog, mijn inschatting is dat deze dodelijke onschuldige misvatting jaarlijks meer dan 20 procent aan nuttige productie en werkgelegenheid wegzuigt, een duizelingwekkend cijfer, zonder precedent in de menselijke geschiedenis. En zij leidt rechtstreeks tot het type financiële crisis dat we telkens weer meemaken.

Deze misvatting begint met wat in economische leerboeken bekendstaat als de *paradox van de spaarzaamheid*. Die luidt grofweg als volgt. In onze economie moeten de totale uitgaven gelijk zijn aan het totale inkomen, inclusief winsten, wil de geproduceerde output ook daadwerkelijk worden verkocht. (Neem even de tijd om dit goed tot je door te laten dringen voordat je verder leest.) Als iemand probeert te sparen door minder uit te geven dan zijn inkomen, dan moet minstens één ander dat compenseren door meer uit te geven dan zijn eigen inkomen, anders blijft een deel van de economische output onverkocht.

Onverkochte output betekent oplopende voorraden, en lage verkopen leiden tot productieverlagingen en ontslagen, en daarmee tot een lager totaal inkomen. Dat inkomensverlies is precies gelijk aan het bedrag dat niet werd uitgegeven door degene die probeerde te sparen. Stel je het zo voor: iemand die probeert te sparen door zijn inkomen niet uit te geven, verliest zijn baan en heeft vervolgens helemaal geen inkomen meer, omdat zijn werkgever de geproduceerde output niet kan verkopen.

De paradox luidt dus, “pogingen om te sparen door inkomen niet uit te geven leiden tot een lager inkomen en tot geen nieuwe netto besparingen.” Omgekeerd zorgt meer uitgeven dan het eigen inkomen - door schulden aan te gaan - ervoor dat inkomens stijgen en dat reële investeringen en besparingen kunnen toenemen. Neem het volgende extreme voorbeeld om het punt duidelijk te maken. Stel dat iedereen een nieuwe plug-in hybride auto zou bestellen bij de binnenlandse auto-industrie. Omdat die industrie op dit moment niet in staat is zoveel auto's te produceren, zouden ze ons inhuren en geld lenen om ons te betalen, zodat nieuwe fabrieken kunnen worden gebouwd om aan de nieuwe vraag te voldoen. Dat betekent dat we allemaal zouden werken aan nieuwe fabrieken en machines (kapitaalgoederen) en daarvoor loon zouden ontvangen. Maar er zouden op dat moment nog geen auto's zijn om te kopen, waardoor we ons geld noodgedwongen zouden moeten “opsparen” tot de nieuwe auto's van de band rollen. De beslissing om nieuwe auto's te kopen leidt in dit geval dus tot minder

uitgaven en meer sparen. En de middelen die worden besteed aan de productie van kapitaalgoederen, die reële investeringen vormen, leiden tot een even groot bedrag aan besparingen.

Ik zeg het graag zo: “***Sparen is de boekhoudkundige vastlegging van investeringen.***”

Professor Basil Moore

Ik had deze discussie in 1996 met professor Basil Moore tijdens een conferentie in New Hampshire, en hij vroeg mij of hij die formulering mocht gebruiken in een boek dat hij wilde schrijven. Tot mijn genoegen kan ik melden dat het boek met die titel inmiddels is verschenen, en ik heb gehoord dat het een goede leeservaring is. (Ik wacht nog steeds op mijn gesigioneerde exemplaar.)

Helaas zitten het Congres, de media en de mainstream economen hier volledig naast, en trekken zij op de een of andere manier de conclusie dat we meer besparingen nodig hebben om investeringen te financieren. Wat op microniveau volkomen logisch lijkt, blijkt op macroniveau opnieuw volledig onjuist te zijn. Net zoals leningen in het banksysteem deposito's creëren, zijn het investeringen die spaartegoeden creëren.

Dus wat doen onze leiders, in hun oneindige wijsheid, wanneer investeringen terugvallen, meestal als gevolg van onvoldoende uitgaven? Ze besluiten stevast, “we hebben meer besparingen nodig om investeringen te kunnen financieren.” (En ik heb nog nooit één enkel bezwaar gehoord van een mainstream econoom.) Om dit te bereiken gebruikt het Congres het belastingstelsel om fiscaal voordelige spaarprikkels te creëren, zoals pensioenfondsen, IRA's* en allerlei andere fiscaal gefaciliteerde instellingen die op uitgestelde belastingbasis reserves opbouwen. Zoals te verwachten valt, doen deze prikkels niets anders dan de totale vraag, oftewel de koopkracht, te verlagen. Ze zorgen ervoor dat we ons geld niet uitgeven om onze eigen output te kopen, wat de economie afremt en noodzakelijkerwijs leidt tot kredietexpansie in de private sector en begrotingstekorten in de publieke sector, alleen al om weer quitte te spelen.

Dit is ook de reden waarom de ogenschijnlijk enorme begrotingstekorten uiteindelijk veel minder inflatoir blijken te zijn dan men anders zou verwachten. Sterker nog, het zijn juist de door het Congres ontworpen belastingprikkels om onze uitgaven te verminderen (zogenoemde “lekkages in de vraag”), die diep ingrijpen in onze koopkracht. Dat betekent dat de overheid hogere tekorten moet laten ontstaan om volledige werkgelegenheid te handhaven. Ironisch genoeg zijn het precies dezelfde congresleden die

* IRA staat voor *Individual Retirement Account*, een fiscaal voordelige Amerikaanse spaarrekening bestemd voor pensioenopbouw. Bijdragen zijn vaak aftrekbaar van het belastbaar inkomen, en de opgebouwde waarde groeit belastingvrij totdat het geld bij pensionering wordt opgenomen.

deze fiscaal bevoordeelde spaarprogramma's promoten, in de overtuiging dat we meer besparingen nodig hebben om investeringen te financieren, die principieel tegen begrotingstekorten zijn.

En natuurlijk wordt het nog erger. De enorme geldstromen die voortkomen uit deze dodelijke onschuldige misvatting nummer zes, namelijk de gedachte dat besparingen nodig zou zijn voor investeringen, moeten ook nog eens worden beheerd met het oog op verdere vermogensgroei voor toekomstige begunstigden. Het probleem is dat deze geldstromen, naast het vereisen van hogere begrotingstekorten, doordat de biljoenen dollars die in deze fondsen worden opgebouwd de voedingsbodem vormen voor de gevreesde financiële sector. Zij houden duizenden pensioenfondsbeheerders aan het werk, die enorme sommen geld rondschuiven, grotendeels binnen door de overheid opgelegde kaders. Dat komt doorgaans neer op beleggingen in beursgenoteerde aandelen, obligaties met een kredietrating en wat spreiding naar andere strategieën, zoals hedgefondsen en passieve grondstoffenstrategieën. Deze "opgeblazen walvissen" vormen op hun beurt het voedsel voor de onvermijdelijke haaien, de duizenden financiële professionals in de effectenhandel, het bankwezen en het vermogensbeheer, die hun bestaan danken aan deze zesde dodelijke onschuldige misvatting.

Dodelijke onschuldige misvatting #7:

Het is een slechte zaak dat hogere begrotingstekorten vandaag leiden tot hogere belastingen morgen.

Feit:

Daar ben ik het mee eens, de onschuldige misvatting is juist **dát** het slecht zou zijn, terwijl het in werkelijkheid een goede zaak is!!!

Je beloning voor het feit dat je zo ver bent gekomen, is dat je de waarheid over deze meest gehoorde kritiek op begrotingstekorten inmiddels al kent. Ik heb dit onderwerp tot het einde bewaard, zodat je nu beschikt over alle instrumenten om hierop een doortastend en goed onderbouwd antwoord te geven.

Om te beginnen, waarom heft de overheid belastingen? Niet om geld binnen te halen, maar om onze koopkracht te verkleinen wanneer zij van oordeel is dat we te veel bestedingsruimte hebben en dat die overmatige vraag tot inflatie leidt.

Waarom lopen de begrotingstekorten vandaag op? Omdat het “warenhuis” vol ligt met onverkochte goederen en diensten, de werkloosheid hoog is en de productie onder productiecapaciteit ligt. De overheid koopt wat zij wil kopen, maar wij houden na belasting onvoldoende bestedingsruimte over om de resterende goederen en diensten af te nemen. Daarom verlagen we belastingen en verhogen we eventueel ook de overheidsuitgaven, om de koopkracht te vergroten en de schappen met onverkochte goederen en diensten leeg te krijgen.

En waarom zouden we ooit de belastingen verhogen? Niet zodat de overheid geld kan ophalen om uit te geven, we weten inmiddels dat het zo niet werkt. Belastingen verhogen we alleen wanneer onze bestedingsruimte te groot is geworden, de werkloosheid zeer laag is, de schappen leeg zijn door overmatige koopkracht, en onze beschikbare bestedingsruimte ongewenste inflatie veroorzaakt.

De uitspraak “Hogere begrotingstekorten vandaag leiden tot hogere belastingen morgen.” zegt in feite: “Hogere begrotingstekorten vandaag, in een situatie van hoge werkloosheid, brengen de werkloosheid omlaag tot het punt waarop we de belastingen moeten verhogen om een oververhitte economie af te remmen.” Helemaal mee eens!

Deel II: Het tijdperk van ontdekking

Ik ben geboren op 18 september 1949 in het Manchester Memorial Hospital. Mijn ouders zijn Daniel en Muriel Mosler, en ik was de oudste van drie kinderen. Mijn broer Seth werd geboren in 1951 en mijn zus Susan in 1955. We woonden eerst in een appartement aan West Middle Turnpike, voordat we in 1960 verhuisden naar een eengezinswoning met drie slaapkamers aan Marion Drive 47. Daar hebben we ongeveer drie jaar gewoond, waarna we het huis moesten verkopen en naar een huurwoning in de buurt verhuisden vanwege financiële problemen. Ik ging eerst naar de Wadell school en, na onze verhuizing, naar de Buckley-basischool. Daarna bezocht ik Illing Junior High School en vervolgens Manchester High School, dezelfde school waar mijn vader in 1937 zijn diploma had gehaald.

We waren wat je een doorsnee middenklassegezin in Manchester zou noemen. Mijn vader werkte als accountant, probeerde een slijterij te runnen, verkocht levensverzekeringen en deed belastingaangiftes. Mijn moeder was gediplomeerd verpleegkundige en werkte 's nachts in het Manchester Memorial Hospital.

Ik vermoed dat ik rond mijn achtste levensjaar besmet raakte met wat je een autoziekte zou kunnen noemen. Ik herinner me dat ik oude grasmaaiers uit elkaar haalde en de onderdelen gebruikte om motorfietsen en skelters te bouwen, meestal met bouten en vaak met houten onderdelen. Iets laten lassen was een luxe die buiten het gezinsbudget viel. En ik zou waarschijnlijk vandaag de dag nog steeds elke Amerikaanse auto bij naam kunnen noemen die tussen 1955 en 1975 is gebouwd. Ik zie mezelf nog op de stoep langs de hoofdweg van de stad zitten, samen met mijn broer, terwijl we de voorbijrijdende auto's benoemden. Tijdens de middelbare school had ik verschillende bijbaantjes, waaronder zwemles geven aan kinderen op een zomerkamp, werken in een plaatselijk warenhuis, gras maaien en sneeuw ruimen voor de burens.

Ik kwam met gemiddelde cijfers door de middelbare school, maar mijn leraren zeiden steevast dat ik "potentieel" had als ik maar wat meer mijn best zou doen. Dat was destijds zo'n beetje het standaardoordeel over de meeste Amerikaanse scholieren. Ik deed het overigens redelijk op mijn SAT-toetsen, met een score net boven de 700 voor wiskunde en net boven de 600 voor het verbale gedeelte.

Na mijn afstuderen in 1967, ongeveer als dertigste van een klas van zo'n 575 leerlingen, ging ik naar de University of Connecticut, een openbare universiteit, vooral omdat het collegegeld voor inwoners slechts 300 dollar per jaar bedroeg. Omdat ik een studiebeurs van 1.000 dollar en een rekenliniaal had gekregen van een lokale organisatie om werktuigbouwkunde te studeren, begon ik mijn studie als ingenieur. Na twee jaar stapte ik over op economie en behaalde ik in 1971 mijn bachelordiploma. Dat was toevallig ook het jaar waarin de situatie zo ernstig werd dat president Nixon prijs- en looncontroles invoerde en de Verenigde Staten

internationaal van de goudstandaard haalde. We zaten in een recessie, de inflatie was opgelopen tot 3 procent en Frankrijk had geprobeerd zijn goud uit Fort Knox terug te halen. Toen ik in 1971 afstudeerde, maakte ik de recessie aan den lijve mee. Ik herinner me een sollicitatiegesprek bij National Cash Register dat begon met deze vriendelijke maar berustende begroeting van de personeelsmanager: "Ik weet niet waarom jij en ik hier zitten. We zijn mensen aan het ontslaan."

De daaropvolgende anderhalf jaar deed ik allerlei losse klussen, waaronder een periode als zwembadmedewerker in Miami Beach, waar ik matten en parasols neerlegde voor fooien van 25 cent en een bruto salaris van 20 dollar per week. Om dat lage loon enigszins te compenseren, mocht ik van het management in de opslagruimte slapen.

In 1973 kreeg ik eindelijk een echte baan, nadat ik eerst naar de kapper was gegaan en opnieuw had gesolliciteerd bij de Spaarbank van Manchester in mijn woonplaats. Later vertelden ze me dat ik de eerste keer was afgewezen omdat mijn haar te lang was.

Ik begon op de afdeling persoonlijke leningen van de bank, waar mijn eerste taak bestond uit het innen van achterstallige leningen. Paul Coupe, het hoofd van de afdeling, overhandigde mij de incassoboeken en zei glimlachend: "In die boeken zit goud." Zodra een lening achterstallig was, was het mijn taak om uit te zoeken hoe we het geld terug konden krijgen. Dat kon variëren van telefoontjes om de lener tot betaling te bewegen tot het in beslag nemen van de auto of ander onderpand en dat zo goed mogelijk verkopen. Andere methoden waren huisbezoeken, het inschakelen van het rechtssysteem om vonnissen te verkrijgen en het beslag leggen op bankrekeningen of het inhouden van loon om het verschuldigde bedrag direct te innen.

Ik realiseerde me al snel dat dit het punt was waar het hele kredietsysteem op draaide. Zonder handhaving is er geen kredietverlening. Leningen zijn slechts zo goed als de mogelijkheid om ze te innen. Jaren later zou ik inzien dat dit ook gold voor geld zelf, en dat de waarde van de dollar slechts zo sterk is als het vermogen van de federale overheid om belastinginning af te dwingen. Daarover later meer.

Na een jaar incassowerk kreeg ik van Paul de bevoegdheid voor het uitgeven van leningen tot 1.000 dollar. Dat nam ik zeer serieus. Ik was nu verantwoordelijk voor het uitlenen van andermans geld, wat voor mij een veel grotere verantwoordelijkheid was dan het uitlenen van mijn eigen geld.

Ik herinner me de voortdurende gesprekken met Paul over wat je de theorie van kredietverlening en de logica van het bankwezen zou kunnen noemen. Het idee is dat iedereen zo selectief leningen kan verstrekken dat er nooit verliezen ontstaan. De kunst is echter om leningen te verstrekken waarbij er weliswaar risico is op verlies, maar waarbij de kans groot genoeg is dat de rente-inkomsten ruimschoots opwegen tegen de beperkte verliezen die je verwacht.

Mijn ervaring met incasso's gaven me een goed inzicht in de vele manieren waarop leningen mis kunnen gaan. Zelfs bij zeer strenge eisen aan inkomen, dienstverband, overwaarde van de woning en betalingsgeschiedenis kunnen tal van andere factoren roet in het eten gooien. Banenverlies, ziekte, persoonlijke problemen, auto-ongelukken en overlijden hebben allemaal een bepaalde kans om zich voor te doen. Ik begreep dat een kredietverstrekker al deze risico's probeert te kwantificeren en te beoordelen of de rente die de bank wil vragen voldoende is om de verliezen te dekken en toch een aantrekkelijk rendement te behalen. Je kunt de criteria aanscherpen en verliezen beperken, maar dan verstrek je nauwelijks leningen en verdien je niets. Ben je te soepel, dan verstrek je veel leningen, maar eten de verliezen je winst op. Het juiste evenwicht ligt ergens tussen deze twee uitersten. Zoals Paul altijd tegen me zei wanneer we leningen bespraken die waren misgelopen: "Als je helemaal geen verliezen lijdt, kost je de bank geld."

Ik ben tegenwoordig eigenaar van een zogenoemd *buy here, pay here*-occasionbedrijf. Al onze klanten zijn subprime of slechter, en ik neem alle kredietbeslissingen zelf. Van elke honderd nieuwe leningen gaan er doorgaans drie of vier mis, en kosten mij uiteindelijk een paar dollar nadat de auto is teruggenomen en opnieuw is verkocht. En nog steeds vraag ik me bij elke aanvraag af of ik te streng of juist te soepel ben. Na veertig jaar lijken de basisprincipes van het beoordelen van kredietwaardigheid nog altijd te kloppen. Niet lang nadat ik leenbevoegdheid had gekregen, legde de bank beslag op een klein motel met misschien vijftig kamers, in het centrum van Manchester, genaamd Piano's, vernoemd naar de voormalige eigenaren. Paul stuurde mij erheen om het te beheren. Het doel was de bedrijfsvoering zodanig te verbeteren dat het motel zo snel mogelijk, en tegen een zo goed mogelijke prijs, verkocht kon worden. We zaten immers in het bankwezen, niet in de motelbranche.

Toen ik bij het motel aankwam, zag ik dat alle gloeilampen ontbraken. "Welkom in de wereld van wanbetalers," dacht ik bij mezelf. Het eerste wat ik deed, was basisachterstallig onderhoud laten uitvoeren, waaronder het vervangen van de lampen. Daarnaast begon ik een strategie te ontwikkelen om de kameropbrengsten te verhogen, zodat potentiële kopers echte kasstromen konden zien, wat de kans op verkoop zou vergroten.

Allereerst berekende ik de vaste maandelijks kosten, uitgaande van een bezettingsgraad van vijftig procent. Vervolgens rekende ik terug en kwam tot de conclusie dat we quitte zouden spelen als we de helft van de kamers konden verhuren voor 49 dollar per week. Dat kwam neer op slechts zeven dollar per dag, aanzienlijk lager dan het gangbare tarief van vijftien dollar per dag voor de meeste motels in die tijd. Maar zodra we de helft van het motel gevuld hadden tegen dit relatief lage weektarief en al onze kosten waren gedekt, zouden de dagverhuurprijzen van de overige kamers winst opleveren. Het leek me een strategie zonder noemenswaardige risico's, maar ik had wel goedkeuring nodig van het hogere management van de bank.

Ik presenteerde mijn plan aan Bill Johnson, de vicepresident van de bank. Bill gaf zonder aarzeling groen licht. Ik plaatste mijn eerste advertentie in de lokale krant met het nieuwe weektarief en binnen enkele dagen begonnen de kamers van 49 dollar per week vol te lopen. Tot mijn aangename verrassing bleek er veel vraag naar dit aanbod te zijn. Zoals later bleek, waren er nogal wat keurige lokale professionals die af en toe “huishoudelijke problemen” hadden en voor een paar weken een plek nodig hadden om te verblijven.

We kregen die kamers vol, en het motel begon winst te maken. Niet veel later verkochten we het voor een redelijke prijs en maakten we zelfs een kleine winst op de oorspronkelijke lening.

Kort daarna ging de president van de bank met pensioen en nam Bill Johnson zijn functie over. Bill was verantwoordelijk geweest voor de effectenportefeuille. Ik vermoed dat hij onder de indruk was van hoe ik het motel had aangepakt, want hij promoveerde mij tot *investment officer* en ik werd portefeuillebeheerder. Hoewel de portefeuille klein was, slechts vijf miljoen dollar in aandelen en vijf miljoen dollar in kortlopende beleggingen, voelde de verantwoordelijkheid op dat moment enorm. Mijn eerdere leenbevoegdheid was beperkt geweest tot vijfduizend dollar, en dat had al groot gevoeld. Nu was ik verantwoordelijk voor tien miljoen dollar van het geld van de bank.

Mijn handen trilden toen ik mijn eerste telefoontje pleegde om namens de bank een termijndeposito ter waarde van vijfhonderdduizend dollar te kopen. Aan de andere kant van de lijn zat Don Chardenierre van het kantoor van Merrill Lynch in Hartford. Ik stelde me voor en vroeg naar de rente die Merrill Lynch bood op het halve miljoen dollar dat ik wilde beleggen. Don vertelde me beleefd dat hun minimuminleg één miljoen dollar was, maar dat hij zou kijken wat ze voor me konden doen. Ik bedankte hem en hing op, terwijl ik me ineens heel klein voelde.

Het beheren van aandelen van de bank betekende dat ik vergaderingen bijwoonde met onze financieel adviseur, Ted Ladd van Standish, Ayers & Woods in Boston. Bill, inmiddels president van de bank en een van de fijnste mensen die je je kunt voorstellen, nam me mee naar bijeenkomsten in een oude herberg in Sturbridge, Massachusetts, waar we Ted ontmoetten om onze aandelenportefeuille te bespreken, evenals externe factoren zoals de economie en de financiële markten. We bespraken ook mogelijke wijzigingen in onze beleggingen. Omdat Ted volledige discretionaire bevoegdheid had over het beheer van de vijf miljoen dollar in onze aandelenportefeuille, had ik in dat deel van mijn functie weinig om handen.

Echter, het andere deel van mijn werk, het beheer van vijf miljoen dollar aan kortlopende beleggingen, werd volledig intern gedaan, en daar had ik de vrijheid om zelf ideeën te ontwikkelen om het rendement te verbeteren.

We hadden het grootste deel van die vijf miljoen dollar ondergebracht in termijndeposito's met een looptijd van ongeveer zes maanden. In die tijd betaalden we 5,25 procent rente aan

spaarders met een spaarrekening bij onze bank. Dat tarief was wettelijk vastgelegd, waardoor alle spaarbanken hetzelfde percentage betaalden. Helaas konden we op onze kortlopende beleggingen in termijndeposito's slechts ongeveer vier procent verdienen, omdat de Federal Reserve de korte rente op dat niveau hield.

Ik vond dat een eigenaardige situatie. Tijdens een van onze reguliere managementvergaderingen stelde ik voor dat we, in plaats van kortlopende termijndeposito's te kopen tegen vier procent, gewoon naar een andere spaarbank zouden gaan en daar een gewone spaarrekening zouden openen tegen 5,25 procent, het tarief dat zij wettelijk verplicht waren te betalen.

“Dan zetten we ons geld gewoon op een normale spaarrekening bij een andere spaarbank en laten we hen ermee zitten,” zei ik tijdens de vergadering.

“Waarom zouden we een andere bank helpen door dat te doen?” vroeg een van de meer ervaren bestuurders.

Mijn mentor en bankpresident Bill Johnson antwoordde, “Wat denk je dat zij met dat geld gaan doen, behalve er verlies op maken?”

De sceptische bestuurder had geen antwoord op Bills vraag, en zijn stilte zorgde voor het nodige vermaak tijdens de vergadering. Het voorstel werd goedgekeurd.

De volgende dag stapte ik in de auto en begon ik andere banken te bezoeken om voor onze bank een spaarrekening te openen. Verschillende banken wilden ons geld niet aannemen. Ik herinner me een paar filiaalmanagers die bijna in tranen waren toen hun leidinggevenden hun verzoek afwezen om ons geld te accepteren.

“Eerst zeggen ze dat ik spaartegoeden moet aantrekken, en dan kom jij met honderdduizend dollar en willen ze het niet aannemen. Wat willen ze dat ik doe?” klaagde een van hen.

Na een paar dagen lukte het me uiteindelijk om een paar honderdduizend dollar van onze bank onder te brengen op spaarrekeningen bij andere spaarbanken tegen 5,25 procent, 1,25 procentpunt meer dan we met termijndeposito's zouden hebben verdiend. Ik vroeg nog of ik de gratis broodroosters kon krijgen die die banken toen weggaven aan iedereen die een nieuwe rekening opende, maar geen enkele bank wilde mij er een geven.

Na mijn ervaringen met het opknappen van het motel en het verbeteren van het rendement op de kortlopende beleggingen was het me inmiddels duidelijk dat ik aanleg had voor financiële logica. Ik had het vermogen om af en toe kansen te zien die anderen over het hoofd zagen.

Rond die tijd verscheen een nieuw type door hypotheken gedekte obligatie, een zogenoemde GNMA-pass-through (uitgegeven door de Government National Mortgage Association, uitgesproken als “Ginny May”). Je kon zo'n GNMA kopen en die betaalde rente zoals een

hypotheekbelegging. Alleen kreeg je geen betalingen uit één enkele hypotheek, je kocht een aandeel in een grote pool van individuele hypotheeken, en daarmee kreeg je een deel van alle binnenkomende betalingen. Bovendien werden al deze betalingen volledig gegarandeerd door de Amerikaanse overheid, zodat er geen kredietrisico was. Maar omdat de rente die ze uitkeerden aanzienlijk lager lag dan de hypotheekrentes die wij lokaal ontvingen, leek het voor onze bank niet logisch om daarin te beleggen.

Toch ontdekte ik dat er iets anders gaande was met GNMA-effecten. De handelaren op Wall Street boden ze aan voor levering op een latere datum. Met andere woorden, je kon ze kopen en verkopen voor levering in de toekomst. Zo kon je in maart GNMA's kopen voor levering in maart, maar ook voor levering in juni of zelfs september. De prijs werd in maart vastgesteld, maar je ontving de effecten en betaalde ervoor pas op de afgesproken toekomstige leveringsdatum. De marktprijzen voor dezelfde GNMA met verschillende leveringsdata verschilden echter. Iets aan dat nieuwe type effect en het prijsverschil afhankelijk van de leveringsdatum intrigeerden me. Ik begon de prijzen voor de verschillende leveringsmaanden te bestuderen om te begrijpen waarop ze waren gebaseerd.

Op een gegeven moment zag ik dat de prijzen zo lagen dat, als ik GNMA's kocht voor levering in maart en tegelijkertijd verkocht voor levering in juni, mijn daadwerkelijke opbrengst over die drie maanden hoger zou zijn dan wanneer ik voor de bank een termijndeposito met een looptijd van drie maanden zou kopen of het geld op een spaarrekening bij een andere bank zou zetten. Daarnaast ontdekte ik dat ik het geld om de GNMA's te betalen voor dezelfde drie maanden kon lenen tegen een nog lagere rente.

Ik ging dus terug naar het managementteam met een voorstel. We zouden voor één miljoen dollar GNMA's kunnen kopen voor levering in maart en die tegelijkertijd kunnen verkopen voor levering in juni. De prijzen waren zodanig dat we over die periode van negentig dagen een jaarlijks rendement van 5,5 procent zouden behalen. Tegelijkertijd kon onze bank voor dezelfde negentig dagen één miljoen dollar lenen tegen slechts 4,5 procent, met diezelfde GNMA's als onderpand. Dat betekende een gegarandeerde winst voor de bank, we leenden tegen 4,5 procent en verdienden 5,5 procent op de transactie. Het management keurde de transacties goed, en ik boekte mijn eerste arbitragewinst in door hypotheeken gedekte obligaties. Dat is wat de term arbitrage betekent, het gelijktijdig kopen en verkopen van dezelfde effecten, grondstoffen of valuta op verschillende markten om te profiteren van prijsverschillen.

Die vrijdagavond, rond acht uur, werd ik thuis gebeld door Jim Saxon van Salomon Brothers in New York. Hij vroeg, "Hoi, we zitten hier in een late verkoopvergadering en bespreken jouw GNMA-transactie. Kun je me nog één keer uitleggen hoe die werkt?"

In die tijd was Salomon Brothers het toonaangevende huis voor vastrentende effecten op Wall Street. (Jaren later, in de jaren negentig, raakten ze verwickeld in een kwestie van marktmanipulatie rond de handel in Amerikaanse staatsobligaties en werden ze uiteindelijk

overgenomen door Citibank.) Ik hoorde later van drie van hun senior managers dat het in hun glorie-dagen in de jaren tachtig juist mijn ideeën waren geweest die hadden bijgedragen aan hun benoeming tot managing director. Deze drie managing directors richtten later een hedgefonds op, Long Term Capital, waar zij hun eigen ideeën verder ontwikkelden, ditmaal samen met Nobelprijswinnende economen.

In het begin van de jaren zeventig, toen ik daar werkte, was de Spaarbank van Manchester een van die duizenden saaie, kleurloze spaarbanken die 5,25 procent betaalden aan spaarders en woningen financierden met dertigjarige hypotheek tegen acht procent. We begonnen om half negen 's ochtends en vertrokken rond vier uur om te gaan golfen (Of softbal te spelen. Mijn schouder is nog steeds niet helemaal hersteld van een poging om iemand uit te gooien bij de thuisplaat vanuit het buitenveld.) En in 1972, met een Amerikaanse bevolking van iets meer dan tweehonderd miljoen mensen, financierden deze simpele, saaie spaarbanken 2,6 miljoen nieuwe woningbouwprojecten, zonder secundaire markten, zonder termijnmarkten en met zeer bescheiden betaalde werknemers (ik begon met 140 dollar per week en was als investment officer opgeklommen tot 200 dollar per week).

Vandaag de dag, met een bevolking van meer dan driehonderd miljoen mensen, een enorme financiële sector, talloze financiële innovaties en onbeperkte financiële middelen en liquiditeit, wordt het al als een onhoudbare zeepbel bestempeld als we erin slagen twee miljoen woningbouwprojecten per jaar te realiseren. Meer over dat soort "vooruitgang" later in dit boek.

Wall Street

George Weisse was broker bij Bache and Company en hij stond op mijn lijstje van mensen die ik belde wanneer we transacties moesten doen. We deden nooit heel veel zaken met elkaar, maar we voerden wel meerdere gesprekken over financiële markten en handelsstrategieën. George deed het bijzonder goed met zijn effectenhandel, die zich richtte op het kopen en verkopen van aandelen van nutsbedrijven.

In 1975 zocht George een assistent die hem enerzijds kon helpen met zijn handel in nutsbedrijfsaandelen en anderzijds zogenoemde tweederangsinstellingen kon bedienen voor andere producten van Bache, waaronder obligaties en andere vastrentende effecten. Hij bood me een startsalaris van 15.000 dollar per jaar, ongeveer 50 procent meer dan wat ik bij de bank verdiende, en de kans om meer te verdienen als het goed zou gaan. Dat jaar ging ik bij Bache werken als assistent van George. Ik herinner me dat ik op een dag op kantoor kwam en George op de grond zag liggen terwijl hij telefoneerde. Ik vroeg wat er was gebeurd. Hij zei dat hij weer door zijn rug was gegaan. Ik vroeg hoe dat was gebeurd. Hij vertelde dat hij grote stenen uit de rivier achter zijn huis omhoog had gesjouwd. Hij bleek een slechte rug te hebben en dit gebeurde regelmatig. Als het niet kwam door stenen sjouwen, dan wel door

tennissen of iets dergelijks. Kort nadat ik bij het bedrijf was begonnen, haalde ik mijn SEC* Series 7-licentie**, waarmee ik levenslang bevoegd was om effecten te verkopen. George verdiende serieus geld met zijn institutionele effectenhandel en was daar ook uitzonderlijk goed in. Ongeveer een jaar nadat ik was begonnen, vertrok hij bij Bache en bedong hij een veel betere deal bij Shearson. Ik bleef bij Bache in Hartford, waar ik inmiddels volledige commissies kreeg op alle klanten voor elke transactie die ik wist te doen. In mijn eerste maand verdiende ik 5.000 dollar, voor mij een enorm bedrag. Het was 1976. Het leven was goed. En toen kreeg ik opnieuw een baan aangeboden.

Jay Pomerence bood me een functie aan op Wall Street bij Bankers Trust Co., als Assistant Vice President Sales and Trading voor GNMA-effecten. Jay was de GNMA-handelaar bij Bankers Trust. Ik kende hem nog uit mijn tijd bij de Spaarbank van Manchester. Mijn belangrijkste contactpersoon bij Bankers was Bill Lovern, die me aan Jay had voorgesteld toen ik geïnteresseerd raakte in GNMA's. Wat me het meest is bijgebleven van mijn eerste bezoek aan Wall Street was de lunch bij restaurant Kabuki, waar Bill me meenam om iets nieuws te proberen, sushi. Bill verliet Bankers Trust voor Weeden terwijl ik nog bij Bache werkte, maar ik bleef contact houden met Jay.

Jay zei dat de baan 30.000 dollar per jaar opleverde. Ik zei dat ik nu 60.000 dollar verdiende (5.000 dollar in de eerste maand maal twaalf is 60.000 dollar). Hij zei dat hij het met zijn superieuren zou bespreken en kwam terug met een aanbod van 45.000 dollar. Dat accepteerde ik.

Ik verhuisde van Hartford, Connecticut, waar ik 125 dollar per maand huur betaalde, naar New York City, waar mijn appartement met één slaapkamer op de twintigste verdieping, op de hoek van 80th Street en York Avenue, 525 dollar per maand kostte. De federale belastingen bedroegen 50 procent en in New York namen staats- en lokale belastingen nog eens ongeveer 20 procent weg. Van een bruto-inkomen van misschien 900 dollar per week hield ik netto slechts zo'n 350 dollar over. Na de huur zat ik ongeveer weer op hetzelfde niveau als bij de spaarbank.

Bij Bankers Trust pionierden Jay en ik met het gebruik van allerlei nieuwe derivaten. Deze financiële producten werden in die tijd geïntroduceerd op de termijnmarkten van Chicago en New York. Het ging om nieuwe futurescontracten, verschillende soorten opties en reguliere effecten die verhandeld werden voor levering op een toekomstige datum.

* SEC staat voor Securities and Exchange Commission, de Amerikaanse toezichthouder op effectenhandel en financiële markten.

** De Series 7-licentie (General Securities Representative Exam) is een FINRA-exam (onder SEC-toezicht) voor brokers om aandelen, obligaties, opties en andere effecten te mogen verkopen.

Ik herinner me ook gesprekken uit die periode die terug te voeren zijn op het ontstaan van mijn begrip van monetaire operaties. Op een gegeven moment, terwijl ik bij Bankers Trust werkte, verhoogde de Federal Reserve de reserveverplichting. Onze tradingmanager, Alan Rogers, zei dat hij hoopte dat de Fed het geld niet zomaar aan de banken zou geven. Volgens hem was de geldhoeveelheid te groot en moest de Fed daar iets van wegnemen. Ik dacht daar even over na en zei hem dat de Fed het geld wel moest leveren, omdat het nergens anders vandaan kon komen. Het banksysteem was niets anders dan een T-rekening met activa en passiva, en je kunt de activa niet zomaar laten verdwijnen. Dat bestaat niet. Hij zei toen, “Nou, er zwemt zo’n 300 miljard dollar rond in Europa, daar zouden ze wel wat van kunnen gebruiken.” Ik antwoordde dat dat ook allemaal T-rekeningen waren en dat het boekhoudkundig simpelweg geen mogelijkheid was. Het punt is dat ik daar kennelijk toen al behoorlijk over had nagedacht, misschien in gesprekken met Jay en anderen, om dit met zoveel zekerheid te kunnen inbrengen in een vrij hoogwaardig gesprek met de tradingmanager op de handelsvloer.

Nou, Erich Heiniman, senior econoom bij Morgan Stanley, kwam met exact hetzelfde standpunt als Alan, en dat werd gepubliceerd in de Wall Street Journal. Mijn latere partner, Cliff Viner, destijds portefeuillebeheerder bij Phoenix Mutual Insurance in Hartford, wees mij op dat commentaar van Morgan Stanley, waarin net als Alan werd betoogd dat de Fed de banken deze keer geen geld zou moeten geven. Ik legde Cliff uit hoe het werkelijk werkte en waarom de Fed de banken noodzakelijkerwijs wél “geld zou geven”. Cliff belde Morgan Stanley, waar hij een ontwijkend antwoord kreeg. Ik gaf Cliff een reactie op dat antwoord en hij belde hen opnieuw. Daarop vertelden ze Cliff dat ze hun standpunt introkken. De Fed voegde, zoals te verwachten was, de volgende dag de reserves toe via open-marktoperaties. Het alternatief zou zijn geweest dat banken in het rood zouden zijn gegaan, wat gepaard gaat met een hogere rente dan het door de Fed nagestreefde renteniveau, maar het blijven niettemin leningen van de Fed, zij het boekhoudkundig iets anders verwerkt.

Er waren meer voorbeelden. Ik herinner me dat Alan zich afvroeg waar de 2 miljard dollar vandaan zou komen om tweejarige staatsobligaties te kopen. Ik antwoordde dat het hetzelfde geld was waarmee men via begrotingstekorten uitgeeft en waarmee vervolgens staatsobligaties worden gekocht. Ik weet niet hoe of waarom ik dat soort dingen toen al begreep, terwijl niemand anders dat leek te doen, inclusief mensen bij de Federal Reserve en het ministerie van Financiën.

In 1978 bleef een van mijn klanten, Colonial Mortgage, in gebreke bij een verplichting om GNMA-effecten af te nemen die ik aan hen op krediet had verkocht. Toen het moment aanbrak om te betalen en de levering te ontvangen, hadden ze het geld niet en was de prijs van de effecten gedaald. Onze handelsdesk verkocht de effecten daarop met verlies. Deze wanprestatie deed zich voor kort nadat de kredietafdeling van Bankers Trust een senior kredietteam naar Colonial Mortgage had gestuurd en, na uitgebreide analyse, hun kredietlijnen had toegekend.

Als Assistant Vice President Sales and Trading was het niet mijn taak om de kredietwaardigheid van mijn klanten te beoordelen. Sterker nog, dat mocht ik niet eens. Dat was de verantwoordelijkheid van de kredietafdeling. Mijn taak was om Bankers Trust geld te laten verdienen door gebruik te maken van de kredietlijnen die na zorgvuldige analyse voor dat doel waren toegekend.

Hoewel ik niets te maken had met de beoordeling van de kredietwaardigheid van Colonial Mortgage, kreeg ik wel de schuld van hun wanbetaling. Dat was mijn eerste directe ervaring met bedrijfsbureaucratie in actie, waarbij verschillende managers, inclusief degenen van het kredietteam die hadden gefaald in hun beoordeling, zich in allerlei bochten wrongen om verantwoordelijkheid te ontlopen. Niemand nam het voor me op. Genoeg gezegd over deze inkijk in hoe institutionele structuren in de praktijk werken.

Gedurende die hele periode droeg ik aanzienlijk bij aan de totale winst van de handelsdesk. Een keer in februari was Jay op vakantie en nam ik de handel tijdelijk over. Februari telde dat jaar 28 dagen en het einde van de maand viel in het weekend.

De rente lag rond de 12 procent en ik wist dat GNMA-effecten rente vergoedden op basis van een maand van 30 dagen, ook als de maand slechts 28 dagen telde. Ik begon daarom extreem scherpe prijzen te maken voor de verkoopafdeling. Ik bood zelfs aan GNMA's te kopen en te verkopen tegen exact dezelfde prijs, zonder enige spread. Mijn biedprijs gold voor de vrijdag vóór het einde van de maand en mijn laatprijs voor de maandag erna. De extra twee dagen rente die ik verdiende door op vrijdag te kopen en op maandag tegen dezelfde prijs te verkopen, bedroegen meer dan 500 dollar per miljoen dollar aan effecten.

Dankzij deze kennis van twee dagen gratis rente had onze verkoopafdeling de hoogste bied- en laagste laatprijzen van heel Wall Street. We deden veel zaken en verdienden veel geld. Toen in maart de handelsresultaten van februari werden bekendgemaakt, las Alan Rogers rustig de resultaten voor van elke handelaar. Ter context, in die tijd werd een totale jaarwinst van meer dan 1 miljoen dollar voor de hele handelsvloer als zeer goed beschouwd. Alan las voor, "handelaar tweejarige obligaties, plus 10.000 dollar, handelaar tienjarige obligaties, min 5.000 dollar..." en zei toen, "GNMA, plus 432.000 dollar, maar dat is alleen maar carry."[†] Hij wuifde het geld dat ik had verdiend weg, om nog maar te zwijgen van het marktaandeel dat we hadden gewonnen, omdat het volgens hem niet was verdiend door het nemen van echt marktrisico.

Toen het tijd was voor de bonussen, nam het voor mij opnieuw een verkeerde wending. Mijn salesmanager, Rich Molere, vertelde me dat ik geen bonus kreeg omdat mijn activiteiten voornamelijk GNMA-effecten betroffen en Bankers Trust een "Government Bond Shop" was. Ik stelde voor dat hij mijn klantenlijst eens zou bekijken en me misschien kon helpen om bij

[†] Carry verwijst naar de opbrengst die ontstaat door het aanhouden van een financiële positie over de tijd, meestal in de vorm van rente-inkomsten en niet door koersveranderingen.

die klanten ook staatsobligatiehandel te ontwikkelen. Hij bekeek de lijst en realiseerde zich dat het allemaal hypotheekbanken en spaarbanken waren die uitsluitend GNMA-zaken deden en nooit staatsobligaties zouden verhandelen. Hij zei toen dat hij me enkele staatsobligatieklanten zou geven om te kijken wat ik kon doen.

De eerste was Chase Advisors, onder leiding van Bill Burke, die een goede vriend van me werd. Het eerste wat ik deed, was een onderzoeksbijeenkomst organiseren waarbij ik samen met onze hoofdeconoom Alan Lerner langs ging. We hielden een presentatie voor hun team. Dat ging goed en de volgende dag “beloonde” Chase ons met een order voor enkele tweejarige staatsobligaties, waarmee we hooguit 200 dollar verdienden. Rich feliciteerde me en zei dat dit meer naar zijn zin was en dat dit was wat hij wilde zien.

De andere klant was Larry Burke bij Oppenheimer. Hij was een agressieve staatsobligatiehandelaar en we begonnen vrij veel zaken te doen, niet bijzonder winstgevend maar wel zeer actief. Het probleem was dat onze handelsdesk nog niet goed was toegerust om met een echte handelaar om te gaan, waardoor we veel transacties misliepen die een ander bedrijf wel zou hebben gedaan.

Interessanter was de dag waarop Larry me belde en zei dat hij onmiddellijk van ongeveer 10 miljoen dollar aan langlopende obligaties af moest. Ik wist dat onze handelaar in langlopende obligaties, Paul Lagrande, niet in staat was om voor zo’n grote positie een concurrerend bod te doen. Ik stelde Larry voor dat Paul zijn best zou doen op de brokermarkt en slechts een kleine commissie zou nemen voor het helpen verkopen van de obligaties. Larry ging akkoord en ik zei tegen Paul dat hij Larry’s obligaties zo goed mogelijk moest verkopen en een opslag van 1.500 dollar mocht nemen, ongeacht de prijs.

Paul begreep het niet. Hij had nog nooit zo’n opdracht gekregen. Hij werd defensief en zei, “Er staat een bod van 99 1/2 op het scherm, maar dat kan ik niet betalen.” Ik zei dat ik dat wist en dat ik hem niet vroeg om de obligaties vooraf van Larry te kopen. Ik legde uit dat hij gewoon 10 miljoen dollar aan obligaties moest verkopen aan de brokers tegen de beste prijs die hij kon krijgen. Na enkele keren heen en weer te hebben overlegd, verkocht hij de obligaties tegen een goede prijs en zei toen, “En wat moet ik nu doen, ik sta short.” Ik zei, “Je koopt de obligaties van Larry tegen de prijs waarvoor je ze hebt verkocht minus die 1.500 dollar, dat is je winst.” Hij schreef de tickets uit en glimlachte van oor tot oor, net als Larry. Het was een win-winsituatie. Ik had Rich laten zien dat ik staatsobligaties kon verkopen voor Bankers Trust. En ik wist ook dat ik daar nog geen kopje koffie aan over had gehouden.

Gelukkig diende zich een andere kans aan. Buzz Newton, hoofd van de afdeling bedrijfsobligaties bij William Blair and Company in Chicago, vroeg me om binnen zijn afdeling een afdeling voor vastrentende arbitrage op te zetten. Buzz was een van mijn klanten bij Bankers Trust en hoewel hij zelden een transactie met me deed, waardeerde hij mijn ideeën en doorzag hij het nut van iemand die die ideeën kon uitvoeren.

Ik vertelde Buzz dat ik een behoorlijk goede baan had bij Bankers Trust. Hij legde uit dat de functie bij William Blair geen vast salaris had. In plaats daarvan zou ik 30 procent krijgen van de nettowinst. Zeer kort daarna werkte ik in Chicago bij Blair.

Chicago

Verhuizen van New York City naar Chicago was alsof je te strakke schoenen uittrekt. Je merkt pas hoe strak ze zitten als ze eenmaal uit zijn. In New York heb je misschien vijf stomerijen per straatblok en in Chicago maar één, maar je hebt er ook maar één nodig. Met mensen was het net zo. Chicago geeft mensen de ruimte om aardiger en vriendelijker te zijn, met weinig of geen scherpste. In New York is er vaak agressie zonder duidelijk doel. Vergeleken met Chicago voelde het als een permanent twistzieke manier van leven.

Tijdens mijn tijd bij William Blair nam ik twee partners aan: Justin Adams van het kantoor van First Boston in New York en Cliff Viner van Phoenix Mutual in Hartford, Connecticut. Justin was GNMA-handelaar bij First Boston en werkte samen met Larry Fink, die later BlackRock oprichtte, waarschijnlijk de succesvolste vermogensbeheerder ter wereld. Ik had Justin leren kennen in mijn tijd bij Bankers Trust. Ik verving Jay wanneer hij op vakantie was en handelde dan in GNMA's. Ik herinner me dat op een moment in februari GNMA's $8\frac{1}{4}\%$ met levering in maart $\frac{3}{4}$ punt duurder waren dan dezelfde GNMA's met levering in april. Het was verleidelijk om ze short te verkopen voor maart en tegelijk te kopen voor april, in de hoop dat het verschil zou verkleinen voordat ik de voor maart verkochte obligaties moest leveren. Het probleem was dat er nog maar een paar weken over waren voordat prijzen zich zouden "normaliseren" en dat het risico bestond dat het verschil juist verder zou oplopen, waardoor ik mijn positie met verlies zou moeten sluiten.

Terwijl ik naar dat verschil keek, realiseerde ik me dat ik kon berekenen hoeveel ik in het slechtste geval zou verliezen als ik de transactie zou aangaan en simpelweg zou nalaten de voor maart verkochte obligaties te leveren, en die leveringsachterstand pas zou afdekken wanneer ik de obligaties met levering in april zou ontvangen. Het bleek dat het verlies dan slechts $\frac{5}{8}$ punt zou bedragen. Dat betekende dat het verkopen van maart en kopen van april bij een spread van $\frac{3}{4}$, met een 'worst case'-scenario van $\frac{5}{8}$ punt verlies bij een hele maand niet leveren, nog steeds een winst van $\frac{1}{8}$ punt zou opleveren. Bovendien was er een redelijke kans dat het verschil vóór die tijd zou verkleinen, waardoor de daadwerkelijke winst groter zou uitvallen.

Ik legde dit idee voor aan Alan Rogers, de tradingmanager, maar hij wees het af. Hij zei dat Bankers Trust geen positie zou innemen waarvan men wist dat er niet tijdig geleverd zou worden. Ik probeerde uit te leggen dat ik helemaal niet wist dat we zouden falen, en dat ik er juist op rekende dat de spreads vóór die tijd zouden verkleinen, wat de winst aanzienlijk zou vergroten. Bovendien was niet leveren niet alleen geen overtreding, maar gaf het de tegenpartij die de levering verwachtte juist de voorkeur, omdat die dan pas hoefde te betalen wanneer er daadwerkelijk geleverd werd en intussen hoge rente kon verdienen op het geld.

Jay en ik hadden in het verleden zelfs honderdduizenden dollars verdiend doordat anderen niet aan ons leverden. Alan wilde er niets van horen. Daarop belde ik Justin bij First Boston, legde hem de transactie uit en vertelde waarom ik die zelf niet mocht uitvoeren. Hij zette onmiddellijk voor enkele honderden miljoenen dezelfde positie op voor First Boston en had een uitstekende maand, terwijl hij tegelijkertijd liquiditeit verschaftte aan echte beleggers en de spreads voor hen verkleinde.

Ik kende Cliff nog uit mijn tijd bij Bache, waar ik voor George Weiss werkte. Cliff werkte een verdieping hoger in hetzelfde gebouw en beheerde vijf aandelenportefeuilles voor Phoenix Mutual in Hartford. George kende Cliff en liet mij hem bedienen voor obligaties. Het eerste idee dat ik Cliff liet zien was een converteerbare obligatie van UTC die slechts $\frac{1}{32}$ boven haar conversiewaarde werd verhandeld. Cliff gaf me een order om ze te kopen tegen de conversiewaarde, maar die werd nooit uitgevoerd.

Bij William Blair vormden we een zeer effectief team. Justin en ik hielden ons bezig met de handelsstrategieën, terwijl Cliff de paar klanten bediende die ons commissies betaalden om mee te liften op onze ideeën. In de vijf jaar die volgden waren we goed voor misschien tachtig procent van de winst van William Blair, die elk jaar toenam, en we verdienden bovendien veel geld voor onze cliënten.

Een groot deel van die vroege winsten kwam voort uit arbitrage tussen de nieuw geïntroduceerde futurescontracten en de spotmarkten. We behoorden tot de eersten die het concept van ingebedde opties in deze futures begrepen. Om te illustreren wat dat betekent: toen begin jaren tachtig het nieuwe futurescontract op tienjarige Amerikaanse staatsobligaties werd aangekondigd, probeerden we eerst te bepalen wat de juiste prijs zou moeten zijn voor die contracten. Het futurescontract bestond uit een set regels die bepaalden tegen welke prijs je zou afrekenen als je een futurescontract kocht, het tot aan expiratie aanhield en vervolgens de leverbare tienjarige Amerikaanse staatsobligaties liet leveren. En zoals nu nog steeds gebeurt, veilde het Amerikaanse ministerie van Financiën elke drie maanden miljarden dollars aan gloednieuwe tienjarige staatsobligaties. Met kennis van de actuele prijzen van die leverbare tienjarige Amerikaanse staatsobligaties kon je berekenen wat de juiste prijzen zouden moeten zijn voor de nieuwe tienjarige futurescontracten.

Maar er was nog een element. De nieuwe futurescontracten hadden leveringsmaanden in maart, juni, september en december, net als andere futures. Het eerste contract was voor levering in maart, het tweede voor juni. Wat echter het verschil maakte voor de contracten met levering in maart en juni, was dat de nieuwe tienjarige obligatie die in mei zou worden geveild uiteraard niet in maart geleverd kon worden, maar wel in juni. Bovendien werden nieuwe tienjarige obligaties destijds telkens tegen een hogere rente uitgegeven dan oudere obligaties. Dat betekende dat het junicontract logischerwijs tegen een lagere prijs zou moeten handelen dan het maartcontract, omdat de nieuwe, “goedkopere” obligatie die in mei zou worden geveild de waarde van het junicontract beïnvloedde, maar niet die van het maartcontract.

Ongeveer een week voordat het contract openging organiseerde de Chicago Board of Trade “oefenhandel” voor vloerhandelaren. Ik vroeg wat de futuresprijzen waren voor maart en juni tijdens die oefenhandelsessie. Het bleek dat het maartcontract rond 100 noteerde en het junicontract rond 100½. Wij berekenden dat, bij een maartprijs van 100, juni slechts 99½ waard zou moeten zijn. Kennelijk hadden de vloerhandelaren tijdens die oefenhandel niet door dat de nieuwe tienjarige staatsobligaties die in juni zouden worden geveild de waarde van het junicontract zouden verlagen, maar niet die van het maartcontract, dat de waarde van de huidige tienjarige obligatie weerspiegelde.

Met de opening van het contract in zicht bespraken we welke broker we zouden gebruiken. Rond die tijd werden we gebeld door een zekere Vince Ciaglia van een firma genaamd Stotler. We hadden nooit veel zaken met Vince gedaan, tot dit telefoontje. Vince vroeg wat wij dachten dat de maart/juni-spread zou moeten zijn. Hij wist het niet zeker en vroeg zich af wat de nieuwe tienjarige Amerikaanse staatsobligatie die in juni leverbaar zou zijn met die spread zou doen. Ik vertelde hem dat wij naar precies hetzelfde keken en vroeg of hij onze exclusieve broker wilde zijn voor deze transactie. Hij ging akkoord. De volgende bespreking met Vince ging over welke vloerbroker we zouden gebruiken (de vloerbroker was de persoon op de beursvloer die de daadwerkelijke aan- en verkopen uitvoerde in wat destijds de “futures pit” werd genoemd, nog vóór de opkomst van elektronische handel), zodat, wanneer onze order werd ingelegd, de vloerbroker de andere handelaren niet zou afschrikken. Vince had de ideale broker: iemand genaamd Les. Les werkte zowel in de graanpit als in de obligatiepit en had de vorige keer dat hij in obligaties handelde zijn order verkeerd om ingelegd, waarna hij zich met moeite uit die fout had moeten werken.

Toen de markt voor tienjarige futures op 3 mei 1982 openging, noteerden de eerste koersen juni ongeveer ⅛% hoger dan maart. Niet zo gunstig als we hadden gehoopt, maar nog steeds ver verwijderd van ½% onder maart, wat wij als eerlijke waarde beschouwden. We stuurden Les daarom de pit in om 5.000 maartcontracten te kopen en 5.000 junicontracten te verkopen tegen een spread van ⅛%. Elk contract vertegenwoordigde 100.000 dollar aan staatsobligaties, dus het ging om een order van 500 miljoen dollar. In die tijd kon zo’n positie “veilig” worden ingenomen met minder dan 5 miljoen dollar aan beschikbaar kapitaal.

Les ging de pit in en kwam enkele minuten later terug met de melding dat alle 5.000 contracten tegen onze prijs waren uitgevoerd. Blijkbaar dachten de andere brokers dat hij opnieuw een fout maakte en dat hij eigenlijk maart moest verkopen en juni kopen, op basis van waar zij dachten dat de prijzen volgens de oefenhandel zouden moeten liggen. In de veronderstelling dat er opnieuw gemakkelijk geld te verdienen viel, namen zij de andere kant van de transacties in hun eigen boeken en wachtten tot hij zijn fout zou ontdekken en terug zou komen om alles terug te draaien met verlies. Tien minuten later, toen Les nog steeds niet was teruggekeerd, begonnen ze het ergste te vrezen, dat hij niet terug zou komen, en ze begonnen haastig hun posities zo goed mogelijk af te dekken. Wat er daarna precies

gebeurde weet ik niet, behalve dat we in de weken daarna bijna 3 miljoen dollar verdienden (in een tijd waarin dat nog een enorm bedrag was), doordat de maart/juni-spread inderdaad naar de door ons berekende “eerlijke waarde” bewoog. Het was een bijzonder goede maand voor Wm Blair and Company.

Terugkijkend waren de vijf jaar die ik bij William Blair in Chicago doorbracht mijn vormende jaren. (Ned Janotta, senior partner bij Blair, blijft een van de scherpzinnigste, meest integere en meest innemende mensen die je je kunt voorstellen, gelukkig voor mij, zoals het volgende voorval zal illustreren.) Wat een roemloos einde had kunnen zijn, bleek in plaats daarvan het begin van een uitzonderlijk succesvolle periode, zowel voor Wm Blair and Company als voor mij persoonlijk.

Begin 1980 hadden we dertigjarige Amerikaanse staatsobligaties gekocht en tegelijkertijd futures op dertigjarige obligaties met levering in juni verkocht, die relatief duur waren geworden ten opzichte van de prijzen die wij betaalden voor de leverbare obligaties. (De Chicago Board of Trade had enkele jaren eerder al een futurescontract op dertigjarige obligaties geïntroduceerd, nog vóór de introductie van de tienjaarsfutures in 1982.) De prijsverhoudingen tussen de obligaties en de futures waren zodanig dat we, als we de obligaties tot juni zouden aanhouden en vervolgens leveren, een aanzienlijke winst zouden maken. We zagen geen reden waarom de spreads zo groot waren. Het was alsof je eieren bij een boer kocht en ze met flinke winst aan een winkel doorverkocht. Kort nadat we deze positie hadden ingenomen, veranderde de markt plotseling en om onbekende redenen drastisch. Het werd ineens mogelijk om dezelfde transactie op te zetten tegen prijzen die op een nog grotere winst wezen. Dat is gunstig als je over extra kapitaal (“dry powder”) beschikt om je positie uit te breiden, maar tegelijkertijd liet onze bestaande positie een aanzienlijk boekverlies van 1 miljoen dollar zien. Laat me dat verduidelijken met een analogie. Stel dat je een gratis biljet van 10 dollar krijgt aangeboden, mits je het over 30 dagen komt ophalen, en je accepteert dat. De volgende dag verandert de situatie en wordt er een gratis biljet van 20 dollar aangeboden, eveneens over 30 dagen. Dat klinkt aantrekkelijk, maar je oorspronkelijke afspraak om over 30 dagen 10 dollar te ontvangen vertegenwoordigt nu feitelijk een verlies van 10 dollar, want waarom zou iemand genoeg nemen met 10 dollar als er 20 dollar beschikbaar is?

Als je dus van je oorspronkelijke verplichting af wilt, moet je iemand 10 dollar betalen, zodat die persoon in jouw plaats de 20 dollar kan ophalen. Het werkelijke probleem is dat, als je besluit je oorspronkelijke afspraak aan te houden, je nu 10 dollar als zekerheid (margin) moet storten, zodat de beurs geen verlies lijdt als jij je verplichting niet nakomt en zij de positie moeten liquideren.

Ik ging onmiddellijk met Ned om de tafel en legde uit dat de positie ons bij levering in juni 1 miljoen dollar winst zou opleveren, maar dat de prijzen inmiddels waren veranderd, waardoor we óf een margin call van 1 miljoen dollar moesten voldoen, óf de positie moesten sluiten en datzelfde bedrag als verlies moesten nemen. Hij vroeg wat er zou gebeuren als we

tot juni zouden wachten. Ik legde uit dat we dan zowel de oorspronkelijk gecontracteerde winst van 1 miljoen dollar als de 1 miljoen dollar aan margin terug zouden krijgen. Ik voegde eraan toe dat er geen garantie was dat de positie niet verder tegen ons in zou bewegen, maar dat we uiterlijk bij levering in juni alles terug zouden krijgen, plus de winst.

Ned nam de beslissing en gaf aan dat hij akkoord ging met ons plan om de positie aan te houden. Daarmee was de bespreking afgerond. Andere handelsdesks op Wall Street hadden minder geluk; er gingen verhalen rond over managers die hun handelaren dwongen posities onmiddellijk met grote verliezen te sluiten.

Niet lang daarna stortten de prijzen van goud en zilver in, evenals de staatsobligatiefutures waarin wij short zaten. Onze margin werd teruggegeven en de verwachte winst werd gerealiseerd. Later begrepen we wat er zich achter de schermen had afgespeeld. De gebroeders Hunt, miljardairs (destijds nog een reusachtig bedrag), hadden met de winsten uit hun zilverposities, waarmee ze de prijs tot bijna 60 dollar per ounce opdreven (tegenwoordig ligt die nog steeds onder de 20 dollar), dezelfde futures gekocht die wij short waren gegaan. Dat had ons tijdelijke mark-to-marketverlies veroorzaakt. Toen de prijzen van goud en zilver instortten, werden de Hunts gedwongen zowel hun zilverposities als hun obligatiefuturesposities te liquideren, waardoor onze positie weer winstgevend werd. Wat het extra opmerkelijk maakte, was hoe dit gebeurde. De eigenaren van de COMEX (de New Yorkse beurs waar zilverfutures werden verhandeld) gingen voor eigen rekening short toen zilver boven de 50 dollar per ounce uitkwam en verhoogden vervolgens drastisch de marginvereisten voor de Hunts. Daardoor werden zij gedwongen hun posities te liquideren en miljarden te verliezen, terwijl onze winst werd hersteld toen de zilverprijs terugviel tot onder de 10 dollar per ounce. Destijds was dit volledig legaal.

In 1982 beseften Justin, Cliff en ik dat de markten groot genoeg waren om meer kapitaal te beheren zonder onze rendementen voor onze klanten aan te tasten. Binnen de juridische structuur van een effectenhuis als William Blair was dat echter niet praktisch. Met hulp van Ned haalden we extra kapitaal op en brachten we de activiteiten onder in een aparte entiteit: Illinois Income Investors (later afgekort tot III), met Wm Blair and Company als een van de partners.

Illinois Income Investors specialiseerde zich in vastrentende arbitrage, waarbij zowel effecten als afgeleide producten werden gebruikt, met een marktneutrale strategie met nul duration. Dat betekende dat we geen blootstelling aan renteveranderingen beloofden: stijgende of dalende rente mocht geen rol spelen in onze resultaten. We ontvingen 35% van de winst, maar geen vaste beheervergoeding.

In de vijftien jaar daarna bouwden we voort op het succes dat we bij William Blair and Company hadden opgebouwd. Inclusief de periode bij Blair, realiseerden we een trackrecord van twintig jaar (1978–1997) met slechts één verliesmaand, een daling van een tiende procent op mark-to-marketbasis, die de maand daarop volledig werd goedge maakt en geen

enkele verliesgevende transactie die iemand van ons zich kan herinneren. III werd tot en met 1997 wereldwijd als nummer één gerangschikt op basis van risico-gecorrigeerde spreads door Managed Account Reports. Toen ik terugtrad, beheerde Cliff Viner ongeveer 3,5 miljard dollar aan kapitaal en 35 miljard dollar aan activa. De gebeurtenissen rond de Tokyo Futures Exchange in 1996, in combinatie met meningsverschillen met een nieuwe partner, maakten dat voor mij het moment was gekomen om gas terug te nemen.

De code voor het futurescontract op tienjarige Japanse staatsobligaties (JGB's) met levering in september 1996 was JBU6, een titel die ooit in aanmerking kwam voor dit boek, nog voordat de term "onschuldige misvatting" werd bedacht. Opnieuw leek het contract, in mijn optiek, om onbekende redenen, verkeerd geprijsd. Het verschil was dat dit zich afspeelde op de beurs in Tokio, dat het dit keer te goedkoop was, dat er inmiddels een omvangrijke markt voor renteswaps bestond en dat wij meer dan 3 miljard dollar onder beheer hadden (destijds een enorm bedrag). In de maanden voorafgaand aan september begonnen wij en onze cliënten geleidelijk JBU6 te kopen en vaste rente te betalen in yen-renteswaps met looptijden van zeven tot tien jaar. Zonder al te veel in detail te treden: het betalen van een vaste rente op een swap is grofweg equivalent aan het short gaan van obligaties. We gebruikten dus de goedkope futuresmarkt om obligaties te kopen en verkochten ze tegen een in onze ogen hogere prijs via de swapmarkt. De positie werd erg groot en groeide uit tot ongeveer 7.500 contracten, goed voor meer dan 7 miljard dollar aan obligaties. Op een gegeven moment realiseerden we ons dat we recht hadden op levering van meer van de goedkoopst leverbare obligaties dan de Japanse overheid überhaupt had uitgegeven. Dat gaf de positie een extra dimensie: als die obligaties niet beschikbaar waren, zouden tegenpartijen duurdere obligaties moeten leveren, wat tot hogere winsten leidde. En als ook die duurdere obligaties niet beschikbaar waren, zouden zij zelfs nog duurdere obligaties moeten leveren.

Hoewel dit er voor ons zeer aantrekkelijk uitzag, bleef de knagende vraag waarom iemand bereid zou zijn ons futurescontracten te verkopen tegen wat ogenschijnlijk zeer lage prijzen waren. Bovendien leek op dat moment ook het septembercontract goedkoop ten opzichte van de futuresprijzen voor december '06 en maart '07, dus kochten we eveneens september en verkochten we december- en maartfutures. Maar de futures bleven goedkoop en we bleven onze positie uitbreiden. Vóór de leveringsdatum kwamen we uit op meer dan 14.000 contracten voor III en voor onze AVM-clients, en de futures waren nog steeds goedkoop. Verbazingwekkend! Ik liet onze repo-handelaar nagaan of de obligaties die wij verwachtten geleverd te krijgen, beschikbaar waren om te lenen. Ik vermoedde dat de dealers die aan ons short hadden verkocht mogelijk geleende obligaties aan ons zouden leveren. Maar nee, er waren nog steeds obligaties beschikbaar om te lenen en bovendien tegen relatief lage kosten. Daarom leenden we zelf die obligaties, om te voorkomen dat iemand ons te slim af zou zijn en alsnog geleende obligaties zou proberen te leveren. Op zich maakte het niet zo heel veel uit als ze dat deden, maar ik wilde op dit punt geen enkel risico nemen.

De volgende stap was het vinden van een dealer via wie we de levering konden laten plaatsvinden. Ik hoopte iemand te vinden die dezelfde positie had, zodat we de levering op de

gecombineerde posities konden laten plaatsvinden. Ik vond Craig Foster bij Credit Suisse in Tokio. Hij had een longpositie van ongeveer 7.000 contracten en had een vergelijkbare trade opgezet. Perfect! Er ontbrak nog één element: als we daadwerkelijk levering zouden nemen van inmiddels ongeveer 20 miljard dollar aan Japanse staatsobligaties (nog steeds een enorm bedrag), moesten we het geld lenen om daarvoor te betalen. Craig belde met Zwitserland en kwam terug met goed nieuws: hij had een kredietlijn van 20 miljard dollar vanuit zijn hoofdkantoor. We waren volledig ingedekt.

Toen de kennisgevingsdag aanbrak, de dag waarop de tegenpartij moet aangeven welke obligaties zij aan je zullen leveren, kregen we bericht dat men ons grotendeels de goedkoopst te leveren obligaties zou leveren. Prima, behalve dat er daar niet genoeg van waren. We overwogen de mogelijkheid dat ze op de een of andere manier extra obligaties hadden verkregen die eerder niet bestonden, mogelijk via de Bank of Japan. Vervolgens begonnen we telefoontjes te krijgen met het verzoek of wij hen de obligaties wilden lenen die zij nodig hadden om aan ons te leveren, en tegen welke prijs we dat zouden doen. Dit was waanzin! Ze móesten die obligaties hebben. Ze waren verplicht om ze aan ons te leveren, en de sanctie op niet-leveren was uitsluiting van de yen-obligatiemarkt en onbekende boetes van de Bank of Japan wegens verstoring van het financiële systeem. Wij zaten aan de goede kant: wij kochten Japanse obligaties via de futuresmarkt. Dat zien ze graag. Het was de tegenpartij die iets uit te leggen had. Zij hadden miljarden aan Japanse obligaties short verkocht zonder ze daadwerkelijk in bezit te hebben. De Bank of Japan heeft ze daarvoor een flinke tik op de vingers gegeven.

Uiteindelijk hebben we de obligaties wel aan hen uitgeleend, maar tegen een prijs. Omdat we er belang bij hadden dat de dealers operationeel bleven, hebben we een vergoeding gevraagd van ongeveer de helft van wat zij ons in een omgekeerde situatie waarschijnlijk zouden hebben berekend (mogelijk zelfs nog minder dan de helft). Misschien hadden we harder moeten zijn, maar uiteindelijk liepen we weg met ongeveer 150 miljoen dollar winst en we staan voor zover ik weet te boek als de partij die de grootste futureslevering ooit heeft gerealiseerd.

Italiaanse Openbaring

Ik ga nu terug naar het begin van de jaren negentig om dit verhaal, dat leidt naar de zeven dodelijke onschuldige misvattingen, af te ronden. In die periode brachten de omstandigheden mij tot een dieper inzicht in de feitelijke werking van een valuta.

Destijds was het niet de regering van de Verenigde Staten, maar die van Italië, die in crisis verkeerde. Professor Rudi Dornbusch, een invloedrijke academische econoom aan MIT, hield vol dat Italië op de rand van wanbetaling stond omdat de schuldquote boven de 110 procent lag en de rente op de lire hoger was dan de Italiaanse groeivoet.

De situatie was zo ernstig dat Italiaanse staatsobligaties, uitgegeven in lire, ongeveer 2 procent meer rendement boden dan de kosten om lire bij banken te lenen. Het vermeende risico van het aanhouden van Italiaanse staatsobligaties was zo groot dat je deze effecten kon kopen tegen ongeveer 14 procent, en de voor de aankoop benodigde lire bij banken kon lenen tegen slechts ongeveer 12 procent voor de volledige looptijd van de obligaties. Dit was een gratis lunch van 2 procent, rauw vlees voor elke obligatiedesk zoals de mijne, op één punt na, het vermeende risico van wanbetaling door de Italiaanse regering. Er viel gemakkelijk geld te verdienen, maar alleen als je zeker wist dat de Italiaanse regering niet in gebreke zou blijven.

De mogelijkheid van die “gratis lunch” hield mij volledig bezig. De beloning voor het omzetten hiervan in een risicovrije spread was enorm. Dus begon ik samen met mijn partners het vraagstuk te analyseren. Wij wisten dat geen enkel land ooit in gebreke was gebleven op zijn eigen valuta wanneer deze niet wettelijk inwisselbaar was voor goud of iets anders.

Er was een tijd waarin landen obligaties uitgaven die inwisselbaar waren voor goud. Dat tijdperk eindigde echter definitief in 1971, toen president Nixon de Verenigde Staten internationaal van de goudstandaard haalde, hetzelfde jaar waarin ik mijn bachelor behaalde aan U-Conn, en we het tijdperk binnengingen van zwevende wisselkoersen en niet-inwisselbare valuta.

Hoewel sommige mensen nog steeds denken dat de Amerikaanse dollar gedekt wordt door het goud in Fort Knox, is dat niet het geval. Als je met een biljet van 10 dollar naar het ministerie van Financiën gaat en goud eist, zullen ze je dat niet geven omdat zij daar juridisch eenvoudigweg niet toe bevoegd zijn, zelfs niet als zij dat zouden willen. Ze zullen je twee biljetten van 5 dollar geven of tien biljetten van 1 dollar, maar goud zal je niet krijgen.

Historisch gezien vonden overheidswanbetalingen alleen plaats onder omstandigheden zoals goudstandaarden, vaste wisselkoersen, schulden in vreemde valuta en geïndexeerde binnenlandse schuld. Maar waarom was dat zo? Het gebruikelijke antwoord luidde, “omdat ze altijd geld kunnen drukken.” Dat was op zich juist, maar er waren geen wanbetalingen, wel veel inflatie maar geen wanbetalingen, en niemand had daadwerkelijk “geld gedrukt”, dus ik had een betere verklaring nodig voordat ik miljoenen van het geld van onze beleggers zou inzetten.

Enkele dagen later, tijdens een gesprek met onze onderzoeksanalist Tom Shulke, viel het kwartje. Ik zei: “Tom, of wij nu effecten kopen van de Fed of van het ministerie van Financiën, functioneel is er geen verschil. Wij sturen het geld naar dezelfde plaats, de Federal Reserve, en wij bezitten hetzelfde, een staatsobligatie, wat niets anders is dan een rekening bij de Fed die rente betaalt.”

Functioneel moet het dus allemaal hetzelfde zijn. Toch verkoopt het ministerie van Financiën effecten om uitgaven te financieren, terwijl wanneer de Fed effecten verkoopt, dit een

‘reserveontrekking’ is om ‘operationele factoren te compenseren’ en de fed funds-rente te beheren. Maar functioneel moet het identiek zijn, het is allemaal slechts een verheven reserveontrekking.

Veel van mijn collega’s in de wereld van hedgefondsbeheer waren geïntrigeerd door het winstpotentieel van de 2 procent gratis lunch die de Italiaanse regering ons leek aan te bieden. Maurice Samuels, destijds portefeuillemanager bij Harvard Management, was onmiddellijk enthousiast en regelde bijeenkomsten in Rome met functionarissen van de Italiaanse regering om deze kwesties te bespreken.

Maurice en ik zaten al snel in het vliegtuig naar Rome. Kort na aankomst ontmoetten wij professor Luigi Spaventa, een hoge functionaris van het Italiaanse ministerie van Financiën. Ik herinner mij dat ik tegen Maurice zei dat hij moest bukken toen wij de kamer binnenkwamen. Hij keek omhoog en begon te lachen. De opening was misschien zes meter hoog. “Dat is zodat je in de Romeinse tijd deze kamer kon binnenkomen met een speer,” antwoordde hij. Professor Spaventa zat achter een elegant bureau. Hij droeg een driedelig pak en rookte een van die gekrulde pijpen. Het beeld van de grote Engelse econoom John Maynard Keynes, wiens werk jarenlang centraal stond in het economisch-politieke debat, kwam bij mij op. Professor Spaventa was Italiaan, maar sprak Engels met een Brits accent, wat het Keynesiaanse beeld versterkte.

Na de begroetingen opende ik met een vraag die meteen de kern van onze reis raakte. “Professor Spaventa, dit is een retorische vraag, maar waarom geeft Italië staatsobligaties uit? Is het om lire te verkrijgen om uit te geven, of is het om te voorkomen dat de interbancaire lire-rente daalt tot nul vanaf uw doelrente van 12 procent?” Ik kon zien dat professor Spaventa aanvankelijk verbaasd was door de vraag. Hij had waarschijnlijk verwacht dat wij zouden vragen wanneer wij onze ingehouden bronbelasting terug zouden krijgen. Het Italiaanse ministerie liep namelijk sterk achter met betalingen. Slechts twee personen waren belast met het terugstorten van ingehouden bedragen aan buitenlandse houders van Italiaanse obligaties, en één van hen was met zwangerschapsverlof.

Professor Spaventa nam een moment om zijn gedachten te ordenen. Toen hij antwoordde, toonde hij een begrip van monetaire operaties dat wij zelden bij ambtenaren van ministeries van Financiën hadden gezien. “Nee,” antwoordde hij. “De interbancaire rente zou slechts dalen tot een half procent, niet tot nul, aangezien wij een half procent rente op reserves betalen.” Zijn inzichtelijke antwoord was precies wat wij hoopten te horen. Hier was een minister van Financiën die daadwerkelijk begreep hoe monetaire operaties en reserveboekhouding werken. (Merk op dat de Amerikaanse Federal Reserve pas zeer recentelijk toestemming heeft om rente op reserves te betalen als instrument om haar rentedoelstelling te realiseren.)

Ik zei niets, zodat hij verder kon nadenken. Enkele seconden later sprong hij op uit zijn stoel en riep: “Ja! En het Internationaal Monetair Fonds dwingt ons procyclisch beleid te voeren!”

Mijn vraag had hem doen inzien dat het IMF de Italiaanse regering aanspoorde tot verkrapping vanwege een wanbetalingsrisico dat in werkelijkheid niet bestond.

Onze bijeenkomst, oorspronkelijk gepland voor twintig minuten, duurde uiteindelijk twee uur. De professor nodigde collega's uit van naburige kantoren om het goede nieuws te horen, en plotseling vloeide de cappuccino rijkelijk. De donkere wolk van wanbetaling was verdwenen. Het was tijd voor een viering!

Een week later kondigde het Italiaanse ministerie van Financiën aan dat er geen buitengewone maatregelen zouden worden genomen en dat alle betalingen op tijd zouden plaatsvinden. Later werd ons en onze cliënten verteld dat wij de grootste houders waren van in lire luidende Italiaanse staatsobligaties buiten Italië, en wij hebben met die positie enkele zeer winstgevende jaren gekend.

Italië ging niet in gebreke en er was nooit enig solvabiliteitsrisico. Insolventie is nooit een kwestie bij een niet-inwisselbare valuta met een zwevende wisselkoers. Wij wisten dat, en nu begreep ook de Italiaanse regering dit en was zij niet geneigd om "iets stoms te doen", zoals een wanbetaling uitroepen zonder feitelijke financiële noodzaak. In de daaropvolgende jaren verdienden onze fondsen en tevreden cliënten ruim meer dan 100 miljoen dollar aan deze transacties, en mogelijk hebben wij ook de Italiaanse regering gered. Het inzicht in hoe valuta operationeel functioneren vormde de inspiratie voor dit boek en zal hopelijk spoedig de wereld voor zichzelf behoeden.

Terwijl ik verder nadacht over de implicaties van het feit dat overheidssolvabiliteit geen kwestie is, woedde het debat over het Amerikaanse begrotingstekort onverminderd voort. Het was begin jaren negentig en de recessie had het tekort opgedreven tot 5 procent van het bbp. Tekorten worden traditioneel uitgedrukt als percentage van het bbp wanneer landen en jaren met elkaar worden vergeleken, om verschillen in omvang van economieën te corrigeren.

Somberheid en rampspoed waren alomtegenwoordig. Nieuwslezer David Brinkley suggereerde dat het land maar beter faillissement kon aanvragen en er een punt achter kon zetten. De populariteit van Ross Perot nam toe met zijn thema van begrotingsdiscipline. Perot werd zelfs een van de succesvolste derde-partijkandidaten in de geschiedenis door te beloven de begroting in evenwicht te brengen. (Zijn stijgende populariteit werd pas abrupt afgekapt toen hij beweerde dat de Viet Cong de bruiloft van zijn dochter in Texas bespioneerden.)

Met mijn nieuwe inzicht was ik mij scherp bewust van de risico's voor het welzijn van ons land. Ik wist dat de grotere federale tekorten juist de ontwrichte economie herstelden, maar ik keek machteloos toe hoe onze gevestigde leiders en de gehele media opriepen tot begrotingsdiscipline, lagere tekorten, en daarmee de economische pijn verlengden.

In die periode begon ik het academische artikel uit te denken dat later *Soft Currency Economics* zou worden. Ik besprak het met mijn voormalige baas, Ned Janotta, bij William Blair. Hij stelde voor dat ik met Donald Rumsfeld zou spreken, zijn kamergenoot uit zijn studietijd, goede vriend en zakenpartner, die persoonlijk veel van de vooraanstaande economen van het land kende, om te bespreken of publicatie mogelijk was. Kort daarna sprak ik een uur met “Rummy”, tijdens het enige vrije moment dat hij die week had. We ontmoetten elkaar in de stoomruimte van de Chicago Racquet Club en bespraken het begrotings- en monetaire beleid. Hij verwees mij door naar Art Laffer, die het project op zich nam en Mark McNary aanstelde als mede-auteur, onderzoeker en redacteur van het manuscript, dat in 1993 werd voltooid.

Soft Currency Economics staat nog steeds bovenaan de lijst met verplichte literatuur op www.moslereconomics.com, waar ik een doorlopend blog bijhoud. Het beschrijft hoe het monetaire systeem functioneert, wat er mis is gegaan, en hoe retoriek uit het tijdperk van de goudstandaard is overgedragen op een niet-inwisselbare valuta met een zwevende wisselkoers, en daarmee de nationale welvaart ondermijnt.

Deel III: Publiek doel

Overheidsfuncties zijn die taken die de gemeenschap het best dienen wanneer zij collectief worden uitgevoerd. Daartoe behoren: het leger, het rechtssysteem, internationale betrekkingen, politiebescherming, volksgezondheid - inclusief ziektebestrijding - publieke financiering van onderwijs, strategische voorraden, het in stand houden van het betalingsverkeer en het voorkomen van een “race to the bottom” tussen staten, waaronder milieunormen, handhavingsnormen, reguleringsnormen en rechterlijke normen.

Wat de Amerikaanse economie tot de afgunst van de wereld heeft gemaakt, is dat mensen die werken voldoende netto-inkomen overhouden om het merendeel van de goederen en diensten te kopen die zij wensen en die worden geproduceerd. Amerikaanse bedrijven concurreren vervolgens om die dollars door middel van de goederen en diensten die zij aanbieden. Ondernemingen die produceren wat consumenten willen, worden vaak beloond met hoge winsten, terwijl ondernemingen die daarin falen van het toneel verdwijnen. De verantwoordelijkheid van de federale overheid is ervoor te zorgen dat belastingen laag genoeg zijn, zodat mensen voldoende dollars overhouden om de goederen en diensten te kopen die zij verkiezen bij de ondernemingen van hun keuze.

Vandaag de dag worden wij echter zwaar overbelast in verhouding tot het huidige niveau van overheidsuitgaven, wat blijkt uit de hoge werkloosheid en de omvangrijke overcapaciteit in het algemeen. Werkenden komen steeds meer onder druk te staan, omdat zij niet langer een netto-inkomen ontvangen dat groot genoeg is om hun hypotheek, autolening en andere reguliere uitgaven te betalen, laat staan ruimte overhouden voor enige luxe.

Om de huidige financiële crisis en economische ineenstorting aan te pakken, doe ik in de volgende pagina's een aantal voorstellen.

Een loonbelastingvrijstelling

Ik stel voor om onmiddellijk een “loonbelastingvrijstelling” af te kondigen, waarbij het Amerikaanse ministerie van Financiën alle FICA-, Medicare- en andere federale loonbelastingafdrachten voor werknemers en werkgevers voor zijn rekening neemt. Dit voorstel verhoogt het netto-inkomen van een echtpaar met een gezamenlijk jaarinkomen van 100.000 dollar met meer dan 650 dollar per maand, waardoor zij weer in staat zijn hun hypotheek te betalen, hun reguliere uitgaven te voldoen en zelfs weer enige ruimte hebben om te consumeren. Mensen met bestedingsruimte zullen onmiddellijk zorgen voor een stijging van de bedrijfsomzet, wat snel zal leiden tot miljoenen nieuwe banen om aan de toegenomen vraag naar goederen en diensten te voldoen. Dat mensen hun hypotheek- en leningbetalingen kunnen blijven doen, is precies wat het bankwezen het hardst nodig heeft om snel weer gezond te worden, niet overheidssteun die banken slechts in leven houdt terwijl

leningen blijven uitvallen. Het enige verschil tussen een goede lening en een slechte lening is of de kredietnemer zijn betaling kan verrichten.

Inkomensoverdracht

Mijn tweede voorstel is om de Amerikaanse staten onmiddellijk en zonder voorwaarden 150 miljard dollar aan inkomensoverdracht te verstrekken, verdeeld op basis van het aantal inwoners, ongeveer 500 dollar per hoofd van de bevolking. De meeste staten verkeren in grote moeilijkheden doordat de recessie hun gebruikelijke inkomstenbronnen heeft aangetast. Door federale middelen per hoofd van de bevolking te verdelen, is de regeling eerlijk voor iedereen en wordt zogenaamd “slecht gedrag” niet specifiek beloond. Deze uitkering biedt de staten de onmiddellijke verlichting die zij nodig hebben om hun essentiële diensten in stand te houden. Naarmate de economie herstelt, zullen hun inkomsten terugkeren naar het niveau van vóór de recessie en daarboven uitstijgen.

Nationale Publieke Banen

Mijn volgende aanbeveling is het financieren van een publieke baan van 8 dollar per uur voor iedereen die bereid en in staat is te werken, inclusief kinderopvang, de huidige federale medische dekking en alle andere standaardvoorzieningen voor federale werknemers. Dit is een cruciale stap om groei te bestendigen en prijsstabiliteit te bevorderen. Het biedt een overgang van werkloosheid naar werk in de private sector. Bedrijven zijn doorgaans terughoudend om werklozen aan te nemen, en in het bijzonder langdurig werklozen. Deze publieke baan biedt een brug tussen werkloosheid en werk, en naarmate de economie herstelt, als gevolg van mijn eerste twee voorstellen, zullen bedrijven uit deze arbeidsreserve personeel aannemen om aan hun groeiende behoefte te voldoen.

Universele gezondheidszorg

Mijn voorstel met betrekking tot gezondheidszorg is om iedere volwassene boven de 18 jaar een bankrekening te geven met bijvoorbeeld 5.000 dollar, uitsluitend bestemd voor medische doeleinden. Daarvan is 1.000 dollar bedoeld voor preventieve zorg en 4.000 dollar voor overige medische uitgaven. Aan het einde van elk jaar wordt het niet bestede deel van de 4.000 dollar uitgekeerd aan de betrokkene als een contante uitkering. Uitgaven boven de 5.000 dollar worden gedekt door een vorm van Medicare. Er zouden geen beperkingen zijn op het afsluiten van particuliere verzekeringen.

Dit voorstel voorziet in universele gezondheidszorg, maximaliseert keuzevrijheid, zet concurrerende marktkrachten in om kosten te minimaliseren, bevrijdt artsen van tijdrovende onderhandelingen met verzekeringsmaatschappijen, beloont verstandig gedrag en vermindert de rol van verzekeraars. Het zal de druk op het medische systeem aanzienlijk verlagen, de beschikbare arts-patiënttijd substantieel vergroten en waarborgen dat alle Amerikanen toegang hebben tot zorg. Om preventie te stimuleren kan de jaarlijkse terugbetaling bijvoorbeeld afhankelijk worden gesteld van het ondergaan van een jaarlijkse

controle. Hoewel federaal gefinancierd, kan het programma door de staten worden uitgevoerd, die ook normen en vereisten kunnen vaststellen.

Er bestaat geen economische stroming die zou bepleiten dat gezondheidszorg een “marginale productiekost” voor bedrijven behoort te zijn. Het feit dat bedrijven gezondheidszorg betalen, is schadelijk voor de economie en onze algehele levensstandaard. Dit voorstel elimineert dat probleem voor de Amerikaanse economie op een wijze die gezondheidszorg voor iedereen toegankelijk maakt, reële kosten bespaart, de juiste prikkels creëert, keuzevrijheid bevordert en marktwerking ten dienste stelt van het publieke doel.

Voorstellen voor het monetaire systeem

Ten eerste zou de Federal Reserve onmiddellijk op ongedekte basis moeten lenen aan haar aangesloten banken, in plaats van onderpand te eisen. Het eisen van onderpand is zowel overbodig als belemmerend. Het is overbodig omdat aangesloten banken reeds onbeperkt door de overheid verzekerde deposito's kunnen aantrekken en door de overheid gegarandeerde effecten kunnen uitgeven zonder specifiek onderpand te verstrekken. In ruil daarvoor staan zij onder strikte overheidsregulering met betrekking tot het gebruik van deze middelen en worden zij voortdurend gecontroleerd op naleving. Aangezien de overheid bankdeposito's al verzekert en erop toeziet dat alleen solvabele banken blijven opereren, loopt zij geen extra risico door de Federal Reserve toe te staan ongedekt te lenen. Ongedekte kredietverlening door de Federal Reserve zou de liquiditeit onmiddellijk normaliseren en voorkomen dat dit een factor blijft in de huidige of toekomstige financiële crises.

Ten tweede dient de overheid de limiet van 250.000 dollar op verzekerde bankdeposito's op te heffen, evenals de liquiditeitsvoorschriften voor banken, gelijktijdig met het toestaan van ongedekte kredietverlening door de Federal Reserve. De Federal Reserve zou de discontovoet moeten verlagen tot het niveau van de fed funds-rente en, zoals hierboven vermeld, de huidige onderpandeisen moeten afschaffen. Het idee van een “strafrente” is niet van toepassing binnen een systeem van niet-inwisselbare valuta en zwevende wisselkoersen.

Ten derde dient te worden erkend dat een interbancaire markt geen publiek doel dient. Zij kan worden afgeschaft door de Federal Reserve leningen te laten aanbieden aan aangesloten banken met een looptijd tot zes maanden, waarbij het FOMC (Federal Open Market Committee, het orgaan van Fed-functionarissen dat bijeenkomt en stemt over het monetaire beleid) tijdens zijn reguliere vergaderingen de rentestructuur vaststelt. Dit zou tevens verschillende andere kredietfaciliteiten overbodig maken waarmee het FOMC heeft geëxperimenteerd.

Ten vierde zou het ministerie van Financiën rechtstreeks de schuld moeten financieren van de FHLB, de Federal Home Loan Bank, en de FNMA, de Federal National Mortgage Association, de federale woningfinancieringsinstellingen. Dit verlaagt hun financieringskosten, en deze besparing kan direct worden doorgegeven aan in aanmerking

komende huizenkopers. Er is geen reden om beleggers de extra financieringskosten te laten incasseren die deze instellingen momenteel betalen, terwijl zij toch al worden gedekt door de volledige kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid.

Ten vijfde zouden de FNMA en de FHLB de hypotheeken die zij verstrekken zelf moeten aanhouden, waarmee dat deel van de secundaire hypotheekmarkt wordt geëlimineerd. Met financiering via het ministerie van Financiën dient een secundaire markt geen publiek doel.

Ten zesde moeten de straffen voor hypotheekfraude worden verhoogd en krachtig worden gehandhaafd door federale instanties.

Strategische voorraden

Wanneer gezinnen op afgelegen boerderijen wonen, is het bijvoorbeeld verstandig om een voedselvoorraad aan te leggen voor een jaar of langer, voor het geval van misoogsten of andere verstoringen in de voedselvoorziening. Gezinnen in steden kunnen daarentegen in de praktijk slechts Amerikaanse dollars sparen. Helaas zullen cijfers op een bankrekening in het geval van daadwerkelijke tekorten aan voedsel en andere strategische goederen uiteraard niet volstaan. Het is daarom een kwestie van publiek doel om ervoor te zorgen dat er daadwerkelijke strategische reserves beschikbaar zijn voor noodconsumptie. Momenteel beschikken wij over een strategische oliereserve. Dit zou moeten worden uitgebreid met voorraden van andere essentiële goederen voor noodsituaties. Het doel mag niet zijn om specifieke belangengroepen te ondersteunen, maar om consumenten daadwerkelijk te voorzien van reële, direct bruikbare goederen voor moeilijke tijden.

Een huisvestingsvoorstel voor de financiële crisis:

1. Indien de eigenaar van een woning die dreigt te worden geëxecuteerd in de woning wil blijven, stelt hij de overheid daarvan op de hoogte. De overheid koopt vervolgens de woning tijdens de executieperiode van de bank tegen de laagste van twee bedragen: de marktwaarde of de resterende hypotheekschuld.
2. De overheid verhuurt de woning aan de voormalige eigenaar tegen een marktconforme huurprijs.
3. Na twee jaar wordt de woning te koop aangeboden en krijgt de voormalige eigenaar-huurder het recht van eerste koop.
Hoewel dit voorstel aanzienlijke directe overheidsbetrokkenheid en uitgaven vereist, en hoewel er ruimte bestaat voor oneerlijk gedrag op verschillende niveaus, is het vanuit het perspectief van publiek belang superieur aan andere voorgestelde plannen. Het:
 - a. houdt mensen in hun woning tegen betaalbare huren;
 - b. laat het bestaande contractenrecht rond hypotheekovereenkomsten intact;

- c. minimaliseert verstoringen voor houders van door hypotheeken gedekte effecten;
- d. beperkt het probleem van moreel risico.

Het executieproces verloopt volgens de geldende wetgeving, zodat geen contracten worden geschonden. Verhuur tegen marktconforme huur is geen subsidie, en ook het recht om de woning later tegen marktprijs terug te kopen is geen subsidie.

Hoe wij allemaal kunnen profiteren van het handelstekort

Het huidige handelstekort weerspiegelt de wens van de rest van de wereld om Amerikaanse financiële activa aan te houden. De enige manier waarop het buitenland dit kan doen, is door netto naar de Verenigde Staten te exporteren en de ontvangen dollars aan te houden in de vorm van Amerikaanse financiële activa, contanten, staatsobligaties, aandelen, enzovoort.

Het handelstekort betekent dus niet dat de Verenigde Staten afhankelijk zijn van buitenlandse leningen, zoals commentatoren dagelijks beweren, maar dat buitenlandse beleggers Amerikaanse financiële activa willen bezitten. Om aan die spaarwens te voldoen, concurreren zij fel op de Amerikaanse markt door tegen de laagst mogelijke prijzen te verkopen. Zij drukken zelfs hun eigen binnenlandse lonen en consumptie om hun “concurrentievermogen” te vergroten, alles in ons voordeel. Indien zij hun wens om dollars aan te houden verliezen, zullen zij die dollars hier uitgeven of ons hun producten niet meer verkopen, wat neerkomt op een evenwichtige handelsbalans. Hoewel dit proces aanpassingen op de valutamarkten kan meebrengen, veroorzaakt het geen financiële crisis voor de Verenigde Staten. Het handelstekort is een zegen voor de VS. Er hoeft geen “banenprobleem” aan verbonden te zijn. Een passend begrotingsbeleid kan er altijd voor zorgen dat Amerikanen voldoende koopkracht hebben om zowel de volledige binnenlandse productie bij volledige werkgelegenheid als de goederen die het buitenland wil verkopen, te kopen. Het juiste begrotingsbeleid optimaliseert productie, werkgelegenheid en levensstandaard, ongeacht de omvang van het handelstekort.

Industrieën met strategisch belang

De staalindustrie is een voorbeeld van een binnenlandse sector met belangrijke nationale veiligheidsaspecten. In plaats van de onlangs ingevoerde algemene staalheffingen zou men defensieaannemers moeten verplichten uitsluitend binnenlands staal te gebruiken. Zo blijft een nationale staalindustrie bestaan die in defensiebehoeften kan voorzien.

Defensieaannemers betalen dan iets meer voor binnenlands geproduceerd staal, terwijl tegelijkertijd de prijs voor niet-strategisch staalgebruik voor algemene doeleinden kan dalen.

Het gebruik van een arbeidsbuffer om markten het optimale tekort te laten bepalen

Om de productie te optimaliseren, de werkloosheid substantieel te verminderen, prijsstabiliteit te bevorderen en tegelijkertijd marktmechanismen in te zetten ter bevordering van nationale gezondheidszorgdekking, kan de overheid een baan van 8 dollar per uur aanbieden aan iedereen die wil en kan werken, inclusief volledige federale zorgvoorzieningen. Om dit programma uit te voeren kan de overheid haar bestaande agentschappen instrueren dat werknemers die voor 8 dollar per uur worden aangenomen niet meetellen voor de jaarlijkse begrotingsuitgaven. Daarnaast kunnen deze agentschappen hun behoefte aan werknemers van 8 dollar per uur bekendmaken via lokale arbeidsbureaus, waar iedereen die wil en kan werken kan worden doorverwezen naar beschikbare vacatures. De baan omvat volledige secundaire arbeidsvoorwaarden, waaronder gezondheidszorg en vakantie. Deze functies vormen een nationale arbeidsbuffer, in die zin dat wordt verwacht dat werknemers bij economisch herstel door de private sector zullen worden overgenomen. Als bufferprogramma werkt dit sterk contracyclisch, het is anti-inflatoir tijdens herstel en anti-deflatoir tijdens een neergang. Bovendien laat dit programma de markt het begrotingstekort bepalen, waardoor het automatisch op een bijna neutraal niveau wordt ingesteld. Naast de directe voordelen van hogere productie door meer werkenden, zijn de indirecte voordelen van volledige werkgelegenheid aanzienlijk. Deze omvatten grotere gezinsstabiliteit, minder huiselijk geweld, minder criminaliteit en minder detenties. Met name de werkgelegenheid onder jongeren en minderheden zal sterk toenemen, wat hopelijk de huidige kostbare werkloosheid aanzienlijk vermindert.

Rente en monetair beleid

Het bepalen van de rente behoort tot het domein van de Federal Reserve. Ik zie alle reden om de “risicovrije” rente zo laag mogelijk te houden en de markt de kredietopslagen te laten bepalen op basis van risico-inschatting.

Aangezien staatsobligaties dienen om rentevoeten te ondersteunen en niet om uitgaven te financieren, zijn zij niet noodzakelijk voor de werking van de overheid. Daarom zou ik het ministerie van Financiën instrueren onmiddellijk te stoppen met het uitgeven van effecten met een looptijd langer dan 90 dagen. Dit zal de lange rente verlagen en investeringen ondersteunen, inclusief woningbouw. Het uitgeven van langlopende obligaties door het ministerie van Financiën en het vervolgens opkopen daarvan door de Federal Reserve is functioneel identiek aan het helemaal niet uitgeven ervan.

Ik zou de Federal Reserve ook instrueren een fed funds-rente van 0 procent te handhaven, naar Japans voorbeeld. Dit is niet inflatoir en leidt niet tot valutadepreciatie, zoals Japan gedurende meer dan tien jaar heeft aangetoond. Bedenk dat voor elke dollar die in het banksysteem wordt geleend, een dollar wordt gespaard. Renteveranderingen verschuiven dus inkomen van de ene groep naar de andere, het netto-inkomenseffect is nul. Bovendien is

de niet-overheidssector per saldo houder van staatsobligaties, wat betekent dat er meer wordt gespaard dan geleend. Lagere rentes betekenen dus lagere rente-inkomsten voor de niet-overheidssector. Alleen wanneer de consumptieneiging van kredietnemers aanzienlijk hoger is dan die van spaarders, zou een renteverlaging expansief kunnen werken op een ongewenste manier. De geschiedenis toont echter aan dat dit niet het geval is. Lage langetermijnrentes ondersteunen investeringen die productiviteit en groei bevorderen. Hoge risicovrije rentes bevoordelen renteniers, waardoor de omvang van de beroepsbevolking en de reële nationale productie afnemen.

De rol van staatsobligaties

Staatsobligaties zijn niet nodig om uitgaven te “financieren”, aangezien alle overheidsuitgaven niets anders zijn dan het crediteren van een private bankrekening bij de Federal Reserve. Evenmin vermindert de verkoop van staatsobligaties de rijkdom, iemand die ze koopt ruilt een banktegoed in tegen een staatsobligatie, beide Amerikaanse financiële activa. Uw nettovermogen is hetzelfde of u nu 1 miljoen dollar op een bankrekening hebt of een staatsobligatie ter waarde van 1 miljoen dollar. Een staatsobligatie is functioneel niets anders dan een termijndeposito bij de Federal Reserve.

Soft Currency Economics, bijna twintig jaar geleden geschreven, maakte duidelijk dat staatsobligaties dienen om rentevoeten te ondersteunen en niet om uitgaven te financieren. Wanneer de Federal Reserve en het ministerie van Financiën gezamenlijk worden beschouwd, moet de overheid worden gezien als eerst spenderend en daarna effecten aanbiedend. Overheidsuitgaven verhogen de reserves van aangesloten banken. Als er geen staatsobligaties zouden worden uitgegeven dan betekent dat niet dat overheidscheques zouden worden geweigerd, maar dan zou de rente blijven op het niveau van de rente die op reserves wordt betaald.

In de praktijk blijkt dit duidelijk. Turkije financierde jarenlang kwadriljoenen lire aan tekorten, met rentedoelstellingen die vaak rond de 100 procent lagen, vrijwel even hoge inflatie, voortdurende valutadepreciatie en zonder enig vertrouwen van de markten. Toch was overheidsfinanciering in lire nooit een probleem. Overheidscheques in lire werden nooit geweigerd. Hetzelfde geldt voor Japan, met een overheidsschuld van meer dan 200 procent van het bbp, jaarlijkse tekorten van 7 procent, kredietafwaarderingen tot onder het niveau van Botswana en toch werden yen-cheques van de overheid nooit geweigerd, met vrijwel nul procent op driemaandse staatsobligaties. Financiering is dus niet de beperkende factor.

De Verenigde Staten worden vaak "de grootste schuldenaar ter wereld" genoemd. Maar wat zijn zij eigenlijk verschuldigd? Stel bijvoorbeeld dat de Amerikaanse overheid een buitenlandse auto koopt voor 50.000 dollar. De overheid heeft de auto, en een niet-ingezetene heeft een Amerikaanse bankrekening met 50.000 dollar erop, wat overeenkomt met de 50.000 dollar die zijn bank heeft ontvangen op haar rekening bij de Fed voor de verkoop van de auto. De niet-ingezetene besluit nu dat hij, in plaats van een niet-

rentedragende deposito, liever een staatsobligatie van 50.000 dollar heeft en koopt die van de overheid. Kortom: de Amerikaanse overheid heeft de auto en de niet-ingezetene houdt de staatsobligatie. Maar wat is de Amerikaanse overheid nu precies verschuldigd? Wanneer de staatsobligatie van 50.000 dollar vervalt, heeft de overheid niets anders beloofd dan de obligatie die bij de Fed wordt aangehouden te vervangen door een tegoed van 50.000 dollar (plus rente) op een reserverekening van een aangesloten bank bij de Fed. Het ene financiële actief wordt ingeruild voor het andere. De Fed wisselt een rentedragend financieel actief (de obligatie) in voor een niet-rentedragend actief. Dat is de volledige verplichting van de Amerikaanse overheid met betrekking tot haar schuldpapier. Daarom is uitstaande schuld in de eigen valuta nooit een solvabiliteitsprobleem.

Kinderen als investering in plaats van kostenpost

Iedereen die even stilstaat bij de kwestie zal inzien dat onze kinderen onze fundamentele reële investering in de toekomst vormen. Het zou voor iedereen duidelijk moeten zijn dat zonder kinderen er over honderd jaar weinig menselijk leven over zou zijn. Toch maken onze huidige institutionele structuren, waaronder het belastingstelsel en andere wettelijke prikkels, van kinderen een kostenpost in plaats van een investering. Veel gedrag dat wij liever niet zien, zoals tekortschietend onderwijs, verwaarlozing en mishandeling van kinderen en hoge abortuscijfers, kan worden aangepakt door de financiële prikkels in ons systeem aan te passen.

Publiek doel

Voor mij begint en eindigt alle federale beleidsvorming bij het publieke doel. Ik begin met een beknopte lijst van overheidstaken, die samen kunnen worden aangeduid als publieke infrastructuur en die naar mijn oordeel het publieke doel dienen en dienovereenkomstig moeten worden gefinancierd.

De eerste taak is defensie. Ik ben ervan overtuigd dat zonder adequate militaire verdediging de democratieën van de wereld (een term die ik gebruik voor de meeste vormen van representatief bestuur) het risico lopen op fysieke invasie en overheersing door landen met dictaturen of andere vormen van totalitarisme. Democratieën zullen zich verdedigen wanneer dat nodig is, maar in de huidige wereld zijn het meestal dictaturen die militair optreden zonder dat daar een directe militaire dreiging aan voorafgaat. Voorbeelden zijn Pakistan dat India bedreigt, Noord-Korea dat niet alleen Zuid-Korea maar ook andere landen in de regio bedreigt, Rusland dat militaire acties tegen westerse democratieën ondersteunt, Israël dat voortdurend wordt bedreigd door regionale dictaturen, en de Taliban die proberen Afghanistan over te nemen en pogingen tot representatief bestuur te ondermijnen. Het is voor mij evident dat indien westerse democratieën hun defensie volledig zouden opgeven, zij onmiddellijk blootgesteld zouden zijn aan vijandige invasies op meerdere fronten. Er wordt dus een essentieel publiek doel gediend door reële middelen toe te wijzen aan nationale defensie. De volgende stap is het vaststellen van de doelstellingen van

onze defensie-inspanningen. In het verleden omvatte dit bijvoorbeeld het vermogen om een langdurige oorlog op twee fronten te voeren, zoals in Europa en de Stille Oceaan tijdens de Tweede Wereldoorlog. Andere doelstellingen waren het vermogen om binnen een bepaald aantal uren vrijwel overal ter wereld militair op te treden met een vooraf bepaalde troepenmacht, het behouden van luchtoverwicht, het kunnen inzetten van kernwapens tegen de Sovjet-Unie en andere potentieel vijandige staten die kernwapens op de VS konden richten, en recenter het vermogen om met drones wereldwijd individuen op afstand uit te schakelen.

Dit zijn allemaal militaire doelstellingen. Sommige zijn algemeen, andere zeer specifiek. In de Verenigde Staten zijn het uiteindelijk politieke keuzes. Voor mij betekent dit dat de president, als opperbevelhebber, dergelijke strategische militaire doelstellingen ter goedkeuring aan het Congres voorlegt en vervolgens specifieke militaire opties ontwikkelt om deze nationale doelen te bereiken. De president formuleert de doelstellingen en wat daarvoor nodig is; het Congres beoordeelt, debatteert, wijzigt en stelt uiteindelijk de middelen beschikbaar die het noodzakelijk acht om te verwezenlijken wat het als het nationale belang beschouwt.

De meeste democratieën, en dan met name die waar Amerikaanse troepen aanwezig zijn, zijn echter gaan vertrouwen op de veronderstelling dat de Verenigde Staten hen uiteindelijk zullen verdedigen. Vaak gebeurt dit via formele allianties, maar niet altijd. Dit vertrouwen heeft ertoe geleid dat deze landen minder van hun reële middelen aan defensie besteden dan anders het geval zou zijn geweest. Een mogelijke oplossing zou zijn om met deze democratieën te overleggen over wat een “eerlijke bijdrage” aan de Amerikaanse defensie-inspanningen zou zijn, en zelfs een publieke “niet-verdedigingsverklaring” te publiceren voor landen die weigeren hun eerlijke aandeel in reële goederen en diensten bij te dragen aan de gemeenschappelijke verdediging.

De juiste omvang van defensie heeft alles te maken met feitelijke defensiebehoeften en niets met het aantal dollars dat daarvoor moet worden uitgegeven. Evenmin hoeft men zich af te vragen hoe wij dit gaan betalen, aangezien belastingen dienen om de totale vraag te reguleren en niet om uitgaven te financieren. Wij, de huidige generatie, betalen altijd met reële middelen, dat wil zeggen de goederen en diensten die aan het leger worden toegewezen en die anders beschikbaar zouden zijn geweest voor particuliere consumptie. Dat omvat ook alle mensen die in militaire dienst zijn en anders in de private sector goederen en diensten hadden kunnen produceren, van fabrieksarbeiders tot advocaten, artsen en effectenmakelaars.

De juiste omvang en aard van defensie kunnen in relatief korte tijd drastisch veranderen. De Chinese capaciteit om satellieten neer te schieten en Iraanse middellangeafstandsraketten die onze scheepvaart kunnen bedreigen zijn voorbeelden van hoe militaire technologie eerdere systemen snel kan verouderen. Zowel doelstellingen als middelen moeten

voortdurend worden herzien, en technologische vooruitgang mag nooit worden verwaarloosd.

Ongeveer tien jaar geleden sprak ik met iemand van het Pentagon die vond dat het leger moest worden uitgebreid. Ik antwoordde dat wij dat tien jaar eerder hadden moeten doen, tijdens de recessie van 1990, toen er hoge werkloosheid en veel overcapaciteit waren. In zo'n situatie zou een militaire uitbreiding minder reële middelen aan de private sector hebben onttrokken dan in een periode van volledige werkgelegenheid. Zijn reactie was dat wij het ons toen niet konden veroorloven vanwege het begrotingstekort, terwijl wij het ons nu met een begrotingsoverschot wel konden veroorloven. Dat is volledig omgekeerd geredeneerd. De overheid heeft nooit wel of geen dollars. De juiste omvang van uitgaven heeft niets te maken met een begrotingssaldo.

Inflatie!

OK, het risico van een te groot tekort is niet insolventie - de overheid kan niet failliet gaan - maar overmatige totale vraag (koopkracht) die inflatoir kan werken. Hoewel ik dit in mijn zestigjarige leven in de Verenigde Staten nooit heb gezien, is het theoretisch mogelijk. Het kan echter alleen gebeuren als de overheid haar uitgaven niet begrenst door de maximale prijzen die zij bereid is te betalen en steeds hogere prijzen accepteert terwijl zij zelf die prijsstijgingen veroorzaakt, wat waarschijnlijk het geval zou zijn.

En dit is een goed moment om terug te grijpen op wat ik in 1992 voor het eerst schreef in ***Soft Currency Economics***, dat in 1993 verscheen:

Inflatie versus prijsstijgingen

De munt is een publiek monopolie, wat betekent dat het algemene prijsniveau noodzakelijkerwijs een functie is van de prijzen die de overheid betaalt wanneer zij uitgeeft en/of van het onderpand dat zij eist wanneer zij leent. Dit laatste betekent dat als de centrale bank onbepaald en zonder onderpand zou uitlenen, wij massaal zouden lenen en de prijzen zouden opdrijven. Daarom moeten bankactiva worden gereguleerd, want anders zouden bankiers, met door de overheid verzekerde deposito's, onbepaald kunnen lenen om zichzelf ongelimiteerde salarissen te betalen op kosten van de belastingbetaler. En dat is in wezen wat er gebeurde tijdens de Savings and Loan-crisis van de jaren tachtig, die tevens bijdroeg aan de Reagan-boom totdat het werd ontdekt. Net zoals de subprime-hausse de expansie onder Bush aanjoeg totdat ook die werd blootgelegd. Het spreekt dan ook voor zich dat bankactiva en kapitaalratio's gereguleerd moeten worden.

Maar laten we terugkeren naar het eerste deel van de stelling, "het prijsniveau is een functie van de prijzen die de overheid betaalt wanneer zij uitgeeft." Wat betekent dit? Het betekent dat, aangezien de economie de overheidsuitgaven nodig heeft om aan de dollars te komen waarmee zij belastingen moet betalen, de overheid, strikt logisch gezien, kan beslissen wat zij

bereid is voor zaken te betalen. De economie heeft dan geen andere keuze dan aan de overheid te verkopen tegen de prijzen die de overheid vaststelt, om de dollars te verkrijgen die nodig zijn om belastingen te betalen en om daarnaast zoveel financiële activa in dollars te sparen als men wenst. Laat mij een extreem voorbeeld geven van hoe dit werkt. Stel dat de overheid zou zeggen dat zij dit jaar geen cent meer zal betalen voor wat dan ook dan zij vorig jaar betaalde, en dat zij de belastingen ongewijzigd laat. Stel vervolgens dat dit jaar alle prijzen met meer dan dat bedrag stijgen. In dat geval zou de overheid, met haar beleid om nergens ook maar een cent meer voor te betalen, besluiten dat de uitgaven van de 3,5 biljoen dollar van vorig jaar naar 0 zouden gaan. Dat zou betekenen dat de private sector biljoenen dollars tekortkomt om zijn belastingen te betalen. Om de benodigde middelen te verkrijgen om belastingen te voldoen, zouden prijzen in de economie beginnen te dalen, doordat mensen hun onverkochte goederen en diensten tegen steeds lagere prijzen aanbieden, totdat zij weer op het prijsniveau van vorig jaar uitkomen en de overheid deze dan koopt. Hoewel dit een volstrekt onpraktische manier is om prijsstijgingen te beperken, zou de overheid in een markteconomie dit slechts voor één prijs hoeven te doen, waarna marktmechanismen alle andere prijzen aanpassen om de relatieve waardeverhoudingen te weerspiegelen. Historisch gezien is dit soort regeling toegepast in wat men “bufferstockbeleid” noemt, voornamelijk bij landbouwproducten, waarbij de overheid bijvoorbeeld een prijs voor tarwe vaststelt waartegen zij bereid is te kopen of te verkopen. Ook de goudstandaard is een voorbeeld van bufferstockbeleid.

Tegenwoordig gebruiken overheden officieus werkloosheid als hun bufferstockbeleid. De theorie luidt dat het algemene prijsniveau een functie is van de werkloosheidsgraad en dat inflatie kan worden beheerst via het niveau van werkgelegenheid. De afruil wordt dan gezien als hogere werkloosheid tegenover hogere inflatie. Dat dit beleid problematisch is, is zacht uitgedrukt, maar niemand lijkt een serieus alternatief te hebben dat de moeite waard is om over te debatteren.

Alle problematische inflatie die ik heb meegemaakt, werd veroorzaakt door stijgende energieprijzen. Dat begint als een verhaal van relatieve prijzen, maar wordt al snel doorgegeven aan vrijwel alles en verandert dan in een inflatieverhaal. Het “doorberekeningsmechanisme”, zoals ik het zie, komt voort uit het feit dat de overheid hogere prijzen betaalt voor wat zij koopt, inclusief het indexeren van overheidslonen aan de CPI, de consumentenprijsindex, de manier waarop wij als natie inflatie hebben gedefinieerd. En telkens wanneer de overheid meer betaalt voor hetzelfde, herdefinieert zij haar munt naar beneden.

Het is vergelijkbaar met ouders en kinderen die huishoudelijke taken moeten uitvoeren om coupons te verdienen waarmee zij een maandelijkse belasting aan hun ouders betalen. Wat is de waarde van die coupons? Als de ouders één coupon betalen voor een uur werk, en al het werk ongeveer even zwaar en even onaangenaam is, dan vertegenwoordigt één coupon één uur kinderarbeid. Als de kinderen onderling coupons zouden ruilen, zouden zij die waarde hanteren. Stel nu dat de ouders twee coupons per uur betalen. Dan vertegenwoordigt elke

coupon nog slechts een half uur arbeid. Door tweemaal zoveel coupons te betalen voor hetzelfde werk, hebben de ouders de waarde van de coupons gehalveerd.

Wat wij echter hebben, is een overheid die haar eigen monetaire operaties niet begrijpt, waardoor in Amerika de zeven dodelijke onschuldige misvattingen de boventoon voeren. Onze leiders denken dat zij eerst moeten belasten om dollars te verkrijgen om uit te geven, en dat wat zij niet belasten moet worden geleend van landen als China, waarbij onze kinderen met de rekening worden opgezadeld. Zij denken ook dat zij marktprijzen moeten betalen. Het beleid wordt dan gericht op het voorkomen dat de economie “te goed” draait en dat de werkloosheid te laag wordt, uit angst voor plotselinge hyperinflatie zoals in de Weimarrepubliek in Duitsland een eeuw geleden. Triest maar waar. Vandaag de dag zitten wij met werkloosheid die richting 20 procent gaat als men degenen meetelt die geen voltijdswork kunnen vinden, met misschien een derde van onze productiecapaciteit ongebruikt, en met slechts zeer bescheiden bbp-groei, nauwelijks voldoende om verdere stijging van de werkloosheid te voorkomen. En niemand in Washington vindt het onredelijk dat de Federal Reserve waakzaam blijft voor inflatie en bereid is de rente te verhogen om oververhitting te voorkomen (niet dat renteverhogingen dat doen, maar dat is een ander verhaal).

En wat is de gangbare theorie over inflatie? Dat is de zogenoemde verwachtingentheorie. Voor vrijwel iedereen, behalve enkelen van ons, wordt inflatie volledig veroorzaakt door stijgende inflatieverwachtingen. Het werkt als volgt: wanneer mensen verwachten dat er inflatie komt, eisen zij loonsverhogingen en haasten zij zich om aankopen te doen voordat prijzen stijgen. En dat veroorzaakt inflatie. Wat een “dalende output gap” wordt genoemd, wat in de praktijk neerkomt op dalende werkloosheid, doet inflatieverwachtingen stijgen. Ook buitenlandse monopolisten die olieprijsen verhogen kunnen inflatieverwachtingen aanwakkeren, evenals mensen die zich zorgen maken over begrotingstekorten, of die ervan schrikken dat de Federal Reserve zelf ongerust is. De taak van de Fed wordt dan het managen van inflatieverwachtingen. Daarom bevat vrijwel elke toespraak van de Fed een passage over hoe hard men werkt om inflatie onder controle te houden en hoe belangrijk dat is. Men gelooft ook dat de richting van de economie afhankelijk is van verwachtingen, zodat men altijd “bescheiden groei” of beter voorspelt, in de overtuiging dat dit bijdraagt aan dat resultaat. Een ineenstorting zal men nooit publiekelijk voorspellen, omdat men gelooft dat zo’n voorspelling die ineenstorting zelf kan veroorzaken.

Voor mij ligt het grootste inflatierisico vandaag, net als in de jaren zeventig, bij energieprijzen, in het bijzonder benzine. Inflatie zal via de kostenkant ontstaan, vanuit een prijszettingsgroep van producenten, en niet vanuit marktkrachten of overmatige vraag. Strikt genomen is het aanvankelijk een verhaal van relatieve prijsveranderingen en geen inflatieverhaal. Het wordt pas een inflatieverhaal wanneer hogere importkosten zich doorwerken in onze gehele prijsstructuur, mede gevoed doordat de overheid die hogere prijzen betaalt en daarmee de waarde van haar munt naar beneden bijstelt.

In dit toegankelijke boek legt Warren Mosler zeven hardnekkige mythes over geld, staatsschuld en economisch beleid helder en begrijpelijk uit. Waar economen van complexiteit een kunst hebben gemaakt, toont Mosler aan dat de kern van monetaire vraagstukken verrassend eenvoudig is — mits je ze goed begrijpt. Het resultaat is een boek dat zowel de leek als de econoom met nieuwe ogen naar de economie laat kijken.

In this accessible book, Warren Mosler lays out seven persistent myths about money, public debt and economic policy with remarkable clarity. Where economists have turned complexity into an art form, Mosler demonstrates that the essence of monetary questions is surprisingly simple — provided you truly understand them. In doing so, he reveals why mainstream thinking about public finances fundamentally misses the mark — and why that misunderstanding comes at a real cost to our prosperity. By addressing these seven misconceptions, he shows that our collective wealth and well-being could be substantially greater than it is today.

Eindnoten

¹ Ik weet dat u zich nu deze vraag stelt. Ik beantwoord haar iets verderop in dit boek, maar laat me de vraag formuleren en u alvast een kort antwoord geven om u op weg te helpen:

Vraag: Als de overheid geen belasting heft omdat zij het geld nodig heeft om uit te geven, waarom dan überhaupt belasten?

Antwoord: De federale overheid heft belasting om te reguleren wat economen "totale vraag" noemen, een deftig woord voor "koopkracht." Kort gezegd betekent dit dat als de economie "oververhit" is, belastingverhoging haar zal afkoelen, en als zij "te koud" is, belastingverlaging haar zal opwarmen. Belastingen zijn er niet om geld te verkrijgen om uit te geven, maar om onze koopkracht te reguleren, om ervoor te zorgen dat we niet te veel hebben, wat inflatie veroorzaakt, of te weinig, wat werkloosheid en recessies veroorzaakt.

² Voor degenen onder u die reserveboekhouding begrijpen: merk op dat de Federal Reserve geen zogenaamde reserveontrekking kan uitvoeren zonder tegelijkertijd een reservetoevoeging te doen. Wat doet de Fed dus op de afwikkelingsdag wanneer de tegoeden van het ministerie van Financiën toenemen? Zij voert repotransacties uit om middelen aan het banksysteem toe te voegen, zodat banken vervolgens staatsobligaties kunnen kopen. Anders zouden die middelen er niet zijn om de staatsobligaties te kopen en zouden banken roodstanden hebben op hun reserverekeningen. En wat zijn roodstanden bij de Fed? Functioneel is een roodstand een lening van de overheid. Dus hoe dan ook komen de middelen waarmee staatsobligaties worden gekocht uiteindelijk van de overheid zelf. Omdat de middelen om belastingen te betalen of staatsobligaties te kopen afkomstig zijn van overheidsuitgaven, kan de overheid het best worden begrepen als een instantie die eerst uitgeeft en daarna pas belastingen heft of leent.

³ Een korte toelichting over hoe dit binnen het banksysteem werkt: wanneer u belastingen betaalt door een cheque uit te schrijven aan de federale overheid, wordt de reserverekening van uw bank bij de Federal Reserve gedebiteerd. Reserves kunnen uitsluitend van de Fed afkomstig zijn; de private sector kan ze niet zelf creëren. Als uw bank geen reserves heeft, leidt de cheque die u uitschrijft tot een roodstand op haar reserverekening. Een roodstand is een lening bij de Fed. In alle gevallen kunnen de middelen om betalingen aan de federale overheid te verrichten dus uitsluitend van de federale overheid zelf afkomstig zijn.

⁴ Ter herinnering: onze staats- en lokale overheden zijn gebruikers van de Amerikaanse dollar en geen uitgevers ervan, zoals de federale overheid dat is. In feite bevinden de Amerikaanse staten zich in een vergelijkbare positie als wijzelf: zowel zij als wij moeten eerst middelen op onze bankrekening hebben voordat wij cheques uitschrijven, anders zullen die cheques inderdaad worden geweigerd. In de analogie van ouders en kinderen bevinden wij en de staten ons in dezelfde positie als de kinderen, die eerst moeten ontvangen voordat zij kunnen geven.

⁵ Citaten van president Barack Obama

⁶ In 1971 stapten de Verenigde Staten af van de goudstandaard voor internationale rekeningen, waarmee formeel een einde kwam aan alle door de overheid gegarandeerde inwisselbaarheid van de Amerikaanse dollar.

DE ZEVEN DODELIJKE ONSCHULDIGE MISVATTINGEN
VAN ECONOMISCH BELEID

In dit toegankelijke boek legt Warren Mosler zeven hardnekkige mythes over geld, staatsschuld en economisch beleid op verrassend heldere wijze uit. Waar economen van complexiteit een kunst hebben gemaakt, toont Mosler aan dat de kern van monetaire vraagstukken verrassend eenvoudig is, mits je ze werkelijk begrijpt. Daarmee legt hij bloot waarom het gangbare denken over overheidsfinanciën fundamenteel de plank misslaat, en waarom dat misverstand ons welvaart kost. Door deze zeven misvattingen te adresseren, laat hij zien dat onze collectieve welvaart en ons welzijn aanzienlijk groter kunnen zijn dan ze vandaag de dag zijn.

*“I couldn't be more pleased by Boudewijn Rooseboom's translation and publication of *The 7 Deadly Innocent Frauds of Economic Policy*. It is a work of scholarship as we had numerous in-depth exchanges of the nuances of words and passages to ensure the translation was faithful to the original. I am honored by his dedication and his desire to accurately transmit the essence of my publication.”*

- Warren Mosler

www.moslereconomics.com

VERTALING
Boudewijn Rooseboom