

## De wet van Gresham

*De Wet van Gresham, bad money drives out good money, is ten onrechte naar Sir Thomas Gresham genoemd en gaat niet algemeen op. Toch kan ze, met wat goede wil, op een breder terrein dan alleen dat van de munten of zelfs van het geld van toepassing geacht worden.*

### McLeod, Sir Thomas Gresham en de Wet van Gresham

Het verschijnsel dat "the bad coin invariably and necessarily drives out good coin from circulation" is door H.D. MacLeod in 1858 betiteld als de Wet van Gresham<sup>1</sup>. Deze MacLeod, aldus Raymond de Roover, "was endowed with a marvelous ability for reading into a text what is not there"<sup>2</sup>. Sir Thomas Gresham (1519-1579) heeft Edward VI, Mary Stuart en Elizabeth I gediend als koninklijk agent in Antwerpen. Zijn taak was het afsluiten van nieuwe leningen en het verlengen van oude leningen voor de Britse vorst bij de bankiers op de Antwerpse beurs, de aankoop van oorlogsmaterieel en de financiering van legercommandanten op het continent<sup>3</sup>. McLeod baseerde zijn ontdekking op een brief van Gresham uit 1558 aan koningin Elizabeth betreffende de val van de wisselkoers. In deze brief stelt Gresham dat de verzwakking van de Britse munt door Henry VIII tot de val van de koers van het pond sterling heeft geleid en de export van al het goud van het koninkrijk heeft veroorzaakt. De samenhang tussen de muntverzwakking en de export van goud wordt niet toegelicht, maar meteen in de tweede alinea stelt Gresham vast dat Hare Majesteit grote schulden heeft gemaakt in Vlaanderen en dat die schulden slechts afgelost konden worden door goud te exporteren<sup>4</sup>.

Zijn memorandum is een theoretisch zwak pleidooi voor maatregelen om de uitvoer van Engelse munt tegen te gaan en de koers van het pond hoog te houden (dat laatste om het aflossen van de buitenlandse schulden te vergemakkelijken). Het verband tussen de muntverzwakking en de koers is niets anders dan een toepassing van de koopkrachtpariteitstheorie: gaat in een land de hoe-

veelheid goud of zilver in de munt omlaag, dan zijn meer munten nodig om een bepaalde hoeveelheid van een goed te kopen en de koers van die verzwakte munt daalt.

De Roover ten slotte heeft duidelijk laten zien dat Gresham niet de Wet van Gresham aanhing. In het door De Roover gepubliceerde *Memorandum for the understanding of the exchange* constateert Gresham, tot zijn verbazing, dat de inferieure testons (zilveren munten) die sinds de muntverzwakking van 1546 circuleerden niet alle evenveel zilver bevatten, maar toch alle voor sixpence geaccepteerd werden<sup>5</sup>. Het is dus in Greshams ervaring niet zo dat 'bad money always drives out good money'.

Het is niet onwaarschijnlijk dat Gresham bij de export van goud gedacht heeft aan het verdwijnen van volwaardige munten uit de circulatie. Die gedachte was niet nieuw, en is zeker niet door Gresham ontwikkeld. Bij Copernicus is ze aan te treffen<sup>6</sup>, evenals in een aantal Engelse tractaten uit de vijftiende eeuw<sup>7</sup> en in een proclamatie van koningin Elizabeth van 27 september 1560, waarin ze de redenen voor de muntherziening uiteenzet<sup>8</sup>. Ruwweg twee eeuwen eerder had Nicolaus Oresmius, of Nicole Oresme (1325-1382), hoogleraar theologie aan de Sorbonne en later bisschop van Lisieux, in zijn felle aanklacht tegen muntontwaardiging *De mutatione monetarum: tractatus* al de Wet van Gresham beschreven. Het kernthema van zijn betoog is dat muntverzwakking gewelddadige plundering ('violenta praedatio') en bedriegelijke afpersing ('exactio fraudulenta') is<sup>9</sup>. Het is meer een morele stellingname dan economische analyse, maar hij schijft ook dat het goud en het zilver bij muntontwaardiging naar het buitenland verdwijnen omdat ze daar meer opbrengen en dat ze omgesmolten worden<sup>10</sup>.

De verdrijving van volwaardige munten door minderwaardige komt overigens al voor in Aristophanes' toneelstuk *De kikvorsen* uit 405 v. Chr., waarin hij zijn mening over het soort mensen dat in de Atheense politiek was komen bovendrijven toelicht door een vergelijking te maken met de verdwijning van volwaardige zilveren en gouden munten uit de circulatie ten gunste van onvolwaardig kopergeld<sup>11</sup>.

### Beperkte geldigheid

De Wet van Gresham heeft vooral dienst gedaan als verklaring voor de narigheden van het bimetallisme en van versleten en besnoeide standaardmunten. Als in een bimetalliek stelsel

1. H.D. MacLeod, *Elements of political economy*, 1858.
2. R. de Roover, *Gresham on foreign exchange*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1949, blz. 91.
3. H. Buckley, Sir Thomas Gresham and the foreign exchange, *Economic Journal*, jg. 34, nr. 136, 1924, blz. 594; De Roover, op.cit., blz. 21. Zie over Gresham ook F.R. Salter, *Sir Thomas Gresham (1518-1579)*, Leonard Parsons, Londen, 1915.
4. Gresham to Queen Elizabeth on the fall of the exchanges, 1558, in: R.H. Tawney en E. Power (red.), *Tudor economic documents*, dl. 2, Longmans, Green and Co., Londen, 1924, blz. 147.
5. De Roover, op.cit., 1949, blz. 92-3.
6. In een advies van 1526, getiteld *Monetaria ratio*, aan de koning van Polen, die met monetaire chaos te maken had. Copernicus schrijft dat bij de introductie van verzwakte munten de goudsmiden de oude goede munten gaan omsmelten, zie A.E. Monroe, *Monetary theory before Adam Smith*, A.M. Kelley, New York, 1966, blz. 65 (oorspr. verschenen 1923).
7. De Roover, op.cit., 1949, blz. 92.
8. Aldus F.W. Fetter, Some neglected aspects of Gresham's Law, *Quarterly Journal of Economics*, nr. 3, 1932, blz. 483-4. Het proces van verdrijving wordt echter niet beschreven, afgezien van de vermelding van de toestroming van vervalste munten uit het buitenland, waartegenover goud, zilver en koopwaar naar het buitenland verdwijnen. Zie 'Proclamation announcing a reform of the coinage by Queen Elizabeth, 27 sept. 1560', in R.H. Tawney en E. Power (red.), op.cit., blz. 196.
9. Nicolaus Oresme, *Traktat über Geldabwertungen*, Latijnse tekst met Duitse vertaling en inleiding door E. Schorer, G. Fischer, Jena, 1937, blz. 62.
10. Oresme, op.cit., blz. 69.
11. Aristophanes, *The wasps, the poet and the women, the frogs*, vertaald en ingeleid door D. Barrett, Penguin, Harmondsworth, 1964, blz. 47-48.



de officiële prijsverhouding van zilver en goud, zoals die in de waardeverhouding van de standaardmunten geïmpliceerd is, afwijkt van de prijsverhouding op de metaalmarkt, zal het relatief overgewaardeerde metaal het relatief ondergewaardeerde metaal van de markt verdrijven. Evenzo zullen, als versleten en besnoeide munten voor de volle nominale waarde in het verkeer aanvaard worden, volwaardige munten verdwijnen.

Het verenigde Noord- en Zuid-Nederland van na de Napoleontische tijd bood voorbeelden van beide verschijnselen. Voor de in België circulerende franken gold een officiële prijsverhouding tussen goud en zilver van 15,5:1, vrijwel gelijk aan de prijsverhouding op de edelmetaalmarkt. Voor de (Noord-)Nederlandse gulden gold echter een prijsverhouding van 15,87:1. Het goud was overgewaardeerd. Daarnaast waren de besnoeide en versleten zilveren munten overgewaardeerd. Pierson geeft als commentaar: "De Wet van Gresham laat zulke fouten nooit ongestraft be- gaan". Het gevolg was dat de gave zilveren munten verdwenen uit de circulatie. Die bestond uit overgewaardeerde gouden vijf- en tienguldenstukken en besnoeide en versleten zilveren munten<sup>12</sup>.

Als er geen sprake is van een officiële vastgelegde prijsverhouding treedt de Wet van Gresham niet op. Wanneer zilveren munten en gouden munten naast elkaar circuleren zonder dat er een vaste officiële prijsverhouding tussen goud en zilver bestaat, zal de waardeverhouding tussen beide munten wijzigen met de veranderingen in de prijsverhouding tussen de muntmetalen op de metaalmarkt. Zo'n parallelle standaard, met zilveren en koperen munten in plaats van zilveren en gouden munten, heeft van het midden van de zeventiende eeuw tot het midden van de negentiende eeuw in China bestaan<sup>13</sup>.

Hayek heeft erop gehamerd dat de Wet van Gresham ook als er alleen fiduciair geld bestaat slechts geldig is bij een vaste prijsverhouding, een vaste wisselkoers. Zijn pleidooi voor vrijheid van geldcreatie is gebaseerd op de idee dat bij concurrentie tussen geldaanbieders het geld dat een stabiele koopkracht heeft zal appreciëren ten opzichte van geld dat aan inflatie onderhevig is<sup>14</sup>. Als het 'slechte' geld onderhevig is aan omvangrijke en moeilijk naar omvang te voorspel-

len uitholling, verkeert de Wet van Gresham zelfs in haar tegendeel en geldt dat 'good money drives out the bad'<sup>15</sup>. Dit verschijnsel zien we tegenwoordig in de 'dollarisatie' van economieën die geplaagd worden door hoge en fluctuerende inflatie<sup>16</sup>.

De Wet van Gresham is echter ook bij een vaste officiële prijsverhouding niet algemeen geldig. Men denke aan het in het verleden weinig uitzonderlijke geval dat onvolwaardig geld (tekenmunten en pasmunten en ook bankbiljetten) naast standaardmunten circuleert. Vergelijk tevens het door Gresham waargenomen geval van de testons. Zolang de omwisseling à pari tegen standaardmunten is gewaarborgd, drijft het fiduciaire geld het volwaardige geld niet van de markt.

Een klein decennium geleden hebben Rolnick en Weber hier op voortgeborduurd. Hun verhaal komt er op neer dat, wanneer er bij een vaste officiële waardeverhouding zoveel van het inferieure geld in omloop komt dat de omwisseling à pari niet gewaarborgd is, het relatief ondergewaardeerde geld toch niet door het relatief overgewaardeerde geld uit de circulatie verdreven hoeft te worden<sup>17</sup>. 'Bad money will drive good money out of circulation' alleen wanneer het gebruik van het goede geld tegen de marktwaarde te duur, dat wil zeggen te lastig, is. Ondergewaardeerde munten die een gering bedrag voorstellen verdwijnen, maar (officieel) ondergewaardeerde munten die een groot bedrag voorstellen zullen een agio doen. Het is immers makkelijker om 5% agio op een dollar te betalen dan 5% agio op een dime. Voorbeelden uit de Amerikaanse monetaire geschiedenis van de negentiende eeuw steunen hun visie. Rolnick en Weber ontkennen dat de vaste officiële koers gehandhaafd kan worden (dan zou er immers geen agio kunnen gelden). De markt omzeilt die, als de kosten de moeite lonen.

### Kindleberger

Boven is reeds gewezen op het naast elkaar bestaan van volwaardige munten en fiduciair geld. In de internationale sfeer dienden evenzo onder het stelsel van Bretton Woods goud en dollars naast elkaar als geld. Echter, van tijd tot tijd treden crises op waarbij de verschillende geldsoorten niet langer als gelijkwaardig aanvaard worden. Men wil de ene geldsoort

massaal omzetten in de andere, maar dat blijkt niet altijd te kunnen. Dan wordt de inwisselbaarheid opgeheven. Dat was het geval met de inwisselbaarheid voor ingezetenen van de Verenigde Staten van dollars in goud in 1933, met de inwisselbaarheid van dollars in handen van niet-centrale banken in goud in 1968, en met de inwisselbaarheid van dollars in goud ook voor centrale banken in 1971. Bij zulke crises, evenals bij vreemde-valutacrisis, zien we volgens Kindleberger de Wet van Gresham in werking: men wil het goede geld (dat is het plotseling ondergewaardeerd geachte geld) oppotten.

Het verhaal is in Kindlebergers ogen uit te breiden buiten de monetaire sfeer<sup>18</sup>. Het gaat op wanneer er geld, andere financiële activa en reële activa bestaan die, bij wijzigende prijsverhoudingen, als substituten voor elkaar kunnen functioneren. Weliswaar is er niet steeds sprake van een officiële prijsverhouding waar de marktprijsverhouding van gaat afwijken, maar er is bij een crisis wel iets wat daar op lijkt, namelijk een plotse wijziging in de verwachtingen waardoor de oude marktprijsverhoudingen niet meer voldoen en houders van het opeens overgewaardeerd geachte actief hun bezit willen afstoten. Kindleberger ziet daarom ook achter valutacrisis de werking van de Wet van Gresham.

12. N.G. Pierson, *Leerboek der staatsbuis- houdkunde*, deel I, 3e dr., Erven Bohn, Haarlem 1912, blz. 478-9.

13. Chen Chau-nan, Flexible bimetallic exchange rates in China, 1650-1850, *Journal of Money, Credit, and Banking*, nr. 3, 1975.

14. F.A. Hayek, *Denationalisation of money*, Institute of Economic Affairs, Londen, 1978, blz. 37-9; F.A. Hayek, The future monetary unit of value, in: B.N. Siegel (red.), *Money in crisis*, Ballinger, Cambridge, Mass., 1984, blz. 326.

15. C. Bresciani-Turroni, *The economics of inflation*, A.M. Kelley, New York, 1968, blz. 174.

16. Zie voor enkele voorbeelden H. Visser, A guide to international monetary economics, E. Elgar, Aldershot, 1995, blz. 32

17. A.J. Rolnick en W.E. Weber, Gresham's law or Gresham's fallacy?, *Journal of Political Economy*, nr. 1, 1986. Overigens had Fetter dat in 1932 al opgemerkt, Fetter, op.cit., blz. 493.

18. C.P. Kindleberger, Gresham's law, in: C.P. Kindleberger, *Economic laws and economic history*, Cambridge University Press, Cambridge, 1989.



Meerdere geldsoorten functioneren naast elkaar als gevolg van het feit dat er niet één geldsoort is die in alle omstandigheden de geldfuncties het best vervult. Pogingen om slechts één geldsoort toe te laten zullen, aldus Kindleberger, vroeger of later door de markt ontkracht worden. Crises zijn dan ook niet altijd te vermijden. Kindlebergers aandacht is gericht op crises en instabiliteit. De Wet van Gresham luidt in zijn herformulering dat "two monies are unstable over time since the weak one drives the stronger into hoarding" en Kindleberger zou Kindleberger niet zijn als hij niet stelde dat, om de gevolgen van crises binnen de perken te houden zonder de prijsverhoudingen volledig vrij te laten, een 'lender of last resort' nodig is (vergelijk het optreden van de Amerikaanse regering bij de recente crisis van de Mexicaanse peso)<sup>19</sup>.

In Kindlebergers benadering is de aandacht verschoven van de circulatie van verschillende geldsoorten naar de portefeuillesamenstelling van de economische subjecten. Daarmee wordt de Wet van Gresham een nuttig analytisch model voor de economisch historicus<sup>20</sup>.

## Conclusie

We hebben gezien dat de Wet van Gresham vóór Greshams tijd al bekend was, maar bij Gresham zelf niet expliciet voorkomt. Ook blijkt de wet niet algemeen geldig te zijn. Kindleberger heeft anderzijds laten zien dat de Wet van Gresham veralgemeend kan worden, in die zin dat altijd het gevaar bestaat dat de markt de bestaande prijsverhoudingen tussen activa op eens niet meer accepteert en massaal uit het ene actief in het andere vlucht. Het ondergewaardeerd geachte actief wordt opgepot, dat is, bij voorkeur als vermogensobject aangehouden. Zo biedt de Wet van Gresham een bruikbare invalshoek voor de bestudering van een breed scala van verschijnselen van instabiliteit in het economische leven.

## H. Visser

De auteur is hoogleraar algemene economie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.

19. Kindleberger, op.cit., blz. 58; Zie bij voorbeeld C.P. Kindleberger, *Manias, panics, and crashes; a history of financial crises*, Macmillan, Londen, 1978.

20. Kindleberger, op.cit., blz. 44.

## Discussie

# Rentedekking is niet de oplossing voor parallelle privatisering WAO

*De parallelle privatisering van de WAO kan volgens J.M. Bekkering alleen slagen als de bedrijfsverenigingen geleidelijk overstappen van het omslagstelsel op rentedekking. Rentedekking kent echter nadelen, terwijl de beoogde lagere instroom in de WAO beter gerealiseerd wordt door nu meteen de premies te differentiëren.*

Uit de adviesaanvraag aan de SER over de kabinetsvoornemens met betrekking tot de ZW, AAW en WAO komt het gevaar naar voren dat de in het regeerakkoord opgenomen 'opting out' (= vrije uittreding van werkgevers uit het publieke bestel) niet van de grond zal komen vanwege de hoge premies die particuliere verzekeraars zullen moeten vragen voor een arbeidsongeschiktheidsverzekering. Deze premies zijn veel hoger dan bedrijfsverenigingen vragen, omdat particuliere verzekeraars hun premie moeten baseren op het rentedekkingstelsel terwijl bedrijfsverenigingen het omslagstelsel hanteren. Door dit verschil in financiering is het stelsel niet stabiel.

Tot deze conclusie komt J.M. Bekkering eveneens<sup>1</sup>. Bekkering presenteert daarom een plan om opting out reële inhoud te geven: als het premieverschil tussen publieke en particuliere verzekeraars het knelpunt is, dwing dan de publieke verzekeraars om ook de premies te verhogen. Met andere woorden, voer het rentedekkingstelsel ook in bij de publieke verzekeraars. Onmiddellijke invoering van het rentedekkingstelsel komt neer op het onttrekken in een periode van tien jaar van f 100 miljard aan het bedrijfsleven<sup>2</sup>. Dit is politiek niet aanvaardbaar, maar ook slecht voor het bedrijfsleven. Bekkering stelt daarom voor om het rentedekkingstelsel geleidelijk in te voeren over een periode van tien jaar.

## Kanttekeningen

Bij dit plan plaats ik enkele kanttekeningen. Zoals in het artikel is gesteld, kost geleidelijke invoering ook geld; de premie zal daardoor jaarlijks met

1% stijgen. Deze lastenverzwaring staat haaks op het regeringsbeleid van lastenverlichting, verkleining van de wig en terugdringing van de collectieve-lastendruk.

Belangrijk is voorts, dat door de geleidelijke invoering van het rentedekkingstelsel een navenant groot deel van het WAO-risico nog lange tijd via de landelijke uniforme WAO-premie dient te worden gefinancierd, waardoor de effectiviteit van de premieprikkel op bedrijfstak- c.q. werkgeversniveau gedurende de eerste tien jaar minder is.

## Reïntegratie belangrijker dan concurrentie

Waar was het allemaal om begonnen? Het beroep op de WAO moet worden teruggedrongen waardoor de premie omlaag kan. De SER en de WRR proberen dit te bereiken door concurrentie in de uitvoering te introduceren. Concurrentie zal leiden tot verhoging van de efficiency en dus lagere uitvoeringskosten.

Maar is dat wel zo belangrijk? Om te beginnen maken de uitvoeringskosten slechts een fractie uit van de totale kosten van de WAO, namelijk 5%. Hier is dus geen substantiële winst te behalen. Wel van belang zijn de reïntegratie-inspanningen die vanuit concurrentie-overwegingen mogen worden verwacht van publieke en particuliere verzekeraars in een duaal bestel (parallelle privatisering).

1. J.M. Bekkering, *Parallelle privatisering in de WAO: een ingebakken mislukking?*, *ESB*, 1 maart 1995, blz. 196-200.

2. Af te leiden van bijlage II uit de SER-adviesaanvraag.