

**Structurele analyse van de beurskrach van Wall
Street van 1929 en het verband met de
mondialisering**

Frédéric Steeman

Eindwerk ingediend
tot het behalen van de graad van
licentiaat in de handelswetenschappen

Academiejaar 2002 – 2003

Promotor: prof. dr. Erik Aerts

CAMPUS VLEKHO – Departement Handelswetenschappen van de
Hogeschool voor Wetenschap en Kunst



*“For historians each event is unique.
Economics, however, maintains that forces in society and
nature behave in repetitive ways.
History is particular; economics is general.”*

KINDLEBERGER, C. P., *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1989, p. 16.

*Graag had ik mijn oprechte dank betuigd aan een aantal mensen zonder wie ik noch de motivatie, noch de kennis zou hebben gehad om dit eindwerk te voltooien.
In de eerste plaats denk ik aan mijn promotor, prof. dr. Erik Aerts, met wie ik op een aangename en constructieve manier heb kunnen samenwerken en die mij te allen tijde heeft bijgestaan met zijn uitzonderlijke eruditie.
Ook wil ik alle economen van het Global Economic Research Department van Fortis Bank bedanken voor hun hulp bij het vergaren van informatie, en meer in het bijzonder het afdelingshoofd Guy Verfaillie en de hoofdeconoom Freddy Van den Spiegel met wie ik zeer leerrijke gesprekken heb gevoerd.
Verder betuig ik mijn dank aan Sabrina Janssens die mij heeft bijgestaan met haar bemoedigende woorden, maar vooral bereid was om taalkundig advies te verlenen.
Ten slotte bedank ik mijn ouders die me de kans hebben gegeven om te studeren.*

Inhoud

Inhoud.....	2
Lijst van tabellen, grafieken en schema's.....	4
Inleiding.....	5
Hoofdstuk I: Theoretische uitgangspunten.....	8
§1 Speculatieve obsessie.....	8
1.1 Rationaliteit van de markt.....	8
1.2 Verschuivingen.....	11
1.3 De objecten van speculatie.....	12
§2 Monetaire expansie.....	13
2.1 Inleiding.....	13
2.2 Het monetarisme.....	13
2.3 Schuld kwaliteit.....	15
2.4 Daggeld.....	16
2.5 De goudwisselstandaard.....	20
2.6 John Maynard Keynes.....	21
2.7 Instabiliteit van krediet.....	22
§3 Malafide praktijken.....	27
3.1 Inleiding.....	27
3.2 Basisveronderstellingen.....	29
3.3 De invloed en het misbruik van de journalistiek.....	29
3.4 Enkele voorbeelden.....	30
§4 Paniek en krach.....	32
4.1 Veranderingen in het verwachtingspatroon.....	33
4.2 Financiële ellende.....	34
4.3 Paniek en krach.....	34
Hoofdstuk II: Historisch overzicht (1918-1929).....	36
§1. Inleiding.....	36
§2 Herstel na Eerste Wereldoorlog.....	38
2.1 De periode 1920-1921: een korte herleving van de economie.....	39

2.2 Herstelbetalingen.....	41
2.3 Oorlogsschulden.....	43
2.4 Amerikaanse buitenlandse leningen.....	45
§3 Het Coolidge tijdperk.....	47
3.1 Uitzonderingen.....	48
3.2 De Verenigde Staten van Amerika.....	49
3.3 Frankrijk.....	52
3.4 De stopzetting van de Amerikaanse buitenlandse leningen.....	53
§4 De Agrarische Depressie.....	58
§5 1929.....	61
5.1 De krach.....	61
5.2 De afname van de handel.....	63
5.3 De beurskrach: oorzaak of schakel.....	64
Hoofdstuk III: De mondialisering en de Grote Depressie.....	67
§1 Wat is mondialisering.....	67
1.1 Reeds vijfhonderd jaar mondialisering.....	67
1.2 Begripsafbakening.....	68
§2 Hedendaagse theorieën.....	69
2.1 De autodestructie.....	70
2.2 De terugslag.....	70
2.3 De zwakheden van de institutionele regelgeving.....	72
2.4 De toepassing van de hedendaagse theorieën op het interbellum.....	72
§3 De mondialisering in de negentiende eeuw.....	74
3.1 De opkomst.....	74
3.2 De tegenreactie.....	75
3.2.1 Handel.....	76
3.2.2 Migratie.....	77
3.2.3 Kapitaalmarkten.....	78
3.3 Interpretatie.....	80
§4 Conclusie.....	80
Lijst van de geraadpleegde werken.....	84
Bijlagen.....	95

Lijst van de tabellen, grafieken en schema's

Grafieken

Grafiek 1: Evolutie intrestvoet daggeldleningen in Parijs (1879-1881).....	18
Grafiek 2: Evolutie intrestvoet daggeldleningen in de VS (1927-1929).....	19
Grafiek 3: Evolutie geldaanbod M_2 in de VS (1924-1932).....	23
Grafiek 4: Evolutie intrestvoeten in de VS (1927-1930).....	24
Grafiek 5: Index verkoopprijs van 58 voedselproducten in de VS (1913-1924).....	39
Grafiek 6: Algemene prijsindex in de VS/groothandelprijsindex in GB (1913-1924)....	40
Grafiek 7: Britse index industriële productie (1919-1931).....	48
Grafiek 8: Britse index industriële productie (1928-1931).....	49
Grafiek 9: Automobielregistratie in de VS (1921-1933).....	50
Grafiek 10: Productie personenwagens in de VS (1925-1932).....	50
Grafiek 11: Productie vrachtwagens in de VS (1925-1932).....	51
Grafiek 12: Index industriële productie in Frankrijk (1925-1932).....	52
Grafiek 13: Intrestvoeten kortetermijnleningen in de VS (1928-juni 1930).....	55
Grafiek 14: Intrestvoeten obligaties in de VS (1928-juni 1930).....	56
Grafiek 15: Spread Bbb-Aaa bedrijfsobligaties in de VS (1928-juni 1930).....	56
Grafiek 16: Geldaanbod M_2 in de VS (1928-juni 1930).....	58
Grafiek 17: DJ industrial average (1926-1939) en aandelenprijzen NY (1926-1938)....	61
Grafiek 18: Aantal verhandelde aandelen op de NYSE (1926-1933).....	62
Grafiek 19: Aandelenprijzen in de VS, België, Duitsland en GB (1926-1934).....	65

Tabellen

Tabel 1: Berekening van de herstelbetalingen.....	42
Tabel 2: Amerikaanse en Britse buitenlandse leningen (1924-1929).....	46
Tabel 3: Nieuwe uitgiften buitenlandse leningen in de VS (1928-1930).....	53
Tabel 4: Transacties uitstaande effecten tussen de VS en het buitenland (1927-1929)..	54

Schema

Schema 1: Intergeallieerde oorlogsschulden aan het einde van WOI.....	44
---	----

Inleiding

De gebeurtenissen van de jaren twintig en dertig wekken nog steeds een indrukwekkende fascinatie op. Het contrast tussen de *roaring twenties* en de miserabele jaren '30 heeft tot op heden heel wat inkt doen vloeien. Dit blijkt ook uit de speciale uitgave van de *Journal of Portfolio Management* ter gelegenheid van hun vijftigste verjaardag in 1979 getiteld: *The Great Crash: Causes, Consequences, Relevance*. In die uitgave werd aan tal van vooraanstaande historici en economen gevraagd hun visie over de gebeurtenissen van de jaren '20 en '30 te geven. Hieruit blijkt dat de meningen verdeeld zijn.

In de tweede helft van de 20e eeuw en de eerste jaren van de 21e eeuw is de angst voor een grote depressie omnipresent in elke economische groeivertraging of afname van de welvaart. Een voorbeeld hiervan is het project waaraan ik werkte tijdens mijn stage: de correlatie tussen de economische- en financiële berichtgeving enerzijds en de economische conjunctuur anderzijds. *The Economist* voert een bijna gelijkaardig onderzoek uit waarbij de correlatie wordt gemeten tussen het voorkomen van het woordje 'recession' in een aantal Amerikaanse kranten enerzijds en de evolutie van het Bruto Binnenlands Product anderzijds. Op die manier tracht de mens een nieuwe financiële crisis te voorkomen, of alleszins te vermijden dat een nieuwe crisis dezelfde omvang en repercussies kent dan die van de jaren dertig.

Alvorens te starten met een analyse van de gebeurtenissen die hebben geleid tot de beurskrach van Wall Street in 1929 en de daaropvolgende Grote Depressie, lijkt het mij noodzakelijk een definitie te geven van de term 'financiële crisis'. Raymond Goldsmith omschrijft een financiële crisis als: '*a sharp, brief, ultracyclical deterioration of all or most of a group of financial indicators – short-term interest rates, asset (stock, real estate, land) prices, commercial insolvencies and failures of financial institutions.*'¹ Charles Kindleberger verkiest bewust geen definitie te geven aan de term 'financiële crisis' om het concept niet te limiteren. Volgens hem kan men twee extremen onderscheiden in het functioneren van de markt. Enerzijds zal de financiële markt altijd en overal perfect functioneren, anderzijds zal het steeds slecht functioneren. Kindleberger vervolgt met '*I contend that markets work well on the whole, [...] but occasionally markets will be overwhelmed and need help. The dilemma, of course, is that if markets know in advance that help is forthcoming under generous dispensations, they break down more frequently and function less effectively.*'² Vic Van Rompuy omschrijft een crisis als: '*een periode van ernstige stoornissen, die mogelijk leidt tot*

¹ R. W. GOLGSMITH, *Comment on Hyman P. Minsky's 'the Financial-instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy'*. In: C. P. KINDLEBERGER, J.-P. LAFFARGUE, e.a., *Financial Crisis: Theory, History and Policy*. Cambridge, Cambridge University Press, 1982, p. 42.

² C. P. KINDLEBERGER, *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1989, p. 7.

*een keerpunt of een wending in de gedragingen omdat de vroegere levenspatronen niet leiden tot een aanvaardbare oplossing voor de gerezen moeilijkheden.*³

Het lijkt mij tevens nuttig om deze verhandeling af te bakenen in tijd en ruimte. De twee eerste hoofdstukken omvatten de periode vanaf het einde van de Eerste Wereldoorlog tot de bewuste beurskrach in oktober 1929. Occasioneel verwijs ik naar de gevolgen van de financiële crisis tijdens de jaren dertig, maar de focus ligt op de periode 1918-1929. Het derde hoofdstuk omvat een ruimere benadering gaande van ongeveer 1860 tot 1929. De volledige verhandeling is voornamelijk op de Amerikaanse economie gericht, hoewel er een duidelijke mondiale invloed is. Zo hebben gebeurtenissen in Groot-Brittannië, Duitsland, Frankrijk en nog enkele andere landen een belangrijke invloed gehad op de beurskrach van '29 en de wereldwijde financiële crisis die er uit voortvloeide, waardoor ook die landen, indien relevant, aan bod komen.

Deze verhandeling kan opgevat worden als 'economische literatuur' aangezien ik geen beroep gedaan heb op wiskundige economie of econometrie om stellingen te bewijzen, daar waar een aantal bronnen die ik heb gebruikt duidelijk deze laatste benadering verkiezen. Ik tracht geen overdadig gebruik te maken van cijfermateriaal. De gebruikte grafieken en tabellen dienen slechts ter ondersteuning en illustratie van de tekst en zorgen tevens voor een beetje afwisseling.

Hoofdstuk één voorziet een theoretisch-economische achtergrond voor de feitelijke analyse van de gebeurtenissen. Het is een analyse van de structuur van de krach van '29 die bestaat uit speculatieve obsessie, monetaire expansie, malafide praktijken, financiële ellende, paniek en een krach. De vorm is geïnspireerd op klassieke ideeën van Adam Smith, John Stuart Mill, Irving Fisher en meer recentelijk Hyman Minsky en Charles Kindleberger.

De feitelijke historisch-economische analyse van de gebeurtenissen beschrijf ik in hoofdstuk twee. We starten bij het herstel net na de Eerste Wereldoorlog en vervolgen met de bloeiperiode in de VS onder president Calvin Coolidge. We bespreken ook de agrarische depressie en eindigen met het beslissende jaar 1929.

Het derde en laatste hoofdstuk heeft een meer politiek-economische invalshoek, waarbij ik de eerste diepgaande economische mondialiseringsdynamiek beschrijf die onstond in de loop van de 19^e eeuw en verbrokkelde onder de financiële crisis van 1929. Eerst trachten we het begrip 'mondialisering' te begrijpen en in de tijd te situeren. Vervolgens bekijken we de hedendaagse theorieën over de verbrokkeling van de mondialiseringsdynamiek en transponeren we deze naar het begin van de 20^e eeuw. Om beter te begrijpen wat er met de mondialisering gebeurde in de jaren '20, dienen we vervolgens terug te gaan tot de

³ V. VAN ROMPUY, *De Economische Crisis in het Westen*. Leuven, Davidsfonds, 1979, p. 14.

negentiende-eeuwse voedingsbodem. Tenslotte formuleer ik een conclusie over het verband tussen de financiële crisis en de mondialisering.

Hoofdstuk I: Theoretische uitgangspunten

§1 Speculatieve obsessie

1.1 Rationaliteit van de markt

De basisveronderstelling van de economische wetenschap is dat economische agenten rationeel zijn. Ze streven steeds een doel na en doen dit op een rationele manier. Ook de sociale wetenschap veronderstelt in de meeste gevallen de rationaliteit van de mens. Deze veronderstelling lijkt een *contradictio in terminis* met het bestaan van momenten van extreme obsessie⁴, zelfs van euforie op het randje van waanzin, zoals blijkt uit de economische geschiedenis. De gedragswetenschap lijkt een andere benadering te verkiezen dan dat van de zuivere rationaliteit: *‘De gedragswetenschappelijke benadering roept het beeld op van een consument die, gemotiveerd door fysiologische en psychologische behoeften, problemen oplost, beslissingsprocessen doorloopt, informatie verzamelt, attitudes vormt tegenover merken op basis van evaluatieve criteria en aan producten toegeschreven eigenschappen en zich bij zijn keuze laat beïnvloeden door personen uit zijn sociale omgeving.’*⁵ Wierenga en Van Raay onderscheiden vier niveaus in het inkomensbestedingsproces: niveau 0 is het inkomen, niveau 1 is de verdeling ervan over sparen en investeren, niveau 2 is de verdeling over globale goederencategorieën, niveau 3 is de verdeling over productklassen en niveau 4 is de keuze van een alternatief binnen een productklasse (cf. Bijlage 1). *‘De economische theorie heeft slechts realiteitswaarde op niveau 2 tot 3 van het inkomensbestedingsproces.’*⁶

Adam Smith schreef over de zeepbel van de Zuidzee⁷ in 1720: *‘They had an immense capital*

⁴ In het Engels spreekt men over *mania*: **1** *mental illness marked by extreme obsession, excitement or violence 2 an extreme or abnormal desire or enthusiasm*. (Cf. J. CROWTHER, e.a., (red.), *Oxford Advanced Learner's Dictionary*. Oxford, Oxford University Press, 1997.) In het Frans heeft men het over *manie*: **1** *Syndrome mental caractérisé par divers troubles de l'humeur (exaltation euphorique, versatilité, expansivité, incohérence des idées et de l'activité motrice) 2 Trouble de l'esprit posé par une idée fixe*. (Cf. A. REY en J. REY-DEBOVE, (red.), *Le Petit Robert*. Paris, Dictionnaire Le Robert, 1984.) In het Nederlands gebruikt men *manie*: **1** *overdreven enthousiasme 2 bevlieging, gril 3 toestand van ziekelijke opgewektheid die gepaard gaat met een verstoorde beleving van de eigen persoon en de werkelijkheid*. (Cf. D. GEERAERTS, (red.), *Van Dale Groot woordenboek der Nederlandse taal*. Utrecht/Antwerpen, Van Dale Lexicografie BV, 2000). Zowel *mania* als *manie* worden naar het Nederlands vertaald als *manie* of *obsessie*.

⁵ B. WIERENGA en W. VAN RAAAY, *Consumentengedrag: theorie, analyse en toepassingen*. Leiden, Stenfert Kroese, 1987, p. 11.

⁶ *Ibidem*, p. 13.

⁷ De *South Sea Company* werd opgericht in 1711 door de Britse conservatieve regering om handel te kunnen drijven met Latijns-Amerika. Door verschillende gebeurtenissen, die we hier begrijpelijkerwijs niet zullen behandelen, onstond een soort van speculatieve hysterie waardoor het aandeel op een zeker ogenblik was gestegen van £ 100 naar £ 1000. Toen in 1720 de verwachte opbrengst, die het hele project moest dragen, nog steeds niet was gerealiseerd, barstte de zeepbel. Een groot aantal mensen werden geruïneerd. Cf. <http://www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html> (*Harvard Magazine*).

*divided among an immense number of proprietors. It was naturally to be expected, therefore, that folly, negligence and profusion should prevail in the whole management of their affairs.*⁸

Anderzijds stelde Milton Friedman dat er geen destabiliserende speculatie kan bestaan omdat dit een speculant veronderstelt die koopt bij stijgende prijzen en verkoopt bij dalende prijzen, en bijgevolg hoog koopt en laag verkoopt. Zo'n destabiliserende speculant verliest geld en zal er bijgevolg niet in slagen om te overleven.⁹

De strikte toepassing van de apriori veronderstelling van rationele markten en bijgevolg het volledig afwijzen van destabiliserende speculatie, zoals Friedman het stelt, is onredelijk als men er de economische geschiedenis op naslaat. Zoals in vele discussies over 2 extremen moet men zoeken naar een gulden middenweg die een beter beeld geeft van de realiteit. Men zou aldus kunnen stellen dat *'It is easier to agree that most markets behave rationally most of the time than that all markets do so all the time.'*¹⁰

Het is algemeen vastgesteld dat groepswaan een occasionele afwijking is van het rationele gedrag. We vinden deze elementen ook terug in verschillende economische modellen. Zo kennen we bijvoorbeeld het demonstratie-effect, hetgeen een individu of land ertoe aanzet om een consumptieniveau aan te nemen dat ver boven zijn of haar capaciteit ligt. Het Duesenberry-effect, hetgeen op een weigering slaat om de consumptie in dezelfde mate te doen afnemen bij een dalend inkomen dan dat het stijgt bij een stijgend inkomen. Het bandwagon-effect, waarbij de marktvaagcurve van een bepaald product veel elastischer is dan men oorspronkelijk veronderstelde en waardoor een prijsdaling een veel grotere vraag tot gevolg heeft. Het Veblen-effect, betreft het vraaggedrag van consumenten naar goederen waarvan de vraag er naar groot is als de prijs hoog is. Deze goederen worden ook wel Giffen-goederen genoemd. Dit is uiteraard geen exhaustieve opsomming.

Speculatie evolueert vaak in twee stadia. In een eerste stadium reageren gezinnen, bedrijven, investeerders en andere economische agenten op een rationele manier op verschuivingen in de markt. In een tweede stadium zal kapitaalwinst een dominante rol spelen. *'The first taste is for high interest, but that taste soon becomes secondary. There is a second appetite for large gains to be made by selling the principal.'*¹¹

Het veronderstellen van 2 stadia in de speculatie doet tevens veronderstellen dat men 2 typen speculanten kan onderscheiden: de *insiders* en de *outsiders*. De *insider* is diegene die destabiliseert door de prijzen steeds hoger te drijven, waarna hij verkoopt bij een hoge prijs

⁸ A. SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. New York, Modern Library, 1937, p. 703-704.

⁹ M. FRIEDMAN, *Essays in Positive Economics*. Chicago, University of Chicago Press, 1992, p. 38-50.

¹⁰ C. P. KINDLEBERGER, *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1989, p. 29.

¹¹ W. BAGEHOT, *Lombard Street: a Description of the Money Market*. London, John Murray, 1917, p. 131-132.

aan de *outsider* die bijgevolg koopt aan een maximumprijs en vervolgens zal verkopen aan een lage prijs doordat de *insider* de markt terug naar beneden drijft. Uiteindelijk zullen de verliezen van de *outsiders* gelijk zijn aan de winsten van de *insiders*. Naast het argument van de economische geschiedenis is deze theorie een tweede tegenargument ten aanzien van de toch vergaande theorie van Friedman dat er geen destabiliserende speculant kan bestaan. Harry G. Johnson duidt op het feit dat *'for every destabilizing speculator there must be stabilizing one, and vice versa.'*¹² Het zijn de professionele *insiders* die oorspronkelijk de markt destabiliseren door de opwaartse beweging en na verloop van tijd, de neerwaartse beweging, te overdrijven. De *outsiders* vallen eerder ten prooi aan de euforie en hebben weinig tot geen macht om de prijs te manipuleren zoals de *insiders* dat doen. Naast het bestaan van euforische *outsiders* en prijsmanipulerende *insiders* bestaat er nog een andere *casus* waarbij er gesproken kan worden 2 partijen speculanten: *the bucket shop*¹³. Deze praktijk werd als niet-legaal bestempeld in 1933 door de SEC (*Securities and Exchange Commission*). In een *bucket shop* namen de *insiders* de orders op van de *outsiders* om effecten te kopen en te verkopen. De *insiders* voerden de orders echter niet uit omdat ze ervan uitgingen dat de *outsiders* verkeerd handelden. In de meeste gevallen was dat ook zo, waardoor de *outsider* dacht zijn geld kwijt te zijn. Soms draaide het anders uit en waren de *outsiders* geen destabiliserende speculanten. De *insiders* verdwenen dan met de noorderzon. Uiteraard kan speculatieve obsessie ook lijden tot euforie en uiteindelijk paniek wanneer elke deelnemer als individu rationeel blijkt te zijn. Dit is het *Gestalt*-principe: het gestructureerd geheel is meer dan de som van de onderdelen ervan. Met andere woorden kan van individuen gezegd worden dat ze rationeel handelen, terwijl de markt in zijn geheel irrationeel is. *'The action of each individual is rational, or would be, were it not for the fact that others are behaving in the same way. If a man is quick enough to get in and out ahead of the others, he may do well, as insiders do, even though the totality does badly.'*¹⁴

Aanleunend bij het *Gestalt*-principe is er ook de Cobbweb-voorstelling. Deze dynamische voorstelling van de markt toont aan dat vraag en aanbod niet simultaan reageren. Rationele verwachtingen houden met andere woorden geen rekening met de sterkte van gelijkaardige beslissingen van anderen. Beelden we ons in dat er een verschuiving op de markt (cf. infra p. 11) plaatsvindt waardoor heel wat speculanten (te veel speculanten) een bepaald aandeel willen kopen. De prijs van dat aandeel zal sterk stijgen omdat blijkt dat er slechts een

¹² H. G. JOHNSON, Destabilizing Speculation: A General Equilibrium Approach. In: *Journal of Political Economy*, nr. 84, februari 1976, p. 101.

¹³ Cf. <http://risk.ifci.ch/00010603.htm> (*IFCI Risk Institute*), Cf.

<http://www.investopedia.com/terms/b/bucketshop.asp> (*Investopedia.com*), Cf. <http://www.sec.gov/> (*Securities and Exchange Commission*).

¹⁴ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 38.

beperkte hoeveelheid wordt aangeboden. In een volgende periode zullen meer aandelen aangeboden worden aangezien de prijs zo hoog staat. De vragers zullen echter enkel die verhoogde hoeveelheid afnemen tegen een lagere prijs waardoor de prijs van het aandeel zal moeten dalen.

Inzake rationaliteit dienen nog 3 randgevallen vermeld te worden. Een eerste geval is het hierboven reeds vermelde Duesenberry-effect. Het Duesenberry-effect behoort tot de consumptietheorie. Bij de arbeidsaanbodtheorie spreekt men over de terugbuigende aanbodcurve (cf. Bijlage 2). Deze aanbodcurve suggereert dat in bepaalde gevallen een loonstijging geen toename van de arbeid inhoudt maar eerder een afname ervan. Bijgevolg is het noodzakelijk om het loon te verlagen om de inspanningen te verhogen. Een tweede geval heeft betrekking op hoop. Economische agenten zijn geneigd te blijven hopen of met andere woorden ze falen om bepaalde acties te ondernemen als er een verandering in omstandigheden opduikt. Het derde geval betreft het handelen volgens een rationeel model, maar weliswaar het verkeerde model. *'When any man's vision is fixed on one thing, he might as well be blind.'*¹⁵

Uit het voorgaande concludeer ik dat op occasionele momenten de markt irrationeel is, ook als de economische agenten rationeel handelen. Ik benadruk echter met klem dat ik de apriori beschouwing van de rationaliteit van de economische agenten alsook van de markt niet in twijfel trek en bijgevolg ook niet zal proberen te weerleggen. Ik verzoen mij gewoon met het feit dat doorheen de geschiedenis momenten van irrationaliteit voorkomen en deze in de toekomst nog zullen voorkomen.

1.2 Verschuivingen

Hierboven analyseerden we de rationaliteit van de markt en de economische agenten om zo een verklaring te geven aan momenten van obsessie bij het speculeren. Dit zegt echter weinig over het eigenlijke ontstaan van de objecten van de speculatie. Verschuivingen liggen aan de basis van speculatieobjecten. Kindleberger geeft er de volgende definitie aan: *'Displacement is some outside event that changes horizons, expectations, profit opportunities and behavior. The event must be of significant size.'*¹⁶ Met andere woorden verwijst een verschuiving, of *displacement*, naar een exogene schok die de economische vooruitzichten van de markt wijzigt. Uiteraard komen zulke verschuivingen dagdagelijks voor zonder dat daardoor

¹⁵ Deze uitspraak van Ponzi wordt geciteerd in het boek van D. H. DUNN, *Ponzi, the Boston Swindler*. New-York, McGraw-Hill, 1975, p. 98.

¹⁶ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 46.

obsessie, euforie en paniek ontstaat. De verschuivingen die ons hier interesseren zijn diegene die een object van speculatie creëren. Een goed of een financieel instrument krijgt een ongezonde focus vanwege investeerders waardoor er een boom wordt gecreëerd.

Een oorlog kan zo'n verschuiving zijn, of een diepgaande politieke verandering. Monetaire en financiële verschuivingen zijn wel moeilijker als exogeen te omschrijven, toch kunnen ze soms als significante verschuiving worden gecategoriseerd.

1.3 De objecten van speculatie

Zeer veel auteurs, zowel geschiedkundigen als economen, hebben de gebeurtenissen van 1929 bestudeerd en besproken. Slechts weinig hebben echter concreet de objecten van de speculatieve obsessie opgesomd. Hyman P. Minsky en Charles P. Kindleberger zijn twee auteurs die in verscheidene van hun publicaties de oorzaken van speculatieve obsessie hebben besproken, of alleszins hebben aangeduid. Hyman P. Minsky deed dat verspreid over verschillende boeken en essays, terwijl Kindleberger in *Manias, Panics and Crashes* die objecten bundelt en tevens een zeer goede synthese geeft van het gedachtegoed van Minsky.

Heel wat objecten van speculatie verschillen van crisis tot crisis. Anderzijds zijn er objecten die steeds weer terugkeren. Typische objecten van speculatie voor de jaren 20 waren de stijgende interesse vanwege de VS voor buitenlandse obligaties en de explosieve groei van de handel in onroerende goederen in Florida. Terugkerende object van speculatie is de beurs.

Aldus Kindleberger is het niet ongewoon dat de wereld (of slechts een aantal landen) wordt geconfronteerd met een financiële crisis één decennium na een conflict van groot belang. De beurskrach van Wallstreet vormt daar geen uitzondering op. Ook de beurs is een steeds weerkerend object van speculatie in grote financiële crisissen. Tijdens de jaren 20 ontstond een fenomenale toename van private ondernemingen die zich naar de markt keerden om van de gunsten van de institutionele beleggers te kunnen genieten. Dit laatste object was in 1987 en is vandaag zelfs een actueel onderwerp.

§2 Monetaire expansie

2.1 Inleiding

Speculatieve obsessie wint aan kracht door een expansie van geld en krediet. In sommige gevallen ligt zo'n monetaire expansie aan de basis van speculatieve obsessie. Het feit is dat geld, gedefinieerd als ruil- en beleggingsmiddel, continu was toegenomen en het bestaande geld des te efficiënter gebruikt werd bij een boom om zo de expansie en speculatie te financieren. Deze dynamica kwam voor ondanks de inspanningen van bankautoriteiten om het geldaanbod te controleren en zelfs te beperken. Zulke inspanningen hebben een lange geschiedenis. Gaande van het hervatten van contante betalingen en convertibiliteit na oorlogen tot het buiten koers zetten van koperen geld ten voordele van zilveren geld om dit vervolgens te ontmunten ten voordele van goud. Centrale banken poogden en slaagden er in om een monopolie te bekomen over de emissie van bankbiljetten. Recenter zijn er de wetgeving en gewoontes inzake het dekkingscoëfficiënt¹⁷.

2.2 Het monetarisme

Het algemeen principe van de monetaristen is dat een stijging van het geldaanbod leidt tot een stijging van het nominaal bruto binnenlands product. Op kort termijn kan een stijging van de geldhoeveelheid een positieve impact hebben zowel op de output als op het prijspeil; op langere termijn zou ze enkel het algemeen prijspeil doen stijgen.¹⁸ Deze theoretische beschouwing werd voor het eerst wiskundig voorgesteld door de ruilvergelijking van Irving Fisher in 1911. *'Fisher held that prices would vary with the volume of money in circulation, with due allowance for its velocity or rate of turnover and the number of transactions in which it served. In the equation of exchange, [...], P is prices, M the amount of ordinary, hand-to-hand currency, V its velocity or rate of turnover, M' bank deposits subject to check, V' the rate of turnover of these checking deposits and T the number of transactions or, roughly, the level of economic activity.*

$$P = (MV + M'V') / T$$

¹⁷ Ook wel reservecoëfficiënt of kasreservecoëfficiënt genaamd. Het is het percentage aan bankbiljetten, dat de bank houdt om aan opvragingen te kunnen voldoen. In een aantal landen legt de centrale bank een verplichte minimale kasreservecoëfficiënt op, die ze verlaagt of verhoogt naargelang ze het geldscheppend potentieel van de banken wenst te vermeerderen of te verminderen. L. BERLAGE, A. DECOSTER, e.a., *Inleiding tot de Economie*. Leuven, Universitaire Pers Leuven, 1997, p 766-775.

¹⁸ *Ibidem*, p. 1070.

[...] *from Fisher himself came the seriously seditious thought that varying the supply of money in the equation of exchange while other things, specifically velocity and volume of trade, remained the same could raise or lower the level of prices.*¹⁹ Interessant detail is dat Irving Fisher een nogal desastreuze beurspeculant was: *'In the autumn of 1929, he averred that stocks had achieved a new high plateau and, acting on this assumption, lost, it is said, between \$ 8 and \$ 10 million in net worth.'*²⁰

Binnen de monetaristische theorie is er echter een dichotomie, een onderscheid dat binnen de stroming bestond nog voor men daadwerkelijk over monetaristen en Keynesianen sprak. De ene groep vond het belangrijk om het geldaanbod te limiteren (*Currency School*) terwijl de andere het wilde uitbreiden (*Banking School*). *'De currency school is de verdediger van de strikte kwantiteitstheorie, waarbij eventuele wijzigingen in de omloopsnelheid beperkt zijn en de variaties in de geldhoeveelheid neutraliseren. [...] In feite is de banking school evenzeer te situeren in de kwantiteitstheorie-traditie, doch in een meer gematigde vorm.'*²¹ In tijden van crisis was de uitbreiding van krediet voor de *Currency School* dan ook een ramp aangezien dit enkel de inflatie zou aanwakkeren en voor de *Banking School* noodzakelijk om tijdens een vroeg stadium van herstel een heropleving van de economie mogelijk te maken. De vraag die zich hier echter stelt is of het mogelijk is, eens de kredietexpansie is begonnen, om een limietgrens voor de expansie in te voeren, en of dit kan gebeuren via automatische regels.

Volgens de *Currency School* is dat mogelijk. Ze wilden een simpele regel die de groeivoet van het geldaanbod beperkt, net zoals de huidige monetaristen een simpele regel willen die de groeivoet beperkt tot 2 of 4 of 5 percent.²² Het probleem is dat "geld" een abstract begrip is en bijgevolg is het moeilijk om een vaste hoeveelheid te regelen die voor de economie beschikbaar moet zijn. *'Men of business in England do not like the currency question. They are perplexed to define accurately what money is; how to count they know, but what to count they don't know.'*²³

Telkens als de bevoegde autoriteiten een bepaalde hoeveelheid geld M controleren of stabiliseren, zal er in periodes van speculatieve obsessie en euforie meer worden gecreëerd. Met andere woorden: als geld wordt vastgelegd als particulier vlottend actief en de euforie slaagt erin om kredieten te verzilveren op een nieuwe manier die buiten de definitie van de geldhoeveelheid valt, dan zal de geldhoeveelheid die gedefinieerd werd op de oude manier niet toenemen. Hetgeen wel zal toenemen is de omloopsnelheid V (V zijnde de totale uitgaven

¹⁹ J. K. GALBRAITH, *A History of Economics*. London, Penguin Books, 1991, p. 152.

²⁰ I. N. FISHER, *My Father Irving Fisher*. New York, Comet Press, 1956, p. 264.

²¹ J. DELBEKE, *Geld en bankkrediet in België, 1877-1983*. Brussel, AWLSK, 1988, p. 71-72.

²² M. FRIEDMAN, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago, Aldine, 1969, p. 1-50.

²³ W. BAGEHOT, *The General aspect of the Banking Question*. Nr. 1. Een brief naar de redacteur van *The Economist*, Februari 7, 1857. Terug te vinden in *The Collected Works of Walter Bagehot Vol. 9*. London, *The Economist*, 1978, p. 319.

of het nationaal inkomen gedeeld door het geldaanbod). Het is immers moeilijk om te bepalen hoe men de geldhoeveelheid moet definiëren: als M_1 , zijnde chartaal geld (muntstukken en bankbiljetten die worden gebruikt als ruilmiddel en beleggingsmiddel) en giraal geld (onmiddellijk opvraagbare tegoeden op zichtrekeningen); als M_2 zijnde M_1 plus termijnrekeningen en spaarrekeningen; als M_3 zijnde M_2 plus zeer liquide overheidseffecten. Sommige analisten zouden al tot M_7 zijn geraakt. Dit proces lijkt bijgevolg eindeloos door te gaan. Ook al bepalen we een geldhoeveelheid M_i dan nog zal de markt in een periode van economische expansie en euforie nieuwe vormen van geld creëren die men zal moeten vaststellen als M_j .

In 1959 verkondigde de Radcliffe Commission in Groot-Brittannië dat *'in a developed economy there is an indefinitely wide range of financial institutions and many highly liquid assets which are close substitutes for money, as good to hold, and only inferior when the actual moment for payment arrives.'*²⁴ Het is met andere woorden onnodig om te debatteren over wat men onder de noemer “geld” kan en moet plaatsen. De kwestie wordt bijzonder goed verwoord door John Stuart Mill: *'The purchasing power of an individual at any moment is not measured by the money actually in his pocket, whether we mean by money the metals, or include bank notes. It consists, first, of the money in his possession; secondly, of the money at his banker's, and all other money due him and payable on demand; thirdly of whatever credit he happens to possess.'*²⁵

2.3 Schuldkwaliteit

Minsky ontwierp een *taxonomy of corporate debt*. In dit model onderscheidt hij 3 vormen van financiering. Ten eerste de *hedge finance* waarbij een onderneming geld ontleent met als tegengewicht een zo goed als verzekerde cashflow. Ten tweede de *speculative finance* waarbij een onderneming geld ontleent zonder daarvoor een duidelijk ontvangstbewijs te hebben en waarbij het bedrijf moet terugvallen op de hernieuwing van oude schulden of het aangaan van nieuwe schulden om de oorspronkelijke schuld te kunnen dekken. En ten derde de *Ponzi finance* waarbij een onderneming een schuld aangaat die ze enkel kan dekken indien ze erin slaagt een actief te verkopen tegen een verhoogde prijs.²⁶

²⁴ Radcliffe Report, *Committee on the Working of the Banking Question*. H.M. Stationery Office, August 1959, p. 133-134.

²⁵ J. S. MILL, *Westminster Review* 41. In: J. VINER, *Studies in the Theory of International Trade*. New York, Harper, 1937, p. 246.

²⁶ H. P. MINSKY, *the Financial-instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy*. In: C. P. KINDLEBERGER, J.-P. LAFFARGUE, (red.), *Financial Crisis: Theory, History and Policy*. Cambridge, Cambridge University Press, 1982, p. 13-39.

Naar mijn bescheiden mening is dit model iets te simplistisch opgevat, bijna karikaturaal. Het zijn vooral de termen *speculative* en *Ponzi* die storend zijn omdat ze ongewild verwijzen naar dubieuze praktijken. Volgens Flemming, Goldsmith en Melitz is het vooral *Ponzi finance* dat verwijst naar fraude en zwendelarij, terwijl deze definitie even goed toegepast kan worden op een gewone bouwlening.²⁷

Waar Minsky met deze taxonomie wel in slaagt, is het benadrukken van de kwaliteit van schulden in het peilen naar de fragiliteit van een financiële structuur. Een grote schuld aangegaan voor het financieren van een risicovolle belegging is immers een zeer onstabiele situatie. Zowel het actief als het passief van een onderneming kunnen en moeten zowel naar kwaliteit als naar kwantiteit worden beoordeeld. De theorie uit de vorige paragraaf benadrukt dat in periodes van euforie, de kwaliteit van schulden verslechtert ook al neemt de kwantiteit aan geld tegen een vaste groeivoet toe. Wellicht het bekendste voorbeeld van een schuld dat in zijn naam zijn dubieuze kwaliteit meedraagt is de *junk bond*.

2.4 Daggeld

Een eerste voorbeeld van alternatieve geldcreatie is daggeld of *call money*. Vandaag wordt daggeld als volgt gedefinieerd: ‘*geld dat wordt geleend tussen de financiële instellingen onderling maar dadelijk opeisbaar blijft (en dan ook slechts een lage vergoeding ontvangt)*’²⁸. Voor de periode die ons interesseert moeten we die definitie aanpassen tot: *geld dat door banken aan makelaars wordt geleend, maar dadelijk opeisbaar blijft*. Om de problematiek van daggeld te begrijpen, moeten we even terugkeren naar de financiële crisis van 1882²⁹.

L’Union Générale was een bank die werd opgericht door de ingenieur Eugene Bontoux. Hij had het vak geleerd bij Rothschild waarna hij zijn eigen activiteiten begon in Oostenrijk, Servië en Zuidoost Europa. Bontoux startte met zijn bank in 1878, het jaar waarin Frankrijk een boom kende dankzij de aanleg van treinsporen, het bankwezen en het Suezkanaal. Die boom bereikte zijn maximum in december 1881 en de krach kwam er in januari 1882.

De Union Générale was gekapitaliseerd op 25 miljoen Franse franken. Een eerste kapitaalsverhoging tot 50 miljoen vond plaats in 1879 en een tweede tot 100 miljoen in 1881. Een derde kapitaalsverhoging tot 150 miljoen was voorzien voor 1882. Het gestorte kapitaal bedroeg slechts een vierde van het maatschappelijk kapitaal. Aangezien drie vierden van het

²⁷ *Ibidem*, p. 39-47.

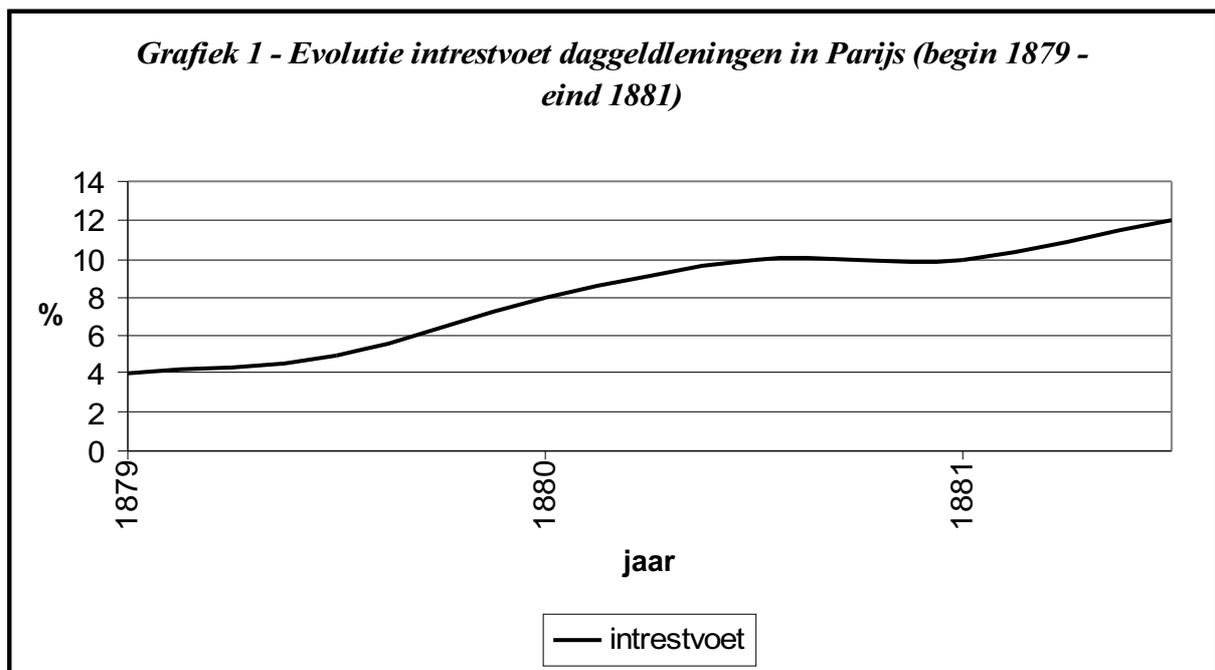
²⁸ <http://europa.eu.int/eurodicautom/Controller> (*De Europese Unie on line*).

²⁹ J. Bouvier, *Le krach de l’Union Générale, 1878–1885*. Paris, Presses universitaires de France, 1960, p. 123, 130-131, 164-165, 167.

kapitaal nog niet gestort waren, stonden de aandelen op naam. Hoewel de aandelen niet aan toonder waren, werd toch zowat de helft van de 200.000 originele aandelen vrij verhandeld op de markt.

Zowel in Parijs als in Lyon werd de handel in effecten op de termijnmarkt gevoerd. Een koper betaalde 10% van de totale waarde van een aandeel als voorschot en leende de overige 90% van de makelaar. De makelaar leende op zijn beurt het geld van de markt als daggeld. Dit daggeld werd ter beschikking gesteld door banken, speciale fondsen (die daartoe werden samengesteld door banken en investeerders) en particulieren. De banken en speciale fondsen konden verkiezen hun geld beschikbaar te maken voor makelaars die zich specialiseerden in het verhandelen van bepaalde aandelen. Bijgevolg konden de Union Générale en de Banque de Lyon et de la Loire hun eigen aandelen op een indirecte manier ondersteunen. Ingeval de markt stabiel was, maakten de speculanten kleine winsten en verliezen, terwijl de makelaars kleine hoeveelheden geld verloren of wonnen, in de veronderstelling dat speculanten tegen dezelfde marge werkten als de makelaars, namelijk 10%. In een groeimarkt waren er echter nieuwe fondsen nodig om de gerealiseerde winsten uit te betalen. Die uitbetaalde winsten werden vervolgens meestal geherinvesteerd in de markt.

Veronderstellen we even dat een speculant een aandeel met waarde 100 francs heeft gekocht, door 10 francs zelf te betalen en 90 francs te lenen. Indien hij het aandeel verkoopt aan 110 francs heeft hij recht op 20 francs. Van die 20 francs zijn er 11 francs afkomstig van de nieuwe speculant en 9 francs komen uit nieuwe daggeld. Met andere woorden als de markt stijgt, moet de rentevoet voor daggeld ook stijgen om op die manier nieuw geld aan te trekken. Op grafiek 1 ziet men de algemene stijgende trend van de intrestvoet op daggeldleningen in Parijs. Begin 1879 stond de intrestvoet op exact 4 percent. Tegen eind 1881 was dat 12 percent.



Bron: J. BOUVIER, *Le krach de l'Union Générale, 1878-1885*. Paris, Presses universitaires de France, 1960, p. 130-131.

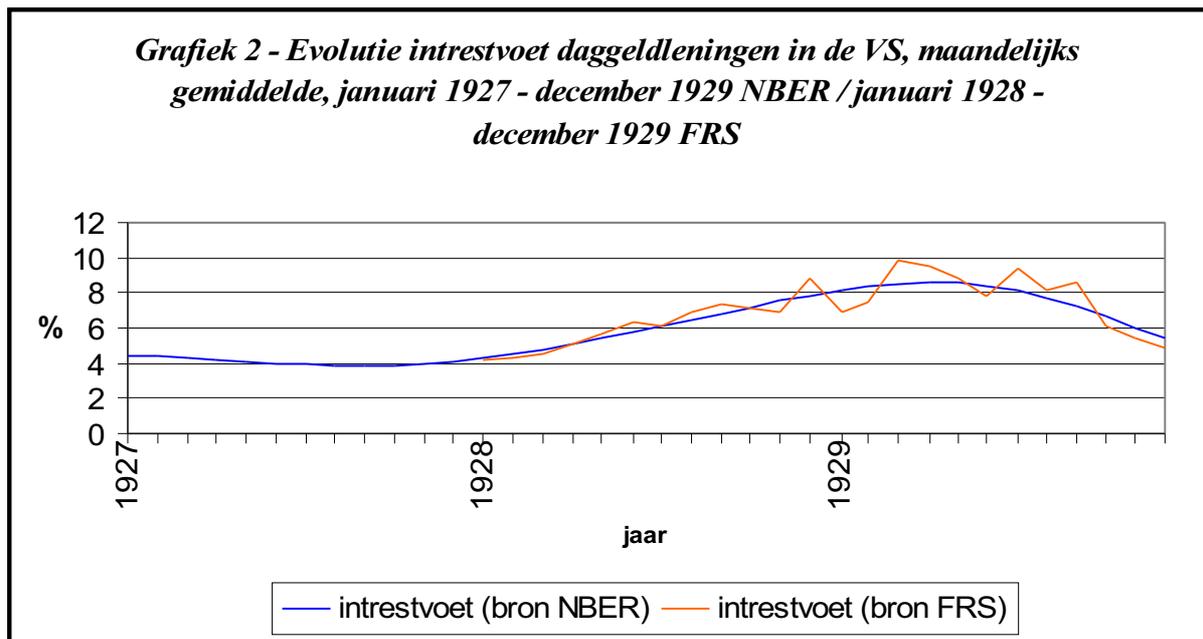
Het aandeel van de Union Générale evolueerde van 1250 francs in maart 1881 naar een maximumwaarde van 3040 francs in december van hetzelfde jaar. In 1882 begon een periode van paniek waarbij de waarde van het aandeel bleef dalen van 2950 francs op 10 januari, naar 2800 francs op 16 januari en 1300 francs op 19 januari. Op die dag kwamen makelaars zo'n 18 miljoen francs tekort omdat de speculanten niet in staat waren om aan hun verplichtingen te voldoen. Op het einde van de maand hadden de makelaars een tekort van 33 miljoen francs.³⁰

De combinatie van zeer aangepaste speculatie en een kredietmechanisme dat steunt op bankkrediet en individueel krediet dat wordt gerecycleerd door daggeldlening, zorgde in slechts enkele dagen tijd voor het instorten van banken, speciale fondsen, individuen en handelszaken.

Uit het voorgaande kunnen we elementen van overeenstemming vinden met wat plaatsvond in 1929. Ten eerste is er de manie inzake speculatie en het aftakelen van handelszaken terwijl de beurs stilaan zijn hoogste punt bereikt. Ten tweede is er de rol van makelaarsleningen door banken en particulieren, die de basis vormden voor de sterke prijsstijgingen van effecten gevolgd door een scherpe terugval van de prijzen en dit zonder significante verandering in de aangeboden geldhoeveelheid. Een interessante overeenkomst is dat van daggeld. Terwijl de aandelenmarkt zijn hoogste punt bereikte, nam de hoeveelheid daggeldleningen in de VS toe van net onder de 2 miljard dollar eind 1926 naar \$3 885 000 000 in december 1928 en \$6 640

³⁰ *Ibidem*, p. 130-131, 136, 144.

000 000³¹ op 4 oktober 1929³². Bijgevolg steeg, zoals voorgesteld in grafiek 2, de intrestvoet van daggeldleningen tussen het einde van 1926 en oktober 1929. In januari 1927 bedroeg de intrestvoet 4,46%, in september 1928 was dat 6,80% en in april 1929 stond het op zijn hoogste punt met 8,60%. Grafiek 2 geeft de evolutie van de intrestvoet voor daggeldleningen weer op basis van twee bronnen: die van de *National Bureau of Economic Research (NBER)* van begin 1927 tot eind 1929 en die van de *Federal Reserve System (FRS)* van begin 1928 tot eind 1929.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/13/m13001a.db> (*National Bureau of Economic Research*) en Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 470.

Tijdens de gebeurtenissen in de 19e eeuw werden nieuwe banken opgericht voor een tweedelig doel. Ze fungeerden ten eerste als instrument voor de speculatie en ten tweede als object van speculatie. Van zulke praktijken is er echter geen sprake in de periode die voorafging aan de Grote Depressie: de banken waren slechts een instrument voor de speculatie.

2.5 De goudwisselstandaard

³¹ Zonder daggeldleningen in New York aangezien deze daar opgeschort werden eind september 1929.

³² Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 494.

Ook de goudwisselstandaard is één van de bijna ongelimiteerde mogelijkheden om krediet uit te breiden bij een vaste geldhoeveelheid. Bijzonder in dit geval is het internationaal karakter ervan.

In essentie was het systeem van de goudstandaard een vast wisselkoerssysteem. Het werd voor het eerst toegepast in Groot-Brittannië, maar geleidelijk schakelden ook andere landen erop over, zodat het gedurende de tweede helft van de 19e eeuw tot en met het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog van toepassing was in de meeste Europese landen, in de Verenigde Staten en in een aantal andere landen. Na de oorlog poogden een aantal landen het systeem van de goudstandaard weer in te voeren. Tijdens de Grote Depressie van de jaren dertig stelden de nationale overheden één voor één een einde aan de convertibiliteit van hun munt in goud. In het bijzonder ingewikkelde, maar briljante boek *Golden Fetters* stelt Barry Eichengreen³³ zelfs dat het hernemen van de goudstandaard tijdens het interbellum de oorzaak was van de ernst van de Grote Depressie. Ook Peter Temin volgt een gelijkaardig denkwijze. Hij concludeert dat de goudwisselstandaard aanzien werd als een essentieel deel van het vertrouwen, maar het creëerde tevens een kader waarbinnen het vertrouwen een nog groter belang had.³⁴ De vraag die hier logischerwijze uit voortvloeit is of men niet beter een systeem had aangewend dat minder de nadruk legde op psychologie. Een systeem met vlottende wisselkoersen die het risico voor speculanten verhoogden.

Het essentiële kenmerk van de goudstandaard was dat elke nationale munt een goudgewicht had en bovendien convertibel was in goud. De nationale bank van elk land bepaalde een goudprijs waarbij ze bereid was goud te kopen of te verkopen tegen de nationale munt. Die goudprijs noemen we de goudpariteit. De nationale goudpariteiten bepaalden op hun beurt de pariteiten tussen de geldeenheden van de verschillende landen.³⁵ Greg Kaza geeft volgende omschrijving: *'A nation can be said to be on the gold standard when it meets the following conditions: Defines its monetary unit in terms of a certain quantity of gold; Stands ready to convert gold into paper money and paper money into gold at the rate stipulated in its definition of the monetary unit; Allows gold to be freely exported and imported. [...] the gold standard was briefly reinstated from 1925 to 1931 in the form of the gold exchange standard. Under the gold exchange standard, countries could hold both gold and dollars or pounds as reserves, except for Great Britain and the U.S., which held only gold reserves.'*³⁶

³³ B. EICHENGREEN, *Golden Fetters: the gold standard and the great depression, 1919-1939*. Oxford, Oxford University Press, 1995.

³⁴ P. TEMIN, *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, MIT Press, 1989.

³⁵ L. BERLAGE, A. DECOSTER, e.a., o.c., p. 967-970.

³⁶ <http://www.mmisi.org/ir/f196/kaza.pdf> (*Intercollegiate Studies Institute*).

De goudwisselstandaard biedt de mogelijkheid tot kredietexpansie net zoals bankbiljetten, wisselbrieven, daggeld (cf. supra p. 16), kredietkaarten, enz. Zo schrijft Kindleberger: ‘*A country can borrow reserves by selling bonds in a foreign market such as London or New York and then holding the resulting sterling or dollars as part of its central-bank reserves. If London (or New York, as the case may be) does not regard the increase in the liquid claims owed by it to the foreign long-term borrower as a reason for contracting its own credit superstructure, this financial intermediation, like all others, permits expansion of credit [...] Gold not only performed an instrumental role in helping with the transfer of real goods and services; to a considerable extent it was the object of borrowing, and enabled the borrower to expand its credit without inducing contraction in the lender.*’³⁷

2.6 John Maynard Keynes

Het levenswerk van Keynes verscheen in 1936 onder de titel ‘*The General Theory of Employment, Interest and Money.*’ Het werd al snel een van de belangrijkste studies in het vakgebied van de economische wetenschap. In 1930 schreef hij al een boek dat veel aandacht trok: ‘*Treatise on money*’. Zoals eerder vermeld, ging aan Keynes een andere stroming vooraf die eigenlijk op eenzelfde lijn te plaatsen is: de *Banking School*. Het werk van Keynes verscheen echter op een strategisch zeer geschikt moment. De mensen waren namelijk net aan het bekomen van de zware depressie en van het falen van het klassiek liberaal geïnspireerd economische gedachtegoed verpersoonlijkt door onder andere Adam Smith, David Ricardo en John Stuart Mill.³⁸

Keynes’ kritiek is drievoudig³⁹:

- Hij verwerpt de *Loi des débouchés* van Jean Batiste Say, beter bekend als de wet van Say. Kort uitgedrukt, zegt deze wet dat elk aanbod zijn eigen vraag creëert. Hierbij vertrekt men vanuit de overtuiging dat in een systeem van arbeidsverdeling alle vormen van productie nood hebben aan ruil met andere goederen en diensten. De conclusie is dat het inkomen dat voortvloeit uit productie automatisch doorstroomt naar de vraag. Bijgevolg is er een principieel evenwicht tussen vraag en aanbod. Het is tevens een waarborg voor volledige tewerkstelling. Een situatie zoals de krach van 1929 en de Grote Depressie worden echter niet behandeld in deze theorie. Een

³⁷ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 75-77.

³⁸ J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 221-236, 60-62, 80, 115-121.

³⁹ M. EYSKENS, *The influence of the Great Depression on Economic Theory*. In: H. VAN DER WEE, (red.), *The Great Depression Revisited: Essays on the Economics of the Thirties*. Den Haag, Martinus Nijhoff, 1972, p. 24-32 en J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 221-236, 74-77, 79, 95.

onevenwicht is voor de klassieke liberalen niets meer dan wrijvingen die snel worden weggewerkt door het marktmechanisme. Binnen dit kader heeft geld een zuiver intermediaire functie. Volgens Keynes is geld niet neutraal, het heeft een actieve functie. Geld verdiend door productie hoeft niet helemaal geconsumeerd te worden, het kan ook worden gespaard. Het is met andere woorden mogelijk dat de marktvraag kleiner is dan het marktaanbod. Of omgekeerd: de marktvraag is groter dan het marktaanbod als een gevolg van geldschepping en het kredietwezen. Keynes, en voor hem Thomas Robert Maltus, waren de mening toegedaan dat het de vraag is die het aanbod bepaalt. Het zijn ook niet de prijzen die een evenwichttherstellende factor spelen, maar wel het nationaal inkomen.

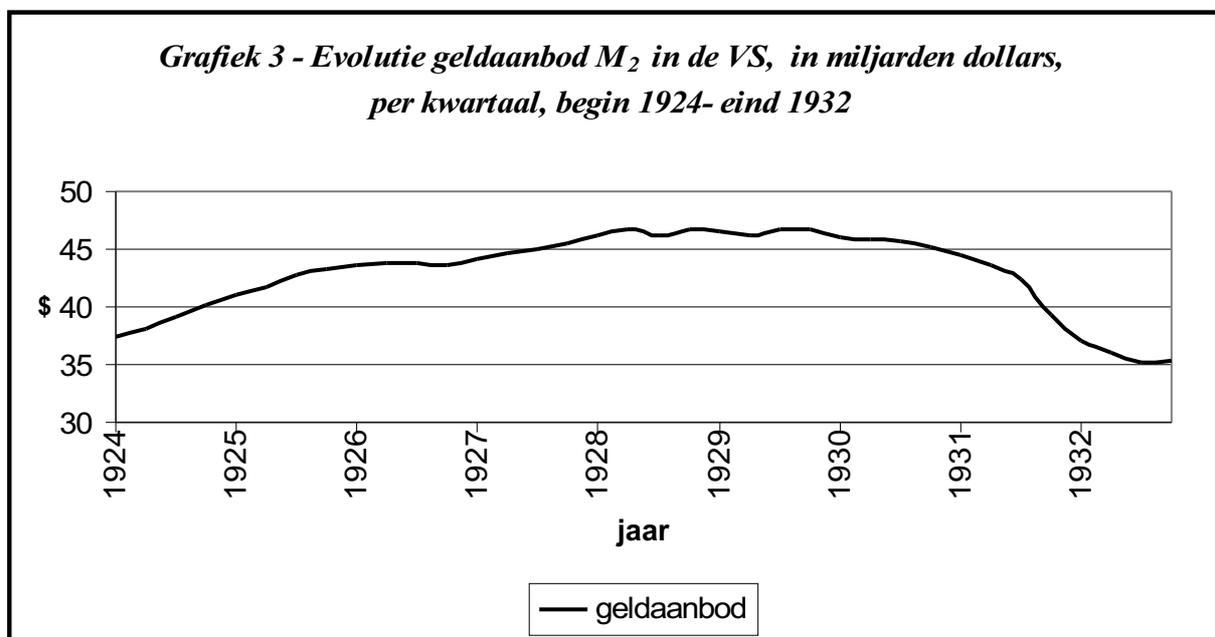
- Hij verwerpt ook het gevolg van de wet van Say betreffende de volledige tewerkstelling. De klassieke en neoklassieke economen zijn de mening toegedaan dat volledige tewerkstelling een natuurlijke tendens is van het economisch systeem. Keynes stelde een verschil vast tussen het economisch optimum en sociaal optimum. Zelfs bij een evenwicht van de markt kan massawerkloosheid bestaan.
- Daarnaast verwerpt Keynes een tweede gevolg van de wet van Say: de functie van de intrestvoet. Volgens de klassieke economen is de intrestvoet de marktprijs van geld die ervoor zorgt dat investeren en sparen op elkaar worden afgestemd. Keynes stelt echter vast dat de vraag naar geld voor speculatieve doeleinden en de voorkeur voor zeer liquide middelen als gevolg kan hebben dat de intrestvoet niet onder het niveau zakt dat noodzakelijk is om de vraag naar investeringen op een niveau te brengen waarbij volledige tewerkstelling kan worden gerealiseerd.

2.7 Instabiliteit van krediet

De theorie dat het speculeren leidt tot obsessie, euforie en paniek steunt op een inherente instabiliteit van krediet. Het gaat hier om een theorie die door Alvin Hansen uitgebreid wordt behandeld in een algemeen overzicht van economische concepten en in een hoofdstuk over economen uit de 19e eeuw zoals John Stuart Mill, John Mills en Alfred Marshall.⁴⁰ Zijn conclusie is dat deze invalshoek onvolledig is aangezien ze geen rekening houden met de beleggingen en het sparen van grote bedrijven. Er zijn echter theorieën met betrekking tot de instabiliteit van krediet die alsnog doorheen de twintigste eeuw blijven opduiken.

⁴⁰ A. H. HANSEN, *Business Cycles and National Income*. New-York, Norton, 1957, hoofdstukken 13 en 15.

De monetaristische kijk (de vroegere *Currency School*) op de beurskrach van '29 en de depressie van de jaren dertig wordt uiteengezet in een monumentaal werk van Milton Friedman en Anna Schwartz: *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. In dit werk wordt gesteld dat de grote depressie, dat volgde op de financiële crisis, het resultaat was van fouten in de monetaire politiek van het *Federal Reserve System*. Friedman en Schwartz leggen vooral de nadruk op de afname van het geldaanbod tussen augustus 1929 en maart 1933. Zoals op grafiek 3 aangeduid steeg het geldaanbod niet tussen 1928 en 1929. Tussen augustus '29 en oktober '30 daalde, nog steeds volgens de berekeningen van Friedman en Schwartz, het geldaanbod met 2,6%. Ze concludeerden dat het net in die periode was dat het geldaanbod had moeten stijgen. Grafiek 3 geeft de evolutie weer van het geldaanbod in de Verenigde Staten van begin 1924 tot eind 1930 (cf. Bijlage 6).



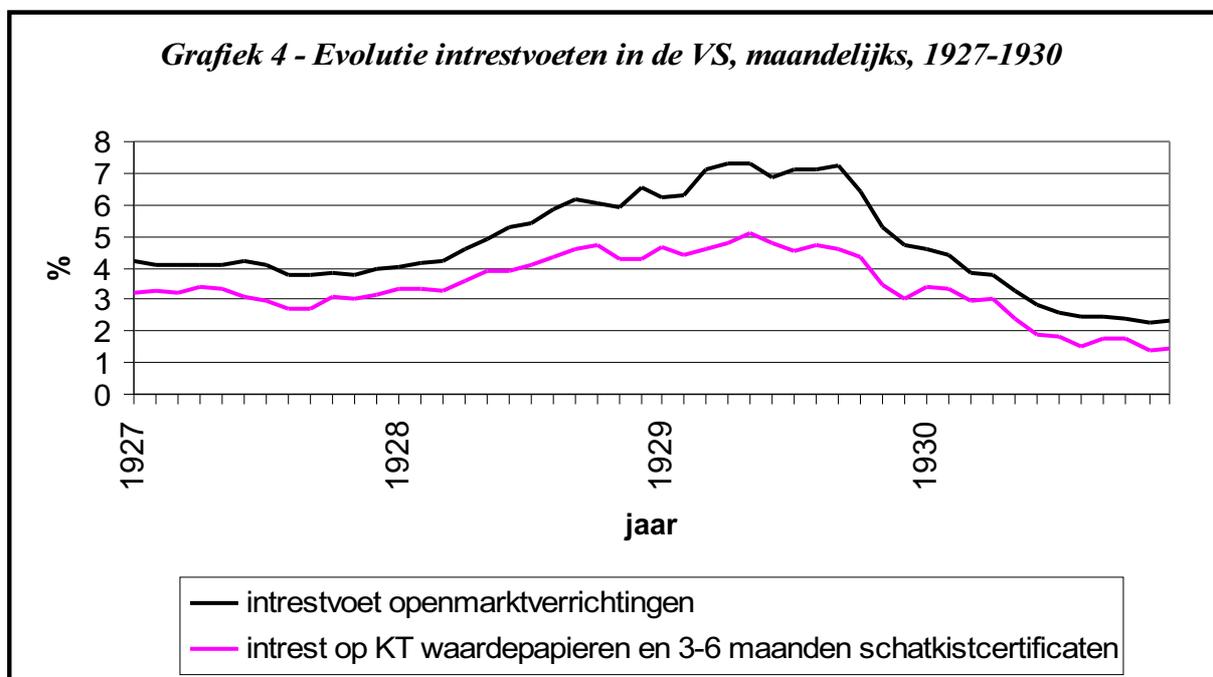
Bron: M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *Monetary Statistics of the United States*. New York, Columbia University Press, 1970, p. 67-68.

Friedman en Schwartz beweren dat de krach van de aandelenmarkt van oktober 1929 niets te maken had met de intensiteit van de afname in output en dat de depressie het gevolg was van de binnenlandse monetaire politiek van de VS. Deze monetaristische visie is sinds het verschijnen van het boek de meest toonaangevende in de VS.⁴¹

Peter Temin gaat het debat aan met Friedman en Schwartz vanuit een keynesiaans (de vroegere *Banking School*) standpunt. Hij stelt zich de vraag of de afname in uitgaven resulteert uit een afname van het geldaanbod of vice versa. Hiervoor maakt hij gebruik van

⁴¹ M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press, 1963, hoofdstuk 10.

ingewikkelde econometrie. Het debat wordt voornamelijk gevoerd in termen van het afwijken van de reële consumptie ten opzichte van de voorspelde consumptie. Daarbij wordt rekening gehouden met het verband tussen meerdere variabelen zoals consumptie, inkomen, welvaart en ander gelijkaardige elementen. Een ander uitgangspunt omvat het gedrag van de intrestvoet. Als een verandering in geldhoeveelheid voorafgaat aan een verandering in uitgaven, kan men verwachten dat de intrestvoet zal stijgen. Indien de uitgaven reeds op voorhand afnemen, dan zal de intrestvoet dalen.⁴² Feit is dat de intrestvoeten sterk afnamen na de krach van 1929, behalve voor financiële instrumenten zoals *second-grade* obligaties, dewelke niet de intrestvoet meten, maar wel het vertrouwen. Op grafiek 4 zien we de evolutie van een aantal intrestvoeten in de Verenigde Staten. Op grafiek 13 (cf. pagina 55) worden nog een aantal intrestvoeten weergegeven voor leningen op kort termijn.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/13/m13030.db> & <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/13/m13029a.db> (National Bureau of Economic Research).

Temin vervolgt zijn onderzoek met een analyse van de evolutie van de geldvoorraad in de VS. Daarbij concludeert hij dat de reële hoeveelheid niet is afgenomen. Volgens zijn bevindingen is die tussen 1929 en 1931 zelfs gestegen met variaties⁴³ tussen 1 tot 18 percent. Hij concludeert dat er geen bewijs is dat de geldvoorraad de oorzaak is van de depressie.

⁴² P. Temin, *Did Monetary Forces Causes the Great Depression*. New York, Norton, 1976.

⁴³ Afhankelijk of men M1 of M2 en groothandel- of kleinhandel-prijzen gaat berekenen. Op die manier komt Temin tot een stijging van 5% tussen augustus 1929 en augustus 1931.

Bijgevolg zouden autonome veranderingen in consumptie- en investeringsgedrag verantwoordelijk zijn.

Ook al weerleggen deze bevindingen de theorie van Friedman en Schwartz, toch vindt men hier nog steeds geen verklaring voor de depressie. Kindleberger wijst op het feit dat het monetaristisch-keynesiaans debat weinig of geen plaats heeft voor de assumptie van de instabiliteit van krediet. Geen van beide stromingen lijkt zich vragen te stellen bij de sterke afname van de productie in de VS. Een afname die nog voor de eigenlijke beurskrach plaatsvond. De index voor industriële productie daalde van 127 in juni 1929 naar 122 in september, vervolgens naar 117 in oktober, 106 in november en 99 in december (cf. Bijlage 6).⁴⁴ De autoproductie daalde van 514 000 eenheden in maart 1929 naar 442 000 in augustus, 364 000 in september, 319 000 in oktober, 169 500 in november en 92 500 in december (cf. grafiek 10 p. 50).⁴⁵ De conclusie van Kindleberger is: *'No quantity theory of money or autonomous shift in spending, with or without a decline in the stock market, can account for these precipitous movements.'*⁴⁶ Om dit te verklaren, moeten we een beroep doen op de theorie van de instabiliteit van krediet. Terwijl de beurs naar zijn apex evolueert, stijgt de hoeveelheid daggeld van 6,4 miljard dollar eind december 1928 naar 8,5 miljard dollar begin oktober. Die fondsen werden afgeleid van consumptie en productie. Op het ogenblik dat de krach plaatsvond, bevroor het hele kredietwezen.

Zoals eerder vermeld, laat het debat tussen monetaristen en keynesianen weinig plaats voor de theorie van de instabiliteit van krediet en de fragiliteit van het bankwezen, of de impact van het kredietwezen op de productie wanneer deze geparalyseerd raakt door leningen die slecht uitdraaien door ineensstortende prijzen. Deze visie over kredietinstabiliteit is een oude theorie die meestal werd gehanteerd door economen van voor 1940. De theorie werd helemaal in diskrediet gebracht door de keynesiaanse revolutie en de monetaristische tegenrevolutie. Een uitzondering hierop is Hyman Minsky⁴⁷, hoewel hij een monetarist is zweert hij bij de theorie van de instabiliteit van het kredietwezen. Een van de vroegere economen was Henry Simons, een econome die de mening toegedaan was dat de Grote Depressie het gevolg was van veranderingen in het economisch vertrouwen, hetgeen door middel van kredietinstabiliteit leidt tot veranderingen in liquiditeit en effecten op de geldvoorraad.

Henry Simons beschreef zijn standpunten in *'Economic Policy for a Free Society'*⁴⁸. De aanbevelingen van Simons zijn een 100% deviezenreserve ter vervanging van bankdeposito's, om zo veranderingen in deposito's (veroorzaakt door wijzigingen in de wil van mensen om

⁴⁴ M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *o.c.*, p. 306.

⁴⁵ <http://www.nber.org/databases/macrohistory/data/01/m01107a.db> (*National Bureau of Economic Research*)

⁴⁶ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 79.

⁴⁷ Cf. H. P. MINSKY, Review of Temin. In: *Challenge*, jrg. 19, september/oktober 1976, p. 44-46.

⁴⁸ H. SIMONS, *Economic Policy for a Free Society*. Chicago, University of Chicago Press, 1948.

deviezen bij te houden) te vermijden; alsook het uitroeien van de kredietelasticiteit. Dit impliceert beperkingen op bijvoorbeeld aflossingskredieten, alsook beperkingen op de overheidsschuld ten aanzien van enerzijds niet-intrest dragend geld en anderzijds langetermijnschulden. Simons benadrukt de nood aan een systeem waarbij alle financieel vermogen zou worden bewaard in vorm van aandelen zonder vaste geldcontracten. Op die manier zou geen enkele instelling, buiten de banken, nog in staat zijn om geldsubstituten te creëren. Simons was vooral bezorgd om de speculatieve neigingen van de gemeenschap en de eenvoud waarmee kortetermijnleningen de gemeenschap kwetsbaar maken voor veranderingen in het economisch vertrouwen. Deze stellingen van toenemende staatsinmenging en interventionisme staan soms haaks met wat Simons in andere van zijn boeken aankaart uit bezorgdheid voor een staatsgeleide economie: *'The real enemies of liberty in this country are the naive advocates of managed economy or national planning... With the disappearance of the vestiges of free trade among nations will come intensification of imperialism and increasingly bitter and irreconcilable conflicts of interest internationally. With the disappearance of free trade within national areas will come endless, destructive conflict among organized economic groups — which should suffice, without assistance from international wars, for the destruction of Western civilization and its institutional heritage. Thus, the increasing organization of interest groups (monopoly) and the resurgence of mercantilism ("planning") promise an end of elaborate economic organization (of extensive division of labor nationally and internationally), and an end of political freedom as well.'*⁴⁹

Het is duidelijk dat Friedmans liberale gedachtegoed om de markt te laten beslissen, de antithese is van Simons' aanbevelingen om geld en financiële activa te beperken. Friedman verkiest diversiteit in geld en kapitaal en gelooft dat het een teken van inventiviteit en efficiëntie van de vrije markt is dat financiële intermediatie ontwikkelt om de behoeften van kredietnemers en kredietgevers te bevredigen. Friedman is er zeker van dat controle over het geldaanbod meer dan voldoende is om grote schommelingen in de conjunctuurcyclus tegen te gaan en dat de instabiliteit van het kredietwezen niet hoeft gevreesd te worden. Het scepticisme van Friedman ten opzichte van de theorie van Simons is gemakkelijk te begrijpen: het is in de reële sfeer niet toepasbaar. De overheid die aan bedrijven en individuen verbiedt om geld te ontlenen of uit te lenen is zonder meer utopisch. Wel kan men beschouwen dat Simons' diagnose over de neiging van het kredietsysteem naar onstabiele kortetermijnkrediet meer dan gefundeerd is en ook al is de hervorming van het systeem op Simons' manier utopisch, toch zou ze wel eens gewenst kunnen zijn.

⁴⁹ <http://www.fff.org/freedom/1198b.asp> (*The Future of Freedom Foundation*).

Naast een monetaristische, keynesiaanse en kredietinstabiele invalshoek is er nog een vierde standpunt inzake de relatie van geld en bankwezen ten opzichte van economische stabiliteit, dat men niet ongemoeid kan laten: de Oostenrijkse school die onder meer werd aangevoerd door Friederich Hayek, Roland Vaubel, Richard Timberlake, enz. De Oostenrijkse school pleit voor een volledige deregulering inzake geld en bankwezen. Hierdoor gaat ze nog een stap verder dan de monetaristen: ze is bereid om zelfs een actieve monetaire politiek af te schaffen. Volgens haar moet het mogelijk zijn dat elke bank, onderneming of persoon deelneemt aan de uitgifte van geld. Het is de markt, zoals ze beweert, die zal beslissen wie “goed geld” en wie “slecht geld” uitgeeft. Ze maakt zich echter geen zorgen over het feit dat “slecht geld” “goed geld” naar oppotting en export zal drijven, zoals uit de wet van Gresham blijkt. De Oostenrijkse school blijft bij haar standpunt dat “goed geld” het “slecht geld” uit de markt zal drijven.

§3 Malafide praktijken

3.1 Inleiding

Hoewel het gewaagd is om deze paragraaf onder te brengen in een hoofdstuk over de theoretische uitgangspunten van de financiële crisis van 1929, is het desalniettemin onvermijdelijk. Een bezinning over en analyse van de witte-boordcriminaliteit uit die periode lijkt ver verwijderd te zijn van een objectieve empirische economische analyse. De neiging om op te lichten en opgelicht te worden verloopt parallel met de neiging om te speculeren tijdens een boom. De speculatieve obsessie, die al snel omslaat in paniek en een krach, geeft aanleiding tot nog meer malafide praktijken om zo zijn eigen hachje te redden. Nog interessanter is het gegeven dat de oorzaak van paniek vaak het ontdekken en bekendmaken is van een of andere zwendel, diefstal, verduistering, fraude of oplichting.

Niettegenstaande het moeilijk is concreet over witteboordencriminaliteit te spreken, gezien het etisch-moreel aspect van de hele controverse, de schaduw van geheimhouding en stilzwijgen uit zelfbehoud die de activiteit omhult, alsook de beperkte beschikbare kwantitatieve gegevens, vindt het onderwerp steeds vaker zijn weg naar de theoretische economie. Zo heeft Hyman Minsky het voorbeeld over *Ponzi finance*: *‘Ponzi finance is a type of financial activity engaged in when interest charges of a business unit exceed cash*

flows from operations.'⁵⁰ Martin Hellwig schrijft: '[...] a borrower who has some control over the price in the market in which he issues his own personal debt will want to play the Ponzi game of financing, that is, the repayment of debt with the issuance of new debt.'⁵¹

Alvorens verder te gaan in het onderzoek naar malafide praktijken is het belangrijk het onderwerp correct af te bakenen. De termen: “zwendel”, “oplichting”, “malafide praktijk” en “fraude” moeten in deze context duidelijk onderscheiden worden van ordinaire diefstal en corruptie. Daniel Defoe was de mening toegedaan dat een coulissier⁵² 10.000 maal meer bedriegt dan een struikrover, want hij steelt van mensen die hij kent en loopt daarbij geen lichamelijk risico.⁵³ In *Eugénie Grandet* schrijft Honoré de Balzac het volgende over faillissementen: ‘*Faire faillite, Eugénie, est un vol que la loi prend malheureusement sous sa protection. Le voleur de grands chemins est préférable au banqueroutier: celui-là vous attaque, vous pouvez vous défendre, il risque sa tête; mais l'autre...*’⁵⁴. Binnen het kader van de witte-boordcriminaliteit dienen we een onderscheid te maken tussen enerzijds oplichting of zwendel en anderzijds omkoping of omkoperij. De klasse van illegale en/of immorele praktijken die ons interesseert omvat zowel het onjuist voorstellen van de zaken als het schenden van het vertrouwen.

In *Ponzi, The Boston Swindler* van Donald H. Dunn trekt een financiële journalist in het voorwoord een parallel tussen de jaren '20 en de jaren '70, waarbij hij suggereert dat zwendels het resultaat zijn van inflatie: wanneer de levenskost toeneemt en het familiebudget hierdoor te krap wordt, zal de kostwinner zich genoodzaakt voelen om risico's nemen om het budget te doen toenemen.⁵⁵ Anders is het standpunt van Friedman: ‘*Destabilizing speculation in the absence of avoidable ignorance is gambling, which provides utility to the people who indulge it, even when they know they are likely to lose.*’⁵⁶ Het is echter niet duidelijk of we oplichtingen moeten toevoegen aan de categorie ‘*avoidable ignorance*’.

3.2 Basisveronderstellingen

⁵⁰ H. P. MINSKY, Financial Resources in a Fragile Financial Environment. In: *Challenge*, jrg. 18, juli/augustus 1975, p. 65.

⁵¹ M. F. HELLWIG, *A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy*. Princeton, Princeton University Econometric Research Program, Research Memorandum no. 177, 1975, p. 1.

⁵² ‘Niet-officiële effectenmakelaar, vrije makelaar, handelend in de coulisse, in tegenstelling tot de van staatswege beëdigde makelaar, die in het effectenbeursgebouw tot het centrale gedeelte, het parquet toegang had. Het onderscheid is in 1967 vervallen.’ Cf. <http://europa.eu.int/eurodicautom/Controller> (*De Europese Unie on line*).

⁵³ D. DAFOE, *The Anatomy of Change-Alley*. London, E. Smith, 1719, p. 8. In: C. P. KINDLEBERGER, o.c., p. 87.

⁵⁴ H. DE BALZAC, *Eugénie Grandet*. Paris, Editions de La Tour Du Guet, 1957, p. 100.

⁵⁵ Voorwoord van William G. Shepard, Wall Street edituur van Business Week. In: D. H. DUNN, *Ponzi, the Boston Swindler*. New-York, McGraw-Hill, 1975.

⁵⁶ M. FRIEDMAN, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago, Aldine, 1969, p. 290.

De wet van Keynes zegt dat de vraag zijn eigen aanbod bepaalt.⁵⁷ De wet van Say zegt dat het aanbod zijn eigen vraag bepaalt.⁵⁸ Ik ben de mening toegedaan dat oplichting evolueert volgens de wet van Keynes: oplichting wordt bepaald door de vraag. Tijdens een boom komen fortuinen tot stand en hoe meer het geld binnenvloeit, hoe hebzuchtiger de mens wordt. Op zo'n momenten ontstaan er zwendels om die toenemende hebzucht uit te buiten.

Ik vertrek tevens vanuit de veronderstelling dat fraude toeneemt met de welvaart. Ponzi bijvoorbeeld ging niet in op de aanbevelingen van zijn vennoten om het geld te nemen en te vluchten. Hij bleef doorgaan met zijn zwendel zolang het geld binnenvloede.⁵⁹

Eenmaal de fraude aan het licht komt, zal de ellende toenemen hetgeen paniek en krach enkel en alleen bespoedigt. In september 1929 stortte het Hatry imperium in elkaar in Londen. Het bestond uit een reeks investeringstruists en werkmaatschappijen in fotografisch materiaal, verkoopautomaten en kleinschalige leningen. In een poging zijn activiteiten te integreren in een grotere organisatie, trachtte Clarence Hatry, aan de hand van frauduleuze onderpanden, 8 miljoen Britse pond te lenen om United Steel over te nemen. Hij werd betrapt en hierdoor stortte zijn imperium in elkaar. Een rechtstreeks gevolg was het verstrakken van de Britse geldmarkt, het verwijderen van daggeldleningen uit de markt van New York, een daling van de aandelenmarkt en uiteindelijk de krach in oktober.⁶⁰

3.3 De invloed en het misbruik van de journalistiek

Economische en financiële verslaggeving heeft het speculeren vaak geholpen en af en toe tegengewerkt. In de 19e eeuw ontstond er een zekere vorm van organisatie onder journalisten, alsook een soort basisethiek waardoor een generatie verantwoordelijke journalisten opstond. Toch weerhield dit vele andere journalisten er niet van hun diensten aan te bieden aan diegene die het meeste bood. Zo leest men in Bouviers' *Le krach de l'Union Générale, 1878–1885* dat Charles Savary van de *Banque de Lyon et de la Loire* zo'n 500 journalisten in dienst had die overdreven lofzangen over de bank publiceerden onder het motto van objectieve en kritische verslaggeving.⁶¹ In de loop van de 20e eeuw wordt dit onderwerp niet echt meer aangesneden.

⁵⁷ <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/keynes.htm> (*the History of Economic Thought website*) en J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 221-222.

⁵⁸ <http://ingrimayne.saintjoe.edu/econ/Connections/Says.html> (*Cybereconomics website*), <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/say.htm> (*the History of Economic Thought website*) en J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 221-222.

⁵⁹ D. H. DUNN, *o.c.*, p. 188.

⁶⁰ http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2002/charles_hatry.html (*Buy and Hold*).

⁶¹ J. BOUVIER, *o.c.*, p. 124.

Hier en daar leest men nog wel eens een verhaal van een journalist die met voorkennis handelt, zoals investeringscolumnist voor de *Wall Street Journal* R. Foster Winans die op voorhand tips doorgaf aan een vriend.⁶² In de waarschijnlijkheid dat er nog journalist-huurlingen rondlopen, kan men ervan uitgaan dat zowel hun aantal als hun journalistieke invloed sterk zijn afgenomen sinds het begin van de 20e eeuw. Ook de mogelijkheid om vandaag met voorkennis te handelen is sterk afgenomen dankzij een steeds toenemende en efficiënter wordende controle. Wat wel is toegenomen is de journalistieke invloed van heel wat objectieve en bonafide journalisten, zelfs van kranten en meer recent van bepaalde televisieprogramma's of -kanalen in zijn geheel.

Tijdens mijn stage bij de algemene economische studiedienst van Fortis Bank (van 10 september 2001 tot 19 oktober 2001), heb ik kunnen meewerken aan een project dat onderzoek voerde naar verbanden tussen de invloed van de economische en financiële verslaggeving op het consumentenvertrouwen en de evolutie van de economische conjunctuur.⁶³ Dat de vertrouwensindex van de consumenten een goeie indicator is van het verloop van de conjunctuur in een nabije toekomst was reeds algemeen bekend. Het doel was echter een indicator samen te stellen die het verloop van de vertrouwensindex van de consument kon voorspellen. Ondanks het feit dat de studiedienst enkele maanden later werd opgedoekt en ik de uiteindelijke resultaten nooit heb kunnen zien, als die er al waren, was het wel duidelijk dat de index voor economische en financiële berichtgeving een goeie voorspeller was van het consumentenvertrouwen. Het is volgens mij niet onvoorzichtig om te zeggen dat de media een grote invloed hebben op ons economisch gedrag en dat we ons moeten behoeden voor de misbruiken ervan.

3.4 Enkele voorbeelden

De vormen die financiële misdrijven aannemen zijn talrijk. Naast het stelen, het verkeerdelijk voorstellen van zaken en het liegen, bestaan er nog talloze andere technieken: het knoeien met de boekhouding van een bedrijf, het opnemen van aankooporders voor aandelen zonder ze werkelijk uit te voeren, het gebruiken van ondernemingsfondsen om te handelen in de aandelen van de onderneming met voorkennis, het verkopen van effecten zonder het openbaar

⁶² <http://usinfo.state.gov/journals/itgic/0401/ijge/gj08.htm> (*Department of State - International Information Programs*)

⁶³ Het idee voor deze studie is er gekomen op basis van artikels verschenen in *The Economist*. (Cf. Bijlage 3, The R-word. In: *The Economist*, 7 april 2001).

maken van nieuwe informatie, handelen met voorkennis in aandelen, het uitbetalen van dividenden door middel van leningen of uit eigen kapitaal, enzovoorts.

In een boek daterend uit 1932 werd de Verenigde Staten van de jaren '20 beschreven als '*the greatest era of crooked high finance the world has ever known*'.⁶⁴ De bekendste oplichters uit deze periode omvatten⁶⁵:

- Harold Russel Snyder, voor wie stelen de enige oplossing was om zich op te trekken uit de put waar hij was terechtgekomen door de krach.
- Arthur H. Montgomery, die een deviezen investeringssysteem organiseerde dat 400% moest opbrengen over een periode van 60 dagen. Hij ging er uiteindelijk met al het geld vandoor.
- Charles V. Bob, die een manier zocht en vond om positieve reclame te maken door in 1928 100.000 dollar te schenken aan de Byrd Antarctic Polar Expedition waardoor zijn luchtvaart aandelen, die reeds een klein boom kenden na Lindenberg's vlucht naar Parijs in 1927, heel populair werden.
- Carlo (Charles) Ponzi⁶⁶, die zelfs tweemaal gesignaleerd werd tijdens de jaren 20 terwijl hij zwendels oprichtte en die uitgroeide tot een icoon voor oplichters. Een eerste maal dook hij op in Boston terwijl hij er een oplichtingsmechanisme runde in postcoupons van de VS en een tweede maal tijdens de Florida bouwgronden boom waar hij moerassen verkocht als kwaliteitsbouwgronden.

De jaren '20 brachten ook heel wat voorbeelden van fraude:

- Het faillissement van Kreuger and Toll⁶⁷: Ivar Kreuger was een Zweed die naar de VS immigreerde en zich daar inwerkte in de productie van lucifers. Hij bezat tientallen bedrijven die hij organiseerde als één geheel door het toepassen van een piramidestructuur. Hij nam op een gegeven moment zelfs zijn grootste concurrent over. Na verloop van tijd bezat hij een quasi-monopolie met zijn lucifer-imperium dat reikte van Amerika tot Europa. De boekhouding werd vervalst door onder andere de waarde van zijn activa op te blazen of het opnemen van denkbeeldige activa. Op die manier ging hij in Frankrijk en Duitsland fenomenaal grote leningen aan om de concurrentie aan te gaan met de goedkope Russische lucifers. Na de krach van 1929 was hij niet meer in staat zijn schulden terug te betalen.

⁶⁴ W. WASHBURN en E. S. DELONG, *High and Low Financiers: Some Notorious Swindlers and Their Abuses of Our Modern Stock Selling System*. Indianapolis, Bobbs-Merrill, 1932, p. 13.

⁶⁵ *Ibidem*, p. 85, 101, 144 en 309.

⁶⁶ <http://home.nycap.rr.com/useless/ponzi/> (*Useless Information website*), D. H. DUNN, *Ponzi, the Boston Swindler*. New-York, McGraw-Hill, 1975 en J. K. GALBRAITH, *The Great Crash*, New-York, Mariner Book, 1997, p 4-5.

⁶⁷ <http://www.antiquarypartnership.com/Kreuger.html> (*Antiquary Partnership*).

- Het faillissement van de Middle West Utilities holding company: Samuel Insull, die aan het hoofd stond van de MWU holding, begon op een zeker moment heel wat slecht geleide bedrijven op te kopen voor een veelvoud van hun waarde. Zijn holding werd hierdoor bedolven onder een berg van schulden. Na de krach werd de situatie uitzichtloos en moest Insull zich verantwoorden voor zijn ongeremd aankoopgedrag. Hij koos het hazenpad.⁶⁸
- Albert Wiggins van de Chase Bank in New York: ooit ‘de meest populaire man van Wall Street genoemd’ kwam in discrediet toen een onderzoekscommissie van de senaat aan het licht bracht dat Wiggins voor eigen rekening handelde met voorkennis en dit ten nadele van de bank en zijn klanten.⁶⁹
- Charles E. Mitchell van de National City Bank en zijn in effecten gespecialiseerde dochtermaatschappij National City Company: hij handelde met voorkennis in aandelen van buitenlandse bedrijven met snel dalende omzet en buitenlandse overheidsobligaties waarvan het uitbetalen van de intresten door de desbetreffende overheden werd geschorst.⁷⁰

§4 Paniek en krach

Zoals reeds vermeld in de inleiding volgen we het anatomisch model van Hyman Minsky. De gebeurtenissen die leiden tot een crisis kunnen volgens hem worden opgedeeld in verschillende fases. Eerst is er de ‘verschuiving’ die aanleiding geeft tot ‘speculatieve obsessie’ die op zijn beurt aangewakkerd wordt door de monetaire expansiemogelijkheden. Hoe meer speculatieve obsessie toeneemt in intensiteit, hoe meer men overgaat naar een volgend stadium: ‘euforie’. Het is binnen dit stadium dat het aantal malafide praktijken toeneemt. Enkele maanden voor het plaatsvinden in 1929 van de twee laatste stadia, ‘paniek’ en ‘krach’, vindt een soort van vertraging van de markt plaats. Het ging hier om een fase van ommekeer: de ‘financiële ellende’. Deze term werd ontleend aan bedrijfsfinanciering: *‘Financial distress occurs when promises to creditors are broken or honored with difficulty. Sometimes financial distress leads to bankruptcy. Sometimes it only means skating on thin*

⁶⁸ B. A. WIGMORE, *The Crash and Its Aftermath: A History of Security Markets in the United States, 1929-1933*. Westport, Greenwood, 1985, p. 344-348.

⁶⁹ *Ibidem*, p358-360.

⁷⁰ *Idem*.

ice.⁷¹ De oorzaak van de financiële ellende is een aantal veranderingen in het verwachtingspatroon.

4.1 Veranderingen in het verwachtingspatroon

De theorie van de rationele verwachting veronderstelt dat verwachtingen zich aanpassen aan gebeurtenissen door middel van de toepassing van een algemeen aanvaard economisch model. Dit veronderstelt dat verwachtingen min of meer onmiddellijk veranderen als gevolg van een of ander discrete gebeurtenis. Dit is echter niet overeenkomstig met de financiële geschiedenis. *'Expectations in the real world may change slowly or rapidly, and different groups may wake up to the realization –sometimes at different rates and sometimes all at once– that the future will be different from the past. The period of distress may be drawn out over weeks, months, even years, or it may be concentrated into a few days. But the change in expectations from a state of confidence to one lacking confidence in the future is central.'*⁷²

De instelling die een vitale rol speelt in het formuleren van verwachtingen is zonder meer de overheid. Friedman stelde dat indien de overheid meer wist dan de speculant, het de gepaste oplossing voor de overheid was haar kennis beschikbaar te maken door de openbaring van de informatie of de voorspelling.⁷³ Hetzelfde standpunt wordt gedeeld door Harry Johnson die stelt dat als de overheid iets weet dat de speculanten niet weten, ze de speculatieve angst kan doen afnemen door haar kennis publiek te maken.⁷⁴ Deze veronderstelling vindt weinig steun vanuit een historische invalshoek: in februari 1929 waarschuwden enkele leden van de Federal Reserve System dat de aandelenmarkt van New York veel te hoog was⁷⁵. Het resultaat was dat de markt even stagneerde om vervolgens zijn stijgende trend voort te zetten.

Er rijzen 2 problemen inzake het formuleren van verwachtingen door de overheid. Een eerste is dat economen die voorspellingen doen vaak weten hoe de economie gaat evolueren, maar geen exact tijdstip hiervoor kunnen opgeven. Een tweede probleem is de besluiteloosheid die vaak een gevolg is van tegenstrijdige meningen onder de beleidsmakers.

⁷¹ R. A. BREALEY en S. C. MYERS, *Principles of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill, 2000, p. 510.

⁷² C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 109.

⁷³ M. FRIEDMAN, *o.c.*, p. 288.

⁷⁴ H. G. JOHNSON, The case for Flexible Exchange Rates. In: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 51, Juni 1969, p. 17.

⁷⁵ <http://www.lovesphere.org/f/Fedres/Fedres.html> (*Federal Reserve System History*).

4.2 Financiële ellende

Binnen dit onderzoekskader heeft ellende, aldus Kindleberger, twee betekenissen: ‘*a state of suffering on the one hand, and a hazardous situation on the other. Commercial distress reflects the first definition, financial distress principally the second.*’ In het algemeen kan men stellen dat commerciële ellende binnen een bedrijf een sterke prijsdaling en afname van de handelsactiviteiten met zich meebrengt. Financiële ellende daarentegen veronderstelt voor een bedrijf een afname van het inkomen waardoor de kans op insolventie vergroot. Het principe van financiële ellende toegepast op de economie *sensu lato* veronderstelt financiële aanpassingen en/of ongeregelde toestanden in een nabije toekomst.⁷⁶

De oorzaken voor financiële ellende omvatten:⁷⁷

- toenemende vraag naar zeer liquide middelen op de kapitaalmarkt;
- sterk toenemende intrestvoeten;
- tekorten op de betalingsbalans;
- toenemend aantal faillissementen;
- de afname van prijzen voor producten, effecten, onroerende goederen, enz.

Financiële ellende is een abstract begrip en bijgevolg niet gemakkelijk te begrijpen of af te lijnen, laat staan te lokaliseren in de tijd. Ik vergelijk deze term het liefst met een verlies aan vertrouwen. In de vorige stadia kan men eigenlijk alleen maar spreken van een toename aan -blind- vertrouwen. Wanneer financiële ellende begint betekent dit dat het algemeen vertrouwen omslaat. Daaruit volgen volgens mij twee voor de hand liggende mogelijkheden: of het vertrouwen herneemt en de economie herneemt, waarschijnlijk met minder enthousiasme als tevoren, of er volgt een scherpe daling van prijzen, paniek, een stormloop naar de banken en een toenemende omzetting van het illiquide actief naar zeer liquide actief met inbegrip van zo veel mogelijk baar geld.

4.3 Paniek en krach

Paniek omvat een stormloop naar meer liquide middelen. De financiële ellende veroorzaakt bij de mensen een gevoel van angst zonder echte oorzaak. Al snel kan deze paniek in

⁷⁶ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 112-116.

⁷⁷ *idem.*

sommige gevallen zorgen voor een krach. Een krach wordt op zijn beurt gekarakteriseerd door het ineensstorten van de prijzen en soms de sluiting van een of andere belangrijke bank of bedrijf.

De krach van dinsdag 29 oktober 1929 begon met het ineensstorten van de aandelenmarkt in New York. Al snel volgden ook andere markten, zoals dat van producten, en werd het kredietwezen aangetast waardoor de industriële productie het bijzonder zwaar te verduren kreeg. De geldmarkt bleef gevrijwaard zoals blijkt uit een scherpe toename van de langetermijnrente en er was geen stormloop naar de banken dankzij een effectieve interventie van de New York Federal Reserve die nieuwe fondsen pompte in de markt.⁷⁸

⁷⁸ M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *o.c.*, p. 339.

Hoofdstuk II: Historisch overzicht (1918-1929)

§1 Inleiding

Vanuit sommige gezichtspunten was het midden van de jaren twintig een moment van welvaart, stabiliteit en succes. Alle valutasoorten werden achtereenvolgens onder controle gebracht; Groot-Brittannië, Duitsland en Frankrijk voerden de gouden standaard weer in. Enorme verschillen in wisselkoers en hyperinflatie werden gevolgd door een periode van gematigde inflatie die het zakenleven stimuleerde en groei aanmoedigde. Speculaties werden getemperd, het vertrouwen van investeerders leefde op en de belangrijkste geldmarkten begonnen op grote schaal uit te lenen, overal in Europa. Een teken van aantrekkelijkheid van deze herleving van het kapitalisme, en van de voordelen die leken te wenken voor diegenen die zich bij de club aansloten, was dat Joegoslavië nog in juni 1931 terugkeerde naar de goudwisselstandaard.

Toch was hier sprake van een breekbaar herstel, en al voor de krach van Wall Street, eind 1929, waren er waarschuwingssignalen voor de toekomst. Zo was er het ineensstorten van de markt voor onroerende goederen in Florida medio jaren 20, alsook het feit dat de Duitse en Britse handelscijfers lager bleven dan ze in 1913 waren geweest. Slechts weinig landen hadden van de relatief welvarende conjunctuur die er heerste midden de jaren twintig geprofiteerd om de invoertarieven te verlagen. Ze maakten zich meer zorgen om de bescherming van hun eigen producenten tegen de druk van de wereldmarkt, waar de grondstofprijzen al sinds het midden van dat decennium daalden. Zo schreef Oswald Spengler: *‘Tegenwoordig zijn of ontstaan er min of meer overal –in het Verre Oosten, in India, Zuid-Amerika, Zuid-Afrika- industriegebieden, die dankzij de lage lonen een dodelijke concurrentie tegen ons kunnen voeren. De onaantastbare voorrechten van de blanke rassen zijn weggeworpen, verspild en verraden. De uitgebuite wereld begint zich te wreken op zijn overheersers.*⁸⁰

Behalve door deze nieuwe wereldwijde concurrentie met sterk deflatoire effecten, werd het herstel van Europa eveneens ingeperkt door de eigen economische gedragslijnen en theorieën. Bestaande spelregels waren immers niet bedoeld om de productie te verhogen of in werkgelegenheid te voorzien. Het achterliggende idee bij de terugkeer naar de goudstandaard was een aanzienlijke deflatie teneinde de loon- en prijsniveaus te drukken. De politieke

⁸⁰ O. SPENGLER en K. F. PROOST, *De mensch en de techniek: bijdrage tot een levensfilosofie*. Leiden, Sijthoff Leiden, 1931, p. 101.

consequenties waren overduidelijk zichtbaar in Groot-Brittannië, waar dit beleid bijzonder krachtig werd doorgevoerd: de terugkeer van het pond sterling naar de gouden standaard in 1925, doorgedreven door de toenmalige minister van Financiën, Winston Churchill, heeft rechtstreeks geleid tot de algemene staking in het daaropvolgende jaar.

Het fundamentele probleem overal in Europa was dat de oorlog, bij de burgerij het verlangen had gewekt naar een terugkeer naar de vooroorlogse mentaliteit en stabiliteit, terwijl diezelfde oorlog regeringen ertoe had gebracht de rekruten van arbeiders- en boerenafkomst een hogere levensstandaard toe te zeggen. De democratie kreeg hierdoor te lijden. Conflicten tussen arbeiders en het kapitaal namen toe en temperden pas nadat men na 1932 het *laissez-faire*, *laissez-aller* principe had losgelaten. Enkele industriëlen en vakbondsmensen riepen op tot een heel ander industrieel beleid, gebaseerd op het Amerikaans model van hoge lonen, grootschalige productie en hoge productiviteit. De vrees voor inflatie maakte de toepassing van dit model echter onmogelijk. De amerikanisering van westelijk Europa kwam er pas na 1950.

Het meest kritieke punt voor het breekbaar herstel van de jaren twintig was dat dit herstel afhankelijk was van een onstabiele internationale kapitaalstroom. Groot-Brittannië, dat voor 1914 de wereldbankier was geweest, was minder dan ooit in staat leningen uit te schrijven. De Duitse herstelbetalingen aan de geallieerden en de oorlogsschuld van de geallieerden aan de VS waren beide gebonden aan de bereidheid van de Amerikanen om geld aan Europa te lenen. Omdat bijna de helft van de leningen aan Duitsland na 1924 uit leningen op korte termijn bestond, werd de internationale financiële stabiliteit afhankelijk van de beslissingen van duizenden kleine investeerders. Na 1945 bleken de Amerikanen hun les geleerd te hebben en hielpen ze mee aan de wederopbouw van Europa door middel van leningen aan de overheid. In de jaren twintig was het ondenkbaar zulk een mechanisme in te voeren. De heersende gedachte over de rol van de staat in de internationale financiële wereld was immers dat de staat eerder diende op te treden als borg dan als directe bron van kapitaal. In 1928 schoven investeerders kapitaal terug naar de VS teneinde te profiteren van de boom van de effectenbeurs in die tijd. Het daaropvolgende jaar liquideerden ze de resten van hun bezittingen in Europa om de tegengestelde reden. Het resultaat was een ongeëvenaarde internationale financiële ramp.

De krach van Wall Street in 1929 leidde tot sluitingen van banken, geldontwaardingen en een monetaire chaos. Het gevolg was een financiële crisis die de aanzet gaf tot faillissementen, verminderde productie (cf. Bijlage 4), ingekorte werkweken en groeiende rijen werklozen. Ook de internationale handel stortte in mekaar (cf. Bijlage 4).

De manier waarop overheden op deze malaise reageerden is sindsdien een bron van controverse geweest. Immers, een aanzienlijk aantal onder hen volgden de volkswijsheid: de broekriem aanhalen, overheidsuitgaven beperken en wachten tot het vertrouwen van de investeerders terugkeert. Er was geen sprake van een rechtstreeks beleid ter bestrijding van de werkloosheid, want men vreesde dat toenemende overheidsuitgaven –en dus schulden- tijdens een contractie slechts zouden leiden tot een nog grotere daling van het vertrouwen in de manier waarop de staat omging met de economie.

De crisis zelf kan door zijn veelzijdig -zeg maar complex- karakter niet precies gedateerd worden. Hoewel de goederenprijzen over de hele wereld al omstreeks 1926 begonnen te dalen (cf. Bijlage 6) en de exportcijfers ongeveer een jaar later, neemt men als beginpunt meestal 1929. Sommige landen lieten toen de goudwisselstandaard los. Tegen de zomer van 1932 hadden slechts enkele landen hun wisselkoersen gedevalueerd of geblokkeerd.

§2 Herstel na Eerste Wereldoorlog

Het herstel van de Eerste Wereldoorlog was voornamelijk een Europees probleem. Heel wat jonge mensen waren gesneuveld tijdens de oorlog en er was een duidelijke achteruitgang van de economische activiteiten ten voordele van Japan en de Verenigde Staten. Omstreeks 1925 herpakte het oude continent zich en ging het met meer zelfvertrouwen naar de toekomst kijken en het verleden laten voor wat het was. Het bereikte niveau van herstel bevatte echter een aantal knelpunten waaruit de grote depressie van de jaren dertig is ontstaan.

Ten eerste was er de toenemende weerstand vanwege de arbeiders om loonsdaling te aanvaarden vanaf 1921, wat als onomkeerbaar gevolg had dat zowel lonen als prijzen bleven stijgen. Peter Temin benadrukt deze situatie door de loonpost als vaste kost te beschouwen voor de Eerste Wereldoorlog, en als marginale kost erna.⁸¹

Ten tweede waren er de herstelbetalingen van de oorlogsschulden, die een zeer destabiliserend effect hebben gehad.

Ten derde was er de overwaardering van het Britse pond en de onderwaardering van de Franse frank, hetgeen resulteerde in onevenwichtige betalingsbalansen.

Ten vierde was er de toetreding van de Verenigde Staten tot de wereldleningen, hetgeen gebeurde aldus Charles Kindleberger: '[...] *with much enthusiasm, no experience, and little in the way of guiding principles*'⁸².

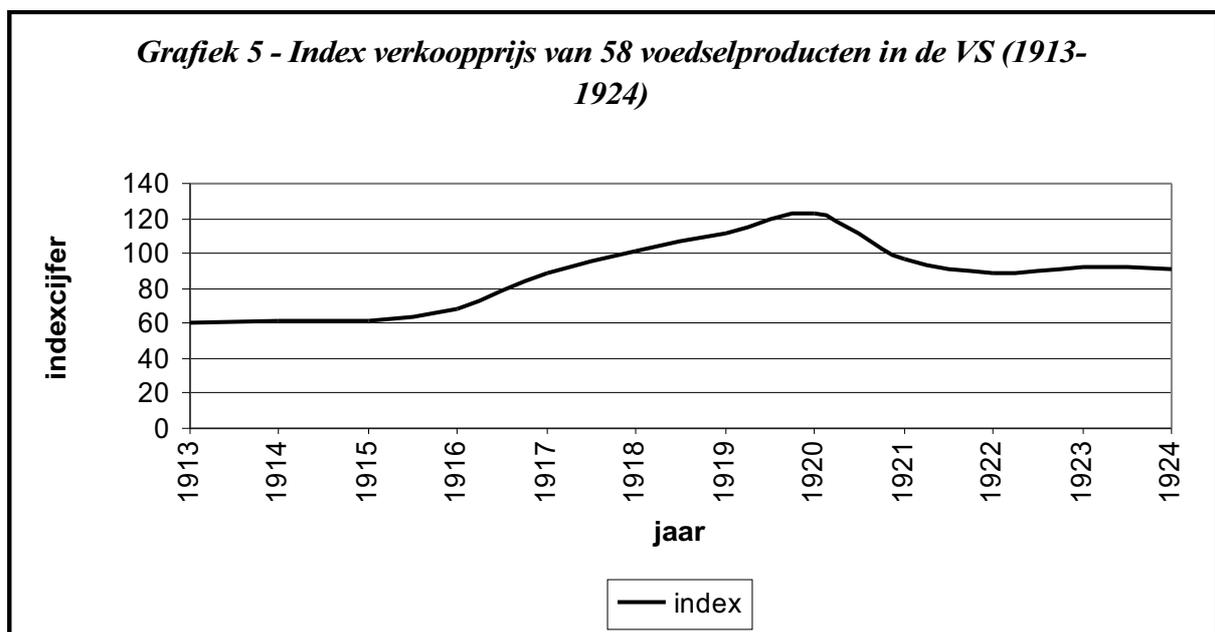
⁸¹ P. TEMIN, Three Problems in Economic History. In: *Journal of Economic History*, jrg 31, 1971, p. 67.

⁸² C. P. KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 15.

2.1 De periode 1920-1921: een korte herleving van de economie

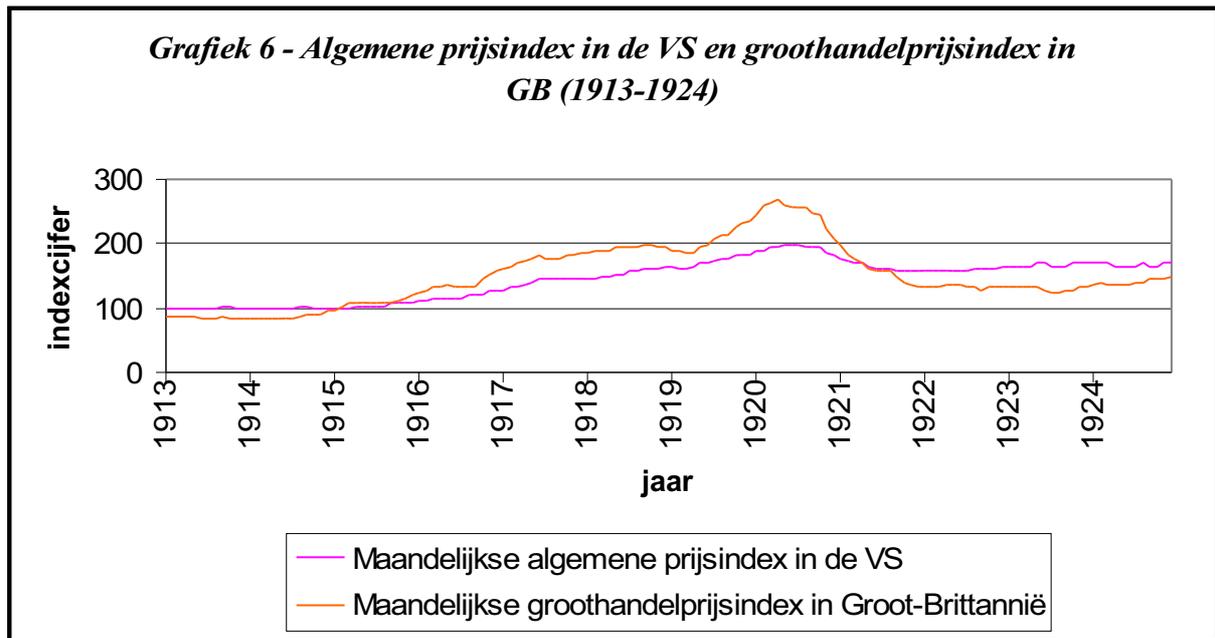
In de relatief korte periode tussen 1919 en 1921 vond een wereldwijde boom plaats. De oorzaak ervan dient hoogstwaarschijnlijk gezocht te worden in het opnieuw aanvullen van de door de oorlog uitgeputte voorraden. De lang opgespaarde financiële accumulaties werden als het ware losgelaten op de aandelen- en obligatiemarkten waardoor de prijzen al snel de lucht ingingen. Dit was duidelijk te zien in Groot-Brittannië en de Verenigde Staten. Frankrijk, Duitsland, België en de rest van continentaal Europa daarentegen moesten bij gebrek aan financiële middelen vanop de zijlijn toekijken hoe de prijzen stegen.

Kort na de sterke stijgingen kenden de prijzen een daling als gevolg van de toegenomen productie en aanbod. Op grafiek 5 kunnen we zien hoe de verkoopprijsindex van 58 voedselproducten in de VS evolueerde van 60 in het jaar 1913 naar 101 in 1918 en 123 in 1920. In de loop van 1920 daalde de prijsindex plots naar 97 (cf. Bijlage 6).



<http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/04/a04184.db> (*National Bureau of Economic Research*)

Op grafiek 6 is weergegeven hoe de algemene prijsindex in de VS steeg van 100 in januari 1913 naar 144 in januari 1918 en naar 199 in juni 1920. Vanaf die periode nam de algemene prijsindex af (cf. Bijlage 6). De groothandelprijsindex in Groot-Brittannië evolueerde van 86,4 in januari 1913 naar 100,9 in februari 1915. Tegen januari 1918 bedroeg het indexcijfer 186,2. In april 1920 bereikte het indexcijfer 266,1. Tegen eind 1920 begon het indexcijfer sterk af te nemen.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macrohitory/data/04/m04051.db> & <http://www.nber.org/databases/macrohitory/data/04/m04053.db> (National Bureau of Economic Research)

In het algemeen kan worden geconcludeerd dat de prijzen zijn beginnen te dalen tegen de zomer van 1920, maar ze bleven beduidend hoger dan het niveau van 1914 (cf. Bijlage 6).

De algemene wijsheid dwingt ons ertoe aan te nemen dat deze kleine boom volledig werd veroorzaakt door de vraag. Die vraag werd op haar beurt ondersteund door speculatie en de uitbreiding van het bankkrediet. Een bepaalde visie heeft het over kosteninflatie als gevolg van het introduceren van de 8-uren werkdagen in Europa na de oorlog⁸³, hetgeen volgens Baudhuin een grove fout was: *‘Une faute fut évidemment d’instaurer à ce moment la journée de huit heures, alors que la tâche à accomplir était énorme.’*⁸⁴ Dat de zeepbel werd veroorzaakt door de vraag of dat ze elementen bevat van kosteninflatie maakt eigenlijk weinig uit: tegen eind 1920 werd de zeepbel doorprikt en zowel de prijzen als de lonen stortten ineen. Naast een stijging van prijzen van consumptiegoederen en lonen tijdens de boom van 1919-20, was er tevens een stijging van de prijs van vaste activa zoals gronden, gebouwen en uitrusting.

2.2 Herstelbetalingen

⁸³ J. A. DOWIE, 1919-20 Is in Need of Attention. In: *Economic History Review*, jrg. 20, nr. 3, 1975, p. 429-430.

⁸⁴ F. BAUDHUIN, *Histoire Economique de la Belgique, 1914-1939 – Tome I*. Brussel, Etablissement Emile Bruylant, 1944, p. 100.

De poging van de geallieerden om enorme herstelbetalingen van Duitsland te eisen lijkt vanuit een hedendaags standpunt volkomen zinloos. Fernand Baudhuin schrijft hierover: ‘*Le pire était sans doute que l’on abordait cette période redoutable avec des illusions qui frisaient l’inconscience. Le travail de restauration allait en effet être entrepris en partant d’axiomes dont la fausseté ne devait être reconnue que bien plus tard. Le premier axiome: l’Allemagne payera, et elle payera largement.*’⁸⁵ Duitsland moest immers naast die herstelbetalingen ook rekening houden met de heropbouw van het land. De geschiedenis van de onsuccesvolle pogingen om herstelbetalingen te verkrijgen is een bijzonder pijnlijke periode die men in drie subperiodes kan opdelen:

- Vanaf het verdrag van Versailles in 1919 tot het Dawes-plan in 1924;
- Vanaf het Dawes-plan tot het Young-plan in 1930;
- Vanaf het Young-plan tot het Hoover moratorium in juni 1931.

Ook al waren de herstelbetalingen in de praktijk zo goed als onbestaand tegen juni 1931, toch duurde het tot de Conferentie van Lausanne in juli 1932 vooraleer ze officieel werden opgeschort.

Volgens de Franse economist Etienne Mantoux waren de Duitse herstelbetalingen op geen enkele manier de oorzaak van de depressie.⁸⁶ Zo reageerde hij op het briljante maar controversiële werk van Keynes *The Economic Consequences of the Peace*⁸⁷, waarin de absurditeit van de herstelbetalingen benadrukt wordt. Aangezien de geschiedenis van de herstelbetalingen echter vele onrechtstreekse verbanden heeft met de depressie kan dit aspect, in tegenstelling tot de mening van Mantoux, niet buitenspel geplaatst worden.

Het verdrag van Versailles slaagde er niet in om een bedrag vast te stellen voor de herstelbetalingen. Het legde wel principes vast voor betalingen in buitenlandse effecten, in natura en in deviezen. Het zorgde ook voor de oprichting van een herstelbetalingscommissie die als opdracht had gedetailleerde berekeningen te maken van de betalingen verricht door Duitsland. Deze commissie bepaalde in 1921 een totaalbedrag voor de herstelbetalingen ter waarde van 132 miljard goudmark. Een absurd groot bedrag. Duitsland had volgens de commissie reeds 7,9 miljard betaald onder de vorm van effecten, schepen en goederen. De Duitse overheid beweerde echter reeds 20 miljard goudmark betaald te hebben. Het verschil van 12 miljard mark was volgens Duitsland de waarde van de afgestane gebieden. In

⁸⁵ *Ibidem*, p. 85.

⁸⁶ E. MANTOUX, *La paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Parijs, Gallimard Paris, 1946, p. 168-169.

⁸⁷ J. M. KEYNES, *The Economic Consequences of the Peace*. Londen, Macmillan London, 1971.

onderstaande tabel is het verschil te zien in de berekeningen van de herstelbetalingscommissie en van de Duitse overheid.

	Herstelbetalingscommissie	Duitse overheid
Gedane betalingen	<i>(in miljarden marken)</i>	
11 November 1918		
tot 31 augustus 1921	9,7	42,1
Onder het Dawes-plan	7,6	8,0
Onder het Young-plan	2,8	3,1
Overige	0,8	14,6
	—	—
Totaal	20,9	67,8

Bron: E. MANTOUX, *La paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Parijs, Gallimard Paris, 1946, p. 152.

De Duitse regering probeerde door een bewuste inflatiepolitiek de geallieerden ervan te overtuigen dat Duitsland niet in staat was dit bedrag te betalen. Begin januari 1923 besloot Frankrijk het Duitse Ruhrgebied te bezetten om de herstelbetalingen af te dwingen. Arbeiders en ambtenaren in dit gebied gingen uit protest in staking en werden toch doorbetaald door de Duitse overheid. De inflatie, die reeds volop woedde in 1921, werd hierdoor volstrekt onbeheersbaar en maakte bijgevolg plaats voor hyperinflatie. In november 1923 was de brandwaarde van een bundel bankbiljetten hoger dan de kolen die je ervoor kon kopen. Veel mensen raakten hun spaargeld kwijt, de reële lonen gingen achteruit en pensioengelden verloren.

De wisselkoers van de mark ten opzichte van de dollar evolueerde als volgt⁸⁸:

mei 1921:	1 dollar = 275 mark
juni 1921:	1 dollar = 370 mark
oktober 1921:	1 dollar = 485 mark
juni 1923:	1 dollar = 16 667 mark

⁸⁸ C. P., KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 20.

De prijs van 1 kg brood kende de volgende evolutie⁸⁹:

december 1921:	4 Mark
december 1922:	163 Mark
januari 1923:	250 Mark
april 1923:	474 Mark
augustus 1923:	69.000 Mark
november 1923:	201.000.000.000 Mark

Rond de opkomst en het succes van Hitlers NSDAP (*Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei*) bestaan onder historici 2 denkpijlers. Enerzijds zijn er diegenen die denken dat de oorzaak ligt bij de bezetting van het Ruhrgebied en anderzijds zijn er diegenen die denken dat de inflatie en de verarming van de middenklasse er de oorzaak van is.⁹⁰

Herstelbetalingen waren misschien niet rechtstreeks verantwoordelijk voor de Grote Depressie zoals Etienne Mantoux beweert, maar samen met de oorlogsschulden waren ze onmiskenbaar verantwoordelijk voor het destabiliseren en bemoeilijken van de internationale economie gedurende de jaren '20. Hoewel *The Economic Consequences of the Peace* van Keynes een controversieel boek was, bevatte het zeker een juiste denkwijze wanneer het ervoor pleitte dat de oorlogsschulden vergeten zouden moeten worden en de herstelbetalingen herleid tot een realistisch en betaalbaar bedrag van 10 miljard goudmark.⁹¹ Keynes' visie had deze problematiek veel sneller van de internationale agenda kunnen doen verdwijnen.

2.3 Oorlogsschulden

Herstelbetalingen en oorlogsschulden werden als één en dezelfde geldstroom beschouwd door zowel de Britten, de Fransen als de Belgen maar niet door de Amerikanen. De Verenigde Staten weigerden herstelbetalingen te ontvangen van Duitsland. Ze wilden enkel terugbetaald worden voor leningen en voorschotten aan de geallieerden. Hierdoor benadrukten de VS hun politiek van strikte scheiding van politiek en economie, hoewel ze publiekelijk bedenkingen maakten wanneer Wall Street leningen uitschreef aan landen die de schuldvorderingen van de VS niet hadden geratificeerd. Ook binnen Europa waren er geldstromen door oorlogsschulden tussen de geallieerden. Het ging weliswaar om kleinere bedragen. Groot-Brittannië had vorderingen ten aanzien van Frankrijk, Italië en Rusland, Frankrijk ten aanzien van België, voormalig Joegoslavië, enz.⁹² Op onderstaande schematische voorstelling wordt weergegeven

⁸⁹ <http://www2.duitslandweb.nl/Informatie/Naslagwerk/Geschiedenis/1919-1933/> (*Duitslandweb*).

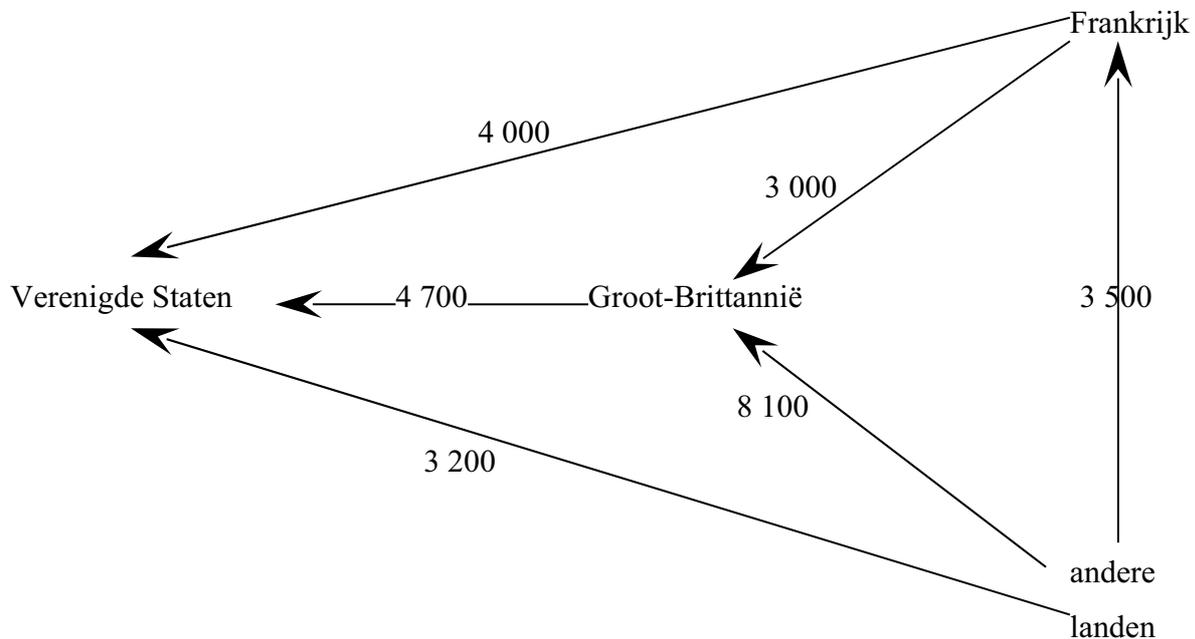
⁹⁰ P. J., GRIGG, *Prejudice and Judgement*. Londen, Jonathan Cape, 1948, p. 160, 172.

⁹¹ J. M. KEYNES, *o.c.*, p. 135, 147 en 200.

⁹² A. SAUVY, *Histoire économique de la France entre les deux guerres, vol. 1: 1918-1931*. Parijs, Paris Fayard, 1965, p; 165-169.

hoe de geldstromen, gegenereerd door de oorlogsschulden, verspreid werden en hoeveel ze bedroegen.

Schema 1 - Intergeallieerde oorlogsschulden aan het einde van de Eerste Wereldoorlog (in miljarden dollars)



Bron: A. SAUVY, *Histoire économique de la France entre les deux guerres, vol. 1: 1918-1931*. Parijs, Paris Fayard, 1965, p. 169.

De Franse politiek bestond erin herstelbetalingen te commercialiseren. De Franse overheid wenste dat Duitsland geld zou lenen in New York met het oog op het nakomen van de Duitse verplichtingen ten aanzien van Frankrijk. Dit systeem kreeg echter nooit veel bijval aangezien weinig mensen bereid waren een lening uit te schrijven aan een risicoland zoals Duitsland.⁹³

Aangezien de VS rekening wilden houden met de mogelijkheid tot terugbetaling van elke schuldenaar, waren ze bereid met elk land apart te onderhandelen over de terugbetalingsmodaliteiten. Na enkele jaren onderhandelen kwamen de VS tot een consensus met dertien landen. Zo werd er met Groot-Brittannië overeengekomen dat de terugbetaling van de oorlogsschulden zou verlopen over een periode van 62 jaar aan een intrestvoet van 3% gedurende de eerste 10 jaar en 3,5% de resterende jaren. Rekening houdend met hun kleiner potentieel tot terugbetaling, was de afgesproken intrestvoet voor Frankrijk, Italië en Joegoslavië lager. Hij bedroeg respectievelijk van 1,6 percent, 0,4 percent en 1 percent.⁹⁴

⁹³ S. SCHUKER, *The End of French Predominance in Europe: the Financial Crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill, University of North Carolina Press, 1976, p. 19.

⁹⁴ H. G. MOULTON en L. PASVOLSKY, *War Debts and World Prosperity*. Washington D.C., Brookings Institution, 1932, p. 82.

Net zoals de herstelbetalingen, verbitterden de oorlogsschulden de internationale economische relaties gedurende de jaren '20. Beide schuldtypes veroorzaakten transferproblemen en werden al snel een knelpunt in de internationale handelspolitiek. De debiteurs moesten de schulden voorzien in hun budgetten terwijl de crediteurs ze dienden aan te wenden om hun budgetten in evenwicht te houden.

2.4 Amerikaanse buitenlandse leningen

In de vooroorlogse periode trad Groot-Brittannië op als wereldbankier. Tijdens het interbellum werd deze rol overgenomen door de Verenigde Staten. Reeds tijdens de oorlog waren er leningen van Amerika aan buitenlandse overheden. Deze werden uitgeschreven op de New Yorkse en Washingtonse markt, door instellingen zoals J. P. Morgan. Het is pas na de oorlog dat deze buitenlandse leningen werden uitgeschreven door de Amerikaanse overheid. De leningen aan Canada, Azië en Oceanië waren niet echt noemenswaardig van omvang. De leningen aan Latijns- Amerika en Europa waren significanter, vooral vanaf 1924. Op een later tijdstip zouden deze buitenlandse leningen plots worden stopgezet, met alle gevolgen vandien. Er was een duidelijk verschil tussen de werking van de Amerikaanse interoorlogse buitenlandse obligatiemarkt en de Britse vooroorlogse markt. De Britse buitenlandse leningen en binnenlandse investeringen werden beschouwd als elkaars substituten (negatieve correlatie), behalve tijdens keerpunten in de economische conjunctuur. Dan reageerden ze beide op veranderingen van de interestvoet en evolueerden samen. De Amerikaanse buitenlandse leningen en binnenlandse investeringen waren positief gecorreleerd en werden voornamelijk beïnvloed door omzetcijfers en de interestvoet. Deze positieve correlatie veranderde echter in een negatieve correlatie op keerpunten in de economische conjunctuur.⁹⁵ De reden voor deze contrasterende gedragingen hoeft niet gezocht te worden in een uitgelaten Amerika ten opzichte van een ervaren Groot-Brittannië. Het verschil ligt eerder in het feit dat de Britse investeringen evolueerden volgens een aanbodmodel. Een vaste hoeveelheid investeringsfondsen werd aangeboden en toegewezen aan binnen- en buitenlandse consumenten in functie van de sterkte van de respectievelijke vraag. In de Verenigde Staten evolueerde het aanbod aan fondsen in functie van de economische conjunctuur. De verdeling

⁹⁵ H. B. LARY, *The United States in the World Economy: The international Transactions of the United States During the Interwar Period*. Washington D.C., U.S. Government Printing Office, 1943, p. 92 en C. P. KINDLEBERGER, *The Cyclical Pattern of Long-Term Lending*. In: Mark Gersovitz, e.a., (red), *The Theory and Experience of Economic Development: Essays in Honour of Sir W. Arthur Lewis*. Londen, Allen & Unwin, 1982, p. 300-312.

ervan tussen binnenlandse investeringen en buitenlandse leningen gebeurde volgens vaste proporties.⁹⁶

Over een periode van 6 jaar, gaande van 1924 tot 1929, besteedde de VS zo'n 6,4 miljard dollar aan buitenlandse leningen. Tijdens dezelfde periode leende Groot-Brittannië 3,3 miljard dollars. De bedragen per regio zijn weergegeven in tabel 2.

Tabel 2 - Amerikaanse en Britse buitenlandse leningen, jaarlijks, per regio, 1924-1929 (in miljoenen dollars)

VS	<i>Europa</i>	<i>Azië en Oceanië</i>	<i>Afrika</i>	<i>Canada en Newfoundland</i>	<i>Latijns Amerika</i>	Totaal
1924	527	100	-	151	191	969
1925	629	147	-	137	163	1 076
1926	484	38	-	226	377	1 125
1927	577	164	-	237	359	1 337
1928	598	137	-	185	331	1 251
1929	142	58	-	295	176	671
Totaal	2 957	644	-	1 231	1 597	6 429

GB						
1924	159	314	66	20	31	590
1925	53	216	72	10	68	419
1926	120	226	32	29	129	536
1927	105	238	136	34	126	639
1928	164	232	80	98	96	670
1929	105	139	51	74	78	447
Totaal	706	1 365	437	265	528	3 301

Bron: C. P., KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 40.

§3 Het Coolidge tijdperk

'No Congress of the United States ever assembled, on surveying the state of the Union, has met with a more pleasing prospect than that which appears at the present time. In the domestic field there is tranquility and contentment, harmonious relations between management and wage earner, freedom from industrial strife, and the highest record of years of prosperity. In the foreign field there is peace, the good will which comes from mutual understanding, and the knowledge that the problems which a short time ago appeared so ominous are yielding to the touch of manifest friendship. The great wealth created by our enterprise and industry, and saved by our economy, has had the widest distribution among our own people, and has gone out in a steady stream to serve the charity and the business of

⁹⁶ C. P., KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 41.

the world. The requirements of existence have passed beyond the standard of necessity into the region of luxury. Enlarging production is consumed by an increasing demand at home and ail expanding commerce abroad. The country can regard the present with satisfaction and anticipate the future with optimism.'⁹⁷ Dit waren de eerste woorden van President Coolidge tijdens zijn state of the Union op 4 december 1928. Hij vervolgde met een nog meer opmerkelijke zin: *'The main source of these unexampled blessings lies in the integrity and character of the American people.'*⁹⁸ Hiermee speelde hij in op de Amerikaanse bevolking die een ongekend verlangen koesterde om snel rijk te worden met een minimum aan fysieke inspanningen. Menig historicus heeft scherpe kritiek geuit ten aanzien van deze speech. Velen waren van mening, net als ik, dat Coolidge zich liet meeslepen door een vorm van oppervlakkig optimisme. Galbraith is duidelijk een andere mening toegedaan wanneer hij schrijft: *'It requires neither courage nor prescience to predict disaster. Courage is required of the man who, when things are good, says so.'*⁹⁹ Wijze woorden die echter weinig terzake doen. Het gaat hier immers niet om moed, maar eerder om verantwoordelijkheid. Namelijk de verantwoordelijkheid van gezagsdragers om euforie te temperen en realistische feiten te presenteren zodat de bevolking op een objectieve manier geïnformeerd blijft.

Na de korte herleving van de economie die duurde tot 1921, volgde een periode van herstel die zou duren tot circa 1926. Deze herstelperiode werd opgevolgd door een boom, die echter geen algemeen verschijnsel was. Daarenboven waren er een aantal tekens van opbouwende spanning aanwezig:

- De opstapeling van voorraden van primaire producten;
- De stijgende prijzen van aandelen tot ongekeerde hoogtes;
- De speculatieve euforie in onroerende goederen in Florida.

3.1 De uitzonderingen

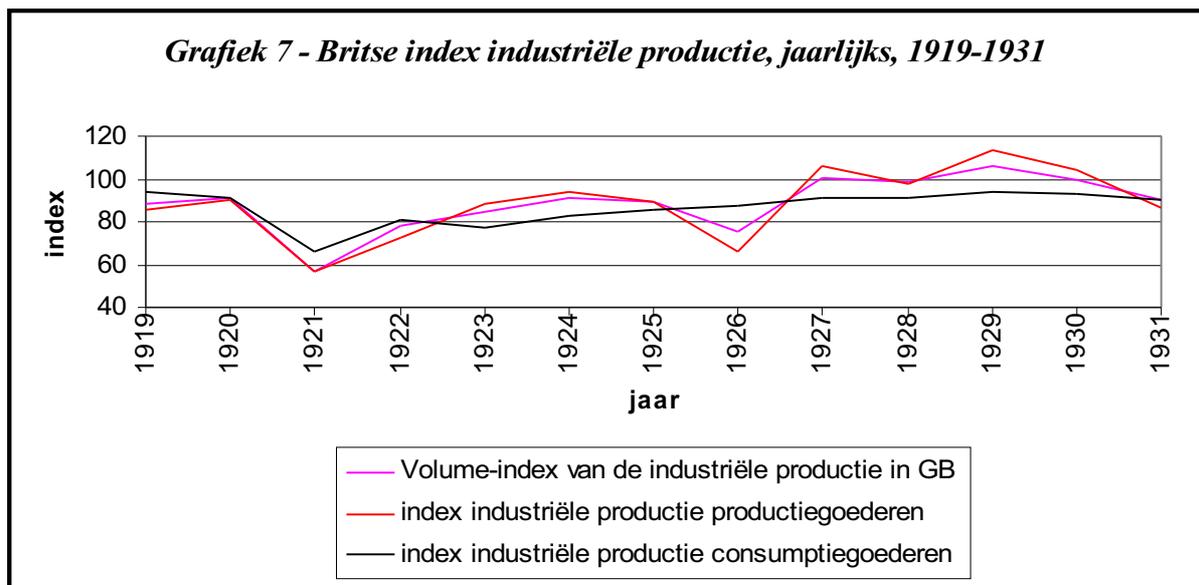
Groot-Brittannië, Italië en Japan waren de grote uitzonderingen op de boom. Doorheen heel de jaren '20 had Groot-Brittannië zwaar geleden onder de werkloosheid. De situatie verergerde na de algemene staking in 1926. Die algemene staking ontstond door de staking in de koolmijnindustrie als gevolg van een poging om de prijzen en de loonkosten te drukken. Bepaalde sectoren zoals die van kolen, staal, scheepsbouw, textiel en huisvesting bleven in een depressie. Sayers benadrukt echter dat industrieën zoals chemie, automobielen en

⁹⁷ http://www.polsci.ucsb.edu/projects/presproject/idgrant/sou_pages/coolidge6su.html (University of California)

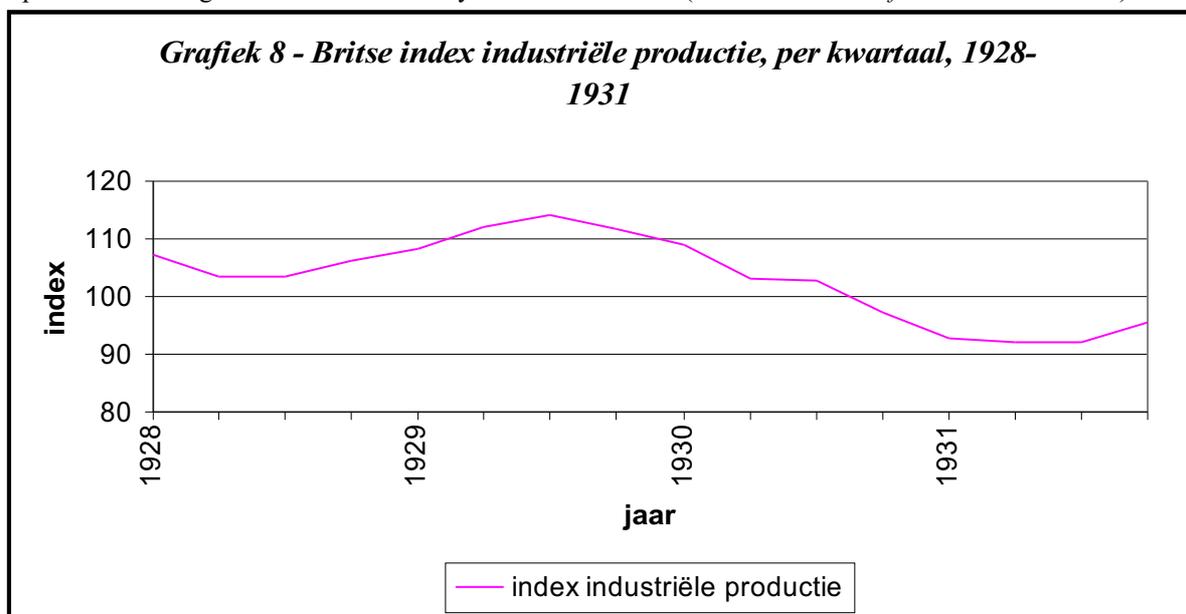
⁹⁸ http://www.polsci.ucsb.edu/projects/presproject/idgrant/sou_pages/coolidge6su.html (University of California)

⁹⁹ J. K. GALBRAITH, *The Great Crash – 1929*. New York, Mariner Books, 1997, p. 1.

elektriciteit openbloeden dankzij Duitse en Amerikaanse innovaties. Het resultaat was een stijging van de productiviteit.¹⁰⁰ Ingvar Svennilson berekende dat het reëel inkomen steeg van 82 in 1921 naar 105 in 1929. In 1929 bleef het reëel inkomen per capita echter inferieur aan dat van 1919.¹⁰¹ In 1928 en 1929 greep in de industriële productie van Groot-Brittannië dan toch een versnelling plaats ten opzichte van 1927 zoals vastgesteld kan worden op grafiek 7 en 8.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01181.db>,
<http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01182.db> en
<http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01183.db> (National Bureau of Economic Research)



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/q01178a.db> (National Bureau of Economic Research)

¹⁰⁰ R. S. SAYERS, The Springs of Technical Progress in Britain, 1919-1939. In: *Economic Journal*, nr. 238, juni 1950, p. 275-291.

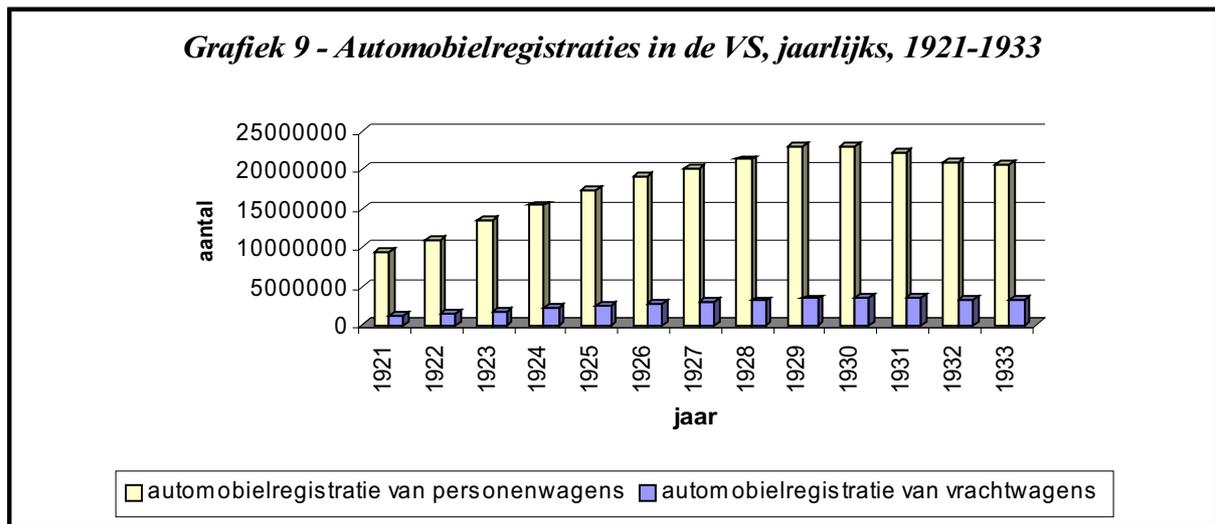
¹⁰¹ I. SVENNILSON, *Growth and Stagnation in the European Economy*. Genua, United Nations Economic Commission for Europe, 1954, p. 233.

Aan de andere kant van de wereld leed Japan onder een relatief zware depressie. Ten opzichte van voorgaande en volgende decennia verliep de economische groei slechts aan halve snelheid. Dit was het gevolg van een strikte kredietpolitiek gevoerd door de overheid en de financiële instanties om de waarde van de yen te verhogen. Hoofdoorzaken voor de zwakke Japanse economie waren waarschijnlijk de Tokyo-Yokohama aardbeving op 1 september 1923 en de bank-crisis in 1927. De eerste gebeurtenis creëerde de nood om op grote schaal een heropbouwprogramma te starten en bijgevolg een kredietexpansie door te voeren waardoor de yen deprecieerde. De tweede gebeurtenis zorgde voor een grondige reorganisatie van het Japanse banksysteem. Sommige banken zagen zich genoodzaakt te sluiten, voor andere was samensmelten het enige alternatief om te overleven. De Japanse economie had in die periode echter geen nauwe banden met de rest van de wereld, waardoor deze gebeurtenissen geen repercussie hadden op Europa of de VS.¹⁰²

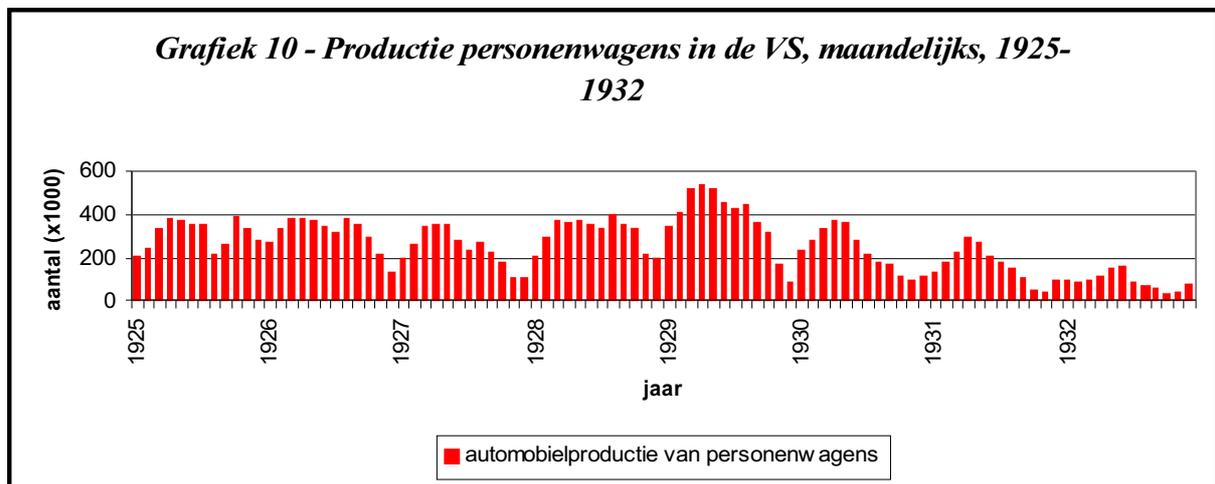
3.2 De Verenigde Staten van Amerika

De boom was waar te nemen in de Verenigde Staten, Australië, Canada en Frankrijk. In de Verenigde Staten was de boom voornamelijk gefundeerd op de automobiellindustrie (het aantal registraties van personenwagens steeg van 9 miljoen in 1921 naar iets meer dan 23 miljoen in 1929, cf. grafiek 9), de ontbrandingsmotor, de elektrische huishoudapparaten en de filmindustrie. Onder automobiellindustrie verstaat men niet alleen de productie van wagens (Cf. grafiek 10) en vrachtwagens (Cf. grafiek 11), maar tevens de hele sector die er verband mee hield: banden en andere wisselstukken, wegeninfrastructuur, benzinstations, olierafinaderijen, garages, enz.

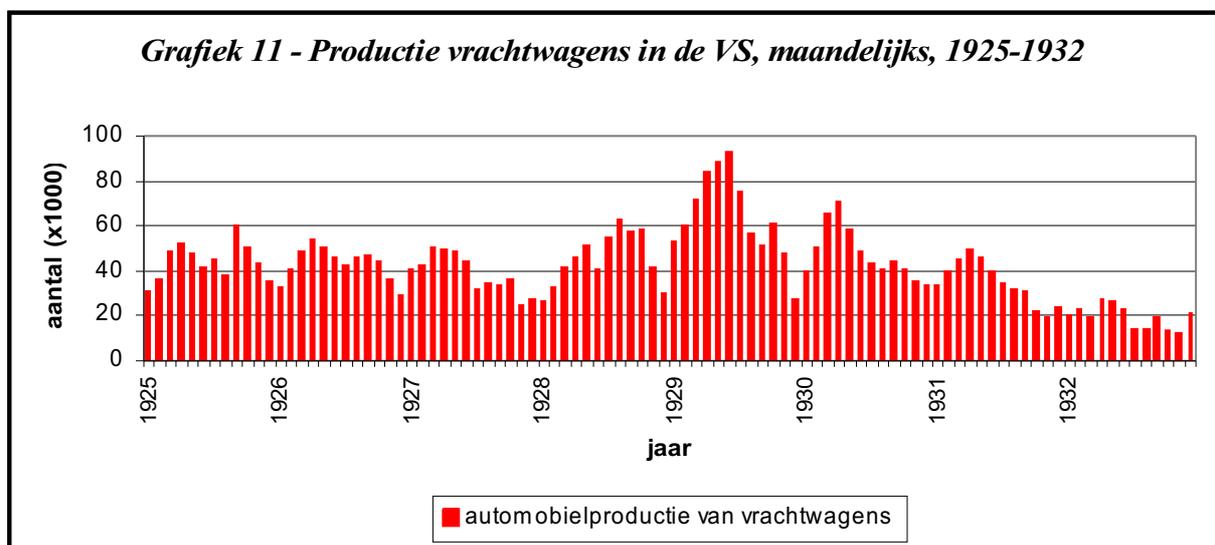
¹⁰² C. P., KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 43-45.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01108.db> en <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01145.db> (National Bureau of Economic Research)



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/m01107a.db> (National Bureau of Economic Research)



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/m01144a.db> (National Bureau of Economic Research)

Research)

De ontbrandingsmotor werd een essentieel element inzake transport en landbouw. Elektrische huishoudapparaten, nog onbekend aan het begin van de jaren '20, waren tegen 1929 volledig ingeburgerd. Om het aanbod van deze duurere, zeg maar luxegoederen te ondersteunen, werd in dezelfde periode het afbetalingskrediet geïntroduceerd. Het totale uitstaande afbetalingskrediet bedroeg 1 375 miljard dollar in 1925, terwijl dit in 1929 nog slechts 3 miljard dollar bedroeg.¹⁰³

Deze boom kende echter ook onderbrekingen. Zo was er de Florida-zeepbel. Op 1 jaar tijd werd fenomenaal veel gespeculeerd met onroerende goederen in Florida. Oorspronkelijk begon de euforie in Miami, maar al snel verspreidde het zich over heel Florida. Zowel gronden van hoogstaande kwaliteit als moerassen werden verhandeld. Binnen een straal van zo'n 65 kilometer rond Miami steeg de waarde van de gronden op wonderbaarlijke wijze. Zo werd een perceel in het binnenland verkocht aan een prijs tussen 8 000 en 20 000 dollar, een perceel aan de kust ging van de hand aan circa 15 000 tot 25 000 dollar en een perceel aan het strand werd verhandeld aan 20 000 tot 75 000 dollar. In de herfst van 1926 verschenen er echter 2 orkanen ten tonele. Op 18 september 1926 stierven bij benadering 400 mensen en werden duizenden huizen vernield. Zo'n 17 000 mensen hadden nood aan hulp. Dit betekende het einde van de Florida-zeepbel.¹⁰⁴ In 1927 ondervonden de VS een korte recessie. De index voor industriële productie (cf. Bijlage 6) daalde van 111 in mei tot 99 in november. De schuld hiervoor werd gegeven aan Henry Ford die zijn automobielp productie aan het begin van de zomer stopzette en dit gedurende een periode van 6 maanden. Op grafiek 10 kan een achteruitgang van het aantal geproduceerde wagens worden vastgesteld vanaf juni 1927. Begin 1928 bereikte de productie opnieuw een normaal niveau. De stopzetting van de productie kwam er om te kunnen overstappen van het model T naar het model A. Op die manier was Henry Ford beter in staat om te wedijveren met Chevrolet.¹⁰⁵ Galbraith schrijft het volgende: *'The Federal Reserve index of industrial production receded, presumably as a result of the Ford shutdown, and there was general talk of depression. The effect on the market was imperceptible. At the end of the year, by which time production had also turned up again, the Times industrials had reached 245, a net gain of 69 points for the year.'*¹⁰⁶

¹⁰³ W. W. ROSTOW, *The World Economy: Theory and Prospect*. Austin, University of Texas Press, 1978, p. 210-213, 335-337.

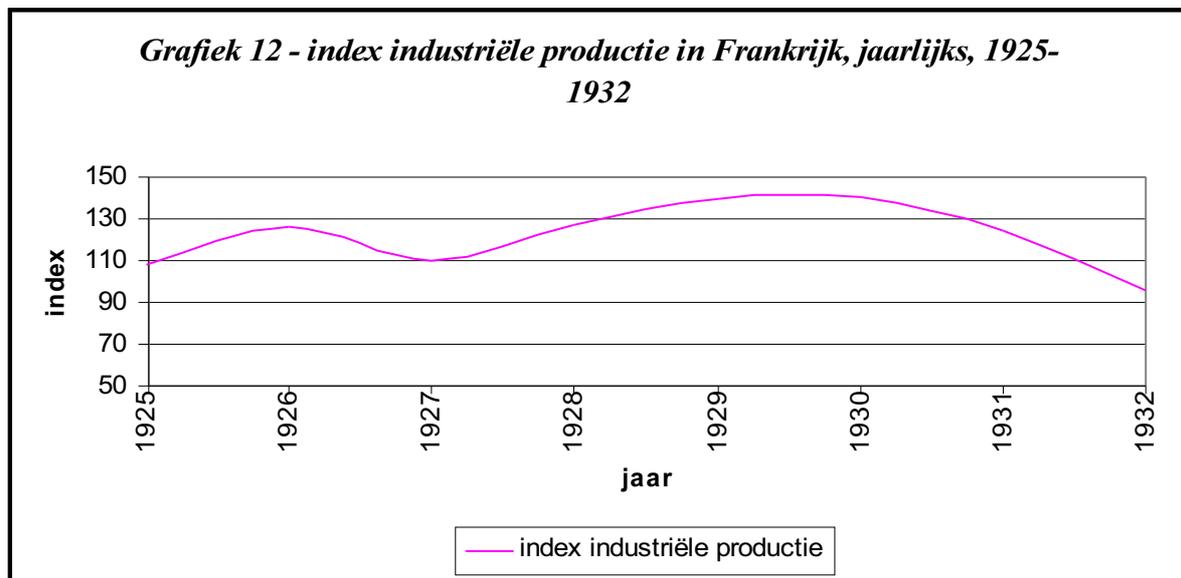
¹⁰⁴ J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 3-7.

¹⁰⁵ C. P., KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 43.

¹⁰⁶ J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 8-9.

3.3 Frankrijk

De Franse boom deed het bijzonder goed en was zelfs behoorlijk duurzaam. Dit was te danken aan de ondergewaardeerde Franse franc. De industriële productie bereikte zijn hoogtepunt in de tweede helft van 1929, zoals men kan vaststellen op grafiek 12.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/01/a01008ba.db> (*National Bureau of Economic Research*)

De index voor industriële productie steeg van 110 in 1927 naar 139,5 in 1929. De Franse begroting behield grote overschotten, de overheidsschuld aan de *Banque de France* werd volledig betaald en de effecten verdubbelden in prijs na het stabiliseren van de Franse franc.¹⁰⁷

3.4 De stopzetting van de Amerikaanse buitenlandse leningen

De buitenlandse lange termijn leningen hielden gelijke tred met de New Yorkse aandelenmarkt tot in de eerste helft van 1928. Binnenlandse bedrijfsobligaties waren afgenomen medio 1927 en vervangen door aandelen. Buitenlandse obligaties daarentegen, bereikten nieuwe hoogtes in het vierde kwartaal van 1927 en de eerste helft van 1928. Het ineensinken van de buitenlandse leningen kwam er na juni 1928, zoals men kan vaststellen in tabel 3. De getroffen landen waren Duitsland en vele andere Europese landen, alsook Azië en Oceanïe. De leningen aangegaan door Canada vielen sterk terug in het derde kwartaal van

¹⁰⁷ A. SAUVY, *o.c.*, p. 105-106.

1928 maar kenden een snel herstel. Nieuwe uitgiften voor Latijns-Amerika hielden het vol gedurende een jaar tot het derde kwartaal van 1929.

Tabel 3 – Nieuwe uitgiften buitenlandse leningen in VS, per kwartaal, 1928-1930:
nominale waarden (in miljoenen dollars)

	<i>Kapitaal exporterende landen^a</i>	<i>Duitslan d</i>	<i>Rest Europ a</i>	<i>Totaal Europ a</i>	<i>Noord- Amerik a</i>	<i>Latijns Amerik a</i>	<i>Azië en Oceanië</i>	<i>Totaal</i>
1928								
<i>I</i>	13,2	46,7	109,5	179,4	40,5	86,4	15,6	312,1
<i>II</i>	32,0	153,8	94,2	280,0	74,8	74,3	100,6	529,7
<i>III</i>	16,1	14,2	19,5	49,8	6,8	81,9	0,4	118,9
<i>IV</i>	11,7	62,4	24,6	93,7	63,4	88,4	19,9	270,4
1929								
<i>I</i>	42,9	21,0	16,4	80,4	56,8	73,4	53,7	264,3
<i>II</i>	3,9	-	3,3	7,2	114,1	70,3	2,0	193,6
<i>III</i>	14,0	-	8,7	21,7	28,8	29,8	0,4	79,7
<i>IV</i>	24,2	8,5	-	32,7	96,1	2,5	2,3	133,7
1930								
<i>I</i>	-	43,3	26,6	69,9	42,9	39,3	11,5	269,3^b
<i>II</i>	-	113,5	14,5	128,0	83,7	143,0	50,3	429,6^b
<i>III</i>	-	10,0	25,0	35,0	49,0	16,1	-	100,1
<i>IV</i>	-	-	-	-	105,7	0,6	-	106,3

a = België, Tsjecho-Slowakije, Frankrijk, Nederland, Zweden, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk

b = met inbegrip van internationale emissies die niet gespecificeerd zijn in de kolommen, ten bedrage van 105,7 en 24,6 miljoen dollar, respectievelijk tijdens het eerste en het tweede kwartaal.

Bron: C. P., KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 55.

Een ietwat gelijkaardige verandering vond plaats bij uitstaande leningen. Het zijn meer bepaald Amerikaanse effecten, voornamelijk vertegenwoordigd door aandelen, die verhandeld werden op de *New York Stock Exchange*. In tabel 4 kan men vaststellen dat er in 1927 geen volledige stopzetting was van de outflow, maar dat deze wel zeer gering was, wat leidde tot een omvangrijke inflow in 1928 en 1929. In tabel 4 ziet men ook de cijfers voor de Amerikaanse handel in uitstaande buitenlandse effecten.

Tabel 4 – Transacties in uitstaande effecten tussen de VS en het buitenland, 1927-1929 (in miljoenen dollars)

	<i>Binnenlandse effecten</i>			<i>Buitenlandse effecten</i>		
	<i>Aankopen VS van buitenland</i>	<i>Verkopen VS aan buitenland</i>	<i>Netto VS aankopen (-) of verkopen (+)</i>	<i>Aankopen VS van buitenland</i>	<i>Verkopen VS aan buitenland</i>	<i>Netto VS aankopen (-) of verkopen (+)</i>
1927	624	594	-30	143	336	+193
1928	490	973	+483	483	389	-94
1929	917	1 295	+378	307	412	+105

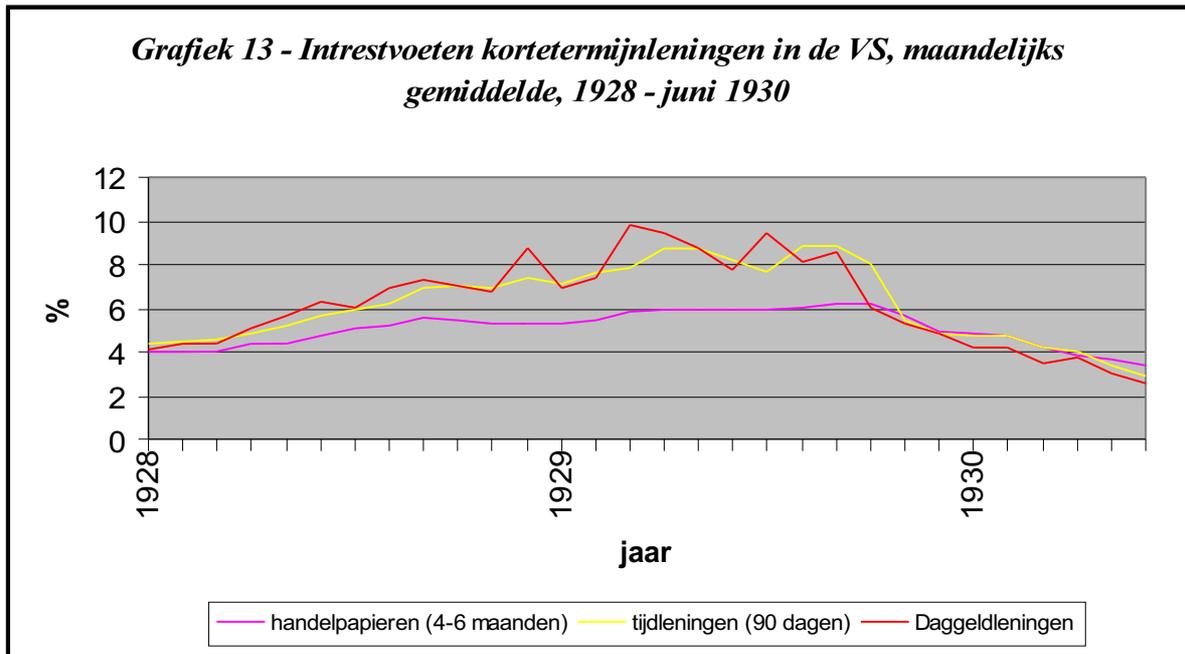
Bron: H. B. LARY, *The United States in the World Economy: The international Transactions of the United States During the Interwar Period*. Washington D.C., U.S. Government Printing Office, 1943, p. 107.

Wat gebeurde er in juni 1928 met de Amerikaanse buitenlandse leningen? Verscheidene economen, zoals Kindleberger, Fleisig of Minsky bogen zich over deze vraag en bewandelden verschillende paden om tot een empirische conclusie te komen. Het antwoord ligt echter voor de hand: investeerders weken uit naar de aandelenbeurs en financiële intermediairen stelden fondsen ter beschikking op de daggeldmarkt. Vanaf begin 1928 evolueerden de intrestvoeten in stijgende lijn, zoals voorgesteld op grafiek 13 (zie ook grafiek 4 p. 24). Zo steeg de intrestvoet voor handelpapieren met een termijn van 4 tot 6 maanden van 4% in januari 1928 naar 5,38% in december 1928 en 6,25% in oktober 1929 om vervolgens af te nemen naar 3,5% in juni 1930. De intrestvoet voor tijdleningen van 90 dagen evolueerde van 4,38% in januari 1928 naar 7,5% in december 1928 en 8,88% in september 1929. In oktober 1929 bedroeg de intrestvoet nog steeds 8,13%, maar deze nam snel sterk af om te komen tot 2,88% in juni 1930. Op gelijkaardige manier evolueerde de intrestvoet voor daggeldleningen: van 4,15% in januari 1928 tot 9,80% in maart 1929. In september bedroeg de intrestvoet nog 8,62%, maar in juni 1930 was hij al gedaald tot 2,60%.¹⁰⁸ Deze evolutie is toe te schrijven aan het Federal Reserve System dat ten eerste een deeltje van haar openmarktportfolio verkocht en ten tweede de herdisconteringsvoet tot drie maal toe verhoogde. Terwijl de verhandelde hoeveelheid op de *New York Stock Exchange* steeg (cf. grafiek 18 p. 62), nam de hoeveelheid daggeldleningen toe van net onder de 2 miljard dollar eind 1926 naar 3,885 miljard dollar in december 1928 en 6,64 miljard dollar¹⁰⁹ op 4 oktober 1929.¹¹⁰ Het gevolg was de hierboven vermelde stijging van de intrestvoet voor daggeldleningen zoals aangeduid op grafiek 13 (zie ook grafiek 2 p. 19).

¹⁰⁸ Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 448-451.

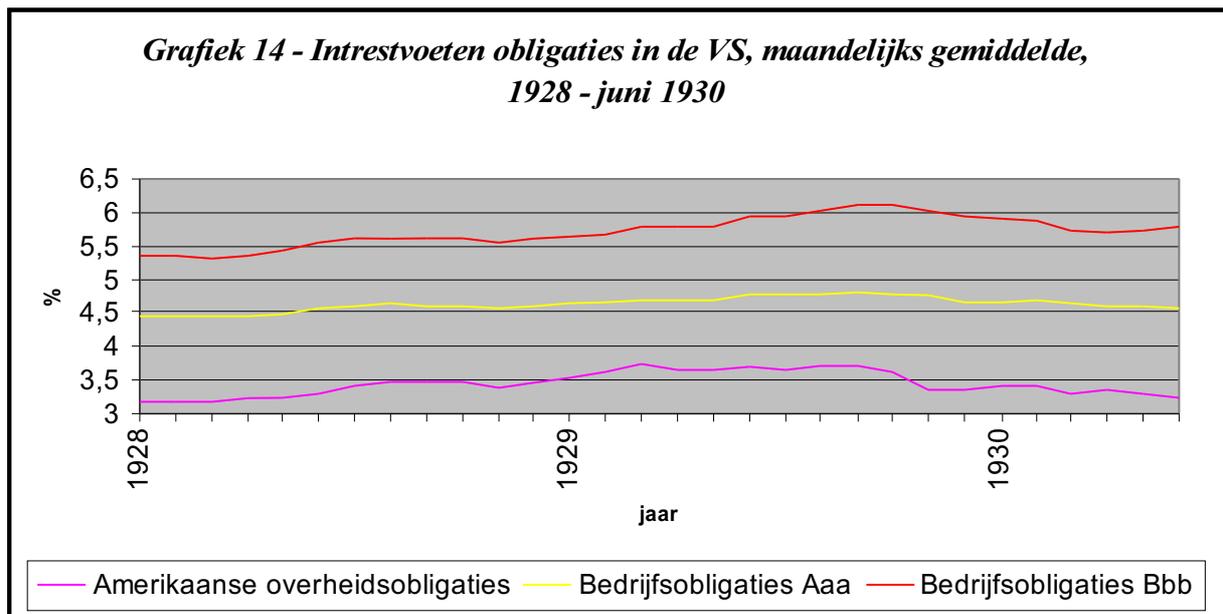
¹⁰⁹ Zonder daggeldleningen in New York aangezien deze daar opgeschort werden eind september 1929.

¹¹⁰ Federal Reserve System, *o.c.*, p. 494.



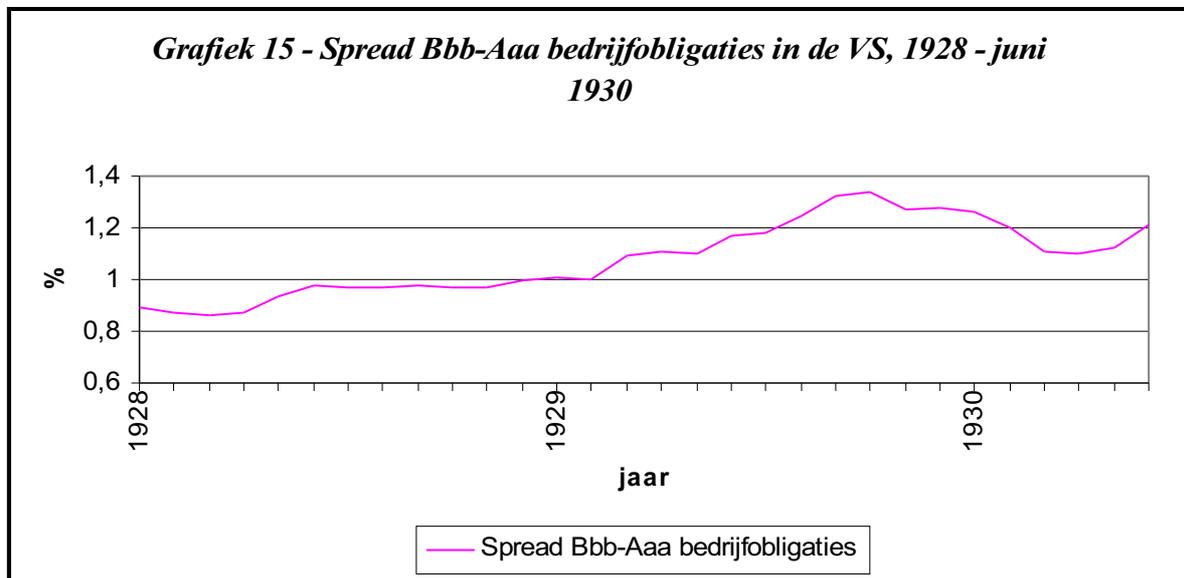
Bron: Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 448-451.

Wat de obligatielenigen betreft, kunnen we vaststellen op grafiek 14 dat de evolutie van de intrestvoet vrij stabiel bleef, hoewel er een lichte stijging was. Zo evolueerde de intrestvoet van Amerikaanse staatsobligaties van 3,18% in januari 1928 naar 3,61% in oktober 1929, om vervolgens zachtjes af te nemen tot 3,25% in juni 1930. Hetzelfde gold voor de bedrijfsobligaties.



Bron: Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 468-470.

Bij de bedrijfsobligaties valt echter wel op dat de intrestvoet van de Bbb sterker toenam dan de Aaa. Indien we de *spread* tussen beide bekijken op grafiek 15, valt het verschil in toename van de intrestvoeten op.



Bron: eigen berekening op basis van gegevens van Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943, p. 468-470.

De conclusie die we hieruit kunnen vormen is dat de speculanten sinds het begin van 1928 tot ongeveer oktober 1929 bereid waren meer risico's te nemen. Ze verschoven met andere woorden hun investeringen van de obligatiemarkt naar de aandelenmarkt of kochten obligaties aan die een groter rendement genereerden maar tevens een groter risico impliceerden.

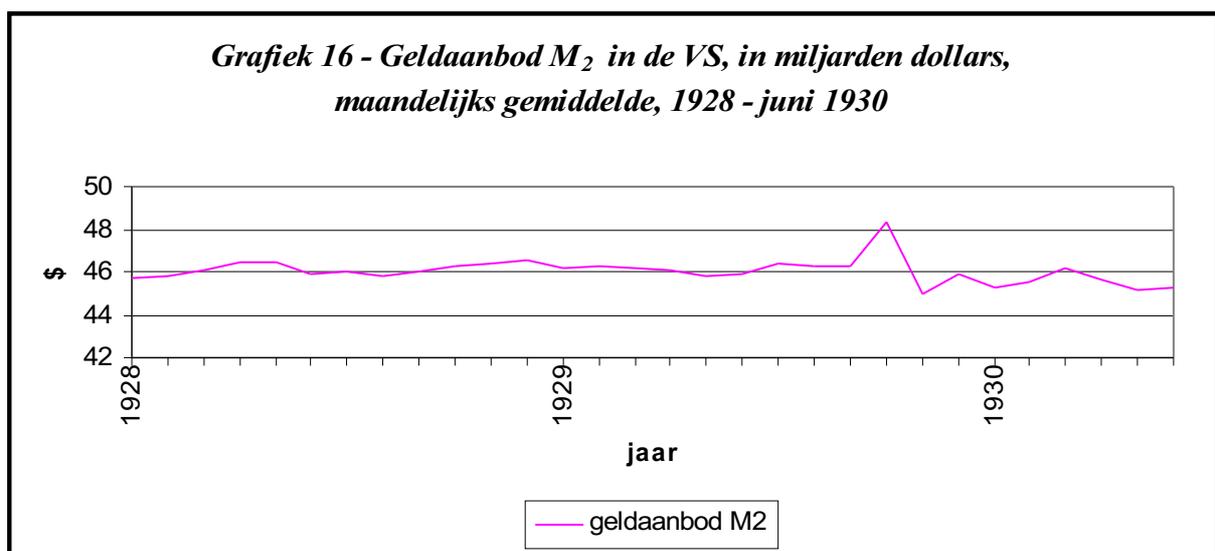
Een oud geschil¹¹¹ dat teruggaat tot de jaren '20 is de vraag of de boom op de aandelenmarkt geld opsloort. Met andere woorden: berokkent een boom schade aan de handel door geld af te wenden van normale handelstransacties naar de aandelenbeurs? Dit debat wordt echter meestal gevoerd in de context van een gesloten economie. In een open economie met wereldwijde financiële connecties met andere markten, bestaat er weinig twijfel over het feit dat een boom op de aandelenmarkt buitenlandse fondsen kan opsloren. Een apriori opmerking ten aanzien van het standpunt van een geldopslopende aandelenmarkt is enerzijds dat elk individu of elke onderneming die aandelen koopt hiervoor geld aanwendt en anderzijds dat elk individu of elke onderneming die aandelen verkoopt hiervoor geld in ontvangst neemt. De aandelenmarkt zou bijgevolg de geldhoeveelheid onveranderd laten.

¹¹¹ P. A. SAMUELSON, Myths and Realities about the Crash and Depression. In: *Journal of Portfolio Management*, jrg. 50, nr. 1, 1979, p. 7-10.

Deze apriori opmerking is echter slechts geldig in een gesloten economie en bijgevolg niet van toepassing in onderhavig geval. Doordat buitenlanders over de mogelijkheid beschikken Amerikaanse waardepapieren te kopen, transiteert het geld afkomstig uit het buitenlandse financiële en/of handelsverkeer naar het Amerikaanse financiële verkeer, wat respectievelijk een afname van de beschikbare fondsen voor de eerste partij en een toename voor de tweede partij impliceert. Indien de boom van de aandelenmarkt buitenlandse leningen stopzet, wordt het debat nog complexer. We kunnen van de veronderstelling uitgaan dat een buitenlandse economie rekt op een geldstroom van het Amerikaans financieel verkeer naar het buitenlandse handelsverkeer. Wanneer die geldstroom opdroogt, is er een afname van het buitenlandse handelsverkeer en een expansie van het Amerikaanse financiële verkeer.

Deze benadering kan op een gelijkaardige manier worden toegepast op interregionale transacties. Rekening houdend met de apriori opmerking (we bevinden ons immers binnen een gesloten economie), zal de geldhoeveelheid onveranderd blijven, maar zullen fondsen worden afgeleid van het platteland naar de stad. Hetzelfde geldt voor de verschuiving van fondsen uit het handelsverkeer naar het financiële verkeer in een gesloten economie.

Enerzijds zullen de optimistische verwachtingen, de toenames in rijkdom en het eenvoudig krediet tijdens een boom de uitgaven stimuleren en de welvaart doen toenemen. Anderzijds zal het opsorpen van fondsen afkomstig uit het buitenland, het platteland en het handelsverkeer aanleiding geven tot een samentrekking van het systeem. De toename van de New Yorkse intrestvoeten (cf. grafiek 13 p. 55) weerspiegelt een toenemende vraag naar geld. De geldhoeveelheid M_2 bleef echter min of meer stabiel in de periode van 1928 tot het midden van 1930, zoals weergegeven op grafiek 16 (cf. grafiek 3 p. 23 en Bijlage 6).



Bron: M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press, 1963, p. 712-713.

De stijging van de aandelenmarkt in de Verenigde Staten, en meer bepaald in New York, leidde tot een stijging van de intrestvoeten. Dit betekende een vermindering, zelfs stopzetting, van de buitenlandse leningen aan Duitsland, België, Frankrijk en de rest van Europa. Het is echter logisch dat wanneer toenemende kapitaalexport vanuit een machtig financieel centrum plots wordt stopgezet, dit dramatische economische gevolgen heeft voor het buitenland met repercussies op het onstabiele centrum.

§4 De Agrarische Depressie

Na de krach van de New Yorkse aandelenbeurs in oktober 1929, leidde het ineenstorten van de industriële productie en de financiële crisis tot een diepe depressie in de landbouwsector. Het verlies aan reëel inkomen in de landbouw was even verspreid en acuut als in de industrie (cf. Bijlage 6). De output werd behouden waardoor de prijzen daalden. Het is echter een open vraag of er voor de krach reeds een ‘onafhankelijke’ agrarische depressie heerste die mee de oorzaak was van de beurskrach, de sterke afname van de industriële productie en het ineenstorten van het banksysteem. Sir Arthur Salter beweerde dat er een conjunctuurcyclus, een agrarische depressie en een financiële crisis waren die elk ruim onafhankelijk van elkaar stonden. Dit gedachtengoed schrijft de Grote Depressie toe aan een reeks historische incidenten.¹¹² President Herbert Hoover zag zich echter genoodzaakt pijnlijke waarheden naar voor te schuiven in zijn state of the Union van 2 december 1930: *‘The origins of this depression lie to some extent within our own borders through a speculative period which diverted capital and energy into speculation rather than constructive enterprise. Had overspeculation in securities been the only force operating, we should have seen recovery many months ago, as these particular dislocations have generally readjusted themselves.’* Hij vervolgde met: *‘Other deep-seated causes have been in action, however, chiefly the world-wide overproduction beyond even the demand of prosperous times for such important basic commodities as wheat, rubber, coffee, sugar, copper, silver, zinc, to some extent cotton, and other raw materials.’*¹¹³ Later zou Hoover zijn standpunt enigszins afzwakken en Europa en de kartels die de prijs kunstmatig de hoogte in dreven, als de schuldigen aanduiden.¹¹⁴ De

¹¹² A. SALTER, *Recovery: The Second Effort*. New York, Century, 1932, p. 32, 37.

¹¹³ http://www.geocities.com/mb_williams/hooverpapers/1930/paper19301202.html (*The Depression Papers of Herbert Hoover*).

¹¹⁴ H. HOOVER, *The Memoirs of Herbert Hoover. Vol. 3: The Great Depression, 1929-1941*. New York, Macmillan, 1952, p. 61-62.

algemene kijk op de zaak was dat de agrarisch depressie eerder een gevolg was dan een oorzaak van de mondiale depressie.

Tot en met de 19e eeuw was de oogst de referentie voor de economische situatie. Een buitengewone oogst verlaagde de prijs van brood en stimuleerde de industriële lonen. Een mislukte oogst leidde echter tot een depressie. Naar het einde van de negentiende eeuw begon de conjunctuurcyclus zich echter grotendeels onafhankelijk van de landbouwinkomsten te gedragen. De conjunctuur was eerder verbonden met de financiële toestand, de stand van de industriële voorraden, de uitgaven voor fabrieken en uitrusting en een aantal demografische aspecten zoals de populatiebeweging.¹¹⁵

Eenmaal de overproductie vastgesteld, doet de overheidspolitiek haar intrede. Als de prijzen dreigen te dalen, kan de export worden gesubsidieerd, kunnen voorraden worden opgekocht en geaccumuleerd of kunnen quota's worden ingevoerd. In het geval van agrarische productie stelt Vladimir Timoshenko dat de voorraad een betere index is voor het overaanbod dan de prijzen.¹¹⁶ De overheden trachten immers de prijzen te ondersteunen door voorraden over te nemen. In 1923-1925 bedroeg de index van de agrarische wereldprijzen en voorraden 100 punten. Vanaf eind 1925 tot oktober 1929 daalden de prijzen tot 70, terwijl de voorraden over dezelfde periode toenamen met ongeveer 75 percent. Na oktober '29 werden de financiële middelen voor het aanhouden van de voorraden schaars, waardoor de prijzen in een nog sneller tempo gingen dalen (cf. Bijlage 6). Van november 1929 tot januari 1930 daalde de index tot ongeveer 64 punten. In maart 1930 was dat 58 punten, in juni 51,4 punten en tegen december bedroeg de index 38,9 punten.¹¹⁷ In bijlage 5 vindt men een reeks grafieken terug die de evolutie van prijs, productie en voorraad voor een aantal primaire goederen weergeeft alsook een algemene index. Hierop stelt men vast hoe de prijzen begonnen te dalen vanaf 1925 en aan een steile neergang begonnen vanaf 1929. De evolutie van de voorraden was omgekeerd evenredig. De productie bleef zachtjes toenemen, behalve voor tin.

Er bestaat geen twijfel over dat de landen die primaire goederen produceerden vóór oktober 1929 moeilijkheden ondervonden door dalende prijzen, toenemende voorraden en de afname van krediet. Dit kan men structurele deflatie noemen. In plaats van een vraagoverschot was er een aanbodoverschot. Enkele landen trachtten de situatie recht te trekken door het overschot op te kopen en zo overschotvoorraden aan te leggen. Zonder aanpassing echter van de productie, was dit een maat voor niets. Andere landen vonden het noodzakelijk om het aanbodoverschot te ontwijken door het uit de binnenlandse markt te houden, of door de oogst

¹¹⁵ I. SVENNILSON, *o.c.*, p. 187.

¹¹⁶ V. P. TIMOSHENKO, *World Agriculture and the Depression*. Michigan, Michigan University Press, 1953, p. 25.

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 122-123.

te verkopen tegen om het even welke prijs. Hierdoor waren ze in staat om de gevolgen van de depreciatie aan het thuisfront te verzachten, maar in het buitenland bleven de prijzen evenwel dalen. Met andere woorden zorgde het aanbodoverschot voor een structurele deflatie van het systeem.¹¹⁸

De monetaristen argumenteren dat deze deflatie een monetair aspect is. Indien de verschillende landen een inkrimping van hun geldaanbod hadden vermeden, dan had de deflatoire spiraal gestopt kunnen worden.¹¹⁹

Met de monetaristische invalshoek kan ik akkoord gaan indien we het toepassen na de krach van de aandelenmarkt. De toename van de agrarische voorraden en de afname van de prijzen na 1925, maken duidelijk dat er structurele factoren aan het werk waren. De structurele barsten in de wereldeconomie waren aanwezig, alsook overproductie van goederen. Tussen 1925 en 1929 was de situatie niet zo hopeloos dat ze niet had kunnen worden rechtgezet. Het was de beurskrach van 1929 die de *coup de grâce* toediende. In oktober 1929 stortten de prijzen in mekaar, gevolgd door het banksysteem en het geldaanbod. Het was bijgevolg de combinatie van overschotten, liquiditeitscrisis, en het falen van het banksysteem die de doodsteek toebracht. De teruggang van het geldaanbod kwam pas later aan bod (cf. Bijlage 6) en is mijns inziens geen oorzaak van de financiële crisis.

§5 1929

5.1 De krach

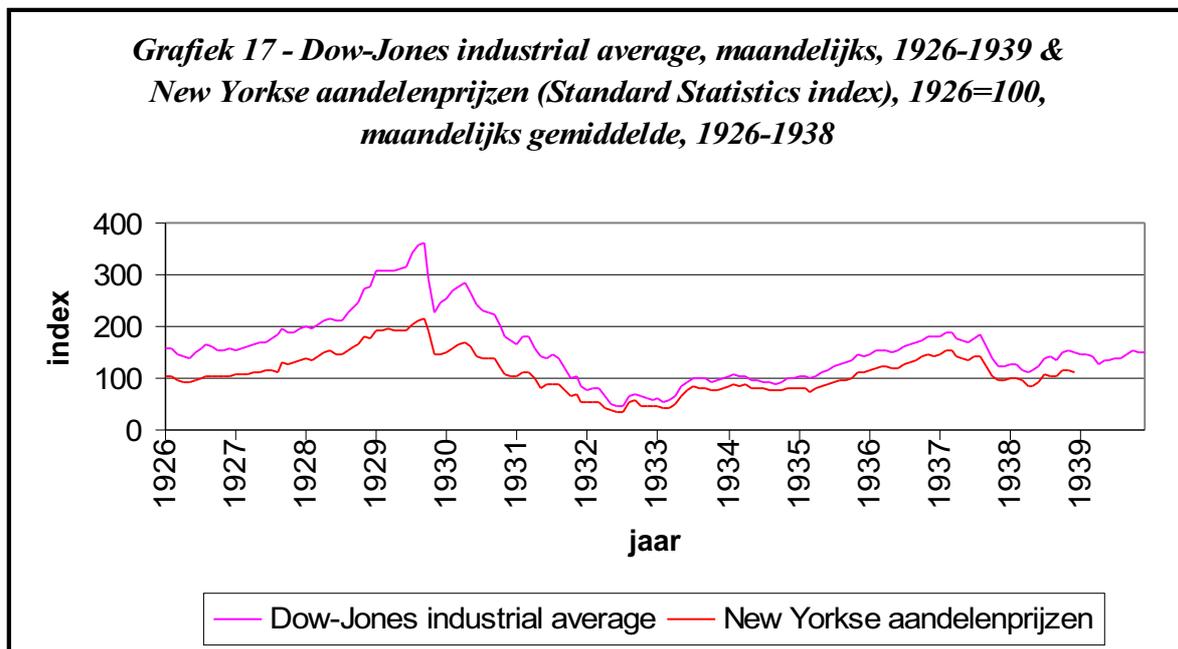
Het was de aandelenmarkt van New York, de *New York Stock Exchange* (NYSE), die op donderdag 24 oktober, *Black Thursday*, in elkaar stortte. Het effect was wereldwijd voelbaar. De toename van de NYSE was toen bijzonder spectaculair. De *Dow-Jones industrial stock price index* evolueerde van 198 punten begin 1928 naar 279 punten in december. De apex kwam er in september 1929 met 362 punten. Op grafiek 17 wordt de evolutie van de *Dow-Jones industrial average* weergegeven op basis van maandelijkse gemiddelden over een periode gaande van begin 1926 tot eind 1939.

De dagelijks verhandelde hoeveelheid aandelen evolueerde van iets meer dan 86 miljoen aandelen in maart 1928 over zo'n 116 miljoen in november 1928 naar 141,67 miljoen in oktober 1929. Op donderdag 24 oktober werden er maar liefst 12 894 650 aandelen

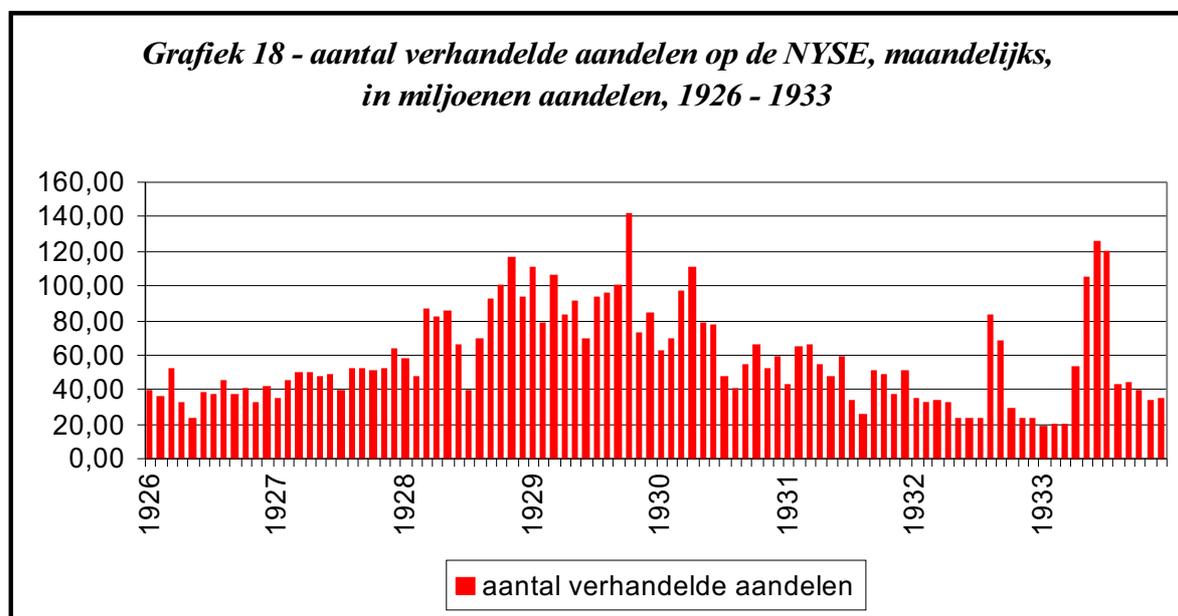
¹¹⁸ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 92-93.

¹¹⁹ L. A. HAHN, *Fünfzig Jahre zwischen Inflation und Deflation*. Tübingen, J. C. B. Mohr, 1963, p. 84.

verhandeld. Op grafiek 18 wordt het aantal verhandelde aandelen per maand weergegeven over de periode 1926 - 1933.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/11/m11009b.db> (National Bureau of Economic Research) & C. P. KINDLEBERGER, *The World in Depression Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 98-99.



Bron: <http://www.nber.org/databases/macroeconomichistory/data/11/m11002.db> (NBER)

Herbert Hoover waarschuwde sinds 1925 voor het overmatig gebruik van krediet op de markt en poogde de toenmalige President Coolidge ervan te overtuigen publiekelijk een afwijzend

standpunt in te nemen ten aanzien van de steeds toenemende speculatie op de aandelenmarkt.¹²⁰ Zonder succes, zoals blijkt uit de state of the Union van Calvin Coolidge op 4 december 1928 (cf. p. 47). In de loop van 1929 werd steeds duidelijker dat de aandelenmarkt oncontroleerbaar zou worden indien er niet werd ingegrepen met een verhoging van de intrestvoet. Hierover bestond heel wat discussie, maar uiteindelijk werd op 9 augustus de Amerikaanse discontovoet verhoogd van 5 naar 6 percent. Dit had echter geen effect op de aandelenmarkt want deze steeg nog in augustus tot 210 en in september tot 216 (cf. grafiek 19 p. 65).

Naast de discussies tussen beleidsmensen over of er al dan niet ingegrepen moest worden om de aandelenmarkt beter onder controle te krijgen, bleef de speculatie toenemen, in die mate zelfs dat men sprak over een *orgy of speculation*. Ook vonden de gebruikelijke malafide praktijken en grote faillissementen plaats (cf. p. 27-32).

Op *Black Thursday* ondernamen een aantal vooraanstaande bankiers nog een poging om de dalende beurskoersen, mede beïnvloed door het ineensstorten van het Hatty-imperium, nieuw leven in te blazen. De daaropvolgende week, op dinsdag 29 oktober 1929, *Black Tuesday*, werd een recordaantal aandelen verhandeld ter waarde van 16,4 miljoen dollar, ‘*a record that stood for almost forty years*’.¹²¹ ‘*Tuesday, October 29, was the most devastating day in the history of the New York stock markets.*’¹²² De dagen nadien was er een licht herstel van de beurs waarneembaar, dat duurde tot het einde van de maand, 3 dagen dus. Vervolgens zakte de beurs volledig weg. Op 13 november bedroeg de *Dow-Jones industrial average* 198 punten tegen 381 punten op 3 september.

De angst voor het sluiten van de beurs en het bevroren van het actief dat voorheen zo liquide had geleken, was groot. Dit resulteerde in een liquiditeitspaniek die wat later zou eindigen in een wereldwijde financiële crisis.

5.2 De afname van de handel

Zoals eerder vermeld, was de handel reeds voor de beurskrach op een keerpunt gekomen. Volgens het *National Bureau of Economic Research* bereikte de handel in België zijn hoogste punt in maart, in Duitsland in april, in de Verenigde Staten in juni en in Groot-Brittannië in juli. Alleen Frankrijk bleef het goed doen tot een tijdje na de krach van oktober 1929. Over de oorzaken bestaan heel wat theorieën die een brede waaier aan aspecten benadrukken. De

¹²⁰ H. HOOVER, *o.c.*, p. 13.

¹²¹ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 105.

¹²² J. K. GALBRAITH, *o.c.*, p. 111.

afname van de huisvesting werd bijvoorbeeld deels veroorzaakt door een afgenomen familievorming, die op haar beurt het gevolg was van een migratiestop in de VS in het begin van de jaren '20, alsook van culturele gevolgen van de oorlog.¹²³ Ik denk eerder dat de afname van de handel in grote mate een gevolg was van een verschuiving van geld vanuit inkomen naar de aandelenmarkt. Er ontstond als het ware een overinvestering met als logische tegenpartij een onderconsumptie. Het resultaat was een uitputting van de investeringsmogelijkheden, het opstapelen van voorraden en het opkomen van onzekerheid. Friedman en Schwartz stelden vast dat zowel de industriële productie, de prijzen als het inkomen tussen augustus en oktober een sterke daling kenden.¹²⁴ Deze aanwijzingen van een malaise waren echter niet zichtbaar voor het instorten van de aandelenmarkt: *'The stock market rise may have contributed to a weakening of the business position, but the crash was less a cause of the depression than a signal of the need to pause and regroup.'*¹²⁵

5.3 De beurscrach: oorzaak of schakel

Toen ik een titel voor mijn verhandeling moest inleveren was ik er min of meer van overtuigd dat de beurscrach van Wall Street zondermeer de oorzaak was van de Grote Depressie en bijgevolg nader diende geanalyseerd te worden om het debacle dat eruit voortvloeide beter te begrijpen. Na de lectuur van talrijke boeken, artikels en theorieën is mijn kijk op de situatie enigszins veranderd.

In oktober 1929 uitten 2 leden van de *Federal Reserve Board* openlijk hun angst over de gevolgen van de beurscrach. Volgens hen zou deze een zeer grote depressie voortbrengen. De andere leden van de *Federal Reserve Board* gingen niet akkoord met die stelling.¹²⁶ 41 jaar later kreeg de meerderheid een sterke analytische bijstand van niemand minder dan Milton Friedman:

'The stock market crash in 1929 was a momentous event, but it did not produce the Great Depression and it was not a major factor in the Depression's severity. A sharp but not unprecedented contraction was converted into a catastrophe by bad monetary policy.[...]

¹²³ C. L. BARBER, On the Origins of the Depression. In: *Southern Economic Journal*, nr. 44, 1978, p. 432-456.

¹²⁴ M. FRIEDMAN en A. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press, 1963, p. 306.

¹²⁵ W. A. LEWIS, *Economic Survey, 1919-1939*. Londen, Allen & Unwin, 1949, p. 55.

¹²⁶ E. R. WICKER, *Federal Reserve Monetary Policy, 1917-1933*. New York, Random House, 1966, p. 147.

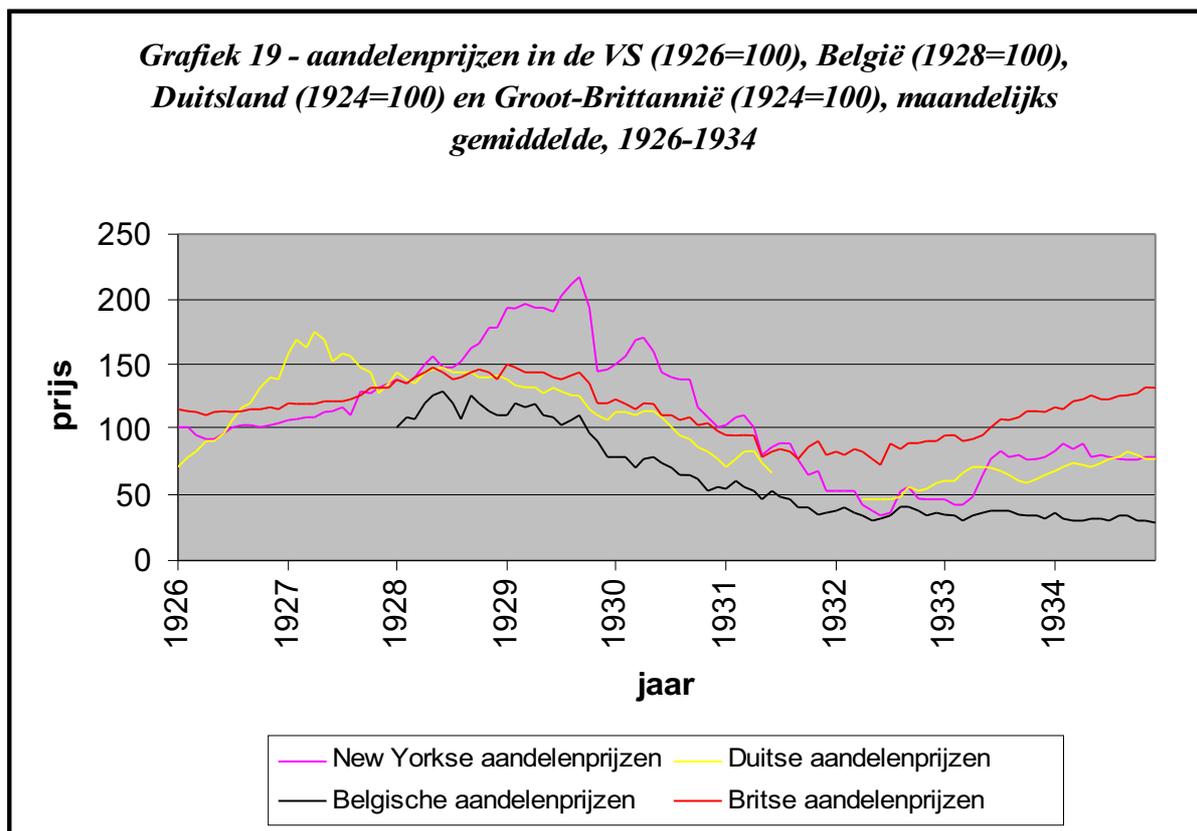
*Whatever happens in a stock market, it cannot lead to a great depression unless it produces or is accompanied by a monetary collapse.*¹²⁷

We hebben echter kunnen vaststellen dat het geldaanbod afnam tussen oktober en december 1930. Ondertussen was de depressie reeds bezig. De eerste impact van de krach op de internationale monetaire scène was een ontlasting. De *Bank of England* verlaagde haar discontovoet. Dit gebeurde drie keer in de korte periode tussen 29 oktober en het eind van het jaar. Andere landen volgden dit voorbeeld: Nederland, Duitsland, België, enz.

De verspreiding van een financiële crisis gebeurt door middel van 4 kanalen aldus Kindleberger: *'(1) the marking down of internationally traded securities and commodities in physically separate markets connected by arbitrage; (2) such marking down without actual trading taking place as participants in one national market are affected by the psychology of those in another; (3) changes in income from spending that affects other countries through the foreign trade multiplier, that is, declines in income spilling over into other countries through reduced imports; (4) an impact on the monetary side of the balance, for example when a deflationary shock in one country draws gold abroad and enforces monetary contraction there.'*¹²⁸ Volgens Kindleberger werken de eerste twee kanalen zeer snel, terwijl de andere werken met vertraging. Op grafiek 19 kunnen we zien hoe snel bepaalde Europese aandelenmarkten reageerden op het instorten van de New Yorkse aandelenmarkt.

¹²⁷ M. FRIEDMAN, The Balance of Payments: Free Versus Fixed Exchange Rates. In: *Newsweek*, 25 mei 1970, p. 78.

¹²⁸ C. P. KINDLEBERGER, *o.c.*, p. 107.



Bron: C. P. KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 110-111.

De beurskrach was wel degelijk de oorzaak van de internationale verspreiding van de malaise, maar was *an sich* niet de enige oorzaak van de Grote Depressie. Tal van factoren speelden een rol in de evolutie naar de depressie: de afname van de handel, de afname van de prijzen, de opstapeling van voorraden, de agrarische depressie en de speculatieve euforie, de beurskrach van Wall Street en de snelle internationale verspreiding ervan alsook de inactiviteit, onbeslistheid en onervarenheid van bevoegde overheidsinstellingen om actie te ondernemen. Ook beleidsmensen gaan niet vrijuit: zij verkeerden immers in een gezaghebbende functie, maar vonden het niet noodzakelijk om de bevolking te waarschuwen. Allemaal factoren die aan de basis lagen van de malaise. De beurskrach van Wall Street was de laatste en meest duidelijke waarschuwing van een neergaande conjunctuur.

Wat was dan de oorzaak van de beurskrach? Erling A. Erickson verwoordt dit goed: *‘The limits of space hardly allows a complete answer to this question, but, recognizing the danger of oversimplification of a complex historical problem, a central reason for the crash appears to be the unhealthy relationship between business and speculation, especially in brokers loans used to finance speculation.’*¹²⁹

¹²⁹ E. A. ERICKSON, *The Great Crash of October, 1929*. In: H. VAN DER WEE, *The Great Depression Revisited: Essays on the Economics of the Thirties*. Den Haag, Martinus Nijhoff, 1972, p. 8.

Hoofdstuk III: De mondialisering en de Grote Depressie

Sinds het begin van het nieuwe millennium is ‘mondialisering’ (of ‘globalisering’¹³⁰) wereldwijd een modewoord geworden. Toenemende economische verbondenheid heeft geleid tot diepgaande politieke en sociale veranderingen. De natie, de drijvende kracht van de laatste eeuwen, is aan het verdwijnen onder druk van een multilaterale integratie.

Vaak wordt dit nieuwe proces beschouwd als onomkeerbaar; een enkelreis naar de toekomst. De historische reflectie resulteert echter in een meer sombere en meer pessimistische beoordeling. Er zijn immers vroeger reeds al uiterst ontwikkelde en geïntegreerde gemeenschappen geweest die uiteenvielen onder druk van onverwachte gebeurtenissen. Die gebeurtenissen zijn het gevolg van gedachtepatronen en institutionele mechanismen die ontstonden als respons op een nieuwe, niet vertrouwde internationale wereld.

§1 Wat is mondialisering

1.1 Reeds vijfhonderd jaar mondialisering

Tegenwoordig neemt iedereen de term globalisering of mondialisering bijna dagelijks in de mond. Voor heel wat mensen is het principe even oud als dit modewoord¹³¹ zelf, hetgeen een totaal verkeerde assumptie is. Zonder verder uit te weiden over de ontstaansgeschiedenis en de evolutie tot op heden van de mondialisering, vind ik het echter belangrijk te benadrukken dat mondialisering reeds een half millennium bestaat. Dirk Barrez schrijft: “*Wat tegenwoordig economische globalisering heet, is het resultaat van een lang proces van minstens vijfhonderd jaar. Al meer dan vijf eeuwen raken de economieën uit alle hoeken van de wereld steeds meer verweven. Dit is zo sinds de Europese landen uitzwermden over de wereldzeeën en steeds meer streken omarmden met hun kapitalistische economische systeem, een expansie die ook altijd aangedreven werd door technologische kennis.*”¹³² Hoewel ik akkoord ga met de uitspraak van Dirk Barrez, ben ik van mening dat hij enigszins dramatischeert door te spreken van een ‘omarming door het kapitalistisch economisch systeem’.

¹³⁰ In het Frans vertaald als ‘mondialisation’ of ‘globalisation’. Hoewel sommige auteurs in het Nederlands een onderscheidt maken tussen globalisering en mondialisering, scheidt dit naar mijn mening nodeloze terminologische verwarring.

¹³¹ De termen ‘mondialization’ of ‘globalization’ werden voor het eerst geïntroduceerd op Amerikaanse managementscholen rond het einde van de jaren ’70 en het begin van de jaren ’80.

¹³² D. BARREZ, *De Antwoorden van het antiglobalisme: van Seattle tot Porto Alegre*. Leuven, Uitgeverij Globe/Mets & Schilt, 2001, p. 25.

Harold James verwijst met *The Universal Age* naar de voedingsbodem van de mondialisering, “[...] *the period of the great explorations, and the creation of large new state forms that prompted analysts to think for the first time in terms of the new concept of sovereignty. The sixteenth century could offer a parable of the perils of globalization.*”¹³³

In de economische geschiedenis is de late negentiende eeuw en vroege twintigste eeuw zo’n universeel tijdperk waarbij integratie en vooruitgang hand in hand gaan.¹³⁴ Harold James omschrijft die periode als volgt: “*At the end of the nineteenth century, the world was highly integrated economically, through mobility of capital, information, goods, and people.*”¹³⁵ Deze eerste diepgaande economische mondialisering zou duren tot de grote financiële crisis van 1929. Het is deze mondialiseringsgolf die ons interesseert.

1.2 Begripsafbakening

Zoals hierboven reeds vermeld, is mondialisering een *catchword* geworden, een containerbegrip dat door verschillende mensen en instellingen voor totaal uiteenlopende doeleinden in volslagen verschillende contexten wordt gebruikt. Ondanks het grote aantal boeken over het onderwerp, slagen auteurs er zelden in een duidelijke definitie te geven van het begrip mondialisering. Een groot aantal doet niet eens de moeite om de term af te bakenen.

Historicus Jan Dumolyn, journalist David Dessers en ingenieur Peter Tom Jones omschrijven mondialisering als volgt: “*Het gaat over meer dan ‘kleiner wordende afstanden’, een toename van transport en communicatiemogelijkheden, de eenwording van de wereldmarkt of de opbouw van een global village. ‘Globalisering’ is in feite een eufemisme voor de samenhangende fenomenen die we in dit boek –uiteraard in het kielzog van vele andere auteurs- als ‘neoliberalisme’ of ‘neoliberale globalisering’ aanduiden.*”¹³⁶ Naar mijn mening een ongenueanceerde omschrijving die voortvloeit uit een duidelijk engagement van de drie auteurs in de andersmondialiseringsbeweging¹³⁷, alsook van de auteurs naar wie ze verwijzen ter staving van hun stelling (onder andere Naomi Klein en Noreena Hertz).

Herman Van Rompuy daarentegen geeft een meer bruikbare begripsomschrijving: “*Globalisatie van het economisch leven berust in hoofdzaak op de vrijmaking van het verkeer*

¹³³ H. JAMES, *The End of Globalization*. Cambridge, Harvard University Press, 2001, p. 7.

¹³⁴ P. HIRST en G. THOMPSON, *Globalization in Question*. Cambridge, Polity Press, 1999, p. 19-65.

¹³⁵ H. JAMES, *o.c.*, p. 10.

¹³⁶ D. DESSERS, J. DUMOLYN en P. T. JONES, *Ya Basta, Globalisering van onderop*. Gent, Academia Press, 2002, p. 29-30.

¹³⁷ Andersmondialisten is dan weer een eufemisme voor anti-mondialisten.

van goederen, diensten, kapitalen en personen in internationaal verband. Het betreft de zo integraal mogelijke toepassing van de markteconomie."¹³⁸ Werner Antweiler definieert mondialisering als volgt: "*Globalization is the process by which nationality and geographic location become increasingly irrelevant for economic activities.*"¹³⁹ De Globalization Research Center van de University of South Florida gebruikt een ruimere werkdefinitie: "*Globalization refers to the worldwide compression of space and time and the intensification of consciousness about the world as a whole. This definition is broad, and includes economic, cultural and physical aspects of people's lives.*"¹⁴⁰ De meest duidelijke en allesomvattende definitie is wellicht die van Center for Strategic and International Studies: "*Globalization is a process of interaction and integration among the people, companies, and governments of different nations, a process driven by international trade and investment and aided by information technology. This process has effects on the environment, on culture, on political systems, on economic development and prosperity, and on human physical well-being in societies around the world.*"¹⁴¹

§2 Hedendaagse theorieën

Hoewel de wereldeconomie reeds vijfhonderd jaar steeds meer geïntegreerd raakt, zijn er bepaalde momenten waarop de mondialiseringdynamiek in alle hevigheid toeneemt om vervolgens ineen te stort. Met de Grote Depressie was er een duidelijke tendens om terug te keren naar autarkie en nationalisme. Doorgaans worden er in de hedendaagse debatten drie theorieën voor de verbrokkeling van de gemondialiseerde economie geïdentificeerd.

2.1 De autodestructie

¹³⁸ H. VAN ROMPUY, *Openbare Financiën en Overheidsbeleid*. Brussel, Vlekho, 2002, Hoofdstuk V p. 10. (Niet-gepubliceerde cursus, 2^e lic. HW).

¹³⁹ <http://pacific.commerce.ubc.ca/antweiler/apsc450/slides.pdf> (University of British Columbia - Policy Analysis Computing and Information Facility in Commerce).

¹⁴⁰ <http://www.cas.usf.edu/GlobalResearch/globaldefinition.htm> (University of South Florida – Globalization Research Center).

¹⁴¹ <http://www.globalization101.org/globalization/> (*Globalization 101 - Center for Strategic and International Studies*).

Een eerste theorie onderscheidt een inherent gebrek in het systeem zelf dat leidt tot een vorm van autodestructie. Dit impliceert dat de ‘virtuele’ financiële economie een beperkende invloed heeft op de ‘reële’ economie. Het kapitalisme spitst zich toe op toekomstige, en dus onzekere, gebeurtenissen, waardoor heel wat middelen worden afgewend van de reële productie en behoeftebevrediging. De middelen van de officiële instellingen, zoals de centrale banken, zijn bijzonder gelimiteerd in verhouding tot de enorme omvang van de deviezenmarkten. Het internationaal monetair systeem wordt zodoende afhankelijk van de ‘weddenschappen’ op de toekomstige gebeurtenissen, hetgeen het hele systeem bijzonder kwetsbaar maakt. Een omvangrijke financiële crisis kan zodoende catastrofale gevolgen hebben voor de instellingen die zulk een mondiale ruil mogelijk maken. Deze theorie, waarbij een systeem opgebouwd op basis van het vrij verkeer van kapitaal, vernietigd kan worden door de financiële volatiliteit, krijgt steeds meer bijval van vooraanstaande economen.¹⁴² De filosoof John Gray roept op tot “*a reorientation of thought since free markets are inherently volatile institutions, prone to speculative booms and busts.*”¹⁴³

2.2 De terugslag

Een tweede theorie verklaart de crisis van de mondialisering in termen van socio-politieke reacties. Het ineenstorten van de mondialiseringsdynamiek is een gevolg van de wraak die voortvloeit uit het onrecht dat de mondiale economie kan veroorzaken. Het is dat gevoel van onrecht dat de voedingsbodem vormde voor de hallucinante straatprotesten in onder andere Seattle in 1999, Washington D.C. in 2000 en Genua in 2001. Het gevoel van onrecht dat aanleiding geeft tot een tegenreactie vloeit voort uit een verschuiving van de politieke beslissingsmacht. Zowel Noreena Hertz als Naomi Klein¹⁴⁴ beschrijven deze verschuiving aan de hand van een exhaustieve opsomming van schokkende anekdotes over de misbruiken van zowel het bedrijfsleven als de wereld van de wetenschap, waarover de politiek geen controle meer heeft. Een totale uitholling met andere woorden van het adagium *nil de nobis, sine nobis*. De socioloog Luc Huyse beschrijft dezelfde verschuiving op meer academische wijze. Volgens Huyse verschuift de politieke macht in 2 richtingen:

¹⁴² J. STIGLITZ, *The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy*. Rapport gericht tot the Chicago Council on Foreign Relations, 27 februari 1998, In: P. KRUGMAN, *The Return of Depression Economics*. New York, W. W. Norton, 1999, p. 166. Zie ook G. SOROS, *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*. New York, Public Affairs, 1998, p. 103-134.

¹⁴³ J. GRAY, *False Dawn: The Delusion of Global Capitalism*. London, Granta Books, 1998, p. 196.

¹⁴⁴ N. HERTZ, *De Stille Overname, De globalisering en het einde van de democratie*. Amsterdam/Antwerpen, Uitgeverij Contact, 2002. N. KLEIN, *No Logo*, Rotterdam, Lemniscaat, 2001.

- op verticale wijze naar internationaal en supranationaal niveau enerzijds en regionaal niveau anderzijds;
- op horizontale wijze naar het bedrijfsleven, wetenschappelijk onderzoek, de magistratuur en de media.

De verschuiving van de politieke macht impliceert echter niet dat de democratie mee verschuift. Politici staan voor voldongen feiten. *“Voor hun rest in sommige gevallen alleen het puinruimen. Zo doen industriëlen en wetenschappers onder het mom van niet-politieke beslissingen aan politiek, want zij bepalen op bindende wijze de loop van de samenleving.”*¹⁴⁵

Wat de democratie betreft, deze zal moeten worden heruitgevonden, aldus Huyse.¹⁴⁶

Thomas Friedman wijdt een groot deel van zijn boek over de mondialisering aan de tegenreactie of terugslag; de zogenaamde *backlash*. Zo schrijft hij: *“What all the backlash forces have in common is a feeling that as their countries have plugged into the globalization system they are being forced into a Golden Straitjacket that is one-size-fits-all.”*¹⁴⁷ De historici Kevin O’Rourke en Jeffrey Williamson hebben het over de ‘*globalization backlash*’ veroorzaakt door de negentiende-eeuwse golf van integratie. Volgens hun analyse produceerden de mondialisering en veranderingen in het inkomen, protectionistische maatregelen zoals handelsbeperkende maatregelen en controle op de immigratie, waardoor het integratieproces verstikte. Zowel de Europese landeigenaars als de Amerikaanse arbeiders ondervonden een negatieve invloed van de vrije stroom aan productiefactoren. De Europese landeigenaars en de Amerikaanse arbeiders hadden rond die periode behoorlijk wat politieke macht, die ze gebruikten om de omvang van de mondialisering en de vrije stroom aan productiefactoren te beperken. In hun relaas met duidelijke hedendaagse parallellen leggen O’Rourke en Williamson uit hoe de handel en de migratie de inkomensverdeling aantastten en meer bepaald het inkomen in dynamische immigratielanden zoals de Verenigde Staten deed afnemen.¹⁴⁸

2.3 De zwakheden van de institutionele regelgeving

¹⁴⁵ L. HUYSE, *De Politiek Voorbij: een blik op de jaren negentig*. Antwerpen, Uitgeverij Kritak, 1994, p. 92.

¹⁴⁶ *Ibidem*, p. 86-118.

¹⁴⁷ T. FRIEDMAN, *The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization*. New York, Farrar Strauss, 1999, p. 269.

¹⁴⁸ K. H. O’ROURKE en J. G. WILLIAMSON, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, MIT Press, 1999.

Een derde theorie, behandeld door Harold James¹⁴⁹, suggereert dat mondialisering mislukt omdat de mensen en de instellingen, die door hen werden gecreëerd, niet op een correcte manier overweg kunnen met de psychologische en institutionele gevolgen van een onderling gekoppelde wereld. De instellingen¹⁵⁰ die worden gecreëerd om de problemen van de mondialisering aan te pakken komen op bepaalde crisismomenten onder zo een hoge druk te staan dat ze niet in staat zijn hun effectieve doelstellingen uit te voeren of te bereiken. Die instellingen vormen dan het doelwit van wrevel en haat.

In de negentiende eeuw waren die instellingen voornamelijk de tarifiëringssystemen, centrale banken en de immigratiewetgevingen. De internationale wereld werd gerund door nationale instellingen die pasten in het paradigma van de natiestaat. Het algemene denkpatroon in de negentiende eeuw was immers dat het principe van de natiestaat het enige veilige instrument was en een schild vormde tegen de problemen van de internationale economische orde. Tijdens het interbellum daarentegen waren een aantal overheden ervan overtuigd dat de mondialiseringsproblemen beter behandeld konden worden op een internationaal niveau. Onder andere door de Volkenbond (*the League of Nations*) en zijn Economische en Financiële Organisatie (*Economic and Financial Organisation*), de Internationale Arbeidsorganisatie (*the International Labour Organisation of ILO*) en de Bank voor Internationale Betalingen (*the Bank for International Settlements of BIS*). Na 1945 werd een nieuwe reeks internationale instellingen opgericht die de problemen beter aanpakten dan hun voorgangers. Het zijn die instellingen die nu het doelwit zijn van uitgebreide kritiek vanwege verscheidene politieke en sociale groeperingen. Het betreft het Internationaal Monetair Fonds en de Wereldhandelsorganisatie.

2.4 De toepassing van de hedendaagse theorieën op het interbellum

De drie theorieën kunnen worden toegepast op de analyse van het ineenstorten van de mondialisering in het interbellum en het begin van de Grote Depressie.

De visie van een systeem dat instort door zijn eigen contradicties (cf. punt 2.1) speelde uiteraard in de kaarten van de Marxistische doctrine die uitermate onweerstaanbaar was voor een aantal intellectuelen en zodoende de communistische doctrine aantrekkelijk maakte voor een generatie. Uiteraard zagen ook heel wat niet-communisten de internationale

¹⁴⁹ H. JAMES, *The End of Globalization*. Cambridge, Harvard University Press, 2001. De specifieke toepassing van zijn theorie op het IMF vindt men terug in H. JAMES, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. New York, Oxford University Press, 1996.

¹⁵⁰ De term 'instellingen' moet in deze context in ruime zin worden begrepen: administraties, rechtsregels, gewoontes, systemen, enz.

kapitaalbewegingen als een boosdoener. De meest bekende onder hen is de reeds besproken John Maynard Keynes (Cf. p. 21-22). Hun interpretaties vormden de basis voor de economische orde van na 1945, het zogenaamde Bretton Woods regime dat instond voor het herstellen van de handelsrelaties, maar kapitaalbewegingen aanzag als destabiliserend en dus niet wenselijk.¹⁵¹ Dessers, Dumolyn en Jones schrijven: “*Tijdens de conferentie van Bretton-Woods (1944), die na de Tweede Wereldoorlog de monetaire stabiliteit vastlegde, ging iedereen er nog van uit dat vrijgemaakte kapitaalstromen de welvaartsstaat en de democratie zouden ondermijnen.*”¹⁵²

Volgens O’Rourke en Williamson is de Grote Depressie niet het gevolg van een gebrek in het neoklassieke gedachtegoed, maar wel het logische resultaat van een *globalization backlash* die dateert van voor 1914. “*History shows that globalization can plant the seeds of its own destruction. Those seeds were planted in the 1870s, sprouted in the 1880s, grew vigorously around the turn of the century, and then came to full flower in the dark years between the two world wars.*”¹⁵³ Dit ligt in het verlengde van de gedachtegang van Joseph Schumpeter. In een artikel over de instabiliteit van het kapitalisme gepubliceerd in 1928, en dus op een hoogtepunt van welvaart en welzijn, schrijft hij: “*Capitalism, whilst economically stable, and even gaining in stability, creates, by rationalizing the human mind, a mentality and a style of life incompatible with its sown fundamental conditions, motives and social institutions.*”¹⁵⁴

De theorie van Harold James kan men op quasi dezelfde lijn plaatsen als de benadering van O’Rourke en Williamson: de welvarende en geïntegreerde vooroorlogse internationale economie bevatte belangrijke gebreken. Deze gebreken omvatten onder andere diegene reeds belicht door O’Rourke en Williamson, namelijk de toegenomen vraag naar handelsprotectionisme en de toenemende vijandigheid ten aanzien van immigratie. Harold James bekijkt deze situatie vanuit een ruimer, minder rationeel standpunt waardoor hij de problemen omvangrijker acht: “*The problems went wider and encompassed a set of expectations about what states and societies should do to limit the impact of globalization that put on the political process an increasingly insupportable burden of expectations.*”¹⁵⁵

§3 De mondialisering in de negentiende eeuw

3.1 De opkomst

¹⁵¹ J. K. GALBRAITH, *A History of Economics*. London, Penguin Books, 1991, p. 243-251 en <http://www.yale.edu/lawweb/avalon/decade/decad047.htm> (*The Bretton Woods Agreements - Yale University*)

¹⁵² D. DESSERS, J. DUMOLYN en P. T. JONES, *o.c.*, p. 33.

¹⁵³ K. H. O’ROURKE en J. G. WILLIAMSON, *o.c.*, p. 93.

¹⁵⁴ R. SWEDBERG, *Schumpeter: A Biography*. Princeton, Princeton University Press, 1991, p. 83.

¹⁵⁵ H. JAMES, *o.c.*, p. 6-7.

Zoals onder punt 1.1 reeds besproken is, werd de negentiende-eeuwse mondialisering gekenmerkt door een grote mobiliteit van kapitaal, goederen, mensen en informatie. Het kapitaal verhuisde vrij tussen staten en continenten. Uiteraard zou zo'n vrij verkeer van kapitaal niet mogelijk geweest zijn zonder verbeterde mechanismen voor het verspreiden van nieuws en ideeën. Een integratie van kapitaalmarkten veronderstelt immers middelen waardoor men met een zekere graad van zekerheid weet wat er met het kapitaal gebeurt. De markten werden onderling verbonden door middel van verbeterde communicatie. De eerste transatlantische kabel werd geplaatst in 1866. De spoorwegen openden de toegang tot het binnenland van continenten waardoor volwaardige nationale markten ontstonden, terwijl het stoomschip de kusten van verschillende continenten met elkaar verbond. Reeds sinds 1838 waren er regelmatige transatlantische diensten door middel van het stoomschip. Massagoederen werden pas rond 1860 vervoerd. In de decennia die daarop volgden, zorgde de techniek van koeling voor het verspreiden van een ruimer aanbod aan voedsel.

Handel verliep in grote mate ongehinderd, ook met op het eerst zicht protectionistische staten zoals het Duitse Rijk. Ook mensen konden vrij bewegen. Ze hadden geen behoefte aan paspoorten en debatten over burgerschap werden niet gevoerd. In een zoektocht naar vrijheid, veiligheid en welvaart verlieten heel wat Europeanen en Aziaten hun thuishaven op zoek naar een beter en nieuw bestaan.¹⁵⁶ Tussen 1871 en 1915 verhuisden zo'n 36 miljoen Europeanen. In de landen van immigratie bracht deze inkomende stroom van mensen een belangrijke economische groei met zich mee. De landen die werden achtergelaten ondervonden een omvangrijke toename van de productiviteit. Dit is het basiseconomisch principe van de productiemogelijkheidscurve. Het surplus aan minder productieve populatie werd immers geëlimineerd door hun verhuis. Zulke stromen verzachtten bijgevolg de armoede in bepaalde achtergestelde Europese staten en regio's zoals Noorwegen, Ierland, Italië, Vlaanderen, enz.¹⁵⁷ De stromen aan kapitaal, handel en migratie waren onderling verbonden. Zonder kapitaalstroom zou het onmogelijk zijn geweest om de nodige infrastructuur (spoorwegen en steden) te bouwen voor de immigranten. De nieuwe ontwikkelingen deden omvangrijke markten ontstaan voor Europese machinebouwkundige producten, consumptiegoederen, textiel en muziekinstrumenten.

Deze onderling verbonden stromen zorgden voor een bepaald peil van globale economische stabiliteit. Zo'n vijftig jaar geleden toonde de economist Brinley Thomas aan dat er een inverse correlatie bestaat tussen de Britse conjunctuurcyclus en de Amerikaanse: een trage economische groei in Groot-Brittannië zorgde voor een toename van de transatlantische migratie. De nieuwe immigranten stimuleerden de Amerikaanse economie en zwingelden de

¹⁵⁶ W. A. LEWIS, *Growth and Fluctuations, 1870-1914*. Londen, Allen and Urwin, 1978, p. 147-181.

¹⁵⁷ D. BAINES, *Emigration from Europe*. Cambridge, Cambridge University Press, 1995, p. 1.

Britse export aan waardoor de Britse economie zich kon hernemen.¹⁵⁸ Arbeids- en kapitaalstromen, alsook de handel in goederen, schiepen een algemene markt waarin de productieprijzen werden gelijkgesteld.¹⁵⁹ Volgens O'Rourke en Williamson kan zo'n 70 percent van de convergentie in reëel loon verklaard worden door de integratie van arbeidsmarkten door migratie en de rest door de internationale handel.¹⁶⁰

Terwijl de geïntegreerde, internationale wereld evolueert, produceert het een reactie. Eerst in de vorm van een idee, vervolgens in een institutionele belichaming van dat idee. Het verwezenlijken van een globale economie en van een internationale maatschappij veroorzaakt het ontstaan van een sterk nationalisme. Harold James onderscheidt twee verschillende processen van nationalisme: *“One is the formulation of identities and commonalities in response to an external threat or the perception of a threat. This sort of response can easily tip over in xenophobia. Second, there is a process of institution-building, justified in terms of the first response, in which the nation-state, the typical political construct of the nineteenth century, evolved as a defensive mechanism against threats to stability coming from outside.”*¹⁶¹

3.2 De tegenreactie

In bijna elk land veroorzaakte de mondialisering op termijn een vraag naar protectionistische maatregelen tegen veranderingen en crisissen uit het buitenland. De natiestaat is een antwoord op de uitdagingen van de eerste mondialiseringsgolf. De technische en economische veranderingen die voortvloeiden uit de mondialisering en vooral de verbeterde communicatiemogelijkheden maakten de opbouw van de infrastructuur van de moderne natiestaat mogelijk. De telegraaf, verbeterde wegen, nieuwe kanalen, spoorwegen, goedkoper en meer toegankelijke gedrukte informatie zorgden voor een beter verbondenheid tussen staten. De technische veranderingen zorgden ook voor meer militaire macht. Eén van de functies van de natiestaat was immers om als militaire beschermer op te treden tegen de macht van andere naties.¹⁶²

¹⁵⁸ B. THOMAS, *Migration and Economic Growth*. Cambridge, Cambridge University Press, 1954. Zie ook B. THOMAS, *Migration and Urban Development: A Reappraisal of British and American Long Cycles*. Londen, Methuen, 1972.

¹⁵⁹ J. G. WILLIAMSON, Globalization, Convergence and History. In: *Journal of Economic History*, jrg 56, 1996, p. 277-306.

¹⁶⁰ K. H. O'ROURKE en J. G. WILLIAMSON, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, MIT Press, 1999.

¹⁶¹ H. JAMES, *o.c.*, p. 13.

¹⁶² E. GELLNER, *Nations and Nationalism*. Oxford, Basil Blackwell, 1983, p. 7-21.

De decennia waarin de wereldeconomie onderling verbonden werd, was tevens een periode waarin de rol van de staat inzake politieke en sociale onderwerpen in vraag werd gesteld. In het premoderne tijdperk van de 16^e, 17^e en 18^e eeuw was de hoofddoelstelling militaire bescherming. Moderne staten moesten echter ook sociale bescherming kunnen bieden. De verwachtingen over wat een staat moest doen namen toe. De nieuwe bescherming mag zelfs gezien worden als een voorzorgsmaatregel: zonder sociale bescherming zou de reactie tegen de nieuwe economische kracht veel feller en destructiever zijn geweest.¹⁶³

De negentiende-eeuwse wortels van de latere reactie tegen de internationale economie in het interbellum kan men volgens O'Rourke, Williamson en James terugvinden in de drie deelgebieden die centraal staan in de onderling verbonden wereld: handel, migratie en kapitaalbewegingen.¹⁶⁴

3.2.1 Handel

Vanaf eind jaren 1870 voerde continentaal Europa protectionistische tarieven in als antwoord op de ineensstortende graanprijzen. Deze prijsverandering beïnvloedde ogenblikkelijk de grondprijzen waardoor de politieke macht van een agrarische wereld aangetast werd. De grootgrondbezitters, die heel wat politieke invloed hadden, stelden alles in het werk om druk uit te oefenen en coalities te vormen ter bescherming van hun belangen. Door het vormen van zulke coalities kreeg de natiestaat een nieuwe interpretatie: het bieden van bescherming aan slachtoffers van mondiale gebeurtenissen. De meest voor de hand liggende oplossing was dus het invoeren van handelsprotectionistische maatregelen.

In de jaren 1880 was er bijvoorbeeld een bijna hysterische reactie vanwege Groot-Brittannië tegen een, naar wat wordt beweerd, oneerlijke concurrentie vanwege Duitse producenten. Zodoende werd in 1887 de Merchandise Marks Act ingevoerd waardoor producten voortaan een stempel moesten dragen met de vermelding van het land van herkomst. Ook Duitsland klaagde over de Britse "*Handelsneid*", waardoor het eenzelfde nationalistisch benadering ging aannemen.¹⁶⁵

Staten zetten zich ook in voor een betere inkomensherverdeling als antwoord op een grotere verwachting naar sociale bescherming. In Frankrijk bedroeg het budget voor de sociale steun

¹⁶³ D. RODRIK, *Has Globalization Gone Too Far?*. Washington D.C., Institute of International Economics, 1997, p25-29.

¹⁶⁴ K. H. O'ROURKE en J. G. WILLIAMSON, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, MIT Press, 1999. en H. JAMES, *The End of Globalization*. Cambridge, Harvard University Press, 2001.

¹⁶⁵ P. KENNEDY, *The Rise of the Anglo-German Antagonism, 1860-1914*. Londen, Routledge, 1980, p. 300.

4,3 percent van de totale overheidsuitgaven in 1912, terwijl dit 21,7 percent bedroeg in 1928. Voor Duitsland was dat respectievelijk 5,0 en 34,2 percent.¹⁶⁶

3.2.2 Migratie

Export werd aanschouwd als een alternatief voor de vermindering van de bevolking. De bevolkingspolitiek vormde een strategisch belangrijk domein voor de politici. Bevolking was immers het fundament van de militaire macht. Rond 1890 was er slechts één antwoord op een handelscrisis en financiële crisis in landen met een hoge graad van immigratie, namelijk de mensen beperken in hun bewegingsvrijheid. Burgerschap en nationaliteit werden centrale elementen in het politiek forum.

Tijdens de handels- en financiële crisis van de jaren 1890 wakkerde het protest tegen immigratie in de VS en Australië aan. Australië voerde de ‘white Australia’ politiek in en Amerikanen bleven protesteren tot het Amerikaanse Congres in 1897 een leestest invoerde voor immigranten.¹⁶⁷ In Canada protesteerden de landbouwers tegen “*the scum of Continental Europe; we do not want men and women who have behind them a thousand years of ignorance, superstition, anarchy, filth and immorality.*”¹⁶⁸

Zulke wrevel bestond ook in bepaalde Europese landen zoals Duitsland. Het is niet voor niets dat Max Weber waarschijnlijk één van de meest bekende critici is van de arbeidspolitieke implicaties van de mondialisering. Zijn argumenten betreffende de gevolgen van het aanvaarden van laaggeschoolde immigranten hebben een duidelijk moderne weerklank. Hij argumenteert dat een geïntegreerde wereld leidt tot een algemene afname van de economische en culturele standaard. Hij verklaart zijn bedenkingen ten aanzien van immigratie op basis van verschillen in consumptiegedrag. Zo zou volgens Weber het tewerkstellen van Poolse arbeiders een gevaar vormen voor de heersende standaarden in een rijker land omdat zij nu eenmaal tevreden waren met een eenvoudiger en armer consumptiepatroon.¹⁶⁹

3.2.3 Kapitaalmarkten

¹⁶⁶ P. FLORA, J. ALBER en R. EICHENBERG, *State, Economy, and Society in Western Europe, 1815-1975*, vol. 1. Frankfurt, Campus, 1983, p. 381-382, 393.

¹⁶⁷ J. BODNAR, *The Transplanted: A History of Immigrants in Urban America*. Bloomington, Indiana University Press, 1985, p. 93.

¹⁶⁸ J. ADELMAN, *Frontier Development: Land, Labour and Capital on the Wheatlands of Argentina and Canada*. Oxford, Oxford University Press, 1994, p. 151.

¹⁶⁹ M. WEBER, W. J. MOMMSEN en R. ALDENHOFF, *Landarbeiterfrage, Nationalstaat und Volkswirtschaftspolitik: Schriften und Reden, 1882-1889*, vol. 1. Tübingen, Mohr Siebeck, 1993, p. 183.

De mondialisering in de laatste helft van de negentiende eeuw was het begin van pogingen om de kapitaalstromen te reguleren en controleren. Dit was noodzakelijk wanneer hun volatiliteit regelmatige en omvangrijke financiële crisissen voortbracht. Kapitaal vloeide immers niet in gelijke, evenwichtige stromen, maar eerder in golven van exuberante zelfzekerheid die uitmondde in een speculatieve ineenstorting van de markt.¹⁷⁰

Langetermijn kapitaalbewegingen waren in grote mate niet gereguleerd. Er zijn wel steeds pogingen geweest om de effecten van kortetermijnstromen op het monetair gedrag en de prijsniveaus te limiteren of uit te schakelen. De moderne theorie dat langetermijnbewegingen voordelen opleveren terwijl kortetermijnbewegingen destabiliserend zijn, werd reeds eind negentiende, begin twintigste eeuw toegepast.

Er waren twee centrale elementen in de nieuwe benadering van de monetaire politiek: de gouden standaard en de creatie van centrale banken of de uitbreiding van hun competenties. Sinds de jaren 1860 werd de gouden standaard ingevoerd door verschillende landen zoals Oostenrijk-Hongarije, Spanje, Groot-Brittannië en Portugal. Om vertrouwen te scheppen in hun economische politiek en dus buitenlandse fondsen aan te trekken, namen steeds meer landen het principe van de gouden standaard over. Dit nieuwe instrument was een middel om een relatie te creëren tussen de verschillende nationale deviezen.¹⁷¹

Nationale centrale banken leken plots meer dan ooit noodzakelijk om al deze deviezen te beheren. Daarna begonnen ze een beslissende rol te spelen in het beheer van de monetaire gevolgen van de mondialisering. De eerste centrale banken waren privé eigendom, ontstaan om te voldoen aan de vraag naar clearing transacties. Vanaf de jaren 1870 ontstond er een nieuwe reeks centrale banken met totaal andere doelstellingen.¹⁷² Het gouden standaardsysteem wordt in de literatuur vaak behandeld als het hoogtepunt van politiek en economisch liberalisme. In feite gingen de debatten aangaande de gouden standaard en zijn instellingen over het kanaliseren van kapitaal voor het verwezenlijken van politieke, militaire of diplomatieke doelstellingen.¹⁷³

Heel wat landen namen de gouden standaard aan met het oog op het scheppen van internationale zekerheid. De nieuwe economische politiek had als bedoeling internationale *inflows* van kapitaal aan te moedigen. Ondertussen werden, zoals hierboven beschreven, centrale banken opgericht om aan de hand van monetaire instrumenten kortetermijnstromen te reguleren en zodoende storingen te voorkomen. Centrale banken hadden een belangrijke rol te

¹⁷⁰ M. BORDO en B. EICHENGREEN, *Capital Flows and the International Financial System*. Sydney, Reserve Bank of Australia, 1999, p. 18-74.

¹⁷¹ B. EICHENGREEN, *o.c.*, p. 29-66.

¹⁷² C. GOODHART, *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, MIT Press, 1988, p. 25-32.

¹⁷³ H. JAMES, *o.c.*, p. 33-48.

vervullen. Ze konden immers kapitaalstromen leiden, die anders automatisch evolueerden. Ze waren het antwoord op paniek en crisissen.

De Duitse Reichsbank ontstond als gevolg van de financiële crisis van 1873. Bankfaillissementen zorgden toen voor een destabilisering van de Duitse economie. Rond dezelfde periode begonnen oudere centrale banken, zoals de Bank of England, zich zorgen te maken over hun internationale activiteiten en de bescherming van de Britse economie tegen de effecten van buitenlandse kapitaalstromen. Het U.S. Federal Reserve System werd geboren uit de financiële crisis van 1907. De banken in New York werden geconfronteerd met een grote vraag naar uitbetaling van deposito's. Ze beslisten om de uitbetaling te beperken. Het opschorten van de uitbetalingen had al snel repercussies op de handel in heel het land. Economisten en beleidsmensen kwamen tot het besef dat de functie van *lender of last resort* een publieke verantwoordelijkheid was die niet kon worden overgelaten aan de goodwill van New Yorkse private banken. In het verleden waren de Verenigde Staten reeds volledig afhankelijk geweest van buitenlandse liquiditeitsverstrekkers. De crisis van 1907 deed de Amerikaanse vraag naar goud stijgen, hetgeen leidde tot grote *outflows* en verhoogde discontovoeten in Europa, en meer bepaald in Londen. Het Brits financieel systeem fungeerde immers als liquiditeitsbron voor de VS. Zeven jaar na de crisis kreeg de VS dan toch uiteindelijk een eigen nationaal monetair beheer door de Federal Reserve Act.

Tot 1907 hadden de centrale banken van verschillende landen elkaar gesteund. Na 1907 waren de Duitsers de eersten die zulk een interactie niet meer zagen zitten. Ze baseerden hun houding op 2 elementen. Ten eerste door de omvang en gelijktijdige verspreiding van financiële crisissen. Ten tweede door de verslechterende internationale politieke situatie. Deze gedachtegang vond stilaan ook ingang in de andere landen.¹⁷⁴

3.3 Interpretatie

Door de verspreiding van het idee over de bescherming van zowel goederen-, arbeids- als kapitaalmarkten, was het toneel klaar voor het drama van de Grote Depressie. De perspectieven van 1907 leken op verschillende manieren op die van 1929: de zoektocht naar meer zekerheid, meer welvaart in Europa en de Verenigde Staten en meer bescherming tegen vijandig kapitaal. Er was echter geen dramatische val in consumptie, zoals dat wel het geval was in 1929.

¹⁷⁴ C. P. KINDLEBERGER, *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1989, p. 153-231 en B. EICHENGREEN, *o.c.*, p. 29-66. Zie ook C. GOODHART, *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, MIT Press, 1988.

§4 Conclusie

Na de verschrikkingen van de Eerste Wereldoorlog moet het bijzonder moeilijk zijn geweest om geen nostalgisch verlangen te koesteren naar het internationalisme, de zekerheid en de veiligheid van de vooroorlogse wereld. Iedereen hoopte op een terugkeer naar een normaal bestaan en het herstel van de oude zekerheden. Deze zekerheden dienden uiteraard te worden veilig gesteld en geïnstitutionaliseerd door middel van internationale instellingen zoals de Volkenbond en door middel van verdragen zoals het Briand-Kellogg pact. Dankzij deze omkadering hervatten de internationale kapitaalstromen, migratie en internationale handel.

De Volkenbond controleerde de financiële stabiliteit. De ‘Bank for International Settlements’ coördineerde de acties van centrale banken. Handelsonderhandelingen en –overeenkomsten waren niet langer bilateraal, maar werden georganiseerd in het kader van omvangrijke internationale conferenties (meestal via de Volkenbond). Deze inspanningen waren echter niet succesvol. Het geloof in het herstel van een wereld aangedreven door een gemeenschappelijke markt werd vernietigd door de ervaring van de beurskrach van Wall Street en de Grote Depressie. Tijdens de jaren ‘30 zakte de wereld af naar economisch nationalisme en protectionisme. Autarkie en oorlogsindustrie werden nationale doelstellingen.

Tijdens de jaren 20 was er, net als voor de oorlog, een gevaarlijk samenspel tussen de monetaire politiek, de handelspolitiek en de wetgeving inzake migratie. Voor elk van deze deelgebieden moest de overheid tegemoetkomen aan toenemende vragen en verwachtingen inzake staatsuitsluiting. De politiek van één deelgebied moest vaak de consequenties van de andere politieken opvangen. Monetaire politiek op internationaal niveau bleek destabiliserend. Door de fluctuerende prijzen bleek een beschermende handelspolitiek veel meer schade aan te richten dan in de relatief stabiele vooroorlogse periode. Wanneer zowel de monetaire als de handelspolitiek op elkaar leken afgesteld te zijn, verhoogde de druk voor bijkomende restricties op de toenemende migratie.

Hoe en waarom deed de tussenoorlogse depressie de mondialiseringsdynamiek omkeren? Er waren grote verwachtingen over wat de staat en de economie zouden kunnen leveren: een wens voor welvaart op bestelling.¹⁷⁵ De zoektocht naar middelen om de integratie veilig te stellen, eindigde aan het einde van de jaren 20 met een reeks schokken.

¹⁷⁵ M. MAZOWER, *Duister Continent: Europa in de twintigste eeuw*. Antwerpen, Uitgeverij Contact, 2001, p. 124-136.

Ten eerste waren de prijzen voor primaire goederen sinds het midden van de jaren 20 sterk gedaald (cf. Bijlage 5). Dit was deels het gevolg van een uitbreiding van de productie tijdens de oorlog en deels het resultaat van onzinnige prijsmanipulaties. De afname van de prijzen veroorzaakte een moeilijke situatie voor vele kapitaalimporterende landen, maar had een positief effect op geïndustrialiseerde landen omdat primaire goederen goedkoper werden.

Ten tweede was er de internationale politieke situatie in Europa die leed onder het conflict omtrent de oorlogsschulden en herstelbetalingen. Duitsland zag zich genoodzaakt een groot deel van de oorlogslasten te betalen zoals opgelegd door het verdrag van Versailles. Frankrijk had nood aan herstelbetalingen niet enkel om het land te heropbouwen, maar tevens om zijn oorlogsschulden terug te betalen aan Groot-Brittannië en de Verenigde Staten. De Duitse industrie en openbare sector ontleenden omvangrijke sommen geld aan voornamelijk de Amerikaanse markt. Deze leningen financierden op hun beurt op indirecte wijze de herstelbetalingen. In de tweede helft van de jaren '20 werd het stilaan duidelijk dat dit kat-en-muisspel niet tot in de eeuwigheid kon doorgaan. Het werd duidelijk in welke dramatische kredietpositie Duitsland zich bevond.

Ten derde was er de neiging in de jaren '20 om, net als in de jaren 1870, te reageren op economische problemen door middel van protectionistische maatregelen. Het was echter niet zo dat de graad van bescherming bijzonder hoog was. De mogelijkheid echter dat zulke maatregelen zouden kunnen worden toegepast als represaille of als antwoord op financiële problemen, veroorzaakten een toegenomen belemmering van de handel. Ook het toenemend gebruik van non-tarifaire protectionistische maatregelen had een invloed op de handel. Overheden waren toegankelijker en gevoeliger voor de druk van de publieke opinie door de uitbreiding van het stemrecht en de toegenomen graad van politieke mobilisatie die volgde op de Eerste Wereldoorlog.

De economische problemen in de wereld waren talrijk voor het ineensstorten van Wall Street in oktober 1929. Zowel Australië, door zijn afhankelijkheid van de export van wol, en Brazilië, dat zich enkel kon beroepen op de export van koffie, verkeerden in een diepe depressie.¹⁷⁶ In Duitsland waren de cyclische productie-indicatoren reeds beginnen dalen in de lente van 1927.¹⁷⁷ Hetgeen uiteindelijk de beurskrach van 1929 in de Verenigde Staten veroorzaakte, blijft tot op heden een mysterie voor de volgelingen van de rationaliteit van de markt. Wat wisten de investeerders en speculanten op *Black Thursday*, 24 oktober 1929, dat ze nog niet wisten op de dinsdag of woensdag voordien? Het slechte nieuws had zich geaccumuleerd sinds begin september waardoor er paniek ontstond voor de mogelijkheid van

¹⁷⁶ C. P., KINDLEBERGER, *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986, p. 75-90.

¹⁷⁷ *Ibidem*, p. 46, 103, 278.

een beurskrach. Een van de meest plausibele antwoorden, voor diegenen die een rationele uitleg verwachten, was de mogelijke implementatie van een nieuwe wet onder de naam 'Hawley and Smoot Tariff Act'. In de zomer van 1928 beloofde Herbert Hoover tijdens zijn presidentiële campagne de levensomstandigheden van de landbouwers te verbeteren. Tijdens het verloop van de debatten in het Amerikaanse Congres trachtte elke vertegenwoordiger nieuwe elementen toe te voegen. Het resultaat was een extreem protectionistische wet met 21 000 soorten tarieven. De uiteindelijke stemming vond plaats in juni 1930, maar ondertussen heerste er een omvangrijke en constante onzekerheid over de toekomst van de handelspolitiek.¹⁷⁸

Het is echter duidelijk af te leiden uit deze verhandeling dat de depressie niet begonnen is met de beurskrach noch met de net aangehaalde Hawley-Smoot Tariff Act, en dat ze daar ook niet eindigde. Wat maakte van de depressie een Grote Depressie in plaats van een kortetermijnprobleem van de aandelenmarkt? Het probleem was een reeks schakels die opereerden doorheen de financiële markten. De slechte staat van de producenten van consumptiegoederen en de opgelegde herstelbetalingsproblemen van Duitsland startten een soort van dominoreactie. In deze context was de depressie rechtstreeks het product van zwakke en ongeorganiseerde financiële markten.

De kwetsbaarheid van het financieel mechanisme is voldoende om de krach van de aandelenmarkt uit te leggen, maar niet om de uitgebreidheid van de economische crisis te verklaren. De financiële ramp bracht al de wrok en reacties van de negentiende eeuw terug aan de oppervlakte maar dan wel op een meer militante en gewelddadige manier. In plaats van een harmonieuze liberale visie van een geïntegreerde en welvarende wereld, ontstond er een geloof over onvermijdelijke conflicten en over het belang van nationale eigendommen. De binnenlandse en internationale spanningen die volgden, verzwakten de mechanismen en instellingen die tot dan het bindweefsel waren geweest van de wereld en sneden de pas af voor effectieve institutionele hervormingen. De reactie tegen de internationale economie bracht een einde aan de welvarende wereld van de jaren '20 en vooral aan de diepgaande mondialiseringsgolf.

¹⁷⁸ *Ibidem*, p. 64, 83, 105-126, 192-233.

Lijst van de geraadpleegde werken

Boeken

ADELMAN, J., *Frontier Development: Land, Labour and Capital on the Wheatlands of Argentina and Canada*. Oxford, Oxford University Press, 1994.

BAGEHOT, W., *Lombard Street: a Description of the Money Market*. London, John Murray, 1917.

BAGEHOT, W., *The Collected Works of Walter Bagehot Vol. 9*. London, The Economist, 1978.

BAINES, D., *Emigration from Europe*. Cambridge, Cambridge University Press, 1995.

BALZAC, H. DE, *Eugénie Grandet*. Paris, Editions de La Tour Du Guet, 1957.

BARREZ, D., *De Antwoorden van het antiglobalisme: van Seattle tot Porto Alegre*. Leuven, Mets & Schilt, 2001.

BAUDHUIN, F., *Histoire Economique de la Belgique, 1914-1939 – Tome I*. Brussel, Etablissement Emile Bruylant, 1944.

BERLAGE, L., DECOSTER, A., e.a., *Inleiding tot de Economie*. Leuven, Universitaire Pers Leuven, 1997.

BODNAR, J., *The Transplanted: A History of Immigrants in Urban America*. Bloomington, Indiana University Press, 1985.

BORDO, M. en EICHENGREEN, B., *Capital Flows and the International Financial System*. Sydney, Reserve Bank of Australia, 1999.

BOUVIER, J., *Le krach de l'Union Générale, 1878–1885*. Paris, Presses universitaires de France, 1960.

- BREALEY, R. A. en MYERS, S. C., *Principles of Corporate Finance*. New York, McGraw-Hill, 2000.
- BROGAN, H., *The Pinguin History of the USA*. 2^{de} druk. Londen/New York, 2001.
- DELBEKE, J., *Geld en bankkrediet in België, 1877-1983*. Brussel, AWLSK, 1988.
- DESSERS, D., DUMOLYN, J. en JONES, P. T., *Ya Basta, Globalisering van Onderop*. Gent, Academia Press, 2002.
- DOMBRECHT, M., e.a., *Geld en Financiewezen*. 4^{de} druk. Antwerpen, Standaard Uitgeverij, 2001.
- DUNN, D. H., *Ponzi, the Boston Swindler*. New-York, McGraw-Hill, 1975.
- EICHENGREEN, B., *Golden Fetters: the gold standard and the great depression, 1919-1939*. Oxford, Oxford University Press, 1995.
- FISHER, I. N., *My Father Irving Fisher*. New York, Comet Press, 1956.
- FLORA, P., ALBER, J. en EICHENBERG, R., *State, Economy, and Society in Western Europe, 1815-1975, vol. 1*. Frankfurt, Campus, 1983.
- FRIEDMAN, M. en SCHWARTZ, A., *Monetary Statistics of the United States: Estimates, Sources, Methods*. New York, Columbia University Press, 1970.
- FRIEDMAN, M. en SCHWARTZ, A., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, Princeton University Press, 1963.
- FRIEDMAN, M., *Essays in Positive Economics*. 12^{de} druk. Chicago, University of Chicago Press, 1992.
- FRIEDMAN, M., *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago, Aldine, 1969.

FRIEDMAN, T., *The Lexus and the Olive Tree: Understanding Globalization*. New York, Farrar Strauss, 1999.

GALBRAITH, J. K., *A History of Economics*. London, Penguin Books, 1991.

GALBRAITH, J. K., *The Great Crash 1929*. New York, Mariner Books, 1997.

GELLNER, E., *Nations and Nationalism*. Oxford, Basil Blackwell, 1983.

GERSOVITZ, M., DIAZ-ALEJANDRO, C. F., RANIS, G., e.a., (red), *The Theory and Experience of Economic Development: Essays in Honour of Sir W. Arthur Lewis*. Londen, Allen & Unwin, 1982.

GOODHART, C., *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, MIT Press, 1988.

GRAY, J., *False Dawn: The Delusion of Global Capitalism*. London, Granta Books, 1998.

GRIGG, P. J., *Prejudice and Judgement*. Londen, Jonathan Cape, 1948.

HAHN, L. A., *Fünfzig Jahre zwischen Inflation und Deflation*. Tübingen, J. C. B. Mohr, 1963.

HANSEN, A. H., *Business Cycles and National Income*. 3^{de} druk. New-York, Norton, 1957.

HERTZ, N., *De Stille Overname*. Antwerpen, Uitgeverij Contact, 2002. (Oorspronkelijke titel: *The Silent Takeover – Global Capitalism and the Death of Democracy*; vertaald door Amy Bais).

HIRST, P. en THOMPSON, G., *Globalization in Question*. Cambridge, Polity Press, 1999.

HOOVER, H., *The Memoirs of Herbert Hoover. Vol. 3: The Great Depression, 1929-1941*. New York, Macmillan, 1952.

HUYSE, L., *De Politiek Voorbij: een blik op de jaren negentig*. Antwerpen, Uitgeverij Kritak, 1994.

JAMES, H., *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. New York, Oxford University Press, 1996.

JAMES, H., *The End of Globalization*. Londen, Harvard University Press, 2001.

KENNEDY, P., *The Rise of the Anglo-German Antagonism, 1860-1914*. Londen, Routledge, 1980.

KEYNES, J. M., *The Economic Consequences of the Peace*. Londen, Macmillan London, 1971.

KINDLEBERGER, C. P. en LAFFARGUE, J.-P. (red), *Financial Crisis: Theory, History and Policy*. Cambridge, Cambridge University Press, 1982.

KINDLEBERGER, C. P., *Manias, Panics and Crashes*. New York, Basic Books, 1989.

KINDLEBERGER, C. P., *The World in Depression 1929-1939*. California, University of California Press, 1986.

KLEIN, N., *No Logo*. Rotterdam, Lemniscat, 2001. (Oorspronkelijke titel: *No Logo: Taking Aim at the Brand Bullies*; vertaald door Marjolijn Stoltenkamp).

KRUGMAN, P., *The Return of Depression Economics*. New York, W. W. Norton, 1999.

LARY, H. B., *The United States in the World Economy: The international Transactions of the United States During the Interwar Period*. Washington D.C., U.S. Government Printing Office, 1943.

LEWIS, W. A., *Economic Survey, 1919-1939*. Londen, Allen & Unwin, 1949.

LEWIS, W. A., *Growth and Fluctuations, 1870-1914*. Londen, Allen and Unwin, 1978.

MANTOUX, E., *La paix calomniée ou les conséquences économiques de M. Keynes*. Parijs, Gallimard Paris, 1946.

MAZOWER, M., *Duister Continent – Europa in de twintigste eeuw*. Antwerpen, Uitgeverij Contact, 2001. (Oorspronkelijke titel: *Dark Continent. Europe's Twentieth Century*; vertaald door Tinke Davids).

MITCHELL, B. R., *International Historical Statistics Europe 1750-1988*. New York, Stockton Press, 1992.

MOULTON, H. G. en PASVOLSKY, L., *War Debts and World Prosperity*. Washington D.C., Brookings Institution, 1932.

O'ROURKE, K. H. en WILLIAMSON, J. G., *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*. Cambridge, MIT Press, 1999.

RODRIK, D., *Has Globalization Gone Too Far?*. Washington D.C., Institute of International Economics, 1997.

ROMPUY, H. VAN, *Openbare Financiën en Overheidsbeleid*. Brussel, Vlekho, 2002. (Niet-gepubliceerde cursus, 2e lic. HW).

ROMPUY, V. VAN, *De Economische Crisis in het Westen*. Leuven, Davidsfonds, 1979.

ROSTOW, W. W., *The World Economy: Theory and Prospect*. Austin, University of Texas Press, 1978.

SALTER, A., *Recovery: The Second Effort*. New York, Century, 1932.

SAUVY, A., *Histoire économique de la France entre les deux guerres, vol. 1: 1918-1931*. Parijs, Paris Fayard, 1965.

SCHUKER, S., *The End of French Predominance in Europe: the financial crisis of 1924 and the Adoption of the Dawes Plan*. Chapel Hill, University of North Carolina Press, 1976.

SIMONS, H., *Economic Policy for a Free Society*. Chicago, University of Chicago Press, 1948.

- SMITH, A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. New York, Modern Library, 1937.
- SOROS, G., *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*. New York, Public Affairs, 1998.
- SPENGLER, O. en PROOST, K. F., *De mensch en de techniek: bijdrage tot een levensfilosofie*. Leiden, Sijthoff Leiden, 1931.
- SVENNILSON, I., *Growth and Stagnation in the European Economy*. Genua, United Nations Economic Commission for Europe, 1954.
- SWEDBERG, R., *Schumpeter: A biography*. Princeton, Princeton University Press, 1991.
- TEMIN, P., *Did Monetary Forces Causes the Great Depression*. New York, Norton, 1976.
- TEMIN, P., *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, MIT Press, 1989.
- THOMAS, B., *Migration and Economic Growth*. Cambridge, Cambridge University Press, 1954.
- THOMAS, B., *Migration and Urban Development: A Reappraisal of British and American Long Cycles*. Londen, Methuen, 1972.
- TIMOSHENKO, V. P., *World Agriculture and the Depression*. Michigan, Michigan University Press, 1953.
- VINER, J., *Studies in the Theory of International Trade*. New York, Harper, 1937.
- VOS, L. en GERARD, E., *Hedendaagse geschiedenis*. 4^{de} herziene druk. Leuven, Acco, 1994.
- WASHBURN, W. en DELONG, E. S., *High and Low Financiers: Some Notorious Swindlers and Their Abuses of Our Modern Stock Selling System*. Indianapolis, Bobbs-Merrill, 1932.

WEBER, M., MOMMSEN, W. J. en ALDENHOFF, R., *Landarbeiterfrage, Nationalstaat und Volkswirtschaftspolitik: Schriften und Reden, 1882-1889, vol. 1*. Tübingen, Mohr Siebeck, 1993.

WEE, H. VAN DER, (red), *The Great Depression Revisited: Essays on the Economics of the Thirties*. Den Haag, Martinus Nijhoff, 1972.

WICKER, E. R., *Federal Reserve Monetary Policy, 1917-1933*. New York, Random House, 1966.

WIERENGA, B. en VAN RAAIJ, W., *Consumentengedrag: theorie, analyse en toepassingen*. Leiden, Stenfert Kroese, 1987.

WIGMORE, B. A., *The Crash and Its Aftermath: A History of Security Markets in the United States, 1929-1933*. Westport, Greenwood, 1985.

Artikels

BARBER, C. L., On the Origins of the Depression. In: *Southern Economic Journal*, nr. 44, 1978.

DOWIE, J. A., 1919-1920 Is in Need of Attention. In: *Economic History Review*, jrg. 20, nr. 3, 1975.

FRIEDMAN, M., The Balance of Payments: Free Versus Fixed Exchange Rates. In: *Newsweek*, 25 mei 1970.

JOHNSON, H. G., Destabilizing Speculation: A General Equilibrium Approach. In: *Journal of Political Economy*, nr. 84, februari 1976.

JOHNSON, H. G., The Case for Flexible Exchange Rates. In: *Federal Reserve of St. Louis Review* 51, juni 1969.

MINSKY, H. P., Financial Resources in a Fragile Financial Environment. In: *Challenge*, jrg. 18, juli/augustus 1975.

MINSKY, H. P., Review of Temin. In: *Challenge*, jrg. 19, september/oktober 1976.

SAMUELSON, P. A., Myths and Realities about the Crash and Depression. In: *Journal of Portfolio Management*, jrg. 50, nr. 1, 1979.

SAYERS, R. S., The Spring of Technical Progress in Brittain, 1919-1939. In: *Economic Journal*, nr. 238, juni 1950.

TEMIN, P., Three Problems in Economic History. In: *Journal of Economic History*, jrg. 31, 1971.

The R-word. In: *The Economist*, 7 april 2001.

WILLIAMSON, J. G., Globalization, Convergence and History. In: *Journal of Economic History*, jrg 56, 1996.

Rapporten

Federal Reserve System, *Banking and Monetary Statistics*. Washington, D.C., Board of Governors of the Federal Reserve System, 1943.

HELLWIGG, M. F., *A Model of Borrowing and Lending with Bankruptcy*. Princeton, Princeton University Econometric Research Program, Research Memorandum nr. 177, 1975.

Radcliffe Report, *Committee on the Working of the Banking Question*. H.M. Stationery Office, August 1959.

Websites

ANTWEILER, W., Economic Globalization and its Consequences,

<http://pacific.commerce.ubc.ca/antweiler/apsc450/slides.pdf>.

Charles Ponzi: Double Your Money in 90 Days. In: *Useless Information Website*,
<http://home.nycap.rr.com/useless/ponzi/>.

COOLIDGE, C., 6th Annual Message,
http://www.polsci.ucsb.edu/projects/presproject/idgrant/sou_pages/coolidge6su.html, 4
december 1928.

EBLING, R. M., Monetary Central Planning and the State, Part 23: Henry Simons and the
"Chicago Plan" for Monetary Reform, <http://www.fff.org/freedom/1198b.asp>, november
1998.

HENRIQUES, D. B., News in the Age of Money,
<http://usinfo.state.gov/journals/itgic/0401/ijge/gj08.htm>, november/december 2000.

HOOVER, H., state of the Union message (exerpts),
http://www.geocities.com/mb_williams/hooverpapers/1930/paper19301202.html, 2 december
1930.

KAZA, G., Is There a Case for the Gold Standard?, <http://www.mmisi.org/ir/fl96/kaza.pdf>,
1996.

The Bretton Woods Agreements, In: The Avalon Project at Yale Law School, 1998,
<http://www.yale.edu/lawweb/avalon/decade/decad047.htm>.

The Damn'd South Sea, In: Harvard magazine, 1999, [http://www.harvard-
magazine.com/issues/mj99/damnd.html](http://www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html).

TRUMBORE, B., Charles Hatry,
http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2002/charles_hatry.html.

What is Globalization? In: *Globalization 101 - Center for Strategic and International Studies*,
<http://www.globalization101.org/globalization/>, 2002.

What is Globalization? In: *University of South Florida – Globalization Research Center*, <http://www.cas.usf.edu/GlobalResearch/globaldefinition.htm>, 5 mei 2003.

<http://cepa.newschool.edu/het/profiles/keynes.htm> (*the History of Economic Thought website*).

<http://europa.eu.int/eurodicautom/Contoller> (*de Europese Unie on line – European Terminology Database*).

<http://ingrimayne.saintjoe.edu/econ/Connections/Says.html> (*Cybereconomics website*).

<http://risk.ifci.ch/00010603.htm> (*IFCI Risk Institute*).

<http://www.antiquarypartnership.com/Kreuger.html> (*Antiquary Partnership*).

<http://www.investopedia.com/terms/b/bucketshop.asp> (*Investopedia.com*) .

<http://www.lovesphere.org/f/Fedres/Fedres.html> (*Federal Reserve System History*).

<http://www.nber.org/> (*National Bureau of Economic Research*).

<http://www.sec.gov/> (*Securities and Exchange Commission*).

<http://www2.duitslandweb.nl/Informatie/Naslagwerk/Geschiedenis/1919-1933/> (*Duitslandweb*).

Working papers

MINSKY, H. P., *Financial Crisis: Systemic or Idiosyncratic*. Working Paper nr. 51, een voordracht over “Financial Crisis in Finance” op het Jerome Levy Institute of Bard College, april 1991. (niet-gepubliceerde lezing).

SYLLA, R., *Financial Disturbances and Depressions: The view from economic History*. Working Paper nr. 47, een voordracht over “Financial Crisis in Finance” op het Jerome Levy Institute of Bard College, april 1991. (niet-gepubliceerde lezing).

MUNDELL, R., *Uses and Abuses of Gresham's Law in the History of Money*. Columbia University, augustus 1998. (niet-gepubliceerde lezing).

Woordenboek

CROWTHER, J., e.a., (red.), *Oxford Advanced Learner's Dictionary*. 5^{de} herziene druk. Oxford, Oxford University Press, 1997.

REY, A. En REY-DEBOVE, J., (red.), *Le Petit Robert*. Parijs, Dictionnaire Le Robert, 1984.

CD-ROM

Encarta Encyclopedia 2001 Winkler Prins. Microsoft Elsevier, 2000.

Encyclopædia Britannica 2001. Standard Edition CD-ROM, 2001.

GEERAERTS, D., *Van Dale Groot Woordenboek Der Nederlandse Taal*. Utrecht/Antwerpen, Van Dale Lexicografie, 2000.