



Een muur van geld op zoek naar vastgoed

Sinds twee decennia is een groeiende muur van geld wereldwijd op zoek naar investeringsmogelijkheden. Deze geldpot is een belangrijke stuwende kracht achter vastgoedbubbels en hypotheekschulden wereldwijd.

Charles Kindleberger's klassiek geworden boek over financiële crises in de laatste 200 jaar, 'Manias, panics and crashes', laat goed zien hoe bubbels in de vastgoed- en aandelenmarkten samenvallen met een manische fase van het kapitalisme: periodes van ongekend optimisme die steevast resulteren in een onhoudbare schuldenlast. De door de schuld opgeblazen vastgoed- en aandelenbubbels leiden tot een kantelpunt, een fase van paniek, die uitmondt in een crash. De vorige twee decennia (1990-2008) hebben veel weg van een manische fase, kort onderbroken door de crash van 2000. Financiële crises kunnen resulteren in economische crises die langer en dieper zijn dan 'gewone', conjuncturele crises. Daarbij kunnen financiële markten elkaar aansteken waardoor markten die in principe niet gerelateerd zijn aan de oorsprong van een crisis toch geraakt worden. Dit is versterkt door het 'schaduwbancaire systeem' dat vanaf het einde van de jaren negentig steeds dominantier is geworden in het verpakken en verhandelen van hypotheek. De uiteindelijke geografische impact van de crisis heeft daarom vaak niet veel meer te maken met de locaties waar de problemen zijn ontstaan.

Een muur van geld

De afgelopen decennia hebben landen, ondanks hun verschillen, vergelijkbare processen doorgemaakt, zoals een groeiende private schuld, grotere grensoverschrijdende kapitaalstromen, deregulering van markten, stijgende prijzen van de eigen woning ten opzichte van het inkomen, en een stijgend eigen woningbezit. Bij deze richting hoort ook een dalend aandeel van de lonen in de economie en een groeiende door schuld gedreven consumptie, waarbij het eigenwoningbezit als onderpand is gebruikt. Dit model, dat het 'geprivatiseerde keynesianisme' is genoemd door Colin Crouch, was niet overal even sterk maar is wel overal zichtbaar.

Hier wil ik het kort hebben over het waarom van deze ontwikkeling naar meer schulden, grensoverschrijdende kapitaalstromen en een groeiend risico dat door huishoudens in plaats van staten wordt gedragen. En wat heeft dit met woningmarkten te maken? De ontstaansgeschiedenis van dit privaats keynesianisme wordt veelal toegeschreven aan het ineenstorten van het naoorlogse institutionele arrangementen in de jaren zeventig en de politieke economische en ideologische krachten die toen tot ontwikkeling kwamen. Een van de elementen van dit ensemble was een groeiende 'muur van geld' dat niet geherinvesteerd werd in de reële economie maar belegd werd in financiële markten, met name in schuldbewijzen zoals obligaties.

Deze muur van geld is sinds de jaren tachtig alleen maar groter geworden ten opzichte van de wereldeconomie. Ook zijn in de tijd steeds meer bronnen gekomen die deze wereldwijde pot met geld voeden. De grootste bijdrage wordt geleverd door de zogenaamde institutionele beleggers. Dit zijn professionele beleggers in de vorm van pensioenfondsen, verzekeringsmaatschappijen en beleggingsfondsen. De groeiende invloed van deze beleggers op financiële markten heeft vooral te maken met de vergrijzing. Hierdoor moet voor een groter deel van de samenleving een spaarpot worden opgebouwd. Geografen zoals Gordon Clark en Ewald Engelen hebben veelvuldig gepubliceerd over dit fenomeen, dat bekend staat als 'pensioenfondskapitalisme'. Dit verwijst naar de toegenomen rol van pensioenfondsen in het vormgeven van financiële markten door hun groeiende vraag naar beleggingsmogelijkheden. De reserves van institutionele beleggers namen toe van 26.000 miljard dollar in 2001 tot 93.000 miljard dollar in 2013. Figuur 1 laat de omvang van institutionele beleggers ten opzichte van verschillende markten en de wereldeconomie zien.

Een verschuiving van arbeid naar kapitaal

Het tweede element dat een bijdrage levert aan de muur van geld is het gedrag van multinationale ondernemingen. Deze bedrijven zijn sinds de jaren tachtig belangrijke dragers van globalisering. Dit heeft onder meer geleid tot een grotere concurrentie tussen

staten om bedrijven vast te houden en in het kielzog hiervan de implementatie van een neoliberale agenda. Tegelijkertijd daalde de belasting op kapitaal en namen sluiproutes om belasting te ontwijken een enorme vlucht vanaf de jaren negentig. Dit betekende dat wereldwijd op een ongeëvenaarde schaal een verschuiving van de productiefactor arbeid naar kapitaal plaatsvond. Cijfers van het United Nations Commission on Trade and Development (UNCTAD) laten zien dat deze verschuiving, met het huidige prijspeil, wereldwijd 7.000 miljard dollar per jaar is in vergelijking met 1985. De verhoogde kapitaalopbrengsten gingen samen met dalende investeringen in de reële economie en een stijging van besparingen van bedrijven in de vorm van financiële tegoeden. Naar schatting van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) hebben bedrijven zo inmiddels 20.000 miljard dollar opgepot in belastingparadijzen.

Als derde wordt de muur van geld gevoed door de reserves van opkomende economieën, in het bijzonder China en grondstofproducenten. Deze landen hebben het afgelopen decennium grote handelsoverschotten gehad, wat tot grote reserves heeft geleid. De bijdragen van de overschotten van opkomende landen aan de muur van geld wordt door Ben Bernanke op 5.000 miljard dollar geschat.

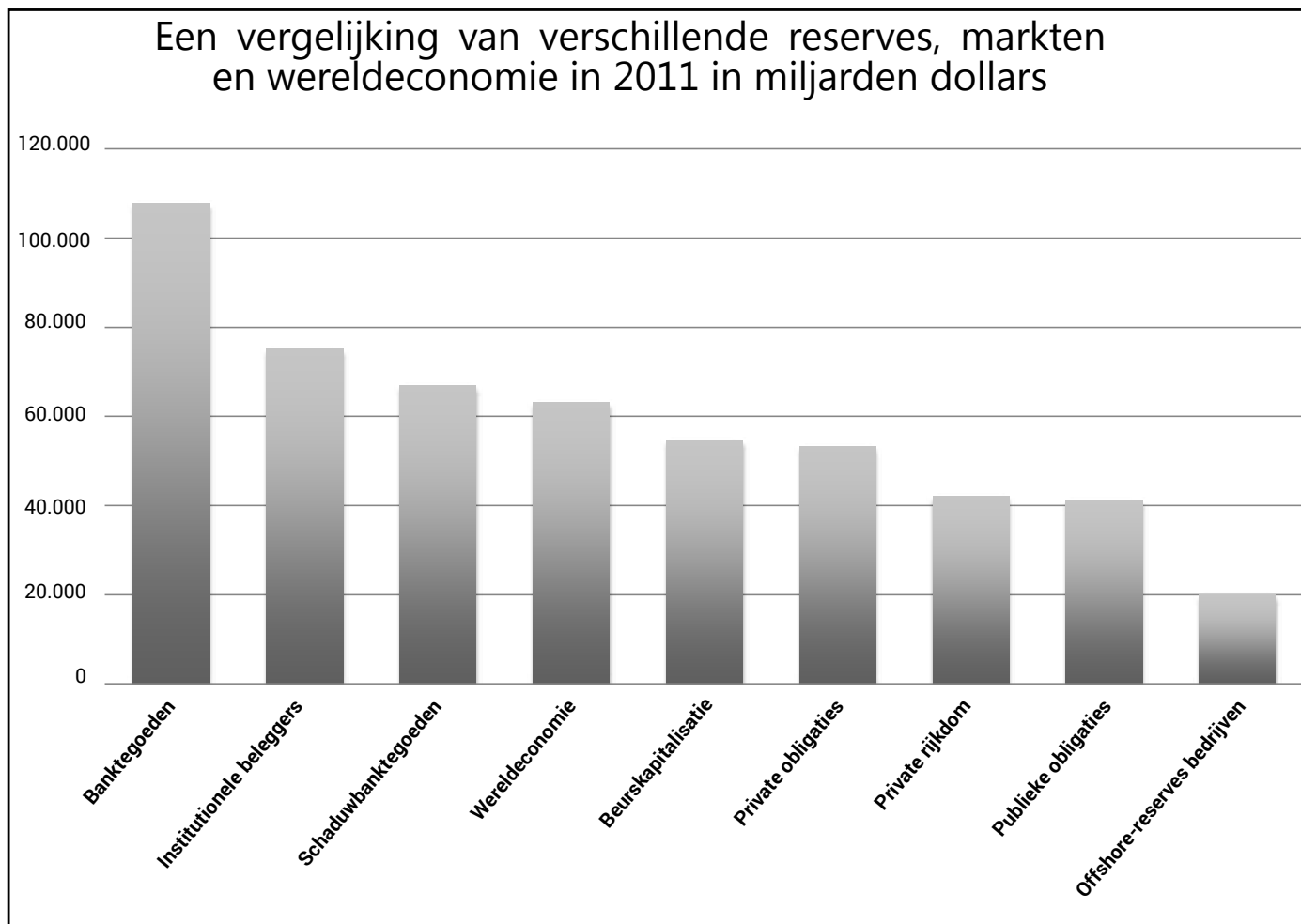
De vierde en laatste ontwikkeling die een bijdrage levert aan kapitaal dat op zoek is naar beleggingsmogelijkheden heeft te maken met de massale verruiming van de balansen, het zogenaamde *quantitative easing* (kwantitatieve verruimen), of

De muur van geld is sinds de jaren tachtig alleen maar groter geworden

'geld drukken', door centrale banken van ontwikkelde economieën, zoals de VS, het VK, Japan en de EU. Deze programma's van centrale banken zijn bedoeld om financiële markten te stabiliseren. Dit doen ze door liquiditeit op een ongeëvenaarde schaal in het financiële systeem te pompen. Dit 'pompen' betekent dat centrale banken financiële tegoeden opkopen van financiële instellingen. Volgens de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) leidden deze programma's in 2013 cumulatief tot een vraag naar financiële tegoeden van 4.000 miljard dollar.

Deze muur van geld leidt tot een continue vraag naar financiële investeringsmogelijkheden om het overschot aan kapitaal te conserveren omdat de reële economie daarvoor geen ruimte biedt. Er zijn simpelweg te weinig investeringen in de reële economie (fabrieken, installaties, R&D) om de muur van bijvoorbeeld pensioenopbouw, bedrijvenreserves, oliedollars van voldoende rendement te voorzien. De voornaamste beleggingsobjecten zijn de staatschuld van een selecte groep ontwikkelde economieën zoals de VS en Duitsland. De vraag naar deze 'veilige beleggingen' is zo groot in verhouding tot het aanbod dat we sinds een paar jaar zelfs een negatieve rente zien op deze producten. Na de staatschuld van 'veilige landen' zijn hypotheek, samen met obligaties van de best presterende bedrijven, zoals Apple, de meest gewilde beleggingen. Hypotheken zijn vooral gewild als ze gestandaardiseerd zijn via verpakkingsmethoden omdat ze dan makkelijker te verhandelen zijn. Als groot voordeel hebben hypotheek dat ze een onderpand hebben, in tegenstelling tot vele andere type private leningen (consumentenleningen, studiefinanciering). Een ander voordeel is de enorme omvang van de wereldwijde hypotheekschuld. De gemiddelde hypotheekschuld van ontwikkelde economieën steeg van 50% in 1980 tot 118% in 2010.

Wat we zien is dat actoren die betrokken zijn bij het beheer van deze muur van geld, zoals banken, schaduwbanken en fondsbeheerders, actief op zoek zijn gegaan naar nieuwe



beleggingen en mogelijkheden om de verhandelbare schuldenberg te vergroten. Deze continue druk om kapitaal te conserveren leidt tot de financialisering van verschillende maatschappelijke domeinen om verhandelbare schuldbewijzen te produceren. Dus paradoxaal genoeg leidt de toegenomen besparing (muur van geld) tot een druk om meer schuldpapieren uit te geven zodat er weer financiële producten vrijkomen waarin geïnvesteerd kan worden. Deze druk liep parallel aan de vorming van het post-keynesiaanse ensemble en paste naadloos bij beleid om het eigenwoningbezit te bevorderen, de regels omtrent private schuld te versoepelen en deze fiscaal te ondersteunen.

Naar een losse typologie van kapitalisme

In deze wereld met een groeiend overschot aan kapitaal, dat rendement nodig heeft en daarom aanmoedigt om beleggingsmogelijkheden en schulden te creëren, is het moeilijk om het geld buiten de deur te houden en de binnenlandse private schuld niet op te laten lopen. Landen verschillen in de manier waarop ze dammen weten op te werpen tegen de muur van geld. De verschillen zitten vooral in de manier waarop de woningmarkt als onderpand voor schuld kan dienen, de omvang van het eigenwoningbezit, de fiscale stimulering van schuld en in de mate waarin het financiële systeem vervlochten is met wereldwijde kapitaalmarkten. Dit kan op veel verschillende manieren en valt lang niet altijd samen met de landenindelingen die we kennen. Beter is daarom om landen in te delen in het historische traject dat ze afleggen (meer financialisering). Dit is een lossere, minder dwingende vorm van indelen, die meer nadruk legt op de gemeenschappelijke ontwikkeling dan op de individuele

verschillen.

De verscheidenheid is voor internationale kapitaalmarkten ook minder relevant zolang de (hypotheek) schuld te vertalen is in wereldwijd gangbare eenheden waardoor het verhandelbaar wordt. Zolang het aandeel van lonen laag blijft ten opzichte van het bruto nationaal product zal het overmatig gespaarde kapitaal niet in de reële economie geïnvesteerd worden vanwege een te lage effectieve vraag. Het geld zal worden rondgepompt in financiële markten op zoek naar schaarse investeringen die wel winst opleveren. Naast de hierboven besproken hypotheekschuld zien we ook dat kapitaal direct geïnvesteerd wordt in commercieel vastgoed via beursgenoteerde vastgoedfondsen. Dit heeft wereldwijd, maar in het bijzonder in global cities, geleid tot een groeiende instroom van buitenlandse investeringen in commercieel vastgoed. Deze tendensen laten zien dat de verbinding tussen ontwikkelingen in financiële markten wereldwijd en lokale vastgoedbubbels sterker zijn dan ooit.

Literatuurselectie

- BIB (2013) Mind the gap? Sources and implications of supply demand imbalances in collateral asset markets. BIS Quarterly Review, September.
- Bernanke, B. (2011) International capital flows and the returns to safe assets in the United States. Banque de France, Financial Stability Review, nr. 15.
- Clark, G (2000) Pension Fund Capitalism. Oxford: Oxford University Press
- Crouch, C. (2011) Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime. The British Journal of Politics & International Relations 11, nr 3, pp. 382-399.
- Kindleberger, C. P. [1978] (2005) Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crashes. New Jersey: Wiley.

Rodrigo Fernandez (rodrigo.fernandez@ees.kuleuven.be) is postdoctoraal onderzoeker aan de KU Leuven en onderzoeker bij SOMO.

Beter is daarom om landen in te delen in het historische traject dat ze afleggen